



**SERMAYE PİYASASI KURULU  
KURUMSAL YATIRIMCILAR DAİRESİ**

**EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ YÖNETİMİ**

**YETERLİK ETÜDÜ**

**Selin SOYLU  
Uzman Yardımcısı**

**Haziran 2004  
ANKARA**

## YÖNETİCİ ÖZETİ

Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin ortak sorunlarının başında gelen sosyal güvenlik sorunu, özellikle son yıllarda ön plana çıkmaya başlamış ve ülkeler çeşitli reform politikaları benimseyerek sosyal güvenlik sistemlerindeki aksaklıkları giderme ve bu sistemi yeniden yapılandırma yolunda ciddi gelişmeler kaydetmişlerdir. Ülkemizde de, aynı kaygılarla hazırlanan 4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu ile hem mevcut sosyal güvenlik sisteminde ihtiyaç duyulan reformun önemli bir adımı atılmış, hem de sermaye piyasasındaki kurumsal yatırımcı etkisinin artırılması için yeni ve umut vadeden bir aşamaya geçilmiştir.

Ancak; bireylerin, emeklilik döneminde ek bir gelir sağlanarak refah düzeylerinin yükseltilmesi amacıyla bugünden yapacağı belirli ve düzenli katkıların emeklilik fonlarında değerlendirilmesi esasına dayalı olarak çalışan bu sisteminin düzenleyici ve uygulayıcı taraflarınca öncelik verilmesi gereken nokta, ülke ekonomisinin ve piyasaların gelişmesi veya devlet hazinesine kaynak yaratılmasından ziyade, bu sisteme yalnızca emeklilik dönemlerinde tatmin edici bir gelir elde edebilmek amacıyla girmiş olan kişilerin birikimlerinin bu amaç doğrultusunda yatırıma yönlendirilmesinin sağlanmasıdır. Bu şart yerine getirildikten sonra orta ve uzun vadede bu sistemden beklenen diğer makroekonomik gelişmelerin elde edildiğini görmek şaşırtıcı olmayacaktır.

Özel emeklilik fonlarının yönetiminde dünya uygulamaları incelendiğinde karşımıza basiretli yönetim ilkesine ve yatırım sınırlamalarına dayalı iki temel yaklaşım çıkmaktadır. Her iki yaklaşım da emeklilik fonlarında biriken katkıların önce güvenliğinin sağlanmasını, daha sonra da katılımcıların emeklilik dönemlerinde elde etmeyi amaçladıkları gelir için yeterli bir düzeye ulaşmasını amaçlamakta olup, gerek sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi, gerekse çeşitli politik tercihler çerçevesinde çeşitli ülkelerde farklı uygulama alanları bulmuştur.

Emeklilik yatırım fonlarının dünyadaki son yirmi yıllık geçmişi incelendiğinde, basiretli yönetim ilkesine dayalı yaklaşımın benimsendiği ülkeler ile yatırım sınırlamalarının yaygın olduğu ülkelerin emeklilik fonlarının yıllık ortalama reel getirileri arasında basiretli yönetim ilkesi lehine yaklaşık %4'lük bir fark ortaya

çıkılmaktadır. Böyle bir farkın, emeklilik döneminde elde edilecek gelirin üzerindeki etkisi yadsınamaz boyuttadır.

Diğer taraftan, sermaye piyasalarının zayıf ve şeffaflıktan uzak olduğu durumlarda, emeklilik reformunun ilk aşamalarında bir takım yatırım sınırlamalarının belirlenmesi kaçınılmaz olmakla birlikte, söz konusu sınırlamalar; sistemin gerekleri ve bu fonların faaliyet göstereceği piyasaların özellikleri ile uyumlu olmalı, sistemin gelişimi ve ülke ekonomisinin iyileşmesine paralel şekilde gevşetilmeli ve uzun vadede tamamen ortadan kaldırılmalıdır.

Yatırım sınırlamalarına dayalı düzenlemelerden vazgeçilip basiretlilik ilkesini esas alan düzenlemelerin benimsenebilmesi içinse, vazgeçilen her yatırım ilkesi için, söz konusu ilke ile kastedilen yatırım politikasının, basiretlilik ilkesi çerçevesinde nasıl uygulanması gerektiği açıkça belirtilmelidir. Karar alma süreçleri ve portföy yönetim teknikleri ile araçlarının nasıl kullanıldığı, denetleyici birimler tarafından ayrıntılı olarak incelenmeli ve gerektiği gibi özen göstermediği tespit edilen portföy yöneticileri ile emeklilik şirketlerine, kamuya açıklamak suretiyle çeşitli müeyyideler uygulanmalıdır.

Kamu borçlanma senetlerine yapılacak olan asgari yatırım oranı ile ilgili sınırlamaların uzun vadede ortadan kaldırılmaması ise, katılımcıların elde ettiği gelirin belirli bir kısmının devlet tarafından toplanan vergilerle finanse edilecek olması nedeniyle bu sistemin devlet tarafından sunulan dağıtım esasına dayalı sosyal güvenlik sistemlerinden pek bir farkının kalmaması sonucunu doğuracaktır.

Öte yandan, emeklilik fonlarının idaresi ve portföy yönetimi görevlerini üstlenen kişi ve/veya kuruluşların basiretlilik ilkesini esas alarak hareket etmeleri, yurtdışı deneyimler de göz önünde bulundurularak kısa vadeli getiri peşinde koşmak, portföyde çok sık alım satım yapmak suretiyle kar elde etmeye çalışmak, yönettiği fonu sürekli rakipleri ile karşılaştırmak suretiyle fonun gerçek performans kriteri ile arasındaki bağı gözden kaçırmak gibi hatalara düşmekten kaçınmaları gerekmektedir. Bu çerçevede, emeklilik fonlarına özgü riskler de göz önünde bulundurularak katılımcılara emeklilik dönemlerinde minimum maliyet ve risk ile elde edilebilecek maksimum getiriyi sağlamak üzere akıllıca ve ayrıntılı olarak tasarlanmış yatırım politikaları/stratejileri belirlenerek düzenli aralıklarla yapılacak gözden geçirmeler sonucunda, gereken düzeltmeler yapılmalıdır.

## **KISALTMALAR CETVELİ**

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BES	: Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
ERISA	: Employee Retirement Income Security Act
EYF	: Emeklilik Yatırım Fonu
EYF Yönetmeliği	:28.02.2002 tarih ve 24681 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
Müsteşarlık	: T.C. Hazine Müsteşarlığı
Kanun	:07.01.2001 tarih ve 24366 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu
OECD	: Organization of Economic Cooperation and Development
RGPF	: Risk Getiri Profili Formu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
YF	: Yatırım Fonu

## **TABLO VE ŞEKİLLER CETVELİ**

### **ŞEKİLLER**

ŞEKİL 1:	ÇEŞİTLİ ÜLKELERDE EMEKLİLİK YATIRIM FONU VARLIKLARININ TOPLAM TUTARI VE BU ÜLKELERİN GSYİH'LERİNE ORANI	5
ŞEKİL 2:	ÇEŞİTLİ ÜLKELERDE EMEKLİLİK FONLARININ PORTFÖY YAPISI	9
ŞEKİL 3:	BASİRETİLİ YÖNETİM İLKESİ VE YATIRIM SINIRLAMALARI UYGULANAN ÜLKELERDE EMEKLİLİK FONLARININ GETİRİLERİ	13
ŞEKİL 4:	TÜRKİYE'DE EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ PORTFÖY DAĞILIMI	32
ŞEKİL 5:	TÜRKİYE'DE EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI İLE YATIRIM FONLARININ PORTFÖY YAPILARININ KARŞILAŞTIRILMASI	35
ŞEKİL 6:	TÜRKİYE'DE EYF VE YF'LERİN 2004 YILI İLK 5 AYLIK ORTALAMA PORTFÖY DEĞER ARTIŞ ORANLARI	36

### **TABLolar**

TABLO 1:	OECD ÜLKELERİNDE EMEKLİLİK FONLARININ YATIRIM YAPABİLECEKLERİ VARLIKLARLA İLGİLİ SINIRLAMALAR	<i>Ek/1</i>
TABLO 2:	OECD ÜLKELERİNDE EMEKLİLİK FONLARININ PORTFÖY SINIRLAMALARI	<i>Ek/2</i>
TABLO 3:	TÜRKİYE'DEKİ EMEKLİLİK ŞİRKETLERİNİN FONLARINI YÖNETEN PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ	<i>Ek/3</i>
TABLO 4:	TÜRKİYE'DE EMEKLİLİK FONU PORTFÖYLERİNİN YÖNETİMİ İLE İLGİLİ SINIRLAMALAR	<i>Ek/4</i>

## İÇİNDEKİLER

GİRİŞ .....	1
BİRİNCİ BÖLÜM .....	3
Özel Emeklilik Sistemleri .....	3
1.1. Özel Emeklilik Uygulamalarının Sosyal Güvenlik Kavramı İçindeki Yeri.....	3
1.2. Dünya’da Özel Emeklilik Uygulamaları .....	4
1.3. Türkiye’de Özel Emeklilik: Bireysel Emeklilik Sistemi .....	6
İKİNCİ BÖLÜM.....	8
Emeklilik Yatırım Fonlarının Yönetimi İle İlgili Düzenlemeler.....	8
2.1. Emeklilik Yatırım Fonlarının Portföy Yönetimi İle İlgili Yaklaşımlar .....	8
2.1.1. Basiretli Yönetim İlkesi (Prudent Man Rule).....	10
2.1.2. Yatırım Sınırlamalarına Dayalı Düzenlemeler .....	11
2.1.2.1. Yerli Sermaye Piyasası Araçları İle İlgili Sınırlamalar .....	15
2.1.2.2. Yabancı Menkul Kıymetler ile İlgili Sınırlamalar .....	16
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM .....	17
Emeklilik Yatırım Fonu Portföylerinin Yönetimi .....	17
3.1. Kurumsal Yatırımcılarda Portföy Yönetimi .....	17
3.1.1. Yatırım Amaçlarının Belirlenmesi .....	17
3.1.2. Yatırım Politikasının Belirlenmesi .....	17
3.1.3. Yatırım Stratejisinin Seçilmesi .....	17
3.1.4. Portföye Alınacak Varlıkların Seçilmesi.....	18
3.1.5. Portföy Performansının Ölçülerek Değerlendirilmesi.....	18
3.2. Emeklilik Yatırım Fonlarında Portföy Yönetiminin Önemi .....	18
3.2.1. Genel Olarak Emeklilik Fonu Portföylerinin Yönetimi .....	18
3.2.2. Emeklilik Yatırım Fonlarında Mevcut Riskler.....	19
3.2.3. Emeklilik Fonu Portföylerinin Yönetim Esasları.....	21
3.2.3.1. Portföy Yönetiminde Varlık Dağılımının Önemi .....	21
3.2.3.2. Portföy Yönetiminde Yatırım Stratejisinin Önemi .....	22
3.2.3.3. Emeklilik Yatırım Fonu Portföylerinde Yabancı Menkul Kıymetlerin Yeri .....	23
3.2.3.4. Emeklilik Fonlarının Yönetiminde Belirli Fayda – Belirli Katkı Esası Ayrımı ..	23
3.2.3.5. Emeklilik Yatırım Fonu Portföy Yönetimi İçin Bir Örnek: Merkez Bankalarının Rezerv Yönetimi.....	25
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM.....	26
Türkiye’de Emeklilik Yatırım Fonlarının Yönetimi .....	26
4.1. Emeklilik Yatırım Fonlarının Portföy Yönetimlerinin Düzenlenmesi .....	26
4.1.1. Basiretli Yönetim Esasına Dayalı Düzenlemeler .....	27
4.1.2. Yatırım Sınırlamaları Esasına Dayalı Düzenlemeler .....	28
4.1.2.1. Fon Portföyleri İle İlgili Sınırlamalar .....	28
4.1.2.2. Katkı Paylarının Yatırıma Yönlendirilmesi İle İlgili Sınırlamalar .....	30
4.1.2.3. Risk Getiri Profili Formunun Önemi.....	30
4.2. Emeklilik Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı .....	31
4.2.1. Emeklilik Yatırım Fonu Yönetim Stratejileri.....	31
4.2.2. Emeklilik Yatırım Fonu Portföylerinin Basiretli Yönetimi .....	33
4.3. Emeklilik Yatırım Fonları ile Yatırım Fonları Arasındaki Farklar.....	34
4.4. Emeklilik Yatırım Fonu Portföyelerine Dahil Edilebilecek Yeni Finansal Enstrümanlar... 36	
GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ .....	39
KAYNAKÇA.....	43

## GİRİŞ

Ülkemizde, bireysel emeklilik sisteminin düzenleyici otoriteleri olan Sermaye Piyasası Kurulu ve T.C. Hazine Müsteşarlığı tarafından, sistemin doğru ve hatasız işlemesinin sağlanması amacıyla, çeşitli kurallar ve uyulması gereken esaslar belirlenmiştir. Ne var ki, bu sistemin belkemiği olan emeklilik yatırım fonlarının işleyişi büyük ölçüde, hiçbir ekonomik birim veya düzenleyici otoritenin tam anlamıyla kontrol edemediği ya da çoğu zaman öngöremediği piyasa dinamiklerine dayanmaktadır. İşte bu noktada, bireylerin birikimlerinin yönlendirileceği ve tüm bu birikimlerin kaderini ellerinde tutan emeklilik yatırım fonlarının iyi bir şekilde yönetilmesi, sistemin güven ve istikrar içerisinde çalışması için olmazsa olmaz bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.

Çeşitli tartışmalarda bireysel emeklilik sisteminin geleceği, genellikle ekonomik ve siyasi yapıda istikrarın sağlanması, yeterli düzeyde vergi teşviklerinin varlığı, sistemin taraflarının uzlaşma içinde olması gibi dışsal faktörlere bağlanmaktadır. Şüphesiz, bu koşulların yerine getirilmesi, öncelikle sistemin sağlıklı bir şekilde gelişimi için gerekli olan talebin yaratılması için şarttır. Ancak bireysel emeklilik sistemine girmiş olan katılımcıların, sistemde uzun vadeli olarak kalmaları, sistemin şeffaflık ve güvenilirliğinin zedelenmeden sürdürülmesine bağlıdır.

Tüm dünyada olduğu gibi ülkemizde de, sosyal güvenlik ile ilgili sorunların çözümünde oldukça önemli bir rol oynaması beklenen bireysel emeklilik sisteminin esas amacı *“bireylerin emeklilik dönemlerinin finansmanına yönelik birikimlerinin toplanması ve değerlendirilmesi”* olarak özetlenmektedir. Ancak anılan amaca ek olarak, ülke ekonomisinin gelişmesine ve genel refah düzeyinin artmasına katkıda bulunması gibi ikincil ama aslında oldukça önemli görevlerin de yüklendiği bu sisteminin tüm bu ihtiyaçları karşılayabilmesi için sisteme yatırılan katkıların değişken piyasa koşullarında etkin bir portföy yönetimi ile yönetilmesinin sağlanması gerekmektedir.

Emeklilik fonlarının organizasyon yapılarının düzenlenmesi, yönetimi, vergilendirilmesi gibi konular söz konusu olduğunda, bireylerin emeklilik dönemlerinde kullanacakları ve bu dönemin başlangıcından hemen önce almakta oldukları maaşlarının yerine geçecek olan emeklilik gelirlerinin akıbetinin bu

kurumların elinde olduğunun sürekli göz önünde bulundurulması gerekmektedir. Gerek düzenleyici otoritelerin, gerekse emeklilik fonu kurucu veya yöneticilerinin alacağı kararlarda en önemli belirleyici unsur, bu fonların katılımcılar için en düşük maliyet ve risk ile elde edilebilecek en yüksek geliri elde etmesini sağlamak olmalıdır.

Özel emeklilik sistemlerinin uygulamaya konulmasında ve gelişmesinde taraflara düşen sorumluluklar; katılımcıların ve/veya işverenlerin, katkı paylarını düzenli olarak ve belirlenen miktarlarda yatırması; emeklilik fonu kurucularının, fonların sağlam bir organizasyon yapısı içinde düzenli işleyişini sağlaması; fon yöneticilerinin emeklilik fonlarını katılımcıların menfaatine olacak şekilde ve mevzuata uygun olarak yönetmesi ve düzenleyici otoritelerin, sistemin işleyişini sürekli olarak denetleyerek gerekli durumlarda iyileştirmeye yönelik tedbirler alması olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bu çerçevede, bu çalışma kapsamında, emeklilik fonlarının katılımcıların menfaatine olacak şekilde yönetilmesi için hem portföy yöneticileri hem de düzenleyici otoriteler tarafından dikkat edilmesi gereken hususlar ele alınmıştır. Çalışmada genel olarak emeklilik yatırım fonları ile ilgili yönetim esasları belirtilmekle beraber, ülkemizde uygulamaya konulan emeklilik sisteminin belirli katkı esasına dayalı olarak işlediği göz önünde bulundurularak değerlendirmeler, aksi belirtilmedikçe, belirli katkı esasına dayalı olarak çalışan emeklilik fonları açısından yapılmıştır.

Bu kapsamda çalışmanın birinci bölümünde, öncelikle özel emeklilik sistemlerinin sosyal güvenlik sistemleri içindeki yerinden hareketle tanımı yapılmış, daha sonra dünyada özel emeklilik uygulamalarından bahsedilmiştir. Bölümde son olarak ise ülkemizde uygulamaya geçilen bireysel emeklilik tasarruf ve yatırım sistemi, uygulamada gelinen aşama çerçevesinde kısaca tanıtılmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümü, emeklilik yatırım fonlarının portföylerinin yönetimi ile ilgili yaklaşımlara ayrılmıştır. Bu çerçevede bu bölümde, emeklilik fonlarının yönetiminde basiretli yönetim ilkesi ve yatırım sınırlamalarını esas alan yaklaşımlara yer verilmiştir.



Çalışmanın üçüncü bölümünde, emeklilik yatırım fonları yatırımcılarının karşı karşıya olduğu riskler açıklanarak, bu fonların portföy yönetiminde özellikli durumlara değinilmiştir.

Çalışmanın dördüncü bölümü, Türkiye'deki bireysel emeklilik sisteminde emeklilik yatırım fonlarının yönetimi konusuna ayrılmıştır. Bu kapsamda bu bölümde, emeklilik yatırım fonlarının yönetimi ile ilgili olarak yapılan düzenlemelere, emeklilik yatırım fonları ile yatırım fonları arasındaki farklılıklara, emeklilik yatırım fonlarının portföylerine dahil edilebilecek yeni enstrümanların ortaya çıkmasının sağlayabileceği faydalara, bu fonların portföylerinin yönetiminde portföy yöneticilerince dikkat edilmesi gereken hususlara ve bu konuda düzenleyici otoritelerin alması gereken tedbirlere yer verilmiştir.

Sonuç bölümünde ise konu ile ilgili değerlendirmeler ve ülkemizde emeklilik yatırım fonlarının yönetimine ilişkin öneriler yer almaktadır.

## **BİRİNCİ BÖLÜM**

### **Özel Emeklilik Sistemleri**

#### **1.1. Özel Emeklilik Uygulamalarının Sosyal Güvenlik Kavramı İçindeki Yeri<sup>1</sup>**

Sosyal güvenlik kavramı, devletlerin uyguladıkları sosyal politikalarla, toplumda yaşayan bireyler arasında ayırım gözetmeksizin, gelirin yeniden dağıtılması aracılığıyla, ekonomik ve sosyal ihtiyaçlarının karşılanması suretiyle asgari bir yaşam standardı sağlanması olarak tanımlanabilir. Ülkelerin gelişmişlik düzeyleri ne olursa olsun, bireyler, kamu otoriteleri tarafından oluşturulmuş sosyal güvenlik sistemlerinden faydalanmaktadırlar. Ancak, gerek dünya nüfusunun giderek yaşlanması sonucu gelecekte emekli olacakların sayısı artarken, doğum oranının azalması sonucu mevcut emeklileri finanse edecek genç nüfusun azalması, gerekse toplanan katkı payı veya primlerin verimli bir şekilde değerlendirilememesi gibi çeşitli nedenlerle, devlet tarafından sunulan sosyal güvenlik sistemleri işlevini kaybetmiş ve ülkeler sosyal güvenlik sistemlerini iyileştirme yolunda yeni arayışlara yönlenmek durumunda kalmışlardır.

---

<sup>1</sup> Çalışma kapsamında, "özel emeklilik sistemi" ifadesi ile genel olarak dünyada sosyal güvenlik sisteminin 2. ve 3. basamaklarında yer alan ve farklı organizasyon yapısına sahip tüm emeklilik sistemleri, "bireysel emeklilik sistemi" ifadesi ile de ülkemizde uygulanan özel emeklilik sistemi kastedilmektedir.

Bu ve benzeri kaygılarla uygulanan sosyal güvenlik reformları sonucunda, dünyada genel olarak 3 basamaklı sosyal güvenlik sistemlerinin oluştuğu görülmektedir. Birinci basamakta, devlet tarafından sağlanan, katılımın zorunlu olduğu, gelirin yeniden dağıtılması esasına göre, çalışanlardan toplanan primlerin, aynı zaman dilimindeki emeklileri finanse etmek için kullanıldığı, dağıtım esasına dayalı sosyal güvenlik sistemleri yer almakta, özel emeklilik fonları ise sosyal güvenlik sisteminin ikinci ve üçüncü basamaklarında karşımıza çıkmaktadır<sup>2</sup>. İkinci basamakta, işveren ve çalışanlardan belirli esaslar dahilinde toplanan katkılarının işverenler tarafından çalışanları yararına oluşturulan fonlarda değerlendirilmesine dayanan işveren bazlı emeklilik sistemleri (*occupational pension plans*) bulunurken; bireylerin, kendi emeklilik zamanlarındaki gelirlerini bugünden yapacağı gönüllü katkılarla, (kimi zaman işverenlerin de katkılarıyla) oluşturma amacıyla düzenli aralıklarla yatırım yaptığı bireysel/özel emeklilik sistemleri (*personal/private pension plans*) 3. basamakta yer almaktadır.

Özel emeklilik sistemleri, sosyal güvenlik sistemi içinde geniş uygulama alanı bulduğu ülkelerde, sosyal güvenlik ile ilgili dengeleri nüfusun yaşlanmasına, kaynakların verimsiz kullanılmasına, kısa vadeli ve politik uygulamaların olumsuz etkilerine karşı korurken; bir yandan da, tasarrufların artmasını teşvik edici özelliği ile uzun vadeli kaynak yaratılmasına ve uzun vadede ekonomik büyümenin hızına olumlu etkilerde bulunmaktadır<sup>3</sup>.

## **1.2. Dünya’da Özel Emeklilik Uygulamaları<sup>4</sup>**

Emeklilik yatırım fonları dünyada, sigorta şirketlerinden sonra ikinci büyük kurumsal yatırımcı olarak görülmektedir. Özellikle 1980’li yılların başlarından itibaren gelişmekte olan birçok ülkede sosyal güvenlik alanında reformlar yapılarak bu ülkelerdeki nüfus yaşlanması sorunu karşısında yetersiz kalan mevcut sosyal güvenlik sistemlerini desteklemek amacıyla özel emeklilik sistemleri oluşturulmaya başlanmış ve geçen yıllar boyunca oldukça önemli aşamalar kaydedilmiştir.

Emeklilik fonları, dünyada çok çeşitli yasal düzenlemeler çerçevesinde, farklı organizasyonlar şeklinde örgütlenmiştir. Bazı ülkelerde bu fonlar, işverenler

---

<sup>2</sup> Ancak Şili’de olduğu gibi, özel emeklilik fonlarının sosyal güvenlik sisteminin birinci basamağında yer aldığı örnekler de mevcuttur.

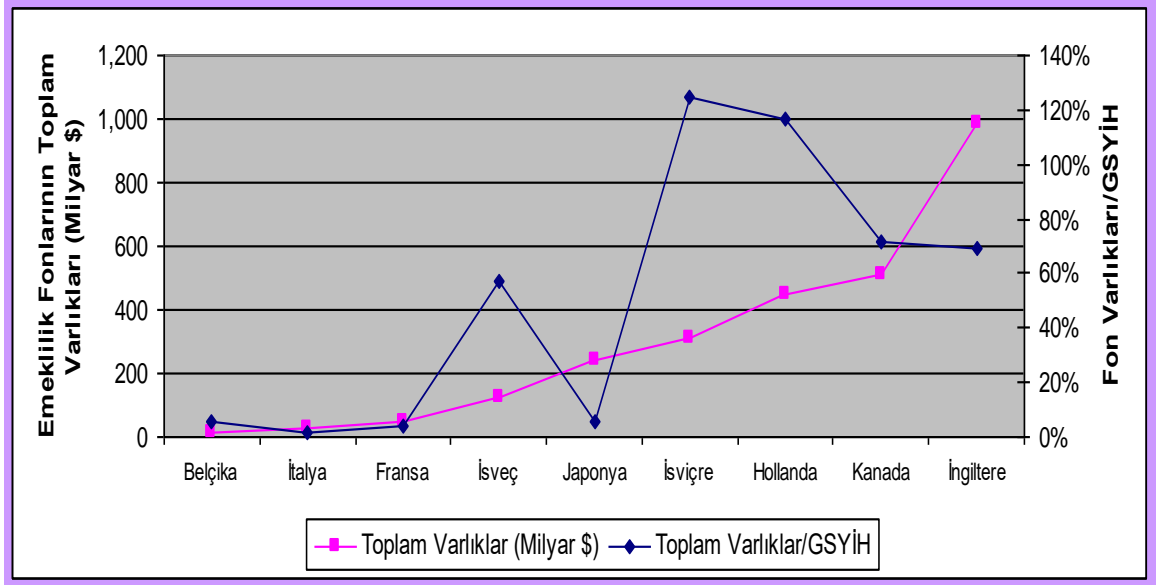
<sup>3</sup> Konu ile ilgili daha ayrıntılı bilgi için Bkz. (Davis. 1997)

<sup>4</sup> Dünya’da özel emeklilik uygulamaları hakkında ayrıntılı bilgi için Bkz. (Derelioğlu. 2001), (Ergenekon. 1998, 2001)

tarafından kendi bünyelerinde oluşturulmuş halde karşımıza çıkarken, ülkemizde olduğu gibi bazı ülkelerde de ayrı bir finansal kuruluş çatısı altında sunulmaktadır. Yurtdışı uygulamaların ülke bazında farklılaştığı bir diğer nokta da özel emeklilik sistemlerinin sosyal güvenlik sistemlerindeki yeri olmaktadır. Özellikle, Almanya gibi, devlet tarafından sunulan emeklilik sistemlerinin sağlam bir yapıya sahip olduğu ülkelerde, özel emeklilik fonları, gönüllü olarak uygulanmakta ve toplam emeklilik birikimleri içinde küçük bir pay sahibi olmaktadır. Ancak kimi ülkelerde ise, özel emeklilik fonları sosyal güvenlik sistemlerinin belkemiği olarak görülmekte ve Latin Amerika ülkelerinde olduğu gibi zorunlu olarak uygulandığı örneklere de rastlanmaktadır.

Aşağıdaki grafikte, çeşitli ülkelerde emeklilik yatırım fonlarının sahip olduğu varlıkların toplam tutarları ve fon varlıklarının söz konusu ülkelerin gayri safi yurt içi hasılasına oranları gösterilmektedir. 2001 yılı verilerine göre, ABD’de emeklilik fonlarının sahip olduğu varlıkların tutarı yaklaşık 6.667 milyar ABD doları büyüklüğüne ulaşmışken, Belçika, Fransa, İtalya gibi ülkelerde bu tutar nispeten daha düşük seviyelerde seyretmiştir.

**Şekil 1: Çeşitli Ülkelerde Emeklilik Yatırım Fonu Varlıkları ve GSYİH’ye oranı (2001)<sup>5</sup>**



Kaynak: OECD (Japonya ve İngiltere verileri 1996 yılına, Fransa verileri 2000 yılına aittir.)

<sup>5</sup> ABD’de emeklilik fonlarının toplam varlık büyüklüğünün incelenen diğer ülkelere göre oldukça farklılık arz etmesi nedeniyle grafiğe dahil edilmemiştir.

Yurtdışı uygulamalar incelendiğinde, özel emeklilik sistemlerinin farklı şekillerde oluşturulabilen çeşitli “emeklilik planları<sup>6</sup>” aracılığıyla işlediği görülmektedir. Emeklilik planları, temelde 2 ana gruba ayrılmaktadır:

a) Emeklilik zamanında alınacak gelirin başlangıçta belli olduğu ve işveren veya sponsor şirket tarafından taahhüt edildiği, işveren ve/veya çalışan tarafından yapılan katkıların bir fonda toplanarak yatırıma yönlendirildiği “Belirli Fayda Planları” (*Defined Benefit Plans*) ve

b) Emeklilikte elde edilecek gelir düzeyinin, katkıların ne kadar başarılı şekilde yatırıma yönlendirildiğine bağlı olarak değiştiği “Belirli Katkı Planları” (*Defined Contribution Plans*).

Her iki plan türü de emeklilik fonlarının idaresi ve portföylerinin yönetimi konularında kendine has özellikleri haiz olmakla birlikte, söz konusu farklılıklar nedeniyle hem eleştirilen hem de olumlu görülen yanları bulunmaktadır. Belirli fayda esasına dayalı fonlar, emeklilik döneminde elde edilecek gelirleri belirli şartlar altında garanti altına alırken, bu fonların başka kuruluşlara transfer edilebilmesinin mümkün olmaması ve aktüeryal hesaplamalara dayanması gibi nedenlerle eleştirilmekte; buna karşın belirli katkı esasına dayalı fonlar ise emeklilik gelirin yapılacağı yatırımlar sonucu yeterli düzeye ulaşamama riskinin tamamen yatırımcılar üzerinde kalması nedeniyle bireyler tarafından çok fazla tercih edilmemektedir. Yine de, dünyadaki özel emeklilik sistemleri uygulamalarının büyük çoğunluğu belirli fayda esasına dayalı planlardan oluşmuşsa da, özellikle son yıllarda, belirli katkı esasına göre çalışan emeklilik planlarına eğilim gözlenmektedir (OECD. 1997).

### **1.3. Türkiye’de Özel Emeklilik: Bireysel Emeklilik Sistemi**

Ülkemizde, kamu sosyal güvenlik sisteminin tamamlayıcısı olarak, katılımcılara emeklilik döneminde ek gelir sağlanarak refah düzeylerinin yükseltilmesi, ekonomiye uzun vadeli kaynak yaratarak istihdamın artırılması ve ekonomik kalkınmaya katkıda bulunulmasını teminen, gönüllü katılıma dayalı ve belirlenmiş katkı esasına göre oluşturulan bireysel emeklilik sisteminin düzenlenmesi ve denetlenmesi amacıyla “4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım

---

<sup>6</sup> Emeklilik planı, katılımcılarına emekli olduklarında düzenli olarak emeklilik ödemelerinin yapılmasını sağlamak amacıyla oluşturulan ve plan katılımcılarının hakları ve yükümlülükleri, yapılan katkıların ne şekilde değerlendirileceği, emeklilik ödemelerinin hangi esaslara göre yapılacağı gibi konuları ayrıntılı olarak düzenleyen bir sözleşme olarak tanımlanmaktadır (Derelioğlu 2001:15).

Sistemi Kanunu” 07.04.2001 tarih ve 24366 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak, yayım tarihinden itibaren 6 ay sonra yürürlüğe girmiştir.

Kanun ve Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemine İlişkin Mevzuat kapsamında; emeklilik şirketlerinin kuruluş, çalışma, yönetim ve denetimine, kişilerin BES’e katılma, sistemden ayrılma ve emeklilik koşullarına, emeklilik yatırım fonlarının kuruluşuna, katkıların bu fonlarda toplanmasına ve değerlendirilmesine, aracılık hizmetlerine, kamuya açıklanacak bilgilerin kapsamına ve sistemin işleyişi ile ilgili diğer hususlara yönelik düzenlemeler oluşturulmuştur.

Bu kapsamda BES, bireylerin Müsteşarlık tarafından onaylanan belirli katkı esasına dayalı emeklilik planları çerçevesinde yatıracakları katkı paylarının, yine Müsteşarlığın kuruluş ve faaliyet izni verdiği emeklilik şirketlerince, SPK izni çerçevesinde kurulacak ve katılımcılara arz edilecek ve portföy yönetim şirketlerince yönetilecek emeklilik yatırım fonlarında her bir katılımcı bazında yatırıma yönlendirilmesi suretiyle, yaşlılıklarında ve/veya aktif çalışma yaşamlarının sonunda, sisteme en az 10 yıl boyunca katkı payı yatırmak ve 56 yaşını doldurmuş olmak şartıyla, ek bir gelir elde etmelerine yönelik bir özel emeklilik sistemi olarak işlemektedir.

Haziran 2004 itibariyle bireysel emeklilik alanında faaliyet gösteren 11 adet emeklilik şirketi bulunmaktadır. Söz konusu şirketler tarafından kurulmuş ve bireysel emeklilik planları dahilinde katılımcılara sunulan 81 adet emeklilik yatırım fonu bulunmaktadır<sup>7</sup>.

Bireysel emeklilik sisteminin faaliyete geçişinden bu yana henüz çok kısıtlı bir süre geçiş olmasına karşın, sisteme olan talep oldukça yüksek düzeyde seyretmektedir. 07.06.2004 tarihi itibariyle sisteme katılan kişi sayısı 129.696, emeklilik sözleşmesi sayısı ise 135.911 olarak gerçekleşmiştir. Aynı tarih itibariyle toplanan 62,2 trilyon TL katkı payının yasal kesintiler yapıldıktan sonra, 59 trilyon TL’si fonlarda yatırıma yönlendirilmiş bulunmaktadır. Bireysel emeklilik sisteminde, 10 yılda 2,8 milyon katılımcı ve yaklaşık 15 milyar USD fon birikimine ulaşılması hedeflenmektedir.

Ancak bu sistemden beklenen faydaların gerçekleşebilmesi için ilk ve olmazsa olmaz şart, sisteme katılacak yeterli sayıda gönüllü kişinin varlığı, ikinci şart

---

<sup>7</sup> Söz konusu fonların şirket ve tür bazında dağılımlarına [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr) adresinden ulaşılabilir.

ise bu kişilerin sisteme girdikten sonra en az ilgili düzenlemelerde belirlenen şartları sağlayana kadar sistemde kalmalarının sağlanmasıdır. Burada da, bireylerin katkılarının yönlendirileceği fonların göstereceği performansın önemi karşımıza çıkmaktadır.

## İKİNCİ BÖLÜM

### Emeklilik Yatırım Fonlarının Yönetimi İle İlgili Düzenlemeler

#### 2.1. Emeklilik Yatırım Fonlarının Portföy Yönetimi İle İlgili Yaklaşımlar

Özel emeklilik sistemlerinin oluşturulmasında karşımıza düzenlenmesi gereken iki ana yapı çıkmaktadır. Bunlardan biri özel emeklilik piyasasının düzenlenmesi (kimlerin bu piyasada faaliyet gösterebileceği, emeklilik fonlarının kuruluşu, idaresi vb) iken diğeri ve bu çalışmanın asıl odak noktasını oluşturan konu ise emeklilik fonlarının portföy yönetim esaslarının düzenlenmesidir.

Finansal piyasalara devlet müdahaleleri, ancak bu piyasaların etkin işleyemediği durumlarda haklı bir gerekçeye dayandırılabilir. Bu durumda da, finansal piyasalarda işlem yapan tarafların karşı karşıya olduğu üç risk türü belirleyici olmaktadır; çeşitlendirmeye elimine edilemeyen yatırım riski olan sistematik piyasa riski, asimetrik bilgi sorunundan kaynaklanan sistematik olmayan risk ve ahlaki risk. Emeklilik yatırım fonlarının işlem yaptığı finansal piyasalarda bu risklerin önemli boyutlarda var olduğu, piyasaların kırılğan bir yapıya sahip olduğu ve henüz gelişme aşamasında bulunduğu durumlarda, sistemin işleyişi basiretli yönetim ilkeleri çerçevesinde düzenlenmiş olsa da bazı katı<sup>8</sup> yatırım sınırlamaları getirilmesi kaçınılmaz olmaktadır.

Emeklilik fonu portföyleri ile ilgili düzenlemeler, her ülkedeki hükümetlerin, emeklilik fonu kurucu ve yöneticilerinin ve emeklilik planı katılımcılarının menfaatleri arasındaki ilişkinin sonucu olarak doğmaktadır. Bu yüzden, aslında, her ülke için o ülkeye özel faktörlerin etkisiyle “terzi işi” denilebilecek yapıda emeklilik sistemleri oluşturulması gereği ortaya çıkmıştır. Söz konusu ülkeye özel faktörlerin farklılığı nedeniyle, emeklilik sistemleri aynı olan iki ülke bile bulmak neredeyse imkansızdır.

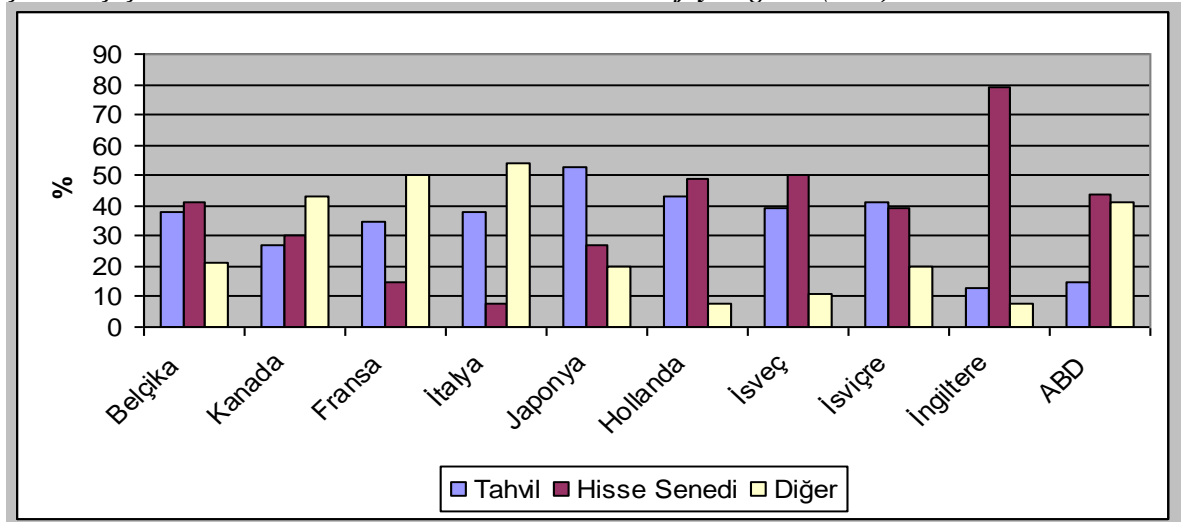
---

<sup>8</sup> Vittas (1998), özellikle Latin Amerika ülkelerinde uygulanan yatırım sınırlamalarını, kökü Antik Yunan’ın acımasız kurallarıyla ünlü hükümdarı Draco’ya dayanan “Draconian Rules” terimi ile adlandırmaktadır.

EYF'lerin portföy yönetimlerinin sayısal bazı kriterlere bağlı olarak mı, yoksa davranışsal bir kalıp olarak biçimlenmiş olan basiretli yönetim ilkesi çerçevesinde mi düzenlenmesi gerektiği konusu emeklilik yatırım fonları ile ilgili politika tartışmalarından biri olagelmıştır. Söz konusu tartışma, yatırım kararlarının verilmesinde devletin mi yoksa emeklilik fonunun yöneticilerinin mi etkili olacağı konusu üzerinde odaklanmaktadır. Yurt dışı uygulamalar incelendiğinde, ABD, İngiltere, İrlanda, Kanada, Hollanda ve Avustralya gibi ülkelerde, portföy yöneticilerine açıkça veya kapalı olarak emeklilik fonu portföylerinin yatırımlarını belirleme serbestisi tanınmışken; Almanya, Belçika, Danimarka, İsveç, İsviçre gibi ülkeler ile Latin Amerika ülkelerinde bu fonlarca yapılabilecek yatırımların bir takım sınırlamalarla şekillendiğini görmekteyiz. Diğer taraftan, bu iki yaklaşım arasındaki sınırın çok belirgin olmadığı ve basiretli yönetim yaklaşımını tercih eden ABD, İngiltere ve Kanada gibi kimi ülkelerde bazı alanlarda yatırım sınırlamaları ile ilgili düzenlemeler yapıldığı göze çarpmakla birlikte<sup>9</sup>, Japonya gibi bazı ülkelerde de mevcut yatırım sınırlamaları gevşetilerek, basiretli yönetim ilkesinin esas alındığı düzenlemeler yapıldığı görülmektedir.

2001 yılı verilerine göre, çeşitli OECD ülkelerinde emeklilik yatırım fonlarının mevcut düzenlemeler çerçevesinde şekillenen yatırımlarının dağılımı aşağıdaki şekilde gösterilmektedir.

**Şekil 2: Çeşitli OECD Ülkelerinde Emeklilik Fonlarının Portföy Dağılımı (2001)**



Kaynak: OECD

<sup>9</sup> Özellikle İngiltere ve Amerika'da işverenler tarafından sunulan mesleki emeklilik planlarında, işveren şirketlerin menkul kıymetlerine yatırım yapılması sınırlandırılmıştır.

Emeklilik fonlarının ülke ekonomisi, sosyal politikaların uygulanması ve finansal piyasaların gelişmesi konularında sahip olduğu önem dikkate alındığında, bu fonların işleyişlerini ve yatırımlarını düzenleyici bir kurallar bütününe olması kaçınılmazdır. Ancak, söz konusu etkilerin gerçekleşebilmesi için, bu düzenlemelerden özellikle emeklilik fonlarının yatırım yapabileceği araçlar ile ilgili sınırlamaların kapsamı sınırlı tutulmalı ve bu fonların etkin bir iç kontrol sistemine sahip olmaları teşvik edilmelidir.

### **2.1.1. Basiretli Yönetim İlkesi (Prudent Man Rule)**

Basiretli yönetim ilkesi genel olarak “*Emeklilik planı katılımcılarının menfaatine olacak şekilde ve riskin dağıtılması esasına göre yatırım yapılması*” şeklinde tanımlanabildiği gibi (Derelioğlu. 2001:33), “*portföy yöneticisinin, fon kaynaklarını kendi portföyünü yönetircesine basiret, dirayet, özen, ihtimam ve dikkatle idare etmesi*” olarak da tanımlanabilmektedir (Ergenekon. 2001:180). Bu ilke sadece emeklilik fonlarında değil, yatırım fonu, ortaklığı vb. şekilde oluşmuş tüm kurumların yönetiminde önemli bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır.

Emeklilik fonu portföylerinin basiretli yönetim ilkesi çerçevesinde yönetilmesi ABD’de 1974 yılında çıkarılan “Çalışanların Emeklilik Gelirlerinin Güvenliği Yasası”nda (*ERISA*) açıkça belirtilmiş, İngiltere’de ise ilgili mevzuatta, emeklilik fonu yöneticisinin, inançlı mülkiyet esası çerçevesinde, portföyün yeterli düzeyde çeşitlendirilmesi için gerekli tedbirleri alması teşvik edilmiştir.

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

Emeklilik fonu portföylerinin yönetiminin basiretli yönetim ilkesi çerçevesinde portföy yöneticilerine bırakılması, ilk bakışta bu kişilerin uymak zorunda olduğu herhangi bir sınırlama olmamasından dolayı daha agresif portföy yönetimini tercih edebilecekleri ihtimalini akla getirmekle beraber, tam aksine böyle bir ortamda, rakiplerinden daha düşük bir performans sergilemeleri halinde, müşterilerini kaybetme tehlikesiyle karşı karşıya olan portföy yöneticileri daha



sağduyulu ve piyasadaki rakiplerinin yatırım kalıplarını gözetmek suretiyle pozisyon almaktadırlar. Ancak basiretli yönetim ilkesi, bu özelliğiyle emeklilik fonları arasında sürü psikolojisini<sup>10</sup> teşvik etmesi nedeniyle eleştirilir duruma gelmiştir (Vittas. 1998:3-5).

Her ne kadar basiretli yönetim ilkesi, yöneticilere, portföy yatırımları ile ilgili ilkelerin hızla değiştiği ve geliştiği ve mevcut düzenlemelerin aynı hızla değiştirilemediği günümüzde, yatırım kararlarını almada ihtiyaç duydukları esnekliği sağlamaktaysa da, bu ilkenin ihlal edilip edilmediğinin anlaşılması ve bu konuda gereken tedbirlerin alınması çoğu zaman çok kolay olamayabilmektedir.

Basiretli yönetim ilkesinin en önemli özelliği, davranışsal bir olgu olmasıdır. Yani bu ilke, portföy yöneticisinin yatırım kararlarının sonucunda portföyün nasıl bir getiri elde ettiğinden çok, bizatihi bu kararların verilme aşamasıyla ilgilidir. Portföy yönetiminde basiretli davranılıp davranılmadığının tespiti için, portföy yönetim tekniklerinin ve araçlarının nasıl kullanıldığı ve bununla ilgili kararların nasıl alındığı incelenmelidir.

Bu nedenle basiretli yönetim ilkesi, yatırım riskini emeklilik planlarını sunan işveren şirketlerin üstlendiği belirli fayda planları için daha uygun görünmektedir. Yeterli düzeyde fonlanmış ve sponsor firmalar tarafından gerektiğinde destekleyici katkıların yapıldığı işveren bazlı emeklilik planlarının yönetimi daha serbest bir düzenleme ortamında yapılabilmektedir. Diğer taraftan, yatırım riskini yatırımları ve portföylerin performansını izlemeye yetecek kadar bilgi birikimi ve deneyimi olmayan yatırımcıların üstlendiği belirli katkı planlarında ise, yine basiretlilik ilkesi çerçevesinde getirilecek ve sistemin gereklerine göre düzenli olarak iyileştirilecek yatırım sınırlamalarının daha başarılı sonuçlar doğurması beklenmektedir (Vittas. 1998:6).

### **2.1.2. Yatırım Sınırlamalarına Dayalı Düzenlemeler**

Yatırım sınırlamalarının emeklilik fonu portföylerinin şekillenmesindeki en büyük etken olduğu ülkelerde, fon portföylerinin risk düzeyini yükseltebilecek varlıklara aşırı derecede yatırım yapılarak, fonlarda biriken emeklilik tasarruflarının güvenliğinin tehlikeye düşürülmesinin engellenmesi amaçlanmıştır. Bu çerçevede,

---

<sup>10</sup> “Herding behaviour” olarak adlandırılan bu durumda, emeklilik fonlarının portföyleri birbirlerinden etkilenerek oluşturulmakta ve sonuçta benzer portföy yapılarına sahip fonlar ortaya çıkmaktadır.

gerek ilgili ülkenin sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi gerekse çeşitli politik tercihler göz önünde bulundurularak farklı sınırlamalar uygulama alanı bulmuştur<sup>11</sup>.

EYF'ler tarafından menkul kıymetlere yatırım yapılmasına ilişkin sınırlamalar, bazen piyasa etkinliğinin sağlanması amacıyla düzenlenirken, bazen de devletlerin borçlanma gereklerinin karşılanması ya da sermaye piyasalarında kurumsal yatırımcıların pay sahipliğinin sınırlandırılması gibi amaçlara hizmet etmek üzere düzenlenebilmektedir. Özellikle;

- ✚ Fon yöneticilerinin yeterli bilgi ve deneyime sahip olmaması ve bir takım sınırlamalar aracılığıyla bu birimlere yol gösterilmesinin gerekli olması,
- ✚ Basiretlilik ilkesinin tam ve doğru bir şekilde uygulanmasını sağlayacak yasal düzenlemelerin ve denetim mekanizmalarının yetersizliği,
- ✚ Asgari çeşitliliğin sağlanması; fon kurucularının veya işverenlerin menkul kıymetlerine yatırımın sınırlandırılması için getirilen sınırların portföy çeşitliliğini artırarak riskin azaltılmasında önemli rol oynayabilecek olması,
- ✚ Emeklilik fonu katılımcılarının emekli olduklarında elde edecekleri gelirin çeşitli koşullar altında devlet tarafından garanti ediliyor olması

gibi durumlarda emeklilik yatırım fonlarının portföyleri ile ilgili olarak getirilen sınırlamalar haklı çıkarılmaktadır. Ayrıca, özellikle emeklilik fonlarının zorunlu olarak uygulandığı ülkelerde devletin üzerine aldığı yük nedeniyle, söz konusu fonların yönetimini, koyacağı kurullarla düzenlemek istemesi makul karşılanmaktadır.

Emeklilik fonlarının yatırım sınırlamaları ile ilgili yurtdışı uygulamalar incelendiğinde genellikle;

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

ile ilgili sınırlamalarla karşılaşmaktayız.

---

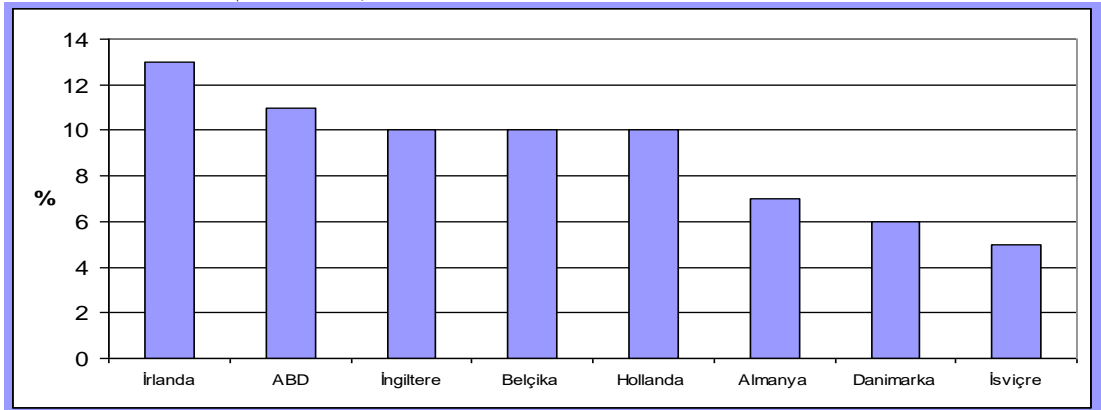
<sup>11</sup> Bu çalışmanın 1 ve 2 no'lu eklerinde çeşitli OECD ülkelerinde EYF'lerin yatırım yapabileceği alanlarla ilgili yatırım sınırlamaları tablo halinde verilmektedir.

Söz konusu sınırlamalar ülkelerin büyük çoğunluğunda, doğrudan uygulanmakta, yani emeklilik fonları mevcut sınırların üzerinde yatırım yapamamaktadırlar. Ancak İngiltere, İrlanda ve Avustralya gibi ülkelerde var olan yatırım sınırlamalarının uygulanması daha çok dolaylı yoldan yapılmaktadır. Şöyle ki, emeklilik fonları maksimum sınırların üzerinde yatırım yapabilmekte, ancak bu sınırların üzerinde portföyde tutulan varlıklar, fon yükümlülüklerinin karşılanıp karşılanmadığını tespit etmek için yapılan hesaplamalara dahil edilememektedir. Ülkemizde ise, mevcut sınırlamaların doğrudan uygulanması yoluna gidilmiş, ancak piyasadaki aşırı fiyat hareketleri veya rüçhan haklarının kullanılması gibi arazi nedenlerle sınırların aşılması halinde, fon yöneticilerine portföyü belirlenen sınırlamalara getirmeleri için 30 işgünlük bir süre tanınmıştır.

Ülkemizdeki gibi, yatırım yapılabilecek varlıkların sınırlı olduğu ve varlık dağılımının fonların getirisindeki en önemli belirleyici unsur olduğu gelişmekte olan ülkelerde yatırım sınırlamaları aracılığıyla çeşitlendirmenin sınırlandırılması, portföy getirisi üzerinde olumsuz etki yaratabilmektedir. Emeklilik fonunun yatırım yapabileceği varlıklarla ilgili olarak getirilen yatırım sınırlamaları, etkin portföy sınırının altında portföyler oluşturulmasına neden olarak beklenen getirilerde dengesiz düşüşler yaratmakta ve bunun karşılığında elde edilen portföylerin daha düşük risk taşıdığına dair kesin bir bulgu elde edilememektedir.

Aşağıdaki şekilde, 1984–1998 döneminde, emeklilik fonlarının portföy yönetimlerinde basiretli yönetim ilkesini tercih eden ülkeler ile bu fonların yatırımları üzerine çeşitli sınırlamalar getirmiş olan ülkelerdeki emeklilik yatırım fonlarının yıllık ortalama reel getirileri gösterilmektedir.

**Şekil 3: Basiretli Yönetim İlkesi ve Yatırım Sınırlamaları Uygulanan Ülkelerde Emeklilik Fonlarının Getirileri(1984–1998)**



Kaynak: OECD

Bu dönemde, emeklilik fonlarının yönetiminde basiretlilik ilkesini tercih eden İrlanda, ABD, İngiltere, Belçika ve Hollanda'da bu fonların ortalama yıllık reel getirisi %10,8 iken; yatırım sınırlamalarına dayalı düzenlemelerin bulunduğu Almanya, Danimarka ve İsviçre'de bu oran %6 olarak gerçekleşmiştir<sup>12</sup>. Emeklilik fonlarının dönemsel getiri oranlarının emeklilik döneminde elde edilecek birikim üzerindeki kümülatif etkisinin büyüklüğü göz önünde bulundurulduğunda, aradaki yaklaşık %4'lük farkın önemi ortaya çıkmaktadır.

Yatırım sınırlamaları, öncelikle yatırımların güvenliğini sonra da karlılığını temin etmek üzere oluşturulmalıdır. Söz konusu sınırlamalar ile emeklilik fonlarının, piyasadaki en yüksek getirileri elde etmeye çalışırken riskin dağıtılmasını sağlayacak bir portföy çeşitliliğini korumalarını sağlamak amaçlanmalıdır. Bu çerçevede yatırım sınırlamaları, fonları yönlendirici nitelikte olan minimum sınırlamaları değil gerekli görülen konularda bazı maksimum sınırları ortaya koymalıdır. Fon portföylerine asgari zorunlu oranda bir yatırım aracının, örneğin devlet tahvillerinin, alınmasının zorunlu tutulmasının, yatırım sınırlamalarının portföy çeşitliliğini artırma amacıyla bağdaşmayacağı açıktır.

Sermaye piyasalarının nitelikli varlık yönetiminden yoksun, zayıf ve şeffaflıktan uzak olduğu durumlarda ise, emeklilik reformunun ilk aşamalarında portföy sınırlamaları gerekli olacaktır (Vittas. 1996:13). Ancak sistemin altyapısı sağlamlaştıkça ve tarafların görev ve sorumluluk bilincinin geliştikçe bu sınırlamalar yerini yavaş yavaş daha liberal düzenlemelere bırakmalıdır. Yine de, yatırım sınırlamalarına dayalı düzenlemelerden vazgeçilerek basiretlilik ilkesini esas alan düzenlemelerin benimsenebilmesini teminen, vazgeçilen (veya gevşetilen) her yatırım ilkesi için, söz konusu ilke ile amaçlanmış olan yatırım politikasının basiretlilik ilkesi çerçevesinde nasıl uygulanması gerektiği açıkça belirtilmelidir. Böylelikle, hem portföy yöneticilerinin tercih edilen ilkeler doğrultusunda fonları yönetmeleri hem de düzenleyici otoritelerin söz konusu ilkelere uyumu daha objektif kriterlere göre denetlemesi mümkün olacaktır.

Halen emeklilik fonlarının portföylerinin çeşitli sınırlamalara tabi olduğu Şili'deki portföy sınırlamaları ile ilgili düzenlemelerdeki değişim, yatırım sınırlamalarının zaman içinde sistemin gelişimine bağlı olarak gözden geçirilmesi ve

---

<sup>12</sup> Söz konusu ortalamalar, ülkelerdeki fon büyüklükleriyle orantılı olarak hesaplanmamıştır.

iyileştirilmesine iyi bir örnek olarak gösterilmektedir. Şili'deki emeklilik reformunun başlangıcında emeklilik fonlarının yönetimini oldukça kısıtlayan yatırım sınırlamaları zaman içinde, sektörün gelişimi dikkate alınarak gevşetilmiştir. Emeklilik reformunun başladığı 1981 yılında, emeklilik yatırım fonlarınca yalnız kamu ve özel sektör borçlanma araçları ile mevduata yatırım yapılmasına izin verilmiştir. İlerleyen yıllarda ise, bazı üst sınırlar getirilmek şartıyla önce 1985 yılında hisse senetlerine, 1992 yılında yabancı menkul kıymetlere ve 1995 yılında da vadeli işlem ve opsiyonlara yatırım yapılması mümkün hale getirilmiştir. Ayrıca, 1985 yılında emeklilik fonlarınca hisse senetlerine fon varlıklarının %30'una kadar yatırım yapılmasına izin veriliyorken, bu sınır, 1995 yılında %37'ye çıkarılmıştır. Benzer şekilde, yabancı menkul kıymetlere yatırımın üst sınırı başlangıçta %9 olarak belirlenmişken, 1998'de bu oran %12'ye yükseltilmiştir.

#### **2.1.2.1. Yerli Sermaye Piyasası Araçları İle İlgili Sınırlamalar**

Emeklilik fonlarının yerli piyasalarda yapacağı yatırımlarla ilgili olarak getirilen sınırlamalar içinde en fazla dikkat çekenler, hisse senetleri ve devlet tahvilleri ile ilgili olmaktadır. Fon portföylerinde belirli bir şirketin, grubun veya sektörün hisse senetlerinde yoğunlaşılmasını ya da emeklilik fonu kurucuları ya da bunlarla ilişkili şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapılmasını mümkün olduğunca engellemek amacıyla hisse senetleri ile ilgili üst limitler belirlenmekteyken, kamu menkul kıymetlerine yapılması gereken yatırımların alt sınırının belirlenmesinde ise fon portföylerinde taşınan riskin aşırı yükselmesinin önüne geçebilmek kadar, devletin borçlanma gereğinin karşılanabilmesi için kaynak yaratılmasına yönelik uygulamalar da etkili olmaktadır.

Yatırım sınırlamalarına dayalı düzenlemelerin, ülkelerin ekonomik ve siyasi istikrar durumu, piyasaların gelişmişliği, piyasa katılımcılarının bilgi düzeyi gibi çeşitli konulara bağlı olarak ortaya çıkan olumlu veya olumsuz yönleri bulunmaktadır. Söz konusu sınırlamalar fon yönetimindeki deneyimsizlik ve risk yönetim tekniklerinin yetersizliği sonucu emeklilik fonlarının alabileceği risk düzeyinin sınırlandırılması ve böylelikle finansal piyasaların kırılgan yapısının emeklilik reformunun sürekliliğini riske atabilecek sonuçlar doğurmasının önüne geçilmesini sağlamak amacıyla getirilmiş olsa da, bazı istenmeyen sonuçları da beraberinde getirdiği görülmektedir. Yatırım sınırlamalarından kaynaklanan ve

portföy getirilerinin olumsuz etkilenmesi sonucunu doğuran gelişmelerden en önemlileri aşağıda özetlenmektedir:

- ✚ Portföy çeşitlendirilmesi sınırlandırıldığından, sistematik olmayan piyasa riski ortaya çıkmakta ve etkin portföy sınırının altında portföylere yatırım yapılabilmektedir.
- ✚ Portföy yöneticileri, sınırlamaların içinde kalabilmek adına portföyün yatırım politikasıyla uyuşmayan varlıklara yatırım yapmak durumunda kalabilmektedir.
- ✚ Yatırım sınırlamalarına ilişkin düzenlemeler esnek değildir ve sermaye piyasalarındaki gelişmeler ve ekonomik konjonktürdeki iyileşmelere paralel olarak hızlı bir şekilde değiştirilmeleri mümkün olmamaktadır.
- ✚ Özel sektör sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılmasının sınırlandırılması, sermayenin tabana yayılmasını engellemekte ve sermaye piyasasının gelişimine ket vurmaktadır.

#### **2.1.2.2. Yabancı Menkul Kıymetler ile İlgili Sınırlamalar**

Yurt içi piyasaların derinliğinin yetersiz oluşu, yabancı sermaye piyasaları arasındaki artan entegrasyon, portföy çeşitlendirilmesinde ulaşılan uluslararası gelişmeler, emeklilik fonlarındaki birikimlerin kimi ülkelerde ulusal piyasalara göre oldukça fazla büyüklüklere ulaşması gibi nedenler, bu fonların portföylerinde yabancı menkul kıymet bulundurma ihtiyacını ortaya çıkaran etkenlerin başında gelmektedir.

Bu açıdan bakıldığında, yatırım sınırlamalarının içinde, portföy çeşitlendirilmesine belki de en fazla sekte vuran düzenleme, yabancı yatırımların sınırlandırılmasıdır. Söz konusu sınırlamalar, makroekonomik dengelerin korunması için sermaye akışlarının düzenlenmesi ya da yurt içi sermaye piyasalarının gelişiminin desteklenmesi gibi nedenler göz önünde bulundurularak getirilmiş olsa da, portföyün yabancı menkul kıymetlere yatırım yapılarak çeşitlendirilmesi, yurt içi piyasalardaki menkul kıymetler arasındaki korelasyonun olumsuz etkilerini portföye yansıtmayarak, daha iyi bir performans elde edilmesini sağlayabilmektedir.

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### Emeklilik Yatırım Fonu Portföylerinin Yönetimi

#### 3.1. Kurumsal Yatırımcılarda Portföy Yönetimi

Gerek bireysel, gerekse kurumsal yatırımcılar için yatırım yapmanın en temel amacı, portföydeki varlıkları en uygun şekilde çeşitlendirmek suretiyle elde edilen risk ve getiri arasındaki optimum dengeyi sağlayarak, yatırım yapılan varlıklardan tatmin edici bir gelir elde etmektir. Bu kapsamda kurumsal yatırımcıların alacağı risk, yeterli geliri sağlayacak; ancak gerektiğinde ödeme gücünü tehlikeye düşürmeyecek bir düzeyde olmalıdır. Kurumsal yatırımcıların portföylerinin yönetimi genel olarak, yatırım amaçlarının belirlenmesi, yatırım politikasının belirlenmesi, yatırım stratejisinin seçilmesi, portföye alınacak varlıkların seçilmesi ve portföyün performansının ölçülerek değerlendirilmesi aşamalarından oluşmaktadır.

##### 3.1.1. Yatırım Amaçlarının Belirlenmesi

Portföy yönetimine başlanmadan önce, yönetilen portföyün yatırım amacının belirlenmesi gerekmektedir. Çünkü belirli fayda esasına dayalı emeklilik fonlarında olduğu gibi, kurumsal yatırımcılardan bazıları belirli bir yükümlülüğü karşılama amacıyla yatırım yapmakta, yatırım fonları veya ortaklıkları 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.

##### 3.1.2. Yatırım Politikasının Belirlenmesi

Yatırım politikasının belirlenmesi aşaması, varlık grubu seçiminden oluşmaktadır ki, bu aşamada da, yatırımcı tercihleri, yasal düzenlemeler ile getirilen sınırlamalar ve vergi düzenlemeleri belirleyici olmaktadır. Portföy yönetiminin en önemli aşamasını varlık grubunun seçimi oluşturmaktadır.

##### 3.1.3. Yatırım Stratejisinin Seçilmesi

Portföy yönetiminin üçüncü aşaması, yatırım amaçları ve politikasıyla uyumlu bir yatırım stratejisinin belirlenmesinden oluşmaktadır. Stratejik varlık dağılımı olarak da adlandırılan bu aşamada, portföy yöneticisi, piyasa ile ilgili bilgi ve öngörülerine bağlı olarak aktif veya pasif yönetim stratejilerinden birini

seçmektedir<sup>13</sup>. Söz konusu stratejilerinin seçiminde, seçilen yöntemdeki riskler ile işlem maliyetleri kadar, portföyün aktif yönetilmesi halinde, pasif yönetim ile elde edilecek gelirden daha fazla bir getiri elde etmenin zorluk derecesi de belirleyici rol oynamaktadır.

#### **3.1.4. Portföye Alınacak Varlıkların Seçilmesi**

Portföy yönetim stratejisinin belirlenmesini takiben, portföye dahil edilecek menkul kıymetlerin seçimine sıra gelmektedir. Bu noktada yöneticiler, belirli bir risk düzeyinde maksimum beklenen getiriye sahip veya belirli bir beklenen getiri düzeyi için minimum risk düzeyine sahip olan etkin portföyleri oluşturmayı amaçlamaktadırlar. Elde edilen portföyün içerdiği risk seviyesini değiştirmeden beklenen getiri oranı artırılabilir veya beklenen getiri oranı değiştirilmeden taşınan risk azaltılabilir, yapılacak menkul kıymet seçimleriyle etkin portföy sınırının üzerinde bir portföy elde edilmeye çalışılmalıdır.

#### **3.1.5. Portföy Performansının Ölçülerek Değerlendirilmesi**

Portföy performansının ölçülmesi ve değerlendirilmesi ise portföy yönetiminin son aşamasını oluşturmaktadır. Aslında, portföy yönetiminin sürekliliği göz önünde bulundurulduğunda, performans değerlendirmesi, portföy yönetiminin diğer sayılan aşamalarında yapılması gereken değişiklikleri ortaya çıkaran bir kontrol mekanizmasıdır. Bu aşama, portföyün belirli bir dönem içindeki performansının ölçülmesi ve önceden belirlenen bir karşılaştırma ölçütü ile karşılaştırılarak değerlendirilmesinden oluşmaktadır.

### **3.2. Emeklilik Yatırım Fonlarında Portföy Yönetiminin Önemi**

#### **3.2.1. Genel Olarak Emeklilik Fonu Portföylerinin Yönetimi**

*“Emeklilik fonları sadece sayılardan ibaret değildir. Emeklilik fonları, ne hisse senetleri ile sabit getirili menkul kıymetlerle; ne de yöneticiler, danışmanlar, bürokratlar veya idarecilerle ilgilidir. Emeklilik fonları, insanlarla ilgilidir.” (Mansfield, Cunningham ve Timothy, 1993:15)*

---

<sup>13</sup> Aktif portföy yönetimi, piyasanın etkin olmadığı, dolayısıyla menkul kıymetlerin doğru fiyatlanmadığını ve portföy getirisinin sürekli alım satımlarla artırılabilmesini ileri sürerken, pasif portföy yönetiminde, piyasanın etkin olduğunu ve fiyatların doğru olduğunu ve alım satımlarla piyasanın üzerinde bir getiri elde edilemeyeceğini, elde edilse bile bunun çok maliyetli olacağını ileri sürmektedir.



Bu oldukça duygusal sayılabilecek bakış açısı, aslında bu fonların önemini farklı bir açıdan ortaya koymaktadır. Emeklilik yatırım fonlarının varoluş nedeni, bireylerin emeklilik dönemlerinde ihtiyaçlarını karşılayabilecek düzeyde gelir elde edebilmelerini teminen, bugünden yapacakları tasarruflarını bu fonlar aracılığıyla değerlendirmelerinin sağlanmasıdır. Dolayısıyla, münhasıran böyle bir amaca hizmet etmek amacıyla kurulmuş olan bu yapının, kişilerin tasarruflarını değerlendirebileceği diğer mevcut yatırım araçlarından farklılık arz etmesi, hatta mevcut alternatiflere nazaran daha üstün özelliklere sahip olması beklenmektedir.

Emeklilik fonları bu özelliklerinin yanında, aslında birer sosyal fondur. Bu fonlar bireylere mümkün olan en az maliyetle daha iyi bir emeklilik dönemi sunma amacını direkt olarak sermaye piyasalarını etkileyecek olan oldukça önemli ekonomik ve finansal fonksiyonlar da üstlenerek yerine getirmektedirler (De Ryck. 1997:22).

Emeklilik fonlarının yönetimi, katkı paylarının tahsilinden, portföy yönetimine, yapılan gider ve kesintilerin dağılım oranlarının belirlenmesinden, takas-saklama ve elde edilen emeklilik maaşının dağıtılmasına kadar uzanabilecek geniş bir alana yayılmaktadır. Söz konusu aşamalarla ilgili olarak düzenleyici otoriteler tarafından ayrıntılı kuralların belirlenmesinin nedeni, piyasa başarısızlıklarının bu fonlar üzerindeki olumsuz etkilerini gidermek suretiyle, bu fonlardaki birikimlerin güvenliğinin sağlanması ve yeterli bir düzeye ulaşmasını sağlamaktır.

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 yatırım politikalarının uygulanması ve
- ✚ Portföylerin performansının ve taşıdığı risklerin sürekli olarak gözden geçirilmesi

olarak özetlenebilir.

### **3.2.2. Emeklilik Yatırım Fonlarında Mevcut Riskler**

Emeklilik fonları ile ilgili olarak ortaya çıkabilecek riskler aşağıda kısaca özetlenmektedir. Hem belirli katkı hem de belirli fayda esasına dayalı fonlarda bu riskler mevcut olup, ilkinde bu riskler tamamen yatırımcı üzerinde kalırken,

ikincisinde risklerden bazılarını emeklilik gelirini garanti eden kurum üstlenmektedir. Bu risklerden bazıları emeklilik fonlarının işlem yaptığı piyasaların işleyişinden ve yapısından kaynaklanan ve dış müdahalelerle azaltılması mümkün olmayan riskler olarak karşımıza çıkarken, bazıları da sistemin işleyişi ve ilgili düzenlemelerin başarılı olup olmadığı konusu ile yakından ilgili olmaktadır (Daykin. 2002:1-2).

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

**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.

**Ödememe Riski (Default Risk):** Emeklilik fonunun yatırım yaptığı menkul kıymetleri ihraç eden kurumların içinde bulunduğu kötü finansal koşullar yüzünden yükümlülüklerini yerine getirememe riskidir.

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

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

**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.

**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.

**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.

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

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

**Maliye Politikası Riski:** Devletin, emeklilik fonlarının vergilendirilmesi ile ilgili düzenlemelerde, birikimleri olumsuz etkileyecek düzenlemeler yapma ihtimaline ilişkin risktir.

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

**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.

### **3.2.3. Emeklilik Fonu Portföylerinin Yönetim Esasları**

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

Emeklilik fonu varlıklarının her türlü istismardan uzak bir şekilde yönetiminin sağlanması için ön şart, kuşkusuz kurumsal yönetim yapısının ve organizasyonun sistemin hatasız ve aksama olmadan ilerlemesini sağlayacak şekilde oluşturulması ve bu yapının sağlıklı bir şekilde işlediğinin sürekli olarak kontrol edilmesidir.

Sağlıklı bir kurumsal yönetim yapısı içinde çalışması gereken portföy yönetim biriminin en önemli görevi ise, portföyün içinde bulunduğu risk düzeyine göre maksimum getiriye elde edecek yatırım kararlarını almak ve aynı amaç doğrultusunda uygulamaktır. Yapılan araştırmalar, portföy performansının yaklaşık

%90'lık bir kısmını, belirlenen yatırım politikalarının oluşturduğunu göstermektedir. Hatta İngiltere'de emeklilik yatırım fonlarında, varlık tahsisi ile ilgili kararların toplam elde edilen gelirin %99,5'ini oluşturduğu tespit edilmiştir (Blake. 2003a:8). Bu durum, emeklilik fonu portföylerinin, yatırım sınırlamalarına karşı ne kadar duyarlı olduğunu göstermektedir.

Düzenleyici otoriteler, hisse senetleri ile borçlanma senetleri arasındaki dağılımı belirleyecek sınırlamaları belirlemekle aslında emeklilik fonu sektörünün getiri oranının ortalaması üzerindeki sorumlulukları üstlenmektedirler. Çalışmanın ikinci bölümünde de belirtilen ve birçok ülkede, hisse senetleri, devlet tahvilleri, yabancı menkul kıymetler ve diğer yatırım araçlarına yapılacak yatırımlarla ilgili olarak emeklilik fonlarının tabi olduğu sınırlamaların söz konusu fonların yatırım kararlarının alınmasında, oldukça kısıtlayıcı bir rol oynadığı, dolayısıyla bu fonların performanslarını da doğrudan etkilediğini söylemek yanlış olmayacaktır.

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

Emeklilik fonlarının yönetilmesinde varlık tahsisi ve menkul kıymet seçiminde sıklıkla öne sürülen özellik, bu fonların uzun vadeli yatırımcılar olduğu ve dolayısıyla uzun vadeli yatırım araçlarına yönelmesi gerektiğidir. Bu özellik emeklilik fonları için büyük ölçüde geçerli olsa da, yatırım kararları alınırken ya da yeni stratejiler belirlenirken, 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 unutulmamalıdır.

Diğer taraftan, 1980'lerin sonunda özellikle İngiltere ve ABD'deki emeklilik fonlarının yöneticileri, fonların yönetiminde kısa vadeli stratejiler üzerinde yoğunlaşmakla suçlanmışlardır (Blake. 1995:345). Emeklilik fonlarının çok fazla spekülasyon işlemlerde bulunması ve aşırı alım satım yapması, bu fonları uzun vadeli yatırım stratejilerinden uzaklaştırmış ve özellikle belirli fayda esasına dayalı planlarda fon varlıklarının yükümlülüklerini karşılayamama riskinin ortaya çıkması, bu fonların portföy yöneticilerinin, kısa vadeli getiriler peşinde koşmalarının arkasında yatan neden olmuştur. Bu durum o kadar ciddi boyutlara ulaşmıştır ki, 1989'da ABD'de "Aşırı Alım-Satım ve Spekülasyon Yasası" (*Excessive Churning and Speculation Act*) çıkarılmış ve bu tür işlemlerin, emeklilik fonlarının kısa vadede

elde ettikleri kazançları vergilendirmek suretiyle cezalandırılması yoluna gidilmiştir. Böyle bir uygulama oldukça sert görünse de, emeklilik fonlarının hem kendi gelecekleri hem de sermaye piyasasının istikrarının korunması için uzun vadeli yatırım stratejileri belirlemelerinin ve bunları uygulamalarının ne derece önemli olduğunu ortaya koymaktadır.

### **3.2.3.3. Emeklilik Yatırım Fonu Portföylerinde Yabancı Menkul**

#### **Kıymetlerin Yeri**

Yabancı menkul kıymetlere yatırım yapılmasının kısıtlanmadığı durumlarda, bu enstrümanlara yatırım yapılması suretiyle portföyün uluslararası boyutta çeşitlendirilmesinin sağlanması, portföy getirilerini artırıcı rol oynayacaktır. Özellikle fon büyüklüklerinin yerel piyasalarda işlem yapabilmek için fazla büyük olduğu, yani bu fonlar tarafından yapılacak işlemlerin fiyatları etkileyebilmesinin mümkün olduğu durumlarda, yabancı menkul kıymetlere yatırım yapmak yerinde bir tercih olmaktadır (Vittas. 1996:8). Böylelikle hem yatırım riski hem de döviz kuru riski azaltılmış olmaktadır.

Ancak yine de, ülkemizde olduğu gibi döviz kurlarının beklenmedik şekilde ve kontrol dışı olarak artıp/azalma olasılığının yüksek olduğu ülkelerde yurtdışı piyasalara yatırım yapmak ve bu yatırımları takip etmek oldukça bilgili ve deneyimli yöneticileri gerektirmektedir. Bunu teminen portföy yönetim şirketlerinde yabancı menkul kıymetlerle ilgili ayrı portföy yöneticileri istihdam edilmeli, buna karşılık, emeklilik fonunun gözetimini ve denetimini yapan birimlerde de konu hakkında yeteri kadar bilgi sahibi kişiler bulundurulmalıdır.

Diğer taraftan, yabancı menkul kıymetlere emeklilik fonlarınca yatırım yapılması, mutlaka belirli oranlarda sınırlandırılmalıdır ki, bu fonlar tarafından yurt içi sermaye piyasalarına yapılması beklenen katkıların, yurtdışına aşırı kaynak aktarımı ile zarar görmesinin önüne geçilmesi sağlanabilsin.

### **3.2.3.4. Emeklilik Fonlarının Yönetiminde Belirli Fayda – Belirli Katkı**

#### **Esası Ayrımı**

Belirli fayda esasına dayalı emeklilik fonlarının yönetimi birçok aktüeryal hesaplamalara dayanmakta, ancak sahip olduğu karmaşık yapıya karşın çalışanlarca emeklilikte ellerine geçecek gelir düzeyinin bilinmesi bu planların en avantajlı yanını teşkil etmektedir. Bu fonlarda, varlık-yükümlülük dengesinin bozulması halinde, tüm

risk planda belirtilen ve emeklilik ödemelerini garanti altına alan işveren veya garantör şirket üzerinde olmaktadır.

Belirli katkı esasına dayalı emeklilik fonlarında ise her katılımcı, yatırdığı birikimler ve bu birikimlerin getirisi ölçüsünde emeklilik geliri elde etmektedir. Fonların getirileriyle ilgili tüm riskin katılımcıların üzerinde olması nedeniyle bu kişilerin sisteme girmelerinden önce risk ve getiri tercihleri araştırılmakta ve bunlara uygun olarak değişik risk-getiri düzeylerinde farklı portföylere yatırım yapma imkânı sunulmaktadır. Bu durumda da özellikle belirli katkı esasına dayalı emeklilik sistemlerinde, fonların yönetimi en önemli unsur olarak karşımıza çıkmakta ve fon yönetiminden kaynaklanan farklılıklardan dolayı aynı miktar ve sıklıkta prim ödeyen katılımcıların elde ettikleri getiriler farklılaşabilmektedir. Bu da söz konusu emeklilik fonlarının yönetimi ile ilgilenen kuruluşların çalıştıkları ortamın rekabetçi yapısını körüklemektedir.

Belirli katkı planlarında, emeklilik gelirinin beklenen düzeyden daha aşağıda olması riskini katılımcılar üstlenirken, belirli fayda planlarında emeklilik geliri garanti altında olduğundan, yönetim performansının düşüklüğünden kaynaklanacak riskler garantör şirketin üzerinde kalmakta, hedeflenen gelirin üstünde elde edilen getiriler ise yine garantör şirket tarafından kullanılmaktadır. Başka bir açıdan bakıldığında, her iki planda da riski, yatırım kararını veren taraflar üstlenmektedir. Bu kapsamda, her iki plan yatırımları için büyük ölçüde aynı finansal kuralların geçerli olacağı; ancak fonların yönetiminin katılımcıların risk anlayışı ve hedefler gibi bazı unsurlar açısından farklılaşabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

Belirli fayda planları, yatırım riskini farklı yaşlarda ve farklı yaşam süresine sahip çok sayıda kişiden oluşan bir havuzda topladığından bu planların daha fazla risk alması beklenirken, ABD’de belirli katkı planlarının hisse senetlerine ve yabancı menkul kıymetlere, belirli fayda planlarından daha fazla yatırım yaptığı gözlenmektedir.

Ayrıca, belirli fayda planlarında olduğu gibi varlıkları bir havuzda toplamak, yönetim ücretlerini, çok sayıda yönetici takımları oluşturmak durumunda olan belirli katkı planlarından daha düşük bir seviyede tutmaktadır. Buna karşılık belirli katkı planları, bireylere almak istedikleri risk düzeyine göre portföylerini ayarlamalarına ve planlarının tüm kazanç ve kayıplarına ortak olmalarına olanak sağlamaktadır.

Hem belirli katkı hem de belirli fayda planları, yatırım politikalarını belirlemek ve varlıklarını değişik araçlar arasında dağıtmak zorundadırlar. Ancak belirli katkı esasına dayalı emeklilik fonlarının performans kriterleri portföy yöneticilerince belirlenen karşılaştırma ölçütü iken, belirli fayda esasına dayalı emeklilik fonlarında karşılaştırma ölçütünün yanı sıra üzerinde daha önemle durulması gereken performans kriteri, fonun sahip olduğu varlıkların, ilerideki yükümlülüklerini karşılama oranı olmaktadır.

Ayrıca belirli katkı planlarında, yöneticilerin veya fon kurucularının minimum getiriye garanti etme gibi zorunluluklarının olmadığı durumlarda, belirli fayda planlarının karşı karşıya olduğu en önemli risk faktörlerinden bir olan fonun geri ödeyememe riski bulunmamaktadır. Söz konusu riskin minimum seviyede tutulabilmesi için, belirli fayda esasına dayalı fonlarda, çeşitli riskten korunma stratejileri uygulanması gerekmektedir.

Yukarıda belirtilenler ışığında, hem belirli katkı hem de belirli faydaya dayalı planların gerek yönetiminde gerekse düzenlenmesinde doğru politikaların belirlenmesi, bireylerin elde edecekleri emeklilik gelirleri üzerinde doğrudan etki sahibi olacaktır.

### **3.2.3.5. Emeklilik Yatırım Fonu Portföy Yönetimi İçin Bir Örnek:**

#### **Merkez Bankalarının Rezerv Yönetimi**

Özellikle belirli fayda esasına dayalı emeklilik fonlarının portföy yönetimi bazı açılardan merkez bankası rezervlerinin yönetimine benzetilmektedir (Muralidhar. 2001:24). Bilindiği üzere, merkez bankalarının rezervleri yerel para biriminin değerinin döviz karşısında korunması, ya da ithalat veya borç ödemeleri için döviz tahsis edilmesi gibi amaçlara hizmet etmek üzere tutulmaktadır. Dolayısıyla, rezervlerin yönetimi ile görevli birimin amacı, söz konusu paranın güvenli ve likit enstrümanlara yatırılmasını temin etmektir. Ancak, rezerv miktarı önceden belirlenen bir seviyenin altına düştüğünde, rezervlerin artırılması gerekmektedir.

Ayrıca, özellikle gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları genellikle uzun vadeli borçlanma eğiliminde olmakta, bu da borçlanma faiz oranı ile yatırım yapılan faiz oranı arasında olumsuz bir farklılığa ve uzun vadeli borçlanma ile kısa vadeli yatırım arasında bir süre (*duration*) uyuşmazlığına neden olmaktadır. Dolayısıyla,

merkez bankaları, bir yandan borçlanmanın zamanlamasını, süresini ve miktarını diğer yandan da, rezerv havuzunun büyüklüğünü ve yatırım stratejisini optimize etmeye çalışmak durumundadırlar.

Benzer şekilde, emeklilik yatırım fonları da, belirli bir süre sonunda yapmaları gereken emeklilik ödemelerini, bünyelerinde biriken katkı paylarını varlıklar ile yükümlülüklerin vade, miktar ve süre açısından uyumunu gözeterek yatırıma yönlendirmek suretiyle sağlamayı amaçlamaktadırlar.

Merkez bankaları rezervlerinin emeklilik yatırım fonlarına benzer yönlerinden biri de, merkez bankalarının altına yatırım yapma zorunluluğu, hisse senetlerine yatırım yapma yasağı gibi sıkı yatırım sınırlamalarına sahip olmalarıdır. Bu da emeklilik fonlarında olduğu gibi birikimlerin yönetimini ve optimum karşılaştırma ölçütü seçimini oldukça zor hale getirmektedir.

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

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

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

Ülkemizde uygulanmaya başlanan bireysel emeklilik sisteminde, emeklilik fonlarının işleyişi ile ilgili olarak hem portföy yöneticilerince basiretlilik ilkesi çerçevesinde uyulması gereken bazı sorumluluklar belirlenmiş, hem de fon portföylerinin yönetiminde dikkate alınması gereken bir takım yatırım sınırlamaları getirilmiştir. Ayrıca, emeklilik şirketlerince katılımcılara sunulabilecek fon türleri de tahdidi olmamak kaydıyla ve piyasayı yönlendirmek adına SPK tarafından belirlenmiştir. Böylelikle belirli bir türde kurulan fonların portföylerinin yönetiminde, söz konusu fon türünün tanımında yer alan sınırlamalara uymak zorunlu hale gelmiştir.

Diğer taraftan, emeklilik yatırım fonlarının yapacakları yatırımlarla ilgili uyulması gereken bu 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.



#### 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 inançlı mülkiyet esaslarına göre işletilmesi amacıyla oluşturulan malvarlığı*” olarak tanımlanmıştır. Tanımda geçen “riskin dağıtılması” ve “inançlı mülkiyet” esasları, basiretli yönetim ilkesi ile bağdaşan uygulamalardır. Ayrıca, emeklilik fonlarının bu ilkeler doğrultusunda yönetilmesini teminen, her fon için fonun faaliyetlerinin ve etkinliğinin, idari konulara ait bilgilerin güvenilirliğinin ve zamanında elde edilebilirliğinin sağlanmasını, fon faaliyetlerinin ilgili mevzuata, emeklilik sözleşmesine, fon içtüzüğüne ve izahnameye uygun yürütülmesini, hata, hile ve usulsüzlüklerin önlenmesini ve tespitini, muhasebe kayıtlarının doğru ve eksiksiz olmasını ve finansal bilgilerin doğru ve güvenilir olarak zamanında hazırlanmasını temin etmek amacıyla uygulanması gereken esas ve usullerin belirleneceği bir iç kontrol mekanizmasının oluşturulması ve iç kontrol ile ilgili esas ve usullere uygun davranılıp davranılmadığının ise fon denetçileri tarafından denetlenmesi öngörülmüştür.

Emeklilik fonlarının portföylerinin yönetimi ile ilgili olarak ise, portföy yöneticisinin, yönettiği her fonun çıkarını ayrı ayrı gözetmek, yatırım kararlarında objektif belgelere dayanmak, fon adına vereceği emirlerde gerekli özeni ve basireti göstermek ve işlemleri zaman ve fiyat açısından en uygun şekilde gerçekleştirmek zorunda olduğu özellikle belirtilmiştir.

Anılan düzenlemeler, emeklilik fonlarının basiretli yönetim ilkeleri çerçevesinde yönetilmesini sağlamak adına oldukça kapsamlı olarak ele alınmıştır. Bu ilkelere aykırılığın oluşması halinde, hem emeklilik fonu kurucularının hem de SPK'nın, portföy yöneticilerinin değiştirilmesini talep etme hakkı bulunmaktadır. Ancak, oldukça sübjektif kriterlere dayanması nedeniyle, bu ilkelerin fon yöneticilerince ihlal edildiğinin tespiti ve ispatı çok kolay olmamaktadır. Kaldı ki, mevcut emeklilik şirketlerinin hemen hemen hepsi, kurucusu bulunduğu fonların

yönetimi için, içinde buldukları gruba ait olan portföy yönetim şirketleri ile anlaşmış durumdadır.<sup>14</sup>

Bu şartlar altında, emeklilik şirketleri tarafından portföy yönetim şirketinin performans değerlendirmesinin bağımsız bir şekilde yapılması çok mümkün görünmemektedir. Bu durumda SPK tarafından, gerek yılda en az bir defa düzenli olarak yapılacak olan denetimlerde, gerekse gözetim faaliyetleri sonucunda gerekli tedbirleri almadığı tespit edilen emeklilik şirketleri ile basiretlilik ilkesine aykırı hareket eden portföy yönetim şirketlerine çeşitli müeyyideler uygulanmalıdır.

#### **4.1.2. Yatırım Sınırlamaları Esasına Dayalı Düzenlemeler**

Emeklilik yatırım fonları ile ilgili olarak belirlenmiş olan yatırım sınırlamalarını; fonların portföylerine dahil edilebilecek varlıklarla ilgili olarak getirilen sınırlamalar ve katılımcıların sisteme yatırmış oldukları katkı paylarının bu fonlarda yatırıma yönlendirilmesi ile ilgili sınırlamalar olmak üzere iki ana başlık altında incelemek mümkündür.

##### **4.1.2.1. Fon Portföyleri İle İlgili 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<sup>15</sup> ile de bu şekilde kurulabilecek jenerik 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

---

<sup>14</sup> Emeklilik şirketlerinin kurucusu olduğu fonların portföylerinin yönetimi için sözleşme imzaladıkları portföy yönetim şirketlerini gösteren tablo çalışmanın 3 no'lu ekinde yer almaktadır.

<sup>15</sup> Anılan kararın ayrıntılarına, [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr) adresinden ulaşılabilir.

ve yatırılan katkı paylarının söz konusu fonların karmasından oluşan planlar aracılığıyla yönetilmesi amaçlanmıştır.

Bu esaslar dahilinde kurulan fonların portföyleri ile ilgili olarak ise oldukça katı sınırlamalar getirilmiştir<sup>16</sup>. Bu sınırlamaların arkasında yatan en büyük dayanak ise, portföylerin taşıdığı riskin, portföyü mümkün olduğunca çeşitlendirerek azaltılmaya çalışılmasıdır. Ancak, daha önce de değinildiği gibi, bu sınırlamalar portföylerin çeşitlendirilmesini sağladığı halde kimi zaman, sınırları ihlal etmemek adına taşınan riskleri de artırabilmektedir<sup>17</sup>.

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. Ancak, özellikle vadeli işlemler borsasının faaliyete geçmesiyle artacağı düşünülen bu tarz işlemlerin emeklilik fonu portföylerinde kullanımı ile ilgili sınırlar belirlenmeli ve zarar miktarının sonsuz olduğu işlemlerin bu fonlarda kullanımı yasaklanmalı ya da ciddi şekilde sınırlandırılmalıdır.

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.

---

<sup>16</sup> Söz konusu sınırlamaların özetlendiği tablo çalışmanın 4 no'lu ekinde yer almaktadır.

<sup>17</sup> Örneğin, EYF Yönetmeliği'nin 21. maddesinde yer alan, fon varlıklarının %20'sinden fazlasının bir topluluğun para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılmayacağına dair hükümde, "topluluk" kavramının alabildiğine geniş tanımlanması ve portföy yöneticilerince belirlenen kriterleri sağlayan hisse senetlerinin genellikle bir kaç topluluğa ait hisse senetleri olması nedeniyle, söz konusu sınırı aşmamak adına, yatırım yapılabilecek hisse senetleri kriterlerine daha az uyan hisse senetleri portföylerde taşınmak durumunda kalabilmektedir.

#### **4.1.2.2. Katkı Paylarının Yatırıma Yönlendirilmesi İle İlgili 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 en belirgin nedeni şüphesiz, devletin borçlanma gereğinin üzerindeki yükün biraz olsun hafifletilmesinin amaçlanmasıdır. Diğer taraftan, böyle bir sınırlamanın olmaması halinde ise, katılımcıların katkı paylarının DİBS'lere yatırılan kısmının daha farklı olup olmayacağı konusu tartışmaya açıktır. Sermaye piyasamızın mevcut durumu göz önüne alındığında, çok farklı bir profilin ortaya çıkmayacağı düşünülmekte beraber, sistemin temelinde yer alan bu zorunluluğun, sistemin dizaynı ve işleyişi ile bağdaşmadığı açıktır. Çünkü DİBS'lere yapılacak asgari yatırım oranlarının belirlenmesi, sermaye piyasalarının gelişimine sağlanacak katkıyı sınırladığı gibi; devlet tarafından toplanan vergilerle finanse edilen DİBS'lere yapılan yatırımlardan katılımcıların gelir elde etmesi, makroekonomik açıdan bakıldığında bu sistemi devlet tarafından sunulan dağıtım esasına dayalı sosyal güvenlik sistemlerinden çok da farklı kılmayacaktır (Davis. 1997:119).

Yabancı menkul kıymetlerle ilgili 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 aktarılmasının önlenmesi amacıyla getirilmiş olan bu iki sınırlama nedeniyle, yabancı menkul kıymet fonlarında toplanacak olan varlıkların toplam değerinin diğer fonlara nispeten oldukça düşük miktarlarda seyredeceği anlaşılmaktadır.

#### **4.1.2.3. Risk Getiri Profili Formunun Önemi**

Belirli katkı esasına dayalı emeklilik sistemlerinde, katkı paylarının yatırıma yönlendirilmesi ile ilgili tüm riskler katılımcıların üzerinde olduğundan, bireylerin yatırdıkları katkıların kendi risk ve getiri tercihleri doğrultusunda yatırıma yönlendirilmesi gerekmektedir. Bunu teminen ise, EYF Yönetmeliği'nde, katılımcıların, emeklilik fonlarına yatırım yapmadan önce; yatırım kararını

almalarında yardımcı olacak risk ve getiri bilgilerini almaya yönelik olarak hazırlanmış olan risk getiri profili formlarını doldurmaları zorunlu tutulmuştur.

Hem emeklilik fonlarının türleri bazında belirlenen sınırlamalar hem de katkı payının yatırıma yönlendirilmesi aşamasında katılımcının karşısına çıkan sınırlamalar RGPF doldurulması aşamasında önem arz etmektedir. Fonların unvanlarında yer alan varlık grubunun fon portföyünün asgari %80'ini oluşturmak zorunda olmasından dolayı, katkı paylarının RGPF'den çıkacak risk ve getiri tercihleri ile söz konusu varlık gruplarının risk ve getiri özelliklerinin uyumu gözetilerek dağıtılması mümkün olmaktadır.

Ne var ki, katkı paylarının yatırıma yönlendirilmesi ile ilgili olarak sınırlama gereği, katılımcının doldurmuş olduğu RGPF'de farklı bir sonuç elde edilmiş olsa bile, katkı payının bu sınırlamaları ihlal edecek şekilde dağıtılması söz konusu olamayacaktır. Bu durum da, yatırım riskini tamamen üstlenmiş olan katılımcıların serbestçe ve kendi tercihleri doğrultusunda yatırım yapmasının önünde bir engel olarak karşımıza çıkmaktadır.

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

### **4.2.1. Emeklilik Yatırım Fonu Yönetim Stratejileri**

BES katılımcılarının, en az 10 yıl yatırımlarını likidite etmeyeceği düşünüldüğünde, en azından önümüzdeki 10 yıl boyunca, emeklilik fonlarından ciddi miktarlarda bir nakit çıkışı olması beklenmemektedir. Bu sayede, emeklilik yatırım fonları, ülkemizdeki sermaye piyasasının gelişiminin önündeki en önemli engellerden biri olan yatırımlarda kısa vadeli yaklaşımların yerine uzun vadeli yatırım stratejilerinin rahatlıkla uygulanabileceği bir enstrüman olarak karşımıza çıkmaktadır.

Ancak, ülkemizdeki emeklilik yatırım fonu piyasası incelendiğinde;

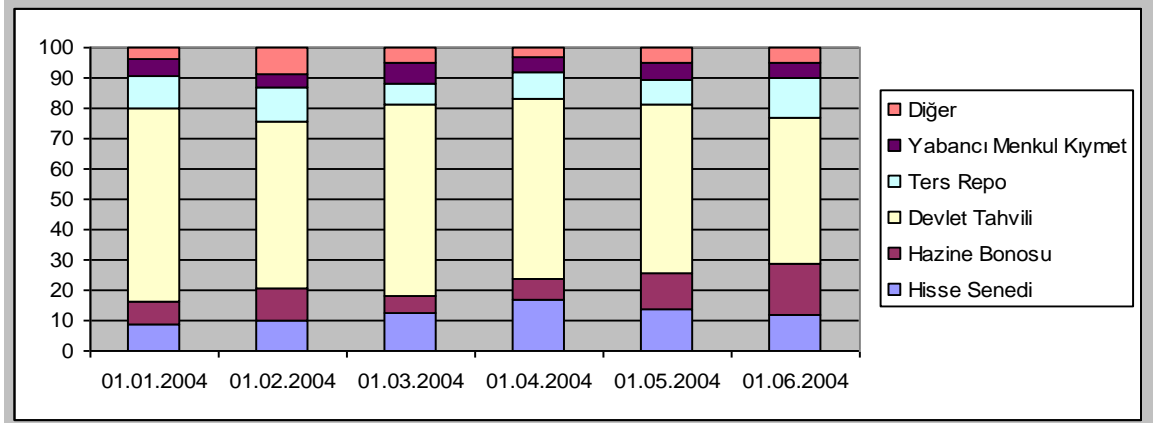
- ✚ Portföy yöneticilerinin uzun vadeli portföy yönetimine alışık olmamaları,
- ✚ Emeklilik fonlarına yatırım yapan katılımcıların, bu fonların kısa vadeli getirilerini çok yakından takip etme alışkanlıkları ve
- ✚ İMKB'nin kısa vadeli dalgalanmalara ve spekülatif hareketlere açık olması

gibi nedenlerle, fon yöneticilerinin kısa vadeli kazançlar sağlayarak rakiplerinin önüne geçmek istemeleri, emeklilik fonu portföylerinin uzun vadeli yönetilmesinin önündeki engeller olarak karşımıza çıkmaktadır. Ayrıca, sistemin

henüz kuruluş aşamasında olmasından dolayı, emeklilik fonlarının getirileri ön plana çıkmakta, bu nedenle emeklilik şirketleri fon getirilerine dayalı pazarlama faaliyetlerinde bulunmayı tercih etmektedirler. Bu durum da aslında beklenen getiriye göre taşıdığı risklerin minimum düzeyde tutulması gereken bu fonların yöneticilerinin daha agresif bir yönetim sergileme yolunu tercih ederek, basiretlilik ilkesinin uygulanmasını tehlikeye düşürebilecek işlemler yapmalarına neden olabilmektedir.

Ülkemizde faaliyet gösteren emeklilik fonlarının Ocak – Mayıs 2004 dönemindeki aysonları itibarıyla portföy yapıları aşağıdaki grafikte gösterilmektedir. Ele alınan dönem, ciddi bir analiz yapabilmek için çok kısa olsa da, piyasa koşullarının değişkenliği karşısında, emeklilik fonu portföy yöneticilerinin pozisyonlarını değiştirerek piyasadaki dalgalanmalardan kazanç sağlamaya çalıştığı görülmektedir.

**Şekil 4: Emeklilik Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı (01.01.2004–01.06.2004)**



Kaynak: SPK

Nitekim bu dönem içinde Mayıs 2004 ayı başında, döviz kurunda yaşanan dalgalanma sonucu piyasalarda faiz oranları artarken fiyatlar düşmüş, bu dönemde, yatırım fonları piyasasında likit fonların oranı %64'ten %72'ye yükselmiş, yatırım fonlarının portföylerinde bulunan borçlanma araçlarının ortalama vadesi ise 139 günden 118 güne kadar inmiştir. Benzer şekilde, emeklilik fonlarının yatırım yaptığı borçlanma araçlarının ortalama vadeleri bir önceki aya göre 757 günden, 477 güne düşmüş, ortalama hisse senedi oranı %16'dan %10'a düşerken, kısa vadeli yatırım aracı olan hazine bonosu ve ters repolarda %9'luk bir artış gözlemlenmiştir.

Bahsedilen örnek olayda, emeklilik yatırım fonları ile yatırım fonlarının piyasa dalgalanmalarına karşı paralel hareket ettiği görülmektedir. Piyasalarda ufak

çaplı da olsa yaşanan dalgalanmalar, yatırım fonları yatırımcılarının hemen pozisyon değiştirip likit fon seçeneğine yönelmelerine neden olmakta, bu durum da diğer fonlardan nakit çıkışı gerektirmesi nedeniyle bu fonların daha düşük vadeli menkul kıymetlere yatırım yapması gereğini doğurmaktadır. Ancak, emeklilik yatırım fonları için katılımcıların fon dağılımlarını aynı sıklıkla değiştirmeleri söz konusu olmadığından, emeklilik fonlarının portföylerinde de benzer değişimler yaşanması, bu fonların portföy yönetimi mantığı açısından doğru olmayacaktır.

Diğer taraftan, bazı portföy yönetim şirketlerinde, yatırım fonları ile emeklilik fonlarının portföylerinin yönetimi aynı portföy yöneticilerince yapılmaktayken, bazı şirketlerde, yalnızca emeklilik fonlarını yönetmek üzere istihdam edilmiş portföy yöneticileri bulunmaktadır. Yatırım fonları portföyleri ile emeklilik fonları portföylerinde benzer yönetim stratejileri uygulanmasının bir ölçüde portföy yönetim şirketlerinin çoğunlukla birinci yöntemi tercih etmelerinin bir sonucu olduğu düşünülmektedir.

#### **4.2.2. Emeklilik Yatırım Fonu Portföylerinin Basiretli Yönetimi**

Emeklilik fonlarının portföy yönetimindeki kilit noktalardan biri de portföy yönetiminde basiretlilik ilkesine uyumun gözetilmesidir. Ancak çalışmanın ikinci bölümünde de belirtildiği gibi, söz konusu ilkenin ihlal edildiğinin tespiti kolay olmamaktadır. Bu nedenle, performansları piyasadaki diğer emeklilik yatırım fonlarının performanslarından belirgin derecede farklılık arz eden fonlara bu açıdan şüpheyle yaklaşmak gerekmektedir.

Basiretlilik ilkesi, portföy yönetimi sonucunda elde edilen sonuca göre değil, portföy yönetimi sırasında alınan kararların ne derece sağduyulu, özenli ve portföyü aşırı risk altına sokmayacak şekilde alındığı üzerinde odaklanmaktadır. Dolayısıyla, piyasadaki benzerlerinden hem belirgin ölçüde daha iyi hem de daha kötü bir getiri elde eden fonlar için; söz konusu ilkeye uygun davranılıp davranılmadığı sorgulanmalı, portföy yönetim tekniklerinin ve araçlarının nasıl kullanıldığı ve bununla ilgili kararların nasıl alındığı incelenmeli ve basiretli davranmadığı tespit edilen portföy yöneticilerine çeşitli müeyyideler uygulanmalıdır.

Portföy yöneticilerince yapılan işlemlerin basiretlilik ilkesini ihlal edip etmediğinin anlaşılmasının ve ispat edilmesinin kolaylaştırılabilmesini teminen, SPK'nın emeklilik yatırım fonları ile ilgili düzenlemelerinde, "*Portföy yönetiminde*

*fonun elde ettiği getiri düzeyi ne olursa olsun, karar alma sürecinde portföy yöneticisinin fon portföyünü aşırı risk altına sokacak yatırım kararları almasının, basiretlilik ilkesinin ihlali anlamına geleceği”* açık olarak belirtilmelidir.

#### **4.3. Emeklilik Yatırım Fonları ile Yatırım Fonları Arasındaki Farklar**

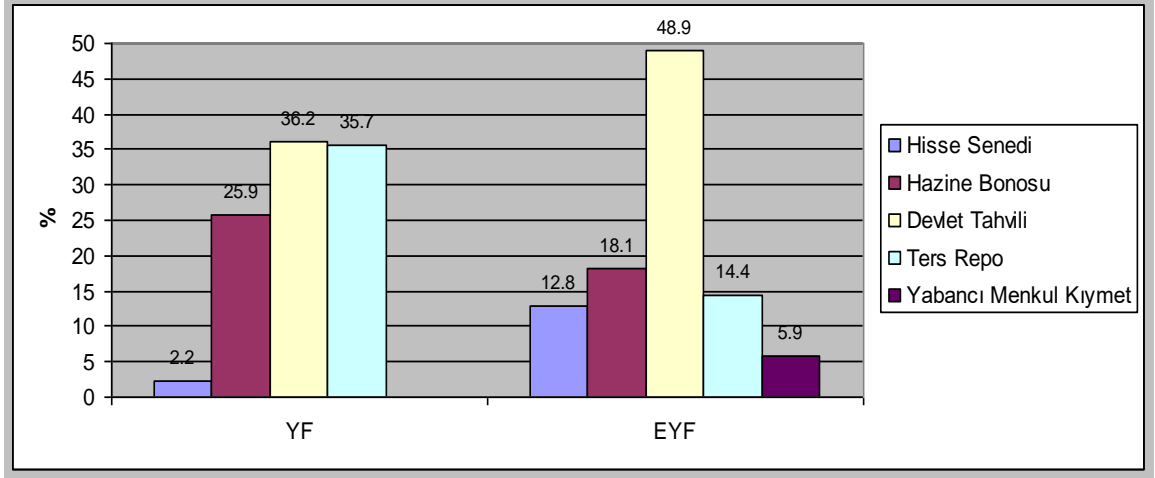
Emeklilik yatırım fonlarını yatırım fonlarından ayıran en belirgin ve en basit özellik ilk bakışta anlaşılmaktadır. Bu fonlar aslında “*emeklilik için yatırım fonları*”dır. Pek tabii ki mevcut şartlarda bireylerin emeklilik dönemleri için normal yatırım fonlarına da yatırım yapmaları mümkündür; ancak böyle bir ayırım, kişilerin uzun vadeli tasarruf yapmalarını teşvik etmek ve emeklilik dönemlerinde elde etmeyi umdukları gelirin bu konuda ihtisaslaşmış kurumlar aracılığıyla değerlendirilmesini sağlamak amacıyla yapılmaktadır. Dolayısıyla emeklilik fonları, mevcut yatırım fonu altyapısının tüm olumlu ve başarılı taraflarının üzerine oturtulurken bir yandan da yatırım fonlarında eksikliği hissedilen düzenlemelerin gerçekleştirildiği bir yapı içinde oluşturulmuştur.

Ülkemizde uygulamaya geçirilen bireysel emeklilik sistemi dahilinde katılımcılara sunulan emeklilik fonları, SPK’nın emeklilik fon türleri ile ilgili kararı gereği, “Büyüme Amaçlı” ve “Gelir Amaçlı” olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Söz konusu kararda, büyüme amaçlı fonlar, *yatırım yapılacak varlıkların, bunlardan elde edilecek sermaye kazancına ağırlık verilerek belirlendiği fonlar*, gelir amaçlı fonlar ise *yatırım yapılacak varlıkların, bunlardan elde edilecek temettü ve faiz gelirlerine ağırlık verilerek belirlendiği fonlar* olarak tanımlanmıştır. Bu ayırım gereği, bu fonların yatırım stratejileri az çok belirlenmiş durumdadır. Yatırım fonları ile ilgili düzenlemelerde ise böyle bir ayrıma gidilmeyerek, sadece kurulabilecek fon türleri belirlenmiş ve yatırım fonlarının yönetim stratejileri mevzuattaki asgari sınırlamalar çerçevesinde portföy yöneticilerine bırakılmıştır.

Ülkemizde, emeklilik fonlarının sermaye piyasası sahnesine çıkmasının üzerinden oldukça kısa bir zaman geçmiş olmasına rağmen, bu fonların portföy yapıları, diğer yatırım fonlarının portföy yapılarından hissedilir derecede farklılık arz etmektedir. 01.06.2004 tarihi itibarıyla bu iki kurumsal yatırımcının portföylerinde yer verdikleri varlıkların ortalama dağılımları aşağıdaki şekilde gösterilmektedir.



Şekil 5: Emeklilik Yatırım Fonları ile Yatırım Fonlarının Portföy Yapıları (01.06.2004)



Kaynak: SPK

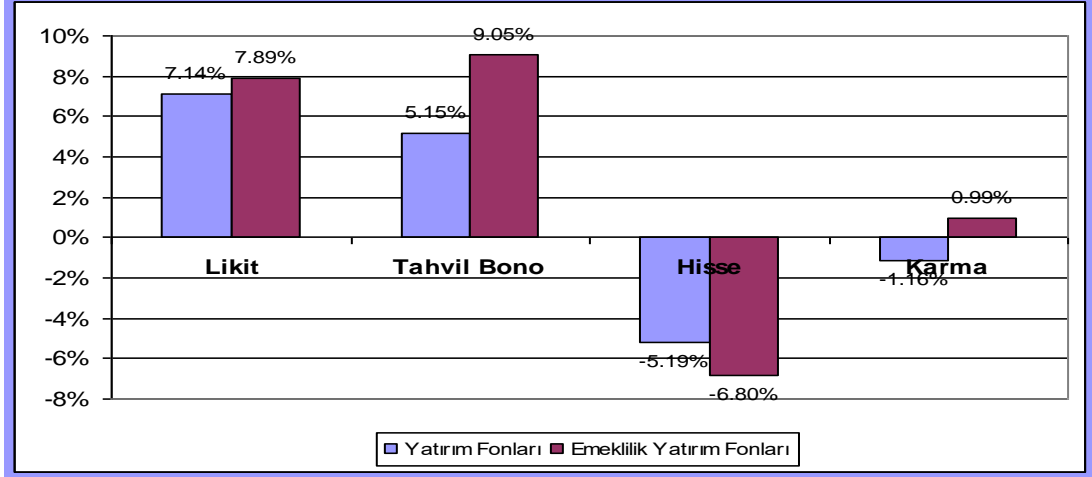
Şekilden de görülebildiği üzere emeklilik fonlarında, yatırım fonlarına kıyasla devlet tahvili ve hisse senedi oranı belirgin bir şekilde artış gösterirken<sup>18</sup>, bunun karşılığında kısa vadeli yatırım araçları olan hazine bonosu ve ters reponun portföydeki ağırlıkları daha düşük seviyelerde seyretmektedir<sup>19</sup>. Ayrıca, emeklilik fonlarının portföylerinde %5 civarında seyreden yabancı menkul kıymet oranına da dikkat çekmek gerekmektedir.

Emeklilik yatırım fonları ile yatırım fonlarının portföy yapılarındaki farklılık, bu fonların 2004 yılının ilk 5 aylık dönemindeki portföy değerindeki artışa (nominal) da yansımış durumdadır. Aşağıdaki şekilden de açıkça görülebildiği üzere, özellikle sabit getirili menkul kıymetlere ağırlıklı olarak yatırım yapan fonlarda, portföyün vade yapısının emeklilik fonlarında belirgin derecede daha uzun olması, yatırım fonlarının çok daha likit enstrümanlara yatırım yapmaları sonucunda, her iki fon türünde ortalama getiriler hissedilir derecede farklılaşmaktadır.

<sup>18</sup> Özellikle hisse senedindeki bu farklılığın önemli bir sebebi, EYF'lerin, hisse senedi fonu şeklinde kurulabilmesi için, bu enstrümanlar için mevcut olan yatırım fonlarındaki %51'lik asgari yatırım sınırına karşın, %80'lik bir sınıra tabi olmalarıdır.

<sup>19</sup> EYF'lerdeki ters repo oranının YF'lere kıyasla daha düşük bir seviyede seyretmesinin nedenleri arasında, YF'lerin, fon paylarının fona geri dönüşünü karşılayabilmek adına, belirli oranlarda likit varlıklara yatırım yapma zorunluluğunun EYF'lerde bulunmaması ve B tipi yatırım fonlarında ayrılan vergi karşılığının ters repo işlemlerinden kesilen stopajlarla dengelenmesi amacıyla bu fonların portföylerinde belirli oranlarda ters repo bulundurmaya tercih etmeleri yer almaktadır.

**Şekil 6: EYF ve YF'lerin 2004 yılı ilk 5 aylık Ortalama Portföy Değer Artış Oranları**



Kaynak: SPK

Diğer taraftan, yatırım fonları, portföy yönetim şirketleri veya portföy yöneticiliği faaliyet yetki belgesine sahip aracı kurum veya bankalar veya bu yetkiye sahip fon kurucuları tarafından yönetilebilirken, emeklilik fonlarının yönetimi sadece portföy yönetim şirketlerine bırakılmıştır. Böylelikle emeklilik fonu portföylerinin tamamen profesyonel portföy yöneticileri tarafından yönetilmesinin sağlanması amaçlanmıştır. Yatırım fonu sektöründe ise, Haziran 2004 itibariyle, 246 adet yatırım fonundan 139'u bir portföy yönetim şirketi tarafından yönetilmektedir.

#### **4.4. Emeklilik Yatırım Fonu Portföylerine Dahil Edilebilecek Yeni Finansal Enstrümanlar**

Dünya finans piyasasında özellikle son 20 yılda pek çok yenilik gerçekleşmiş ve söz konusu yenilikler, artık günümüz gelişmiş piyasalarında kendilerine sağlam birer yer edinmişlerdir. Vadeli işlemlerden opsiyonlara, faiz ve döviz swaplarından eurobondlara, finansal açıdan buluş olarak nitelendirilebilecek pek çok yeni enstrüman, para ve sermaye piyasalarının gelişimine hız kazandırmıştır. Böylelikle, yeni finansal araçları sistemlerine kolayca dahil edebilen ülkelerin piyasaları ile ülkemizde olduğu gibi, yeniliklere karşı daha tutucu olan ülkelerin piyasaları arasındaki uçurum giderek büyümüştür.

Finansal yenilik hareketlerini başarıyla uygulayan ülkeler incelendiğinde, emeklilik fonlarının sermaye piyasalarının modernleşmesi ve finansal yeniliklerin teşvik edilmesinde büyük rol oynadığı gözlenmektedir. Emeklilik fonlarının portföyleri büyüdükçe ve sistemdeki etkileri arttıkça, söz konusu kurumsal

yatırımcılar tarafından daha etkin yatırım yapma amacıyla yeni enstrümanlar talep edilmektedir.<sup>20</sup>

Çalışmanın önceki bölümlerinde, finansal piyasaların yeteri kadar gelişmediği ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerde, emeklilik fonu portföylerinin yönetimi için başlangıçta bazı katı sınırlamalar getirilmesinin sistemin işleyişinin sağlam temellere oturması açısından faydalı olacağı hususuna değinilmişti. Ancak, mevcut yatırım araçlarına yatırım yaparken çeşitli yatırım sınırlamaları ile karşı karşıya kalan emeklilik fonları, portföylerini genişletmeye başladıkça, ellerindeki kaynakları etkin bir şekilde yatırıma yönlendiremediklerini görecektir ve yeni finansal araçlara ihtiyaç duymaya başlayacaklardır. Bu sayede, talep yetersizliğinden ya da yokluğundan bir türlü hayata geçirilememiş olan çeşitli menkul kıymetler, piyasalarda kendilerini bekleyen yerleri alacaklardır.

Emeklilik yatırım fonlarının finansal piyasaların gelişimine yapacağı etkilerden ilki, bu fonların uzun vadeli yatırıma odaklı olarak hareket etmeleriyle birlikte, piyasada gelecekle ilgili beklentilerin belirsizliği yüzünden rağbet görmeyen uzun vadeli borçlanma araçlarının ihraç edilmesini sağlayacak talep yaratılmasıyla ortaya çıkacaktır.

İkinci olarak, emeklilik fonlarının portföylerinin risk yönetimi esasına dayanarak yönetilmesi esas olduğundan, bu fonların portföylerine almak isteyecekleri yeni enstrümanların içinde türev araçlar önemli yer tutmaktadır. Emeklilik fonlarının, portföylerini riskten koruma amaçlı olarak yapacakları vadeli işlemler ile yakın zamanda faaliyete geçmesi beklenen vadeli işlemler borsasının önemli katılımcılarından biri haline gelmeleri, vadeli işlemlerin mahiyeti ve esaslarının diğer yatırımcılar tarafından daha iyi anlaşılmasını sağlayarak, sermaye piyasamızın modernleşmesi ve gelişmesinde önemli katkıda bulunacaktır.

Dünyada emeklilik yatırım fonlarının portföy yapıları incelendiğinde, bu fonların rağbet gösterdiği enstrümanlar arasında gayrimenkullerin; gayrimenkullere doğrudan yatırımın yasaklandığı durumlarda da gayrimenkule veya ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin önemli bir yer tuttuğu görülmektedir. Ülkemizde ise, bireysel emeklilik sistemi çerçevesinde, emeklilik yatırım fonlarının gayrimenkullere

---

<sup>20</sup> Örneğin Amerika Birleşik Devletleri'nde menkul kıymetleştirilmenin ve finansal türev araçlarının gelişimi, büyük ölçüde emeklilik fonlarının etkin yatırım yapma ve risk yönetimi ihtiyaçlarının artması ile bağdaştırılmaktadır. (Vittas. 1996)

doğrudan yatırım yapmasına izin verilmemektedir. Diğer taraftan, ülkemizde ipotēge dayalı konut finansman sisteminin hayata geçirilmesi için yapılan ve 2004 yılında hız kazanan çalışmaların tamamlanması sonucu, hem emeklilik yatırım fonlarının kaynakları için yeni plasman alanları yaratılmış olacak, hem de yıllardır gelişmiş ülkelerin konut finansmanı sistemlerinin uygulanmasında kaydettiği başarılarla gıptayla bakan ülkemiz için bu konuda bir atılım şansı yakalanmış olacaktır.

Son olarak, emeklilik fonlarının girişim sermayesi yatırımları yapmalarına izin verilen ülkelerde, hem girişim sermayesi yatırımlarının hatırı sayılır bir kısmı bu fonlar tarafından oluşturulmakta, hem de söz konusu yatırımlar sayesinde, emeklilik yatırım fonlarının performansları olumlu etkilenmektedir. ABD’de, 1995 – 1999 yılları arasında yapılan risk sermayesi yatırımlarının %50’si, aynı dönemde Avrupa’da yapılan yatırımların ise %22,6’sı emeklilik fonları tarafından gerçekleştirilmiştir. Bu oran, 1999 yılı itibariyle Avustralya’da %52, Yeni Zelanda’da %48, Japonya’da ise %5 olarak gerçekleşmiştir (Kaya. 2001:35). Ancak, ülkemizde girişim sermayesi şirketlerine finansman sağlanması amacıyla bir KOBİ borsasının kurulması düşünülmekte ise de, gerek emeklilik yatırım fonları ile ilgili düzenlemelerdeki yatırım sınırlamaları, gerekse ülkemizde girişim sermayeciliği kavramının henüz yeterince anlaşılammış olması nedeniyle söz konusu yatırımların EYF portföylerinde kayda değer bir yer tutmasının en azından kısa ve orta vadede gerçekleşmesinin mümkün olmadığı düşünülmektedir.

## GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Sosyal güvenlik sorunu, özellikle son yıllarda, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin ortak sorunlarının başında gelmektedir. İstikrarsız siyasi oluşumlar, işsizlik sorunu, kayıt dışı ekonominin fazlalığı ve kişi başına düşen milli gelirin düşüklüğü gibi sorunlar gelişmekte olan ülkelerin; azalan doğum oranı ve ortalama yaşam süresinin uzaması gibi nedenlerle nüfusun yaşlanması ise gelişmiş ülkelerin sosyal güvenlik sistemlerinde aktüeryal dengeleri bozucu rol oynamaktadır. Bunun sonucunda ise, ülkeler çeşitli reform politikaları benimseyerek sosyal güvenlik sistemlerindeki aksaklıkları gidermeyi ve bu sistemi yeniden yapılandırmayı hedeflemektedirler.

Ülkemizde de benzer nedenlerle uygulamaya konulan, emeklilik yatırım fonlarına dayalı bireysel emeklilik sisteminin başarıya ulaşması, ekonomik ve siyasi istikrarın sağlanmasına, sistemin belirleyici unsurları üzerinde tüm ilgili birimlerin uzlaşmasına, vergi teşviklerine ve yeterli yasal düzenlemelerin yapılmasına bağlı görünüyorsa da, göz ardı edilmemesi gereken en önemli nokta, hem bu fonların hem de bu fonlarda toplanan birikimlerin iyi yönetilmesinin sağlanması gereğidir.

Bireysel emeklilik sistemi çerçevesinde elde edilen getirilerin, profesyonel şekilde yönetilemeyen bireysel yatırımların getirisinden daha yüksek düzeyde olması beklenmektedir. Ancak, bu fonların ellerinde bulunan profesyonel yönetim şanslarını, mesleki bir takım yetersizlikler, hatalar ya da uyulması zorunlu olan bazı sınırlamalar yüzünden iyi kullanamamaları sonucunda yeteri kadar iyi çeşitlendirilmiş portföyler oluşturulamaması ve değişken piyasa koşullarına göre yerinde ve zamanında gerekli uyarlamaların yapılamaması, bu fonlardaki birikimlerin olumsuz etkilenmesine ve bu sisteme olan güvenin sarsılmasına neden olabilecektir.

Emeklilik fonlarının yönetimi ile ilgili olarak belirlenen kurallarda, ister “basiretli yönetim ilkesi”, isterse “yatırım sınırlamaları” esas alınmış olsun; her iki yaklaşım da, bu fonların katılımcılar için en düşük maliyet ve risk ile elde edilebilecek en yüksek getirinin elde edilmesini sağlayacak şekilde yönetiminin üzerinde durmaktadır. Emeklilik fonlarına dayalı özel emeklilik sistemlerinin yapısının düzenlenmesi ülkeden ülkeye farklılık arz etse de, dünyada bu konuda yaşanan deneyimler, ülkemiz için önemli bir referans kaynağı olabilecek niteliktedir.

Emeklilik yatırım fonlarının portföy yönetimleri ile ilgili en önemli husus, şüphesiz elde edilen getiri oranıdır. Emeklilik fonlarından elde edilen gelirin neredeyse tamamına yakın kısmının fon portföylerine alınacak varlık grubunun seçimi ile ilgili olduğu ve yapılan araştırmalar sonucunda, emeklilik fonlarının elde ettiği yıllık ortalama getiri oranının, bu fonların yönetiminde basiretli yönetim ilkesini esas alan ülkelerde, çeşitli yatırım sınırlamaları uygulayan ülkelere nazaran yaklaşık %4 daha fazla olduğunun ortaya çıktığı dikkate alındığında, emeklilik fonu portföylerinin, yatırım sınırlamalarına karşı ne kadar duyarlı olduğu ortaya çıkmaktadır.

Bu nedenle, emeklilik fonlarının yönetiminde basiretli hareket edilmesini sağlamak adına, yatırım sınırlamaları ile ilgili düzenlemeler piyasanın gelişimi, sektör temsilcilerinden gelen talepler, emeklilik fonlarının portföylerinin yeterli büyüklüğe ulaşması ile birlikte sürekli olarak gözden geçirilmeli ve etkin portföy yönetimini sınırlandırdığı tespit edilen düzenlemeler kaldırılarak bu fonların etkili bir iç kontrol sistemine sahip olmaları teşvik edilmelidir.

Her ne kadar ülkemizde uygulanan bireysel emeklilik sistemi belirli katkı esasına dayalı olarak çalışmakta ve sisteme giren katılımcılar yatırımlarının üzerindeki riskin tamamını bilerek ve isteyerek üstleniyor ve kendi tercihleri doğrultusunda yatırım yapıyor olsalar da, katkı paylarının yatırıma yönlendirilmesi ile ilgili olarak getirilmiş olan sınırlama bu tercihi bir ölçüde kısıtlamaktadır. Bu çerçevede, katkı paylarının belirlenen asgari bir oranda, DİBS'lere yönlendirilmesine ilişkin zorunluluk; gerek sermaye piyasalarının gelişimine sağlanacak katkıyı sınırlandırması, gerekse uzun vadede bu sistem ile devlet tarafından sunulan dağıtım esasına dayalı sosyal güvenlik sistemi arasındaki farkları ortadan kaldıracabilecek olması nedeniyle, sistemin gelişimi ve ülke ekonomisinin iyileşmesiyle paralel bir şekilde gevşetilmeli ve uzun vadede tamamen ortadan kaldırılmalıdır.

Yatırım sınırlamalarına dayalı düzenlemelerden vazgeçilip basiretlilik ilkesini esas alan düzenlemelerin benimsenebilmesi için, hem portföy yöneticilerinin tercih edilen ilkeler doğrultusunda fonları yönetmelerinin, hem de düzenleyici otoritelerin söz konusu ilkelere uyumun daha objektif kriterlere göre denetlenebilmesini teminen, vazgeçilen (veya gevşetilen) her yatırım ilkesinin yerine, söz konusu ilke ile

amaçlanmış olan yatırım politikasının basiretlilik ilkesi çerçevesinde nasıl uygulanması gerektiği açıkça belirtilmelidir.

Emeklilik fonu portföylerinin yönetiminde basiretli yönetim ilkesinin olması gerektiği gibi uygulanmasını teminen, bu fonların yönetimi ile ilgili birimlerce çok sıkı kontrol mekanizmaları oluşturulmalı ve mevcut insan kaynaklarının yetersiz kaldığı tespit edilen konularda profesyonel yardım alınmalıdır. Düzenleyici ve denetleyici otoriteler tarafından ise, emeklilik fonu yönetimindeki karar alma süreçleri ve portföy yönetim teknikleri ile araçlarının nasıl kullanıldığı ayrıntılı olarak incelenmeli ve gerektiği gibi özen göstermediği tespit edilen portföy yöneticileri ile emeklilik şirketlerine, kamuya açıklamak suretiyle çeşitli müeyyideler uygulanmalıdır.

Basiretlilik ilkesinin, portföy yöneticisinin yatırım kararlarının sonucunda portföyün nasıl bir getiri elde ettiğinden çok, bizatihi bu kararların verilme aşamasıyla ilgili olduğunun vurgulanabilmesi için emeklilik yatırım fonları ile ilgili düzenlemelerde, *“Portföy yönetiminde fonun elde ettiği getiri düzeyi ne olursa olsun, karar alma sürecinde portföy yöneticisinin fon portföyünü aşırı risk altına sokacak yatırım kararları almasının, basiretlilik ilkesinin ihlali anlamına geleceği”* açık olarak belirtilmelidir.

Emeklilik yatırım fonlarının portföylerinin orta vadede giderek büyümesi ile bu fonlarda biriken varlıkların etkin bir şekilde plase edilebileceği yeni alanlar yaratılmalı ve bu tür plasmanlar teşvik edilmelidir. Bunu teminen yatırım sınırlamaları ile ilgili düzenlemelerden özellikle yatırım yapabilecek araçlar ile ilgili sınırlamaların kapsamı sınırlı tutulmalıdır. Ancak, türev araçlarla ilgili işlemlerin emeklilik fonu portföylerinde kullanımı ile ilgili sınırlar belirlenmeli ve zarar miktarının sonsuz olduğu işlemlerin bu fonlarda kullanımı yasaklanmalı ya da ciddi şekilde sınırlandırılmalıdır. Böylelikle, hem emeklilik yatırım fonlarının portföylerinin çeşitlendirilmesi sağlanmış, hem de sermaye piyasalarının gelişmesi ve derinleşmesi için bu piyasalarda bulunması gereken çeşitli finansal enstrümanların ihtiyaç duyduğu talep yaratılmış olacaktır.

Emeklilik fonlarının portföy yönetim stratejilerinin belirlenmesinde ise mutlaka uzun vadeli yatırım politikaları uygulanmalı ve kısa vadeli getiri elde edebilmek amacıyla portföy riskinin yükseltilmesi sonucunu veren yatırımlar SPK

tarafından yasaklanmalı veya bu tarz işlemlerde bulunulması belirli esaslara tabi olmalıdır.

Bu kapsamda, emeklilik şirketleri ve portföy yöneticileri tarafından, alınan yatırım kararları çerçevesinde yapılan yatırımların sonuçları ve portföyün taşıdığı risklerin boyutu düzenli olarak ölçülmelidir. Performans ölçümü mümkün olduğu kadar sıklıkla yapılmalı ve ölçüm sonucunda tespit edilen başarı veya başarısızlık sonucu alınması gereken tedbirler belirlenmelidir. Gerek emeklilik şirketlerince yapılacak ilan, reklam vb. sunumlarda, gerekse günlük gazete ve dergilerde yayınlanan emeklilik fonları ile ilgili haberlerde, katılımcıların dikkat etmeleri gereken getiri oranının riske göre düzeltilmiş getiri olduğunun vurgulanması sağlanmalı ve böylelikle portföy yöneticilerinin fon portföylerinin yönetiminde basiretli davranmaları teşvik edilmelidir.

Bireysel emeklilik sisteminin uygulayıcı ve düzenleyici taraflarınca, yukarıda belirtilenler ışığında hareket edilmesi halinde, hem emeklilik yatırım fonlarında biriken katkı paylarının istikrarlı bir şekilde büyümesi ile bu sistemin bireylerde güven telkin etmesi ve bu güvenin uzun vadede de korunması sağlanacak; hem de sistemin düzenleyici ve denetleyici otoritelerinin kontrol mekanizmaları sağlamlaştırılmış olacaktır.



## KAYNAKÇA

- ARAS, Güler ve MÜSLÜMOV, Alövsat  
2003, Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcıların Rolü OECD Ülkeleri ve Türkiye Örneği, KYD Bilimsel Eser Yarışması – I, İstanbul
- ADA, Esra  
2002, Kurumsal Yatırımcılarda Kurumsal Yönetim Sistemleri, SPK Yeterlik Etüdü
- BAUMOL, William J ve Başk.  
1990, The Economics of Mutual Fund Markets: Competition Versus Regulation, Kluwer Academic Publishers, Boston, ABD
- BLAKE, David  
1995, Pension Schemes And Pension Funds In The United Kingdom, Clarendon Press, Oxford
- BLAKE, David,  
2003a, Financial System Requirements for Successful Pension  
2003b, UK Pension Fund Management After Myners: The Hunt for Correlation Begins
- BLAKE, David, LEHMANN, Bruce N. ve TIMMERMANN, Allan  
1998, Asset Allocation Dynamics and Pension Fund Performance
- BUZLUPINAR, Elif  
1996 Emeklilik Fonları Sermaye Piyasasına Kaynak Aktarımı Türkiye Üzerine Değerlendirmeler, SPK Yayınları No:47 Ankara
- DAVIS, E. Philip  
1995, Pension Funds retirement Income Security and Capital Markets an International Perspective, Clarendon Press, Oxford
- DAYKIN, Christopher D  
2002, Risk Management and Regulation of Defined Contribution Schemes
- DE RYCK, Koen,  
1997, Asset Allocation, Financial Market Behaviour and Impact of EU Pension Funds on European Capital Markets, OECD
- DERELİOĞLU, Deniz  
2001 Dünya’da Özel Emeklilik Fonu Uygulamaları ve Türkiye için Öneriler, TÜGİAD Ekonomi Ödülleri Kitapları-1, İstanbul
- DICKINSON, Gerry,  
2001, Priniples fon Investment Regulation of Pension Funds and Life Insurance Companies, OECD
- ERCAN, M. Fahri  
1997, Sosyal Güvenlik, Sosyal Güvenlik Sistemleri, Özel Emeklilik Fonları, Türkiye’de Sosyal Güvenlik Sistemi ve İçinde Bulunduğu Durum, SPK Araştırma Raporu
- ERDOĞAN, Oral ve ÖZER, Levent  
1998, Sermaye Piyasasında Kurumsal Yatırımcılar, İMKB Yayınları, İstanbul
- ERGENEKON, Çağatay  
1998, Özel Emeklilik Fonları Şili Örneğinden Alınacak Dersler, İMKB Yayınları, İstanbul  
2001, Emekliliğin Finansmanı Global Özel Emeklilik Fonu Uygulamaları Işığında Ülkemiz İçin Öneriler, Emir Ofset Matbaacılık, İstanbul

- FABOZZI, Frank J,  
1997, Pension Fund Investment Management, Frank J. Fabozzi Associates,  
ABD
- FROST, A.J. ve HAGER D.P.  
1986, A General Introduction To Institutional Investment, Redwood Burn  
Ltd, Trowbridge
- GALER, Russel,  
2002, Prudent Person Rule Standard For The Investment of Pension Fund  
Assets, OECD
- GHILARDUCCI ve Başk.  
1995, Portable Pension Plans For Casual Labor Markets Lessons From  
The Operating Engineers Central Pension Fund, Quorum Books,  
Westport, Connecticut, ABD
- GLASS, Richard D,  
1995, A Survey of the Investment Issues Confronting Defined  
Contribution Plan Trustees, Employee Benefits Digest, Kasım 1995,  
Cilt:32, No:11
- HAGER, David P ve LEVER, Colin D.  
1989, Pension Fund Investment, Butterworths, Londra
- KARAN, M. Baha  
2001, Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi, HÜFAM Yayınları No:1  
Ankara
- KAYA, Abdullah  
2001, Dünyada ve Türkiye’de Risk Sermayesi, SPK Yeterlik Etüdü
- LINDEMAN, David, RUTKOWSKI, Michal ve SLUCHNSKY, Oleksiy  
2000, The Evolution of Pension Systems in Eastern Europe and Central  
Asia: Opportunities, Constraints, Dilemmas and Emerging Practices,  
OECD
- MANSFIELD, Clay B., CUNNINGHAM, Timothy W.  
1993, Pension Funds, A Commonsense Guide To A Common Goal,  
Business One IRWIN, Homewood, Illinois, ABD
- MURALIDHAR, Arun S.  
2001, Innovations In Pension Fund Management, Stanford Üniversitesi,  
Stanford, California
- OECD  
1997, Private Pensions Systems: Regulatory Policies, Note by the  
Secretariat, OECD  
2001, Private Pensions: Selected Country Profiles, Working Party on  
Private Pensions Secretariat, OECD  
2002, Guidelines For Pension Fund Governance, OECD Secretariat
- PREDA, Stefano  
1991, Funds And Portfolio Management Institutions An International  
Survey, North-Holland, Hollanda
- SOYDEMİR, Selim, ALTUN, Oğuz  
1990, Kurumsal Yatırımcılar ve Sermaye Piyasası, SPK Araştırma Raporu
- ŞAHİN, Güzin  
1992, Özel Emeklilik Fonları, SPK Araştırma Raporu
- ÜNAL, Targan  
1995, Gelişen Borsalarda Kurumsal Yatırımcılar Türkiye Örneği, Sorunlar  
ve Çözüm Önerileri, İMKB Araştırma Yayınları No:7, İstanbul

- VITTAS, Dimitri,  
1996, Pension Funds and Capital Markets, Viewpoint, The World Bank, Washington  
1998, Regulatory Contraversies of Private Pension Funds, The World Bank, Washington
- VITTAS, Dimitri, CAPRIO, Jerard Jr,  
1995, Financial History Lessons of The Past for Reformers of the Present, Policy Research Working Paper, The World Bank
- VUJOVICH, Dian  
1995, Straight Talk About Investing For Your Retirement, McGraw-Hill, Inc., ABD
- YERMO, Juan,  
2003, Survey of Investment Regulation of Pension Funds  
2000a, Pension Funds in Latin America: Recent Trends and Regulatory Chalanges, OECD  
2000b, Investment Regulation of Insurance Companies and Pension Funds, OECD
- YERMO, Juan ve SIRINIVAS, P.S.,  
1999, Do Investment Regulations Compramise Pension Fund Performance? Evidence From Latin America, World Bank, Washington
- YERMO, Juan, SIRINIVAS, P.S. ve WHITEHOUSE, Edward,  
2000, Evaluating Private Pension Funds' Structure, Performance and Investments: Cross-Country Evidence, World Bank, Washington

#### **YARARLANILAN MEVZUAT**

- Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu ve Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemine İlişkin Mevzuat
- Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Mevzuatı
- Hayat Sigortaları Yönetmeliği
- Employee Retirement Income Security Act of 1974
- Pension Schemes Act of 1993

#### **INTERNET SİTELERİ**

- [www.oecd.org](http://www.oecd.org) (Organization of Economic Cooperation and Development)
- [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org) (The World Bank)
- [www.ici.org](http://www.ici.org) (Investment Company Institute)
- [www.inprs.org](http://www.inprs.org) (International Network of Pensions Regulators and Supervisors)
- [www.napf.co.uk](http://www.napf.co.uk) (The National Association of Pension Funds)
- [www.pensionreform.org](http://www.pensionreform.org) (International Center For Pension Reform)
- [www.ephilipdavis.com](http://www.ephilipdavis.com) (E. Philip Davis'in internet sitesi)
- [www.egm.gov.tr](http://www.egm.gov.tr) (Emeklilik Gözetim Merkezi)
- [www.bireyselemlilik.gov.tr](http://www.bireyselemlilik.gov.tr) (T.C. Hazine Müsteşarlığı Bireysel Emeklilik Internet Sitesi)
- [www.bc.edu/centers/crr](http://www.bc.edu/centers/crr) (Boston College Center For Retirement Research)
- [www.issa.int](http://www.issa.int) (International Social Security Association)

Tablo 1: OECD Ülkelerinde Emeklilik Fonlarının Yatırım Yapabilecekleri Varlıklarla İlgili Sınırlamalar

Ülke	Hisse Senetleri	Gayrimenkul	Borçlanma Senedi	Yatırım Fonu	Mevduat
<b>Avustralya</b>	Limit yok	Limit yok	Limit yok	Limit yok	Limit yok
<b>Avusturya</b>	%50	%20	Limit yok	Limit yok	Limit yok
<b>Belçika</b>	Limit yok (Kote edilmiş) %10 (Kote edilmemiş)	Limit yok	Limit yok	Limit yok	Limit yok
<b>Kanada</b>	Limit yok	%25	Limit yok	Limit yok	Limit yok
<b>Çek Cumhuriyeti</b>	%25 (Kote edilmemiş)	Limit yok	Limit yok	%25	%10
<b>Danimarka</b>	%70	Limit yok	Limit yok	%70	Limit yok
<b>Finlandiya</b>	%50 (Kote edilmiş) %10 (Kote edilmemiş)	%40	Limit yok	Limit yok	Limit yok
<b>Almanya (Pensionskassen)</b>	%35 (Kote edilmiş) %10 (Kote edilmemiş)	%25	%50	%35	%50
<b>Macaristan</b>	%50 (Katılımın zorunlu olduğu fonlar) %60 (Katılımın gönüllü olduğu fonlar)	Zorunlu fonlar için, doğrudan yatırımlarda %5, gayrimenkul yatırım fonları ile toplam %10  Gönüllü fonlar için her ikisi toplam %10	%30 (Özel sektör ve belediyeler) Finansal kurumların tahvilleri için limit yok %25 (ipoteğe dayalı)	%50	Limit yok
<b>İzlanda</b>	%50 (Kote edilmiş) %10(Kote edilmemiş)	%0	%50 (finansal kurumlar) %50 (belediyeler)	Limit yok	Limit yok
<b>İrlanda</b>	Limit yok	Limit yok	Limit yok	Limit yok	Limit yok
<b>İtalya</b>	Limit yok	Doğrudan yatırıma izin verilmiyor.	Limit yok	%20 (kapalı uçlu fonlar)	%20
<b>Japonya</b>	Limit yok	Limit yok	Limit yok	Limit yok	Limit yok
<b>Kore</b>	%40	%15	-	-	-
<b>Lüksemburg</b>	Limit yok	Limit yok	Limit yok	Limit yok	Limit yok

Ülke	Hisse Senetleri	Gayrimenkul	Borçlanma Senedi	Yatırım Fonu	Mevduat
<b>Meksika</b>	%0	%0	Limit yok (Devlet ve Özel sektör- AAA derecesi) %35 (Özel sektör AA derecesi) %5 (Özel sektör A derecesi)	%0	250.000 Meksika pezosu ve 25.000 USD'ye kadar
<b>Hollanda</b>	Limit yok	Limit yok	Limit yok	Limit yok	Limit yok
<b>Yeni Zelanda</b>	Limit yok	Limit yok	Limit yok	Limit yok	Limit yok
<b>Norveç</b>	%35	Limit yok	%30 (özel sektör)	%30	Limit yok
<b>Polonya</b>	%40 (Kote edilmiş) %10 (Kote edilmemiş)	%0	%15 (belediye) %10 (özel sektör)	%10 (ulusal yatırım fonu) %10 (kapalı uçlu) %15 (açık uçlu)	Limit yok
<b>Portekiz</b>	%55 (kote edilmemiş ve OECD dışındaki ülkelerin menkul kıymetlerine en fazla %15)	%50	Limit yok (Kote edilmemiş menkul kıymetler için maksimum %15)	Limit yok	Limit yok
<b>İspanya</b>	Limit yok (kote edilmiş) %10 (kote edilmemiş)	Limit yok	Limit yok	Limit yok	%15
<b>İsviçre</b>	%30	%50			
<b>Türkiye</b>	Limit yok	%0	Limit yok	%10	%10
<b>İngiltere</b>	Limit yok	Limit yok	Limit yok	Limit yok	Limit yok
<b>ABD</b>	Limit yok	Limit yok	Limit yok	Limit yok	Limit yok

*Kaynak: YERMO, Juan, Survey of Investment Regulation of Pension Funds, 2003*

Tablo 2: OECD Ülkelerinde Emeklilik Fonlarının Portföy Sınırlamaları

Yatırım Sınırlamasının Konusu				
Ülke	Portföyün Çeşitlendirilmesi İçin Getirilen Asgari Oranlar	Emeklilik Fonu / Yöneticisi / Kurucusu / Sponsor şirket / İşveren Menkul Kıymetlerine Yatırım – Çıkar Çatışmalarının Önlenmesi	Yabancı Menkul Kıymetlere Yatırım İle İlgili Sınırlamalar	Şirketlerde Pay Sahipliği İle İlgili Sınırlamalar
Avustralya	Yok	Fon varlıklarının %10'u ile sınırlı	Yok	Yok
Avusturya	Yok	Fon varlıklarının %10'una kadar yetkili otoritenin onayı ile mümkün	Varlıkların en az %35'i Euro cinsinden menkul kıymetlere yatırılmalı, Euro cinsinden olmayan yatırımlar ve yabancı gayrimenkul yatırımları fon varlıklarının %50'si ile sınırlı	Yok
Belçika	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 89/647/EEC direktifi ile belirlenmiş olan A bölgesinin dışındaki devletler veya şirketler tarafından ihraç edilmiş borçlanma senetleri için %10</li> <li>- organize olmamış piyasalarda işlem gören menkul kıymetler için %10</li> <li>- %10 UCITs</li> <li>- %5 gayrimenkul sertifikası</li> <li>- %5 türev araçlar</li> <li>- %10 tek bir gayrimenkul için</li> </ul> İhraççı başına en fazla %5 sınırı mevcut	Serbest varlıkların %15'i ile sınırlı	Tüm fon varlıkları Belçika ya da Avrupa Birliği menşeli olmalıdır.	Yok
Kanada	Varlıkların en fazla %10'u bir ihraççının menkul kıymetlerine yatırılabilir.  En fazla %5 tek bir gayrimenkule yatırılabilir.	Fon varlıklarının %10'u ile sınırlı  Menkul kıymetler borsadan alınmalı	Fon varlıklarının en fazla %30'u yabancı menkul kıymetlere yatırılabilir.	Fon, bir şirketin oy haklarının en fazla %30'una sahip olabilir.

Yatırım Sınırlamasının Konusu				
	Portföyün Çeşitlendirilmesi İçin Getirilen Asgari Oranlar	Emeklilik Fonu / Yöneticisi / Kurucusu / Sponsor şirket / İşveren Menkul Kıymetlerine Yatırım – Çıkar Çatışmalarının Önlenmesi	Yabancı Menkul Kıymetlere Yatırım İle İlgili Sınırlamalar	Şirketlerde Pay Sahipliği İle İlgili Sınırlamalar
<b>Çek Cumhuriyeti</b>	<p>Tel bir ihraççının menkul kıymetlerine yatırım fon varlıklarının %10'u ile sınırlı</p> <p>Bir bankaya yatırılabilir mevduat oranı da fon varlıklarının %10'u ile sınırlı</p> <p>Tek bir gayrimenkulün değeri fon varlıklarının %5'ini geçemez</p>	Diğer emeklilik fonlarına yatırım yasaklanmıştır.	Yabancı menkul kıymetlere yatırım yalnız, OECD piyasalarında işlem gören menkul kıymetler için mümkün	Bir ihraççının menkul kıymetlerinin nominal değerinin %20'sinden fazlasına yatırım yapılamaz
<b>Danimarka</b>	Her bir menkul kıymet bazında değişen sınırlamalar mevcut	İşyeri bazlı emeklilik fonlarında, şirketin ihraç ettiği menkul kıymetlerin en fazla %2'sine yatırım yapılabilir.	Yüksek riskli menkul kıymetlere yatırım fon varlıklarının %70 ile sınırlı Gayrimenkul ve menkul kıymet yatırım ortaklıkları %70 Asgari %80 para birimi uyumu şart.	Yatırım yapılan şirket üzerinde kontrol gücüne sahip olunması yasaklanmış
<b>Finlandiya</b>	<p>Tek bir varlık grubu için fon varlıklarının en fazla %25'i</p> <p>Bir şirketin kote edilmiş veya edilmemiş hisselerinin en fazla %5'i</p>	Fon varlıklarının %25'i ile sınırlı	En az %80 para birimi uyumu Varlık ve yükümlülüklerin en fazla %20'si Euro dışındaki para birimlerine dayalı olabilir Yatırım yapılabilecek ülkeler belirlenmiş	Tek bir şirketin hisse senetlerinin en fazla %5'ine yatırım yapılabilir.
<b>Macaristan</b>	<p>Devlet tahvilleri hariç, aynı ihraççı tarafından ihraç edilen menkul kıymetlere en fazla fon varlıklarının %10'u kadar yatırım yapılabilir.</p> <p>Aynı gruba bağlı şirketler tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin toplamı fon varlıklarının %20'sini aşamaz</p>	Fon kurucularının, fon katılımcılarının işverenlerinin ve fonun hizmet aldığı şirketlerin hisselerinin %10'undan fazlası fonlara alınamaz	Yabancı yatırımlar fon varlıklarının %30'u ile sınırlı, ayrıca yurtdışına yapılan yatırımlarda, OECD üyesi olmayan ülkelere yapılan yatırımın oranı %20'yi geçemez.	Fonlar, bir şirketin sermayesinin %10'undan fazlasını 1 yıldan fazla bir süre portföylerinde tutamazlar. Aynı ihraççının ihraç ettiği menkul kıymetlerin en fazla %10'u fon portföyüne alınabilir.

<b>Yatırım Sınırlamasının Konusu</b>				
	<b>Portföyün Çeşitlendirilmesi İçin Getirilen Asgari Oranlar</b>	<b>Emeklilik Fonu / Yöneticisi / Kurucusu / Sponsor şirket / İşveren Menkul Kıymetlerine Yatırım – Çıkar Çatışmalarının Önlenmesi</b>	<b>Yabancı Menkul Kıymetlere Yatırım İle İlgili Sınırlamalar</b>	<b>Şirketlerde Pay Sahipliği İle İlgili Sınırlamalar</b>
<b>İzlanda</b>	Toplam varlıkların en fazla %10'u aynı ihraççı veya ilişkili ihraççılar tarafından çıkarılmış menkul kıymetlere yatırılabilir. Devlet güvencesi olan menkul kıymetlere yatırım sınırlandırılmamıştır. Toplam varlıkların en fazla %5'i teminatsız özel sektör borçlanma senetlerine yatırılabilir.	Fon yöneticileri, yönetim kurulu üyeleri ve diğer tüm çalışanlarına, fon katılımcısı değilse kredi verilmesi yasaklanmıştır.	Devlet garantili bonolar, teminat mektupları dışındaki menkul kıymetlere yatırım fon varlıklarının en fazla %50'si ile sınırlı Yalnız OECD menkul kıymetlerine yatırım yapılabilir, (%50 kote edilmiş, %10 kote edilmemiş.) %50'den fazla olan döviz pozisyonları hedge edilmek zorunda	Fonlar, tek bir şirkette direkt olarak %15'dan fazla pay sahibi olamaz.  Fonlar, tek bir fonun paylarının %25'inden fazlasını portföyüne alamaz.
<b>İrlanda</b>	Yok	Fon varlıklarının %5'ini geçmesi halinde kamuya açıklanmalı	Yok	Yok
<b>İtalya</b>	Tek bir ihraççının veya grubun Hisse senedi veya borçlanma senetleri fon varlıklarının %15'ine kadar portföye alınabilir.	Sektör fonlarında, işverenlerin hisse senetleri fon varlıklarının %30'una, diğer fonlarda %20'sine kadar	Açığa satış, borçlanma yasak Türev araçlarda, finansal kaldıraç etkisi en fazla 1 olmalı Fon varlıklarının en az üçte biri emeklilik ödemelerinin yapılacağı para birimi cinsinden varlıklara yatırılmalıdır. OECD menkul kıymetleri için limit yok. OECD üyesi olmayanlar için en fazla %5	Kote edilmiş hisse senetlerinde, oy hakkı bulunan hisse senetlerinin en fazla %5'i, kote edilmemişlerde en fazla %10'u
<b>Japonya (İşyeri Emeklilik Fonları)</b>	Yok. Ancak, her fonun belirli bir varlık grubunda yoğunlaşmayı önlemesi gerektiğine dair düzenlemeler var.	Emeklilik fonu dışında bir tarafın menfaatine olacak şekilde menkul kıymetlere yatırım yapılması yasak.	Yok	Yok



<b>Yatırım Sınırlamasının Konusu</b>				
	<b>Portföyün Çeşitlendirilmesi İçin Getirilen Asgari Oranlar</b>	<b>Emeklilik Fonu / Yöneticisi / Kurucusu / Sponsor şirket / İşveren Menkul Kıymetlerine Yatırım – Çıkar Çatışmalarının Önlenmesi</b>	<b>Yabancı Menkul Kıymetlere Yatırım İle İlgili Sınırlamalar</b>	<b>Şirketlerde Pay Sahipliği İle İlgili Sınırlamalar</b>
<b>Kore</b>	<p>Bir gruba verilecek krediler fon varlıklarının %5'i, bir kişiye verilecek krediler 3'ü ile sınırlı.</p> <p>Tek bir ihraççının veya grubun çıkardığı borçlanma senedi veya hisse senetleri fon varlıklarının %5'i ile sınırlı</p>	Yok	Yabancı menkul kıymetlere fon varlıklarının en fazla %10'una kadar yatırım yapılabilir.	Yok
<b>Lüksemburg</b>	Yok	Yok	Yok	Yok
<b>Meksika</b>	<p>Tek bir ihraççının ihraç ettiği, AAA derecesi almış olan tahvillere fon varlıklarının %5'ine kadar, AA derecesi olanlara %3'üne kadar ve A derecesi olanlara %1'ine kadar yatırım yapılabilir. (Devlet veya Merkez Bankası tarafından ihraç edilenler hariç)</p> <p>Aynı gruba ait olan şirketlerin ihraç ettiği borçlanma senetlerine fon varlıklarının en fazla %15'ine kadar yatırım yapılabilir.</p>	Fon varlıklarının en fazla %5'i fonun finansal açıdan ilişkili olduğu kuruluşlar tarafından çıkarılan menkul kıymetlere yatırılabilir.	<p>Fon varlıklarının en az %51'i enflasyona endeksli veya enflasyona karşı korunmalı menkul kıymetlere yatırılmalıdır.</p> <p>Fon varlıklarının en fazla %10'u özel finans kuruluşları tarafından ihraç edilen menkul kıymetlere yatırılabilir.</p> <p>Meksika şirketlerinin yabancı para cinsinden ihraç ettikleri menkul kıymetler en az BBB-derecesi almış olmak şartıyla portföye alınabilir.</p> <p>(Derecelendirme, en az 2 yetkili derecelendirme kuruluşu tarafından yapılmış olmalıdır.)</p> <p>Yabancı menkul kıymetlere yatırım yapılmasına izin verilmemektedir.</p>	Tek bir ihraçtan en fazla %20 oranında menkul kıymet alınabilir.

Yatırım Sınırlamasının Konusu				
	Portföyün Çeşitlendirilmesi İçin Getirilen Asgari Oranlar	Emeklilik Fonu / Yöneticisi / Kurucusu / Sponsor şirket / İşveren Menkul Kıymetlerine Yatırım – Çıkar Çatışmalarının Önlenmesi	Yabancı Menkul Kıymetlere Yatırım İle İlgili Sınırlamalar	Şirketlerde Pay Sahipliği İle İlgili Sınırlamalar
<b>Hollanda</b>	Portföy çeşitlendirmesi gerekmekte ancak herhangi bir sınırlama getirilmemektedir.	Fon varlıklarının %5'i ile sınırlı.	Yok	Yok
<b>Yeni Zelanda</b>	Yok	Yok	Yok	Yok
<b>Norveç</b>	Portföyün en fazla %0,5'i tek bir teminatsız borçlanma senedine yatırılabilir. Tek bir hisse senedi fonunda veya yatırım ortaklığında sahip olunan paylar, fon varlıklarının %10'unu geçemez.	İşverenlere kredi verilmesi halinde borcun güvence altına alınmış olması şartıyla ve fon varlıklarının %20'sini geçmemek şartıyla mümkün.  Fonun kurulduğu şirketin hisse senetlerine sahip olması yasak.	Fon varlıklarının en az %80'i emeklilik birikimlerinin ödeneceği para birimi cinsinden menkul kıymetlere yatırılmalıdır.	Yok
<b>Polonya</b>	Fon varlıklarının %10'undan fazlası tek bir kurum tarafından ihraç edilmiş menkul kıymetlere yatırılmaz. Tek bir bankada (iki ya da daha fazla ilişkili bankada) açılacak mevduat hesaplarına Fon varlıklarının %5'inden fazlası yatırılmaz. Mevduat oranı %10'u geçemez.  Fon varlıklarının %2 (%5)'inden fazlası, tek bir kapalı uçlu (açık uçlu) yatırım fonunun katılma belgelerine yatırılmaz. Tek bir ihraççının ya da birbirleriyle ilişkili iki ya da daha fazla ihraççının menkul kıymetlerine yapılan yatırım fon varlıklarının %5'ini geçemez.	Emeklilik şirketinin, ortaklarının yada iştiraklerinin hisse senetlerine yatırım yapılamaz.  İşveren bazlı fonlarda, varlıkların en fazla %5'i işveren şirketinin ortaklarınca ihraç edilen menkul kıymetlere yatırılabilir.	Fon varlıklarının en fazla %5'i yabancı menkul kıymetlere yatırılabilir.	İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin, hisse senetlerinin ve kapalı uçlu yatırım fonlarının her bir ihracının %10'undan fazlası portföye alınamaz.

Yatırım Sınırlamasının Konusu				
	Portföyün Çeşitlendirilmesi İçin Getirilen Asgari Oranlar	Emeklilik Fonu / Yöneticisi / Kurucusu / Sponsor şirket / İşveren Menkul Kıymetlerine Yatırım – Çıkar Çatışmalarının Önlenmesi	Yabancı Menkul Kıymetlere Yatırım İle İlgili Sınırlamalar	Şirketlerde Pay Sahipliği İle İlgili Sınırlamalar
<b>İspanya</b>	Tek bir şirketin menkul kıymetlerine yatırım fon varlıklarının %10'unun geçemez.	Fon kurucusunun menkul kıymetlerine fon varlıklarının %10'undan fazlası yatırılmaz.	Fon varlıklarının %90'ı organize ve resmi olarak tanınan piyasalara yatırılmalıdır. Mevduat veya diğer para piyasası araçları fon varlıklarının %1-15 arasında olmalıdır. OECD menkul kıymetlerine yapılacak yatırımlarda herhangi bir limit bulunmamaktadır.	Tek bir şirket tarafından ihraç edilen menkul kıymetlerin piyasa değerinin %5'inden fazlasına yatırım yapılamaz.
<b>İsviçre</b>	Devlet tahvili, banka veya sigorta şirketleri dışındaki tek bir şirketin ihraç ettiği borçlanma senetlerine fon varlıklarının %10'una kadar yatırım yapılabilir. (Yabancı menkul kıymetlerde bu sınır %5'tir) Tek bir şirketin hisse senetlerine yapılabilecek yatırım fon varlıklarının %10'u ile sınırlandırılmıştır. (Yabancı hisse senetleri için bu oran %5'tir.)	Söz konusu çıkar çatışmalarına konu olabilecek menkul kıymetlere yatırım fon varlıklarının %10 ile sınırlı.	Türev araçlara yalnızca riskten korunma amaçlı olarak yatırım yapılabilir.  Yabancı para cinsinden yatırımlar fon varlıklarının %30'unu geçemez. (Hisse senetleri için %25, yabancı para cinsinden tahviller için %20)  Ayrıca, toplamda, yabancı veya yerli hisse senetleri %50, tahviller %30, gayrimenkul %70 ile sınırlandırılmıştır.	Yok
<b>İngiltere</b>	Portföy çeşitliliğinin sağlanması esas.	İşveren şirketle ilgili yatırımlar fon varlıklarının %5'i ile sınırlı.	Yok	Yok
<b>ABD</b>	Portföy çeşitliliğinin sağlanması esas.	İşveren şirketle ilgili yatırımlar fon varlıklarının %10'u ile sınırlı.	Yok	Yok

Kaynak: YERMO, Juan, *Survey of Investment Regulation of Pension Funds*, 2003

**Tablo 3: Türkiye'deki Emeklilik Şirketlerinin Fonlarını Yöneten Portföy Yönetim Şirketleri**

EMEKLİLİK ŞİRKETİ	PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETİ
AK EMEKLİLİK A.Ş.	AK PYŞ
ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş.	İŞ PYŞ
ANKARA EMEKLİLİK A.Ş.	ATA PYŞ & ECZACIBAŞI PYŞ
BAŞAK EMEKLİLİK A.Ş.	ZİRAAT PYŞ
COMMERCIAL UNION HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş.	BENDER PYŞ
DOĞAN EMEKLİLİK A.Ş.	DIŞ PYŞ
GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.	GARANTİ PYŞ
KOÇ ALLIANZ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.	KOÇ PYŞ
OYAK EMEKLİLİK A.Ş.	OYAK PYŞ
VAKIF EMEKLİLİK A.Ş.	VAKIF PYŞ
YAPI KREDİ EMEKLİLİK A.Ş.	YAPI KREDİ PYŞ

*Kaynak: SPK*

**Tablo 4: Türkiye’de Emeklilik Fonu Portföylerinin Yönetimi İle İlgili Sınırlamalar**

KONU	SINIRLAMA
Tek bir ihraççının para ve sermaye piyasası araçları	Fon varlıklarının en fazla %10’u (Fon’un %5’inden fazla yatırım yaptığı ortaklıkların para ve sermaye piyasası araçlarının toplam tutarı fon varlıklarının %40’ını aşamaz)
Fon’un sahip olabileceği bir ortaklıktaki sermaye veya tüm oy hakları	%5’ten az (Bir şirketin kurucusu olduğu fonlar, toplu olarak en fazla %20)
Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları tarafından ihraç edilen para ve sermaye piyasası araçları	Fon varlıklarının en fazla %5’i
Emeklilik şirketinin ve portföy yöneticisinin para ve sermaye piyasası araçları	0
Emeklilik şirketinin 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 doğrudan ve dolaylı iştiraklerince çıkarılmış para ve sermaye piyasası araçlarının toplamı	Fon varlıklarının en fazla %20’si
Bir topluluğun para ve sermaye piyasası araçları	Fon varlıklarının en fazla %20’si
Yatırım fonu katılma belgeleri	Fon varlıklarının en fazla %10’u (Her bir yatırım fonuna yapılan yatırım tutarı, fon varlıklarının en fazla %2’si)
Borsa Para Piyasası	Fon varlıklarının en fazla %20’si
Banka mevduatı	Fon varlıklarının en fazla %10’u. (Her bir bankada değerlendirilebilecek tutar fon varlıklarının en fazla %2’si)
Repo yapılması	Fon portföyünde yer alan repo işlemine konu olabilecek para ve sermaye piyasası araçlarının rayiç bedelinin en fazla %10’u.
Kredi alınması	Fon varlıklarının en fazla %10’u
Nakit	Günlük operasyonların gerektirdiği miktar kadar.
Sermaye piyasası aracı ödünç işlemleri	Fon varlıklarının %10’u
Türev araç işlemleri	Sadece riskten korunma amaçlı olmak şartıyla.