



# BES'LENMEK VEYA BES'LEMEK, İŞTE BÜTÜN MESELE BU !

[Akın Rota](#)

Partner, Corporate Finance

Arkan&Ergin, Member of JPA International

Geçen gün TV'de BES ile ilgili bir söz ilgimi çaktı. Kimin söylediğini hatırlamıyorum ama oldukça yetkili olmalıydı ki konu beni bir düşünceye sardı. BES sisteminde getirinin %35 olduğundan bahsedilmişti. Aslında hesap basit ve belirli sınırlar içerisinde doğrudu. Katılımın %25'i kadar devlet katkısı ve onun üstüne katılımın %10 oranında kendi getirisi de eklendiğinde bu rakama ulaşıyordu. Hatta eksik bile telaffuz edilmişti, devlet katkısının da neması %10'dan hesaplanırsa bu oran %37,5 çıkabiliyordu.

Tabii bu rakam sanki her sene %35 bir getiri getirecekmiş gibi algılanabilir. İşin doğrusu nedir? Otomatik BES çıktı, katılanların yarısı cayma hakkını kullanıyor, yarısı devam ediyor; Fırsat mı kaçırıyorlar, paralarını mı kaptırmıyorlar? Bu arada benim gibi BES'te devlet katkısının başladığı 2014 yılından önce girenler ne yapmalılardı?

Öncelikle bir hesap yapılmalıydı. Her hesapta olduğu gibi bir takım varsayımlar ve kısıtlamalar yapılması gerekir. BES'te Devlet katkısı bazı şartlara bağlı olarak verilmekte: Hakediş 3 yıldan sonra kademeli olarak başlamakta, 10 yıldan fazla kalıp 56 yaşını geçenler %25 devlet katkısının %100'üne hak edebiliyorlar vb. Can sıkıcı detaylardan kurtulmak için yıllık brüt asgari ücret kadar katılımı 30 yıl (26 yaşında başlayıp-56 yaşında değerlendiren) bir örnek aldım. BES'te 2. Varsayım her sene katılım paylarının (katılımcının yatıracağı tutar) enflasyon oranında artırılacağı şeklindedir. Enflasyon beklentimizi 30 yıl için sabit bir oran olarak almak

yanıltıcı olmaz. Zaten önemli olan yatırımın nominal getirisi değil bu getirinin ile enflasyon arasındaki farkıdır, yani reel getiridir. Diğer yandan katılımcılar kendi katkıları için istediği fon türünü istediği oranda seçebilirken (hisse, sabit getiri vb.) devlet katkılarının yatırıma yönlendirileceği alanlar devlet tarafından sınırlanmış ve belirlenmiştir. Bu durumda katılımcı paylarının getiri oranı ve devlet katkılarının getiri oranı değişiklik gösterebilmektedir. Sonuç olarak katılımcı payı reel getiri oranı ve devlet katkısı reel getiri oranı gibi 2 tane veri hesaplamalar için yeterli olacaktır. Tabii bu hesabı yapmak için kullanılacak yöntem, araç ve formüller de önemli. Aslında belki en kolay kısımda burada! Her sektörde olduğu gibi biz finansçılar da en kolay sorunları en ağıdalı jargonlarla sarmalayıp uzatıp karmaşıktırma konusunda uzmanızdır. Böylelikle yapılanın işlemlerin ne kadar düşük katma değerli oldukları sektör dışındakilerden, hatta sektör içindekilerden bile gizlenebilir. Burada kullanılacak formülü Mühendislik Ekonomisi veya Finansa giriş dersinde paranın zaman değeri (Time Value of Money) bölümünde “geometrik artışlı nakit akımları (cashflows with geometric sequences) konusu altında bulunabilir. Ben formüllerin doğru olup olmadığını kontrol için (ve de esneklik) adına küçük bir Excel modeli oluşturduğum.

Son konu ise neyi neyle karşılaştıracacağız? Sonuç olarak bizim koyduğumuz bir para var ve de havadan gelen bir devlet katkısı. Burada performans kriteri ne olacaktır? BES olmasaydı kendi katılım paylarımızı kendimiz belirli bir benchmark'a göre değerlendirebilirdik. Bu benchmark enflasyon veya mevduat oranı vb. gibi kendi risk profilimize göre herhangi bir yatırımın getirisi olabilirdi. Öte yandan katılım paylarımız artı devlet katkılarının nemalandığı fonun getirisi var. Yapacağımız iş bu iki rakamın karşılaştırması olacaktır.

Bütün cephanemizi hazırladıktan sonra gelelim sonuçlara:

**1. İlk ve en kolay varsayım getirilerin enflasyona eşit olduğu durum, yani 0 reel getiri durumu:** Bu durumda beklendiği gibi 30 senenin sonunda katılımcının “toplam birikim/benchmark” oranı 1.25 olmakta: Yatırımcı 30 sene sonunda biriktirdiği paranın (enflasyon veya benchmark kadar artmış olarak) %25 kadar fazlasını alacaktır. Kısaca serveti kendi katkı payları ve nemalarından %25 daha fazla olacaktır. 30 sene boyunca 1 yıllık asgari ücret katılımda bulunan bir kişi bu dönemin sonunda  $30+7.5 = 37.5$  yıllık asgari ücretlik bir servete sahip olacaktır. Burada “yıllık bileşik getiri” hesaplamaya kalkarsak bu oranın ilk yıl %25'ten başlayıp her yıl düşerek 30. yılsonunda %0.75' e kadar düştüğünü görürüz. Bunun anlamı

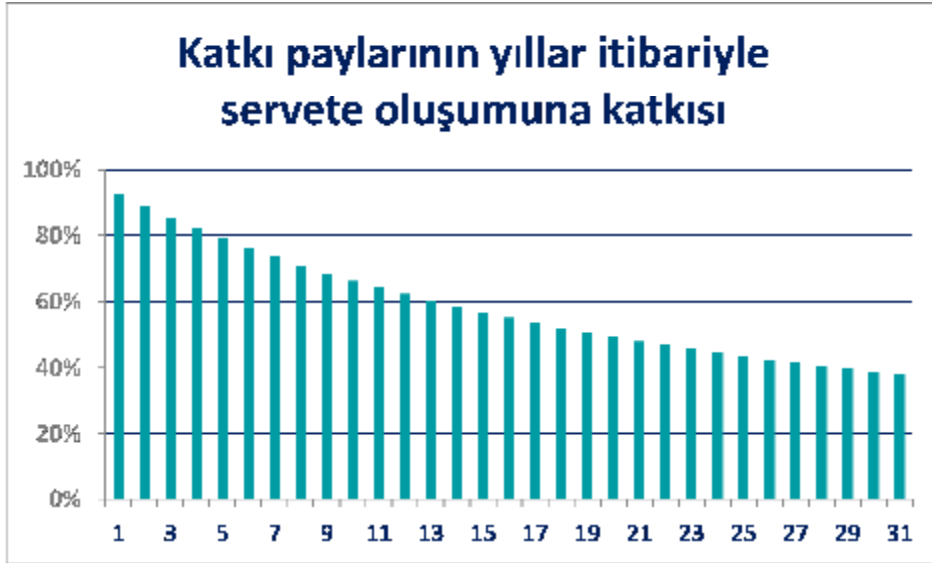
konusunda, yaşınızı mahkeme kararıyla düzeltmek dışında, yapılacak fazla bir şey yoktur. Eğer 26 yaşındaysanız devlet katkısı konusunda 30 yıl sabretmeniz gerekecektir ve servetiniz ortalama yılda % 0.75 oranında artarak 56 yaşınızda servetiniz %25 artmış olacaktır. Eğer 46 yaşında sisteme dahil oluyorsanız 10 sene beklemek durumundasınız ve bu durumda servetiniz yılda ortalama %2.25 artarak 56 yaşınızda servetiniz %25 artmış olacaktır. Unutmamalıdır ki, 30 senelik birikim ile 10 sene birikim arasında miktar olarak (37.5 asgari ücret vs. 12.5 asgari ücret) önemli fark vardır. Dolayısıyla “yıllık bileşik getiri” hesabı %25 devlet katkınıza ulaşma hızınızı göstermekte olup bu kavrama olduğundan fazla bir anlamda yüklememek gerekir. Sonuç: Gerek katılımcı paylarına, gerek devlet katkısı paylarına Benchmark kadar bir getiri sağlandığında devlet katkısı olan %25 kadar bir servet artışı oluyor.

**2. Reel getirilerin sıfırdan büyük olduğu durum:** eğer reel getiriler pozitif ise burada bir hesap yapmaya bile gerek yok, Devletin verdiği %25’in üstüne bir de yatırımların (reel) ek getirisi gelecektir, tabiri caizse “çift kaymaklı ekmek kadayıfı” olacak. Fonların reel getirisinin ortalama yıllık %1 olduğu durumdan servet 30 yılın sonunda %45 artmış olacak. Burada akla gelen ilk soru devlet katkısı zaten %25 getiriyor, 30 sene yıllık %1 reel getiri sadece 20 puan mı ek getiriyor? Daha fazla getirmesi lazım değil mi? Burada katkı paylarının yıllık olarak ödendiğini hatırlamamız lazım. İlk ödenen katkı payları yıllık %1’den 30 yıl artıyor (%35 artıyor) ancak son ödenen paylar ise sadece %1 katkı getiriyor.

**3. Asıl kritik nokta reel getirilerin negatif olduğu durum:** Fonların performansının sürekli sorgulandığı, yönetim ücretleri yüzünden eleştirildiği, bazı fonların bırakın negatif reel getiriyi negatif nominal getiri sağladığı bir ortamdayız. Diğer yandan gerek siyasiler, gerek çeşitli meslek grupları devlet katkı fonlarına zorunlu bir takım yatırımlar dayatmak istemekteler. Bu durumda %25’lik havadan gelen servetimiz kötü performansa ne kadar dayanır? İşin açıkçası durum pek de parlak gözüküyor. Enflasyon (veya benchmark yatırım getirisi ) şimdiki seviyelerde (%10) seyretmesi durumunda yıllık % -1.6’lık bir negatif performans devlet katkısını tamamen yok ediyor. Bu durumda devlet katkısı olmadan benchmark’a yatırım yapsaydık aynı getiriyi elde edecektik. Bunun ekonomik anlamı Devlet bize değil, Fon vasıtasıyla başka bir yerlere katkı yapmış oluyor. Yani biz süper iletken bir madde olarak kullanılmış oluyoruz. Eğer reel getiri 30 yıl boyunca ortalama % -1.6’den düşük olursa o zaman sadece devlet değil bizim birikimlerimizde “katkı” olmaya başlıyor! Emeklilik fonlarının amiral

gemileri olan Esnek Emeklilik fonlarının ortalama yönetim ücretlerinin % 1.72 olduğu bir ortamda fonun reel getiri getirmeden sadece benchmark (enflasyon) kadar bir performans göstermesi zaten bizim bu katkı görevini üstlenmemiz anlamındadır. Peki, emeklilik fonlarının performansları nedir? sürekli yıllık %-1.6 kötü performans gösterilebilirler mi ? Bu konuları başka bir yazıda inceleyeceğiz, bu yazıda sadece dinamikleri incelemekle yetiniyoruz. Ancak gördüğümüz gibi %25'lik katkının erimesi için az bir çaba yeterli oluyor.

Tabi benim gibi [eskiden bu sisteme girmiş ve 2014'ten sonra katkı almaya başlamış kişilerin durumu](#) daha değişik? Örneğin 10 sene asgari ücret katkısında bulunmuş (yaklaşık 200.000 TL) birikimi olanların durumu ne? Her ne kadar yeni katkılarından %25 alsalar da Devlet katkısı bu durumda servetlerinin sadece  $25 \times 1/10 = 2.5$  kadarı tutmakta. Dolayısıyla servet artışları 20 yıl sonunda %17'de kalmakta. Onlar için kötü performans eşiği yıllık ortalama %1.0'e düşmekte. Bu durumda var olan birikimlerin yönetimi yeni katılımlardan daha önemli olmakta.



BES'in ilk yıllarında servetin oluşmasında katkı (birikim + devlet) payları ağırlıklı olurken zamanla ağırlık portföy yönetiminin performansına kayıyor. Yukarıdaki tabloda gösterildiği gibi, ilk yıllarda katkı payları servetin %90'ı teşkil ederken son yıllara doğru servetin sadece %35'i katkı payları, geri kalanını nemalar oluşturmakta. Hayatta olduğu gibi burada da, finans terimiyle "gençlikte gelir tablosu, olgunlukta Bilanço" önemli oluyor.