

# 2017

## BES'lenmek yada BES'lemek, işte bütün mesele bu



**Akın ROTA**

Partner, Corporate Finance  
Arkan&Ergin JPA International

# Emeklilik fonlarının performansı II: Karşılaştırma ölçütüne göre performans (Nispi Getiriler)

Geçen yazımızda emeklilik fonlarının enflasyona karşı performansını incelemiştik. Bu yazımızda emeklilik fonlarının kendi karşılaştırma ölçütlerine göre performansını (Nispi getiri) ele alacağız. Belirttiğimiz gibi karşılaştırma ölçütleri emeklilik fonlarının karanlık yüzüdür diyebiliriz; varlıkları bilinir ama onları görmek zordur.

## Nispi Getiri

Nispi getirinin ne olduğunu hatırlamakta fayda var: Finansın temel kavramlarında biri olan Risk-Getiri ilişkisidir: Hisse senedine yatırım yapan biri ile Devlet tahviline yatırım yapan birisinin (veya bir fonun) aldıkları riskler farklıdır dolayısıyla yüksek risk alanın getiri beklentisi de yüksek olması lazımdır. Buradan hareketle bir fon yatırımlarını hangi oranda hangi yatırım araçlarına yapabileceğini önceden ilan eder; örneğin hisse senetlerine en az %60 en fazla %90 oranında, devlet tahviline de %10 - %40 arasında bir oran gibi. Böylece fonun hangi risk kategorisine yatırım yapacağı anlaşılır ve getiri beklentisi de ona göre oluşur. Hisse senedi riski alınıyorsa bunu mevduat veya altın getirisiyle karşılaştırmak doğru değildir. Düzgün bir karşılaştırma yapılabilmesi için Fon kendi performans ölçütünü örneğin %75 BIST endeksi, %25 Devlet tahvili endeksi (ilgili KYD-BIST endeksleri) olarak belirler. Performans karşılaştırmasının da bu ölçüte göre yapılması en doğrusudur, çünkü alınan risk ve oranına göre karşılaştırma ölçütü belirlenmektedir. Aslında fon yöneticinizin ne kadar iyi olduğu, piyasadan fazla mı az mı kazandırdığının en iyi göstergesi bu ölçüttür. Dezavantajı ise her fonun kendine özgün bir karşılaştırma ölçütünün olması nedeniyle birbirleri ile karşılaştırmak bu açıdan zordur.

Nispi getiri hesaplamaları Sermaye Piyasası Kurulu tarafından düzenlenmiştir ve Fonun toplam getirisinden Karşılaştırma Ölçütünün toplam getirisinin çıkartılması ile bulunmaktadır.

## Karşılaştırma Ölçütlerindeki yanlışlık

Karşılaştırma ölçütlerinde önemli bir yanlışlık söz konusu. Hisseler için tüm fonlar karşılaştırma ölçütü olarak "BIST 100" endeksini almakta. BIST 100 denildiği zaman herkesin ilk aklına gelen ve fonların ölçüt olarak aldıkları "Fiyat endeksidir". Ancak yatırımların performansının ölçülmesi için kullanılması gereken "Getiri endeksidir". Aralarındaki fark getiri endeksinde ödenen temettülerin tekrar yatırıldığı varsayılır ki emeklilik fonlarında bu

temettüer aynı şekilde fonda birikime yönlendirilirler. Fiyat endeksinde ise temettüer gözönüne alınmaz, sadece fiyat hareketleri gözönüne alınır. Aradaki fark önemli midir? Kararı siz verin: BIST 100 fiyat endeksinin 10 yıllık toplam değişimi %104 iken Getiri endeksinin değişimi % 165 'dir! Ortalama yıllık %2,5'lik bir fark.



İleride göreceğimiz gibi zaten bu yanıltıcı ölçüt kullanmaktan dolayı sadece Hisse fonlar pozitif nispi getiri sağlamış gözüküyorlar. Kolaylıkla alt edilebilecek hedeflerin başarı ölçütü olarak konulması aslında tüm dünyadaki yatırımcıların bir sorunu olmakta.

Rakiplerine göre dezavantajlı konumda gözükeceğinden dolayı, hiçbir kimse tek başına doğru ölçüt olan "getiri endeksinin" almaya geçemediği aşikar. Düzeltmenin sektörün etik düzenleyicisi konumunda olan Kurumsal Yatırımcılar Derneği (KYD) veya yasal düzenleyicisi olan SPK'dan gelmesini gerekiyor ve umarım bu konuda bir adım atarlar

### Yönetim ücreti ayarlaması

Herhangi bir yatırım aracının endeksine yatırım yapabilirsek emeklilik fonlarının karşılaştırma ölçütlerini aynen tekrar edebiliriz. Her ne kadar endeksler gerçek menkul değer olmayıp sadece bir hesaplama olsalar da, Batı'da artık bu endeksleri takip eden pasif fonlar veya ETF (Exchange Traded Funds) gittikçe yaygınlaşmakta. Bu fonların yönetim ücretleri de daha düşük seviyede olmakta. Ne yazık ki ülkemizde henüz Karşılaştırma ölçütü olarak kullanılan KYD-BIST endekslerini takip eden endeks fonlarımız yok. Ancak olsaydı yurtdışındakiler gibi ortalama yıllık %0.35 oranında bir yönetim ücreti ödenmesi gerekirdi Bu nedenle analizimizde karşılaştırma ölçütü getirilerini, sanki yönetim ücreti ödeniyormuş gibi, bu oran kadar azaltarak daha doğru bir karşılaştırma yapmış olacağımı düşünüyorum.

### Vergi

Burada işler karışmaya başlıyor. Mevcut vergi mevzuatına göre yatırım fonları %10 oranında vergiye tabi. Ancak hisse senedi yatırımı vergisiz olduğundan, içeriğinin %80'den fazlası hisse senedi olan fonlarda vergiden muaf oluyorlar. Kısacası bazı fonlar %10 vergiye tabi iken

bazıları vergiden muaf. Emeklilik fonları %5'ten vergilendirilince hisse fonlarına göre %5 dezavantajlıyken, diğer fonlara göre %5 avantajlı durumda kalıyorlar.

Değişik Yatırım araçlarının vergilendirmesi zaman içinde devlet tarafından değiştirilebilir. Gerek emeklilik fonları gerek diğer yatırım araçları aynı şekilde devletin dışarıdan düzenlemelerine açıktırlar, kısacası performanstan ziyade burada bir siyasi tercihe açıktırlar. Bu nedenle çalışmanın bu bölümünde bu sefer vergi öncesi rakamları karşılaştırmak daha doğru olacak.

#### Emeklilik Fonlarının karşılaştırma ölçütlerine göre performansları

Burada cevabını aradığımız soru birikimlerimizi emeklilik fonlarına değil de kendimiz aynı endekslere yatırım yapsaydık ne getiri elde ederdik şeklinde. Kısacası emeklilik fonlarının yönetimi ne kadar etkin? Bu seferde 10, 5 ve 3 yıllık sürelerle toptan bakacağız. Nispi getiri verisine ulaşılan fon sayısı daha düşük olduğundan fon sayısı tekrar verilmektedir.

Aşağıdaki tabloda fon türlerine göre faaliyetteki fon adedi, net nispi getirileri, yıllık %0.35 oranında fon işletim gideri yüklenmiş nispi getirileri ve nihayet ortalama yıllık nispi getirileri yer almaktadır

Tanımlanan Fon Türü	10Yıl			
	Fon sayısı	Net Nispi getiri	Yönetim ücreti düzeltilmiş Nispi Getiri	Ortalama Yıllık Performans
Altın	0	-	-	-
Esnek - Dengeli	13	-38.7%	-35.1%	-4.2%
Esnek - Uluslararası	4	-71.2%	-67.6%	-10.7%
Hisse	14	17.4%	21.0%	1.9%
Kamu Dış Borçlanma	16	-85.6%	-82.1%	-15.8%
Kamu İç Borçlanma	16	-43.8%	-40.3%	-5.0%
Katkı	0	-	-	-
Likit	15	-16.5%	-12.9%	-1.4%
ÖST	0	-	-	-
Standart	3	-65.6%	-62.1%	-9.2%
Özel grup Fonları	1	-20.9%	-17.3%	-1.9%
<b>Toplam/Ağırlıklı Ortalama</b>	<b>82</b>	<b>-41.1%</b>	<b>-38.8%</b>	<b>-5.6%</b>

Veri Kaynağı: Rasyonet

Yukarıdaki tabloda tek pozitif nispi getirinin hisse fonlarda olduğu görülmektedir. Bunun nedeni ise, ne yazık ki yukarıda belirttiğimiz gibi, yanlış ölçüt kullanılıyor olmasındandır. Bu fonlar %100 hisse senedi olmadıklarından 10 yılda %104 yerine %165 almak haksızlık olabilir. Ama düzgün ölçüt kullanıldığında o fonlarında eksi nispi getiri getirecekleri aşikârdır.

3 ve 5 yıllar için olan analizde aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Tanımlanan Fon Türü	3Yıl			5Yıl		
	Fon sayısı	Yönetim ücreti düzeltilmiş Nispi Getiri	Ortalama Yıllık Performans	Fon sayısı	Yönetim ücreti düzeltilmiş Nispi Getiri	Ortalama Yıllık Performans
Altın	10	-6.8%	-2.3%	0	-	-
Esnek - Dengeli	29	-1.6%	-0.5%	26	-3.1%	-0.6%
Esnek - Uluslararası	6	-4.8%	-1.6%	6	-5.3%	-1.1%
Hisse	25	9.8%	3.2%	22	15.9%	3.0%
Kamu Dış Borçlanma	23	-6.5%	-2.2%	22	-15.3%	-3.3%
Kamu İç Borçlanma	26	-4.1%	-1.4%	25	-7.8%	-1.6%
Katkı	25	0.0%	0.0%	0	-	-
Likit	21	-0.3%	-0.1%	20	1.9%	0.4%
ÖST	2	-3.3%	-1.1%	0	-	-
Standart	22	-4.8%	-1.6%	8	-10.2%	-2.1%
Özel grup Fonları	2	2.6%	0.9%	2	8.1%	1.6%
<b>Toplam/Ağırlıklı Ortalama</b>	<b>191</b>	<b>-2.1%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>131</b>	<b>-4.4%</b>	<b>-0.9%</b>

Veri Kaynağı: Rasyonet

İyi haber yıllar içinde kötü performans azalmaya başlamış, kötü haber performans hala negatif!

Hesaplamalarda ağırlıklı ortalama kullanıldığından büyük fonların kötü performansının sonuçları aşağıya çekmiş olma ihtimaline karşı pozitif nispi getiri sağlayan fonların adetsel rakamını da çıkardım ve sonuç pek farklı değildi:

Pozitif Nispi getiri sağlayan fon sayıları	3 Yıl	5 Yıl	10 Yıl
Net Nispi getiri sağlayan fon sayısı	42	36	15
Toplam Fon Sayısı	191	131	82
Net Nispi getiri oranı	%22	%27	%18
Brüt Nispi getiri	133	100	58
Brüt Nispi getiri oranı sağlayan fon sayısı	%70	%76	%71

Veri Kaynağı: Rasyonet, TÜİK

## Yönetim Giderleri

Emeklilik fonları aslında kendi karşılaştırma ölçütlerine göre brüt olarak gayet iyi bir performans çizmişler. Brüt nispi getirilerle bir analiz yapıldığında bu rakamlar pozitif çıkmakta: %70-75'i benchmarklarına göre daha iyi bir performans göstermiş. Örneğin basit ortalamalarla alındığında 5 yıllık brüt nispi getiri (yönetim ücreti düşülmemiş) artı %9.78 iken yönetim giderleri düşüldükten sonra bu rakam (eksi) - % 4,1'e düşüyor.

Bu ne anlama geliyor? Fonlarımızın düzgün hatta gayet iyi yönetildiğini ancak bu yönetiminde bizi zarara uğratabilecek kadar pahalıya yapıldığı sonucu çıkartabiliriz. Fonlar pasif endekslerden daha iyi performans gösteriyorlar ama bize bir faydası olmuyor.

Bu portföyleri yönetmek neden bu kadar pahalı? Bu konuda yaptığım araştırma neticesinde Yönetim ücreti altında ödenen giderlerin %50'sinin "dağıtım giderlerine" gittiğini öğrenmek sizi de şaşırtabilir. Kabaca %15'inin portföyümüzü yöneten şirketlere, %35'inin ise emeklilik şirketine gittiğini söyleyebiliriz.

Dağıtım giderini biraz kurcalayınca BES fonlarını bize satmak için ağırlıklı banka şubelerine ödenen komisyonlar olduğu ortaya çıkıyor. Sonuçta ne satın alırsak alalım dağıtım giderini açık veya gizli ama bir şekilde öderiz: Markete kadar ulaştırılan gıdalar, evimize kadar ulaşan elektrik vb. Ancak BES'te bu dağıtım giderlerine ne kadar ihtiyacımız var biraz daha irdelenmesi gerekiyor. Otomatik BES'te yönetim gideri tavanının %0,85 olarak belirlenmiş olmasının nedeninde şüphesiz katılımın "zorunlu" olup dağıtım eforuna gerek duyulmamasındandır.

## SONUÇ

Katılımcıların emeklilik fonları yerine kendilerinin endeks fonlara yatırım yapmaları pek pratik olmaz. Ancak emeklilik fonlarının da müşterilerinin katılımcılar olduğunu hatırlamalarında fayda var. Emeklilik fonlarının düşük yönetim ücretli endeks fonlar kurarak bu birikimleri yönetmeleri en doğru çözüm olarak gözükmemekte.

*Sonuç olarak Devletin bizi BES'lediği, emeklilik fonlarının da bizden BES'lendiği bir durum sözkonusu.*