T. C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
PARA, SERMAYE PİYASALARI VE FİNANSAL KURUMLAR
BİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

# TÜRKİYE'DE UYGULANAN BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ DAHİLİNDE FAALİYET GÖSTEREN EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ

HAKAN NACİ BALSIZAN

2501413728

TEZ DANIŞMANI

PROF. DR. NİMET HÜLYA TALU

İSTANBUL - 2016

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

# YÜKSEK LİSANS
# TEZ ONAYI

**ÖĞRENCİNİN;**

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| **Adı ve Soyadı** | : | HAKAN NACİ BALSIZAN | **Numarası** | : | 2501413728 |
| **Anabilim Dalı / Anasanat Dalı / Programı** | : | PARA SER.PİY.VE FİN.KUR. | **Danışmanı** | : | PROF.DR.N.HÜLYA TALU |
| **Tez Savunma Tarihi** | : | 27.07.2016 | **Saati** | : | 11:00 |
| **Tez Başlığı** | : | TÜRKİYE'DE UYGULANAN BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ DAHİLİNDE FAALİYET GÖSTEREN EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ | | | |

**TEZ SAVUNMA SINAVI**, İÜ Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin **36. Maddesi** uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin **KABULÜNE** OYBİRLİĞİ / ~~OYÇOKLUĞUYLA~~ karar verilmiştir.

| JÜRİ ÜYESİ | İMZA | KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME) |
|---|---|---|
| 1- PROF.DR.N.HÜLYA TALU | | KABUL |
| 2- YRD.DOÇ.DR.ARİF SALDANLI | | KABUL |
| 3- YRD.DOÇ.DR.EROL MUZIR | | KABUL |

| YEDEK JÜRİ ÜYESİ | İMZA | KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME) |
|---|---|---|
| 1- DOÇ.DR.SÜLEYMAN AHMET MENTEŞ | | |
| 2- YRD.DOÇ.DR.MEHMET SABRİ TOPAK | | |

# ÖZ

## TÜRKİYE'DE UYGULANAN BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ DAHİLİNDE FAALİYET GÖSTEREN EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ

HAKAN NACİ BALSIZAN

Bu tezin amacı, Türkiye'de uygulanan bireysel emeklilik sistemi dahilinde faaliyet gösteren emeklilik yatırım fonlarının performansını değerlendirmek, elde edilen sonuçların ışığı altında katılımcılar ve ülke ekonomisinin ortak çıkarları için somut öneriler sunmaktır.

Araştırma kapsamına, yatırım amacına göre 8 ayrı gruba ayrılmış olan toplam 132 fon dahil edilmiştir. Seçilen emeklilik yatırım fonlarının 2012, 2013 ve 2014 yıllarına ait aylık verileri kullanılmıştır. Performans analizi, genel kabul görmüş performans değerlendirme yöntemleri olan; Sharpe Oranı, $M^2$ Performans Ölçütü, Treynor Oranı, Jensen Alfa Ölçütü ve Değerleme Oranı kullanılarak yapılmıştır. Analiz sonuçlarına göre, hisse senedi fon grubu dışında kalan 7 fon grubunun performansının kendileri için belirlenen göstergelerine ait performansın altında kaldığı ortaya çıkmıştır.

Diğer yandan hisse fon grubu dahil hiçbir fon grubu için istatistiksel olarak anlamlı pozitif yönetim performansı bulunamamıştır. Fon bazında, incelenen 132 emeklilik fonu içinde pozitif yönetim performansı anlamlı çıkan sadece 3 adet hisse fonu olurken, negatif yönetim performansı anlamlı çıkan 27 fon olmuştur.

Sonuçlara bakıldığında, hisse fon grubu dışında kalan emeklilik yatırım fonu grupları için incelenen dönemde etkin bir portföy yönetimine rastlanmamıştır. Bu durum bireysel emeklilik sisteminin geleceği, katılımcılar ve yurt içi tasarruf hedefleri açısından sorun teşkil etmektedir.

**Anahtar Kelimeler** : Emeklilik Yatırım Fonları, Bireysel Emeklilik Sistemi, Portföy Yönetimi, Performans Değerlendirme, Yurt İçi Tasarruflar.

# ABSTRACT

## PERFORMANCE EVALUATION OF PENSION MUTUAL FUNDS OPERATING UNDER INDIVIDUAL PENSION SYSTEM IMPLEMENTED IN TURKEY

**HAKAN NACİ BALSIZAN**

The purpose of this thesis is to evaluate the performance of pension mutual funds operating under individual pension system implemented in Turkey and to provide concrete recommendations for common interest of the participants and country's economy in the light of the results obtained.

The study includes totally 132 funds, divided into 8 different groups according to their investment objective. 2012, 2013 and 2014 monthly statistics of pension mutual funds selected have been used. Performance analysis has been done by using widely accepted measurements i.e. Sharpe Ratio, $M^2$ Performance Criteria, Treynor Ratio, Jensen Alpha Criteria and Appraisal Ratio.

According to the analysis results, the performance of 7 fund groups except stock funds group has stayed below the indicators set for themselves. On the other hand, statistically significant "positive management performance" couldn't be found for any fund groups, including stock funds group. On the basis of the funds, only 3 stock funds had significant "positive management performance", whereas 27 stock funds had significant "negative management performance" among 132 pension funds surveyed.

According to the results, no active portfolio management has been found for the pension mutual funds groups except stock funds group in the period under review. This situation poses a problem in terms of the future of individual pension system, participants and domestic savings targets.



**Key Words** : Pension Mutual Funds, Individual Pension System, Portfolio Management, Performance Evaluation, Domestic Savings.

# ÖNSÖZ

Ülkemizde 2001 yılında yürürlüğe giren bireysel emeklilik sistemi henüz istenen büyüklüğe ulaşamamıştır. Bu durumun sebeplerinden biri olarak gösterilen emeklilik yatırım fonlarının performansı üzerine tartışmalar sürmektedir. Bu çalışmanın öncelikli hedefi, emeklilik yatırım fonlarının performansını analiz etmek ve net sonuçlar ortaya koymaktır.

Çalışma kapsamında ilk olarak sosyal güvenlik kavramı ve uygulamaları açıklanmış, ardından ülkemizde uygulanan özel emeklilik sistemi ve emeklilik yatırım fonları üzerinde durulmuştur. Son olarak yatırım amacına göre 8 ayrı gruba ayrılmış, düzenli verilere sahip toplam 132 emeklilik yatırım fonunun 2012, 2013 ve 2014 yıllarına ait performansının ayrıntılı analizi yapılmıştır.

Analiz sonuçlarına göre, sadece hisse fon grubunun kendisi için belirlenen göstergenin performansını geçebildiği ortaya çıkmıştır. Diğer fon gruplarına ait kümülatif getiriler kendileri için belirlenen ya da oluşturulan göstergelere ait getirilerin altında kalmıştır. Likit fon grubunun incelenen döneme ait kümülatif getirisinin risksiz faiz oranına ait getirinin üzerine çıkamadığı görülmüştür. Diğer yandan, portföy yöneticilerinin becerilerini en üst düzeyde sergilemelerine olanak sağlayan esnek fonların performansı da beklenenden uzak kalmıştır. Bu olumsuz durum, portföy yöneticilerinin becerileri, devlet katkısı uygulaması ve fon kesintileri dışında, sermaye piyasalarımızın derin olmaması, yatırımcıların finansal konularda yeterli bilgiye sahip olmaması ve mevzuat kaynaklı sorunlardan da kaynaklanmaktadır. Sonuç ve öneriler bölümünde bireysel emeklilik yatırım fonlarının makro ekonomik gelişmeye katkı sağlayarak büyütülebilmesi açısından çözüm önerileri sunulmuştur.

Bu çalışmanın gerçekleştirilmesinde görüş ve önerileriyle katkıda bulunan tez danışmanım Sayın Prof. Dr. Nimet Hülya TALU'ya, fonlar ve finans piyasalarına ait tarihsel verilere ulaşmamı sağlayan Sayın Doç.Dr. Serra Eren SARIOĞLU'na, yazım kontrollerini yapan değerli arkadaşım Sayın Eyüp KILINÇ'a teşekkür eder, çalışmanın ilgili herkese faydalı olmasını dilerim.

**Hakan N. BALSIZAN**

# İÇİNDEKİLER

**ÖZ** ..... iii

**ABSTRACT** ..... iv

**ÖNSÖZ** ..... v

**TABLOLAR LİSTESİ** ..... ix

**GRAFİKLER LİSTESİ** ..... x

**KISALTMALAR LİSTESİ** ..... x

**GİRİŞ** ..... 1

**I.BÖLÜM**

**DÜNYADA ÖZEL EMEKLİLİK UYGULAMALARI**

1.1. Sosyal Güvenlik Kavramı ve Sosyal Tehlikeler ..... 5

1.2. Sosyal Güvenlik Uygulamaları ..... 6

1.2.1. Dağıtım Sistemleri ..... 6

1.2.2. Mesleki Sandık Uygulamaları ..... 6

1.2.3. Özel Emeklilik Sistemleri ..... 7

1.3. Bir Sosyal Tehlike Olarak ''Yaşlılık'' ve Özel Emeklilik Sistemleri ..... 7

1.4. Dünyada Özel Emeklilik Fonlarının Büyüklüğü ..... 8

**II. BÖLÜM**

**TÜRKİYE'DE UYGULANAN ÖZEL EMEKLİLİK SİSTEMİ VE EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI**

2.1. Bireysel Emeklilik Sistemi -BES ..... 11

2.2. Sistemin İşleyişi ..... 12

2.3. Emeklilik Şirketleri ..... 13

2.4. Emeklilik Yatırım Fonları ..... 15

2.4.1. Fonların Kuruluşu ve Hukuki Yapısı ..... 15

2.4.2. Emeklilik Fonu Portföyünün Yönetiminde Genel Kısıtlamalar ..... 15

2.4.3. Emeklilik Yatırım Fonu Türleri ..... 16

2.4.4. Emeklilik Yatırım Fonlarına Ait Genel Büyüklükler ..... 20

2.4.5. Emeklilik Yatırım Fonlarının Portföy Dağılımları ..... 22

## III. BÖLÜM

## EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ


3.1. Performans Karşılaştırmasında Kullanılan Göstergeler ..... 27

3.2. Risk Kavramı ve Riskin Ölçülmesi ..... 28

3.3. Riske Göre Düzeltilmiş Performans Değerlendirme Yöntemleri ..... 29

3.3.1. Sharpe Oranı ..... 30

3.3.2. $M^2$ Performans Ölçütü ..... 30

3.3.3. Treynor Oranı ..... 31

3.3.4 . Jensen Alfa Ölçütü ..... 31

3.3.5 . Değerleme Oranı ..... 32

3.4. Anlamlılık testi ..... 32

3.5. Araştırmanın Kapsamı ..... 32

3.7. Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Sonuçları ..... 33

3.7.1. Üç Yıllık Nominal Getirilerin Karşılaştırması ..... 33

3.7.2. Fon Gruplarının Riske Göre Düzeltilmiş Getiri Analizleri ..... 36

3.7.3. Yatırım Fonlarının Riske Göre Düzeltilmiş Getiri Analizleri ..... 38

3.7.3.1. Hisse Senedi Fonları ..... 39

3.7.3.2. Esnek -1 (Esnek) Fonlar ..... 40

3.7.3.3. Esnek -2 (BA) Yatırım Fonları ..... 41

3.7.3.4. Esnek -3 (GA) Yatırım Fonları ..... 41

3.7.3.5. Kamu Borçlanma Araçları Fonları ..... 42

3.7.3.6. Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonları ..... 43

3.7.3.7. Likit Fonlar ..... 44

3.7.3.7. Standart Fonlar ..... 45

**SONUÇ VE ÖNERİLER** ..... 46

**KAYNAKÇA** ..... 49

**EKLER** ..... 53

**Ek 1**: Emeklilik Yatırım Fonlarının 2004-2014 Yılları Arası Kümülatif Getirisi ... 53

**Ek 2**: Emeklilik Yatırım Fonlarının 2004-2014 Yılları Arası Yıllık Ortalama Getirisi ..... 55

**Ek 3**: Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonlarının Ocak 2012- Aralık 2014 Dönemine Ait Getiri Analizleri ..... 56

**Ek 4**: Esnek-1 (Esnek) Emeklilik Yatırım Fonlarının Ocak 2012- Aralık 2014 Dönemine Ait Getiri Analizleri ..... 57

**Ek 5**: Esnek-2 (BA) Emeklilik Yatırım Fonlarının Ocak 2012- Aralık 2014 Dönemine Ait Getiri Analizleri ..... 58

**Ek 6**: Esnek-3 (GA) Emeklilik Yatırım Fonlarının Ocak 2012- Aralık 2014 Dönemine Ait Getiri Analizleri ..... 59

**Ek 7**: Kamu Borçlanma Araçları (GA) Emeklilik Yatırım Fonlarının Ocak 2012- Aralık 2014 Dönemine Ait Getiri Analizleri ..... 60

**Ek 8**: Kamu Dış Borçlanma Araçları (GA) Emeklilik Yatırım Fonlarının Ocak 2012- Aralık 2014 Dönemine Ait Getiri Analizleri ..... 61

**Ek 9**: Likit (Para Piyasası) Emeklilik Yatırım Fonlarının Ocak 2012- Aralık 2014 Dönemine Ait Getiri Analizleri ..... 62

**Ek 10**: Standart Emeklilik Yatırım Fonlarının Ocak 2012- Aralık 2014 Dönemine Ait Getiri Analizleri ..... 63

**Ek 11**: Emeklilik Yatırım Fonlarının Performansı Üzerine Türkiye'de Yapılan Araştırmalar ..... 64

**Ek 12**: Yatırım Fonlarının Performansı Üzerine Amerika Birleşik Devletleri'nde Yapılan Önemli Araştırmalar ..... 65

**Ek 13**: Emeklilik Yatırım Fonlarının Kod ve Ünvanları ..... 66

# TABLOLAR LİSTESİ

**Tablo 2.1:** Bireysel Emeklilik Sisteminde Faaliyet Gösteren Şirketler ..... 15

**Tablo 2.2:** Emeklilik Şirketlerinin Ünvan Değişiklikleri ..... 16

**Tablo 2.3:** Emeklilik Yatırım Fonları Hakkında Yeni Düzenlemeler ..... 21

**Tablo 2.4:** Emeklilik Yatırım Fonlarına Ait Genel Büyüklükler ..... 23

**Tablo 2.5:** Emeklilik Yatırım Fonlarının Genel Portföy Dağılımı.....24

**Tablo 2.6:** Emeklilik Yatırım Fonlarının Kamu Borçlanma Araçları Yatırımları .... 25

**Tablo 2.7:** Emeklilik Yatırım Fonlarının Hisse Senedi Yatırımları ..... 26

**Tablo 3.1**: İncelenen Emeklilik Yatırım Fonları İçin Kullanılan Göstergeler..... 30

**Tablo 3.2:** Fon Grupları 3 Yıllık Performans (Göstergesinin Getirisine Karşı) ..... 35

**Tablo 3.3:** Fon Grupları 3 Yıllık Performans (Risksiz Faiz Oranına Karşı) ..... 36

**Tablo 3.4:** Fon Gruplarına ve Göstergelerine Ait Getirilerin Karşılaştırması.....37

**Tablo 3.5:** Fon Gruplarının Riske Göre Düzeltilmiş Getiri Karşılaştırmaları..... 38

**Tablo 3.6:** Fon Gruplarında Riske Göre Düzeltilmiş Getiri Performansları ..... 39

**Tablo 3.7:** Emeklilik Yatırım Fonlarının Jensen Alfa Anlamlılık Testi Sonuçları ... 40

**Tablo 3.8:** Hisse Senedi Fonlarının Riske Göre Düzeltilmiş Getiri Sıralaması.....41

**Tablo 3.9**: Esnek -1 (Esnek) Fonların Riske Göre Düzeltilmiş Getiri Sıralaması..... 42

**Tablo 3.10:** Esnek -2 (BA) Fonların Riske Göre Düzeltilmiş Getiri Sıralaması.....43

**Tablo 3.11:** Esnek -3 (GA) Fonların Riske Göre Düzeltilmiş Getiri Sıralaması ..... 43

**Tablo 3.12:** Kamu Borçlanma Araçları Fonlarının Riske Göre Düzeltilmiş Getiri Sıralaması ..... 44

**Tablo 3.13:** Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonlarının Riske Göre Düzeltilmiş Getiri Sıralaması ..... 45

**Tablo 3.14:** Likit Fonların Riske Göre Düzeltilmiş Getiri Sıralaması ..... 46

**Tablo 3.15:** Standart Fonların Riske Göre Düzeltilmiş Getiri Sıralaması..... 47

# GRAFİKLER LİSTESİ

**Grafik 1.1:** OECD Ülkelerinde Özel Emeklilik Fonlarının Büyüklüğü ve Yıllık Büyüme Oranları (2004-2014) ..... 11

**Grafik 1.2:** Özel Emeklilik Fonlarının OECD Ülkelerinin Gayrisafi Yurtiçi Hasılalarına Göre Oransal Büyüklükleri, 2014 ..... 12

# KISALTMALAR LİSTESİ

| | |
|---|---|
| **a.g.e.** | Adı Geçen Eser |
| **BA** | Büyüme Amaçlı |
| **BES** | Bireysel Emeklilik Sistemi |
| **DİBS** | Devlet İç Borçlanma Senetleri |
| **EGM** | Emeklilik Gözetim Merkezi |
| **EYF** | Emeklilik Yatırım Fonu |
| **GA** | Gelir Amaçlı |
| **İGES** | İşveren Grup Emeklilik Sözleşmesi |
| **ILO** | International Labour Organization |
| **KYD** | Kurumsal Yatırımcılar Derneği |
| **O/N** | Overnight – Gecelik Faiz |
| **OECD** | Organisation for Economic Co-operation and Development |
| **SPK** | Sermaye Piyasası Kurulu |
| **TBB** | Türkiye Bankalar Birliği |
| **TCMB** | Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası |
| **TSPB** | Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği |
| **TÜİK** | Türkiye İstatistik Kurumu |
| **TÜGİAD** | Türkiye Genç İşadamları Derneği |

# GİRİŞ

Ülkelerin sosyal güvenlik sistemlerinde yaşanan sorunlar özel emeklilik uygulamalarının önemini arttırmıştır. Tıptaki teknolojik ve bilimsel gelişmeler, hastalıkların erken dönemde teşhis ve tedavisinin sağlanması ve koruyucu sağlık hizmetlerinin yaygınlaşması sayesinde ortalama yaşam süreleri uzamıştır. Bütün bunların sonucu olarak, dünyada ve Türkiye'de 65 ve yukarı yaştaki nüfusun genel nüfusa oranı da artmıştır.[1]

Özellikle gelişmiş ülkelerde doğum oranlarının azaldığı görülmektedir. Gelişmemiş ya da gelişmekte olan ülkelerde ise doğum oranları nisbeten daha yüksek olmakla beraber kayıt dışı istihdam oranlarının yüksekliği ve etkin olmayan politikalar sebebiyle sosyal güvenlik sistemlerinin gelir-gider dengesi bozulmaktadır.

Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkelerde nüfusun yaşlanma sürecinin önemli problemlere yol açması beklenmektedir. Bu sebeple sosyal politikaların gözden geçirilip yeniden düzenlenmesi ve önümüzdeki bir kaç on yıl içinde karşılaşılabilecek muhtemel sorunlara karşı hazırlıkların yapılması gerekmektedir.[2]

Sosyal güvenlik sistemlerinin gelir-gider dengesinin bozulması ve kişilerin emeklilik dönemlerinde tatmin edici bir emekli maaşı almalarının gittikçe zorlaşıyor olması devletlerin gönüllü ya da zorunlu katılımlarla özel emeklilik sistemlerini devreye sokmaları sonucunu doğurmaktadır.

Bu amaçla 1980'li yıllarda Şili'de uygulanan emeklilik reformu ve özel emeklilik sistemi uygulamasının bir örnek oluşturduğu söylenebilir. 1993 yılında Peru, 1994'de Arjantin ve 1997 yılında Meksika'da yapılan reformlarla özel emeklilik sistemleri arka arkaya hayata geçirilmiştir.[3]

Türkiye'de özel emeklilik 2001 yılında yürürlüğe giren 4632 sayılı ''Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu'' ile resmen başlamıştır. İlk emeklilik şirketlerinin kuruluş ve ruhsat alma süreçleri ise ancak 2003 yılında

---

[1] TÜİK, **İstatistiklerle Yaşlılar, 2014.**,s.1.
[2] TÜİK, **a.g.e.**, s.1.
[3] Orhan Şener, Faruk AKIN, **Özel Emeklilik Fonları ve Türkiye'de Bireylerin BireyselEmeklilik Sistemine Giriş Kararlarını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi Üzerine Bir Araştırma**, Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt 18, Sayı I, 2010, s.291-312.

tamamlanabilmiştir. Bu tarih itibarıyla katılımcılar şirketlerin sunduğu emeklilik planlarına dahil olarak emeklilik dönemleri için birikim yapmaya başlamışlardır.[4]

Bireysel emeklilik sistemi, katılımcıların katkı paylarının emeklilik yatırım fonlarında toplanması ve bu fonların uzman portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilmesi esası üzerine kurulmuştur. Bu noktada, portföy yöneticilerinin göstereceği performans sistemin amacına ulaşabilmesi için en önemli konu haline gelmektedir.

Türkiye'de 2013 yılında bireysel emeklilik sisteminin teşvik edilmesi amacıyla ''Devlet katkısı'' uygulaması başlatılmıştır. Bu sayede sisteme girişler artmış ve emeklilik yatırım fonları da hızla büyümeye başlamıştır. Diğer yandan, devlet katkısı uygulaması sebebiyle yatırım fonlarının performansıyla ilgili yaşanan sıkıntılar ve yapılan tartışmalar gündemden düşmüştür. Ancak devlet teşviğinin aşama aşama indirilerek bir gün tamamen kaldırılma ihtimali düşünüldüğünde bu konunun üzerinde durma gereği de ortadadır. Bu çalışmanın amacı emeklilik yatırım fonlarının performansını analiz etmek ve çıkan sonuçlar üzerine çözüm önerileri sunmaktır.

Araştırma kapsamına, yatırım amacına göre 8 ayrı gruba ayrılmış toplam 132 fon dahil edilmiştir. Gelişmiş ülkelerdeki veri standartları ve tarihsel derinlik finansal piyasalarımız için mevcut değildir. Ayrıca ilgili mevzuattaki bazı genel ifadeler ve uygulamada görülen çelişkiler sebebiyle yatırım fonlarının sınıflandırmasını yapmak oldukça zordur. Doğru bir sınıflandırma yapabilmek amacıyla önce SPK listelerine, sonra da yatırım fonlarının ünvan ve içtüzüklerine bakılmıştır ve çelişkili fonlar inceleme listelerinden çıkartılmıştır.[5] Ancak SPK'nın resmi listelerinde 2015 yılı mayıs ayından sonra fonların türlerini belirtmekten vazgeçmesi, göstergelere ait

[4] EGM, **Bireysel Emeklilik Sisteminin Tarihçesi**, http://www.egm.org.tr/?sid=70

[5] Emeklilik yatırım fonlarının yatırım stratejilerini iç tüzüklerinde açıklamaları zorunludur. Fon türüne göre yatırım araçlarına yapılacak yatırımın en düşük-en yüksek oranları da belirtilir ve bu durum genellikle fonun ünvanından anlaşılabilir. Ancak bazı yatırım fonlarının ünvanlarıyla çelişen stratejilere sahip olduğu görülmektedir. Örneğin, Alianz Yaşam –ALR Esnek Fon, Garanti 2.Esnek Fon, Vakıf 1. ve 2. Esnek fon gibi bazı esnek fonlar iç tüzüklerinde belirttikleri yatırım stratejilerinde yabancı ortaklık payları ya da yabancı borçlanma araçlarına ''en az'' ve sürekli %40, %70, %80 gibi oranlarda yatırım yapacaklarını ilan etmektedirler. Bu durum ünvanlarındaki ''esnek'' ibaresiyle çelişmektedir. Çünkü emeklilik yatırım fonu mevzuatında esnek fonlar için ''varlık dağılımı önceden belirlenemez '' hükmü bulunmaktadır. Ortalama bir katılımcının bu durumdan haberdar olması neredeyse imkansızdır.

verilerin dağıtımının da bir süre askıya alınması sebebiyle 2015 yılı araştırma kapsamından çıkartılarak inceleme dönemi olarak 2012, 2013 ve 2014 yılları alınmıştır. Ardından emeklilik yatırım fonlarının bu döneme ait aylık getirileri, genel kabul görmüş değerlendirme yöntemleri olan Sharpe Oranı, $M^2$ Performans Ölçütü, Treynor oranı, Jensen Alfa Ölçütü ve Değerleme Oranı ile analiz edilmiştir.

Fon gruplarının göstergelerini belirlerken, ünvanlarına uygun olarak görülen ''asgari'' performanslar dikkate alınmıştır. Örneğin, hiçbir karşılaştırma ölçütü olmayan ve nisbeten agresif yönetilmesi beklenen ''büyüme amaçlı esnek'' fonlar için % 50 BIST-100 Endeksi, %50 DIBS Performans Endeksi bileşimi gösterge olarak alınmıştır. Yine hiçbir karşılaştırma ölçütü olmayan esnek fonlar için de % 20 BIST-100 Endeksi, %80 DIBS Performans Endeksi bileşimi gösterge olarak kullanılmıştır. Bir esnek fon için 3 yıllık bir süre boyunca ortalama %20 hisse senedi pozisyonu taşımak oldukça muhafazakar hatta sembolik bir hedeftir.

Ancak bu toleranslı yaklaşıma rağmen ortaya çıkan analiz sonuçlarına göre, hisse senedi fon grubu dışında kalan 7 fon grubuna ait getirilerin, kendileri için belirlenen göstergelere ait getirilerin altında kaldığı, likit fon grubu getirisinin ise risksiz faiz oranının üzerine dahi çıkamadığı bulgulanmıştır.

Hisse senedi fon grubu dahil hiçbir fon grubu için istatistiksel olarak anlamlı pozitif yönetim performansı ortaya çıkmamıştır. Tekil olarak incelenen 132 emeklilik fonu içinde anlamlı pozitif performans ortaya koyan sadece 3 adet hisse fonu olmuştur. 27 fon için de negatif yönetim performansı anlamlı çıkmıştır. Bu fonlar, 1 esnek, 1 gelir amaçlı esnek, 5 kamu dış borçlanma araçları ve 20 likit fon olarak tesbit edilmiştir.

Sonuç olarak, hisse fon grubu dışında kalan emeklilik yatırım fonu grupları için incelenen dönemde etkin bir portföy yönetimine rastlanmamıştır. Bireysel birikimlerin yatırım fonları üzerinden profesyonel portföy yönetimi hizmeti alabilmesi, kollektif yatırım kuruluşlarının varlık amacıdır. Doğal olarak da amatör yatırımcıların sabit endeksleme yaparak ortaya koyabileceklerinden daha iyi bir performans göstermeleri beklenir. Ancak yapılan araştırmalar, genel olarak emeklilik yatırım fonlarının getirilerinin, basitçe oluşturulmuş, yarı yarıya hisse senedi ve DİBS taşıyan pasif bir sanal portföyün getirisiyle eşit düzeyde performans

sergilediğini ortaya koymaktadır.[6] Türkiye'de faaliyet gösteren emeklilik yatırım fonlarının performansı üzerine yapılan araştırmalarda, incelenen fonların genel olarak piyasa portföyünün ya da kendileri için belirlenen göstergelerin getirisini geçme hedefinde başarılı olamadığı bulgulanmıştır. Dünya üzerinde en büyük yatırım fonu büyüklüğüne sahip ülke olan Amerika Birleşik Devletleri'nde yapılan araştırmalar da aynı yönde sonuçlar vermektedir.[7] Türkiye'de 2013 yılından bu yana yürürlükte olan devlet katkısı uygulamasının bu sıkıntılı durumu perdelediği ortadadır. Bahsedilen araştırmalara ait ayrıntılı bilgiler Ek:11 ve Ek:12'deki tablolarda bulunmaktadır.

Diğer yandan Türkiye'deki emeklilik yatırım fonlarının performansındaki sorunların sebebinin sadece portföy yöneticilerinin becerilerine veya fon kesintisi oranlarına indirgeniyor olması da yanıltıcı olmaktadır. Yatırım fonlarının yüksek reel getiri sağlayabilmesi açısından kilit rol oynayan hisse senedi yatırımlarını arttırabilmesi noktasında portföy yöneticilerinin önünde bir takım engeller bulunmaktadır. Bu engellere 2.4.5.ayrımda kısaca değinilmiştir.

Çalışmanın ilk bölümünde dünyada ve Türkiye'de uygulanan özel emeklilik sistemleri üzerinde durulacaktır. Öncelikle kavramsal boyutta, sosyal tehlikeler ve sosyal güvenlik uygulamaları hakkında açıklamalar yapılacaktır. Özel emekliliğin bir ihtiyaç olarak ortaya çıkması ve dünya ülkeleri arasında yayılma süreci irdelenecektir. İkinci bölümde Türkiye'de özel emekliliğin nasıl uygulandığı açıklanacak, emeklilik yatırım fonları hakkındaki mevzuat ve sayısal veriler üzerinde durulacaktır. Üçüncü bölümde emeklilik yatırım fonlarının performansı sayısal olarak değerlendirilecektir. Öncelikle kullanılan analiz yöntemleri açıklanacak, ardından performans sonuçları tablolar halinde sunulacaktır. Sonuç ve öneriler bölümünde ise önce bulgular değerlendirilecek, ardından uygulamaya yönelik bazı somut öneriler ortaya konacaktır.

---

[6] Umut Gökçen, Atakan Yalçın,**The Case Against Active Pension Funds: Evidence From The Turkish Private Pension System**, March 2014, http://www.ssrn.com, s.1.

[7] Edwin J. Elton, Martin J Gruber, **Mutual Funds**, Social Science Research Network, July 27 2011, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2088418, s.71.

# I.BÖLÜM

# DÜNYADA ÖZEL EMEKLİLİK UYGULAMALARI

Özel emeklilik uygulamaları, sosyal güvenlik sistemlerinin yetersiz kalması sonucu gündeme gelmektedir. Çalışan nüfusun azalması, nüfusun yaşlanması, kayıt dışı istihdam sorunu ve uygulanan etkin olmayan politikalar sebebiyle sosyal güvenlik sistemlerinde aktüeryal açıklar oluşmaktadır. Bu sebeple hükümetler çözüm yolu olarak özel emeklilik sistemlerini devreye sokmaktadır. Bu bölümde öncelikle sosyal güvenlik kavramı ve sosyal tehlikeler üzerinde durulacak, ardından mesleki sandıklar ve özel emeklilik sistemleri hakkında genel bilgiler verilecektir.

## 1.1. Sosyal Güvenlik Kavramı ve Sosyal Tehlikeler

Sosyal güvenlik, bireylerin sosyal tehlikeler sebebiyle kazançlarının kesilmesi ya da önemli ölçüde azalmasının yol açacağı ekonomik sıkıntılara karşı kamusal düzeyde sağlanan koruma, sağlık hizmetleri ve çocuklu aileler için yapılan çocuk yardımlarıdır.[8] Sosyal güvenlik kapsamına alınan sosyal tehlikeler Uluslararası Çalışma Örgütü tarafından şöyle sıralanmıştır; sağlık yardımı, iş kazası, hastalık, ölüm, işsizlik, maluliyet, yaşlılık, analık ve aile yardımları.[9]

Tanımda görüldüğü üzere sosyal güvenlik, vatandaşların gelir düzeyi ne olursa olsun hayat boyunca karşılarına çıkacak sosyal tehlikelere karşı devlet tarafından güvence altına alınması arzusuyla şekillenmiştir. Özellikle 20.yy. boyunca dünya devletlerinin sosyal güvenlik uygulamalarının ve hukuki mevzuatlarının benzer hale getirilmesi ise ILO tarafından oluşturulan sözleşmeler sayesinde olmuştur. ILO tarafından 28.6.1952 tarihinde kabul edilen ''Sosyal Güvenliğin Asgari Standartlarına ilişkin 102 sayılı Sözleşme'', gerikalmış ya da gelişmiş, zengin ya da fakir tüm ülkelerin uygulayabilecekleri en önemli ortak sosyal politika belgesidir.[10] Sözleşme, TBMM tarafından 15.10.1971 yılında kabul edilmiştir.

Ayrıca, bu sözleşmeyi kabul eden bir devletin, yasalarda kendisini ''sosyal devlet'' olarak tanımlayabilmesi için hangi kriterleri yerine getirmesi gerektiği de belirtilmiştir.

---

[8] **Sosyal Güvenlik İşçi Eğitim El Kitabı,** ILO/Türk-İş, Demircioğlu Matbası, Ankara,1995, s.6.
[9] **Social Security (Minimum Standards) Convention No:102,** ILO, 1952,
[10] A. Can Tuncay, **Sosyal Güvenlik Hukuku Dersleri**, 6. Baskı, Beta Yayınları, İstanbul, 1994, s.35.

## 1.2. Sosyal Güvenlik Uygulamaları

Toplumlar yakın tarih boyunca sosyal tehlikeler karşısında kendilerini güvence altına alabilmek için üç çözüm yolu ortaya koymuşlardır ;

### 1.2.1. Dağıtım Sistemleri

Devletler tarafından kurulan, katılımın zorunlu olduğu sosyal güvenlik sistemleridir. Dağıtım sisteminde devlet çalışan her vatandaştan geliri oranında sosyal güvenlik primi alır.

Dünyadaki çoğu sosyal güvenlik sistemi "Pay As You Go" denen bir model üzerinden işlemektedir. Bu modelde, çalışanlardan toplanan primler doğrudan doğruya mevcut emeklilerin hak ve ödenekleri için kullanılır.[11] Bu şekilde toplumun yüksek gelire sahip kesimlerinden düşük gelire sahip kesimlerine kaynak aktarılması, dağıtım sisteminin sosyal güvenlik ve sosyal devlet kavramlarıyla özdeşleşmesine yol açmıştır.[12]

Ülkemizde sırasıyla; Sosyal Sigortalar Kurumu, Emekli Sandığı ve Bağ-Kur'un kurulmasıyla şekillenmiş olan dağıtım sistemi, 2005 ve 2008 yıllarında yapılan değişikliklerle SGK-Sosyal Güvenlik Kurumu çatısı altında bir araya getirilmiştir. Entegrasyon süreci devam etmektedir.

### 1.2.2. Mesleki Sandık Uygulamaları

Mesleki sandık uygulamaları, iş kolu ya da iş yeri sandıkları etrafında şekillenir. Bu sandıklar ülkemizde teavün (yardımlaşma) ve tekaüt (emeklilik) sandıkları olarak varlık bulmuştur. Üyelerine sağlık yardımları, sosyal yardımlar ve emekli maaşı sunan sandıklardır.

Ülkemizdeki örnekleri arasında; 1866 yılında kurulan Askeri Tekaüt Sandığı, T.C. Ziraat Bankası Memurları Tekaüt Sandığı, Merkez Bankası Memurları Tekaüt andığı, Devlet Hava Yolları Umum Müdürlüğü Memur ve Müstahdemleri Tekaüt Sandığı sayılabilir.[13]

---

[11] Orhan Şener, Faruk Akın, **a.g.e.**, s.292.

[12] Çağatay Ergenekon, **Emekliliğin Finansmanı, Global Özel Emeklilik Fonu Uygulamaları Işığında Ülkemiz İçin Öneriler )** Enis Ofset Matbaacılık, 2001, s.6.

[13] Sosyal Güvenlik Kurumu, http://www.sgk.gov.tr/wps/portal/sgk/tr/kurumsal/kurumumuz/tarihce

### 1.2.3. Özel Emeklilik Sistemleri

Özel emeklilik sistemleri, kişilerin emeklilik dönemleri için tasarruf yapmaları amacıyla oluşturulmuş, belirlenmiş katkılara dayanan bireysel emeklilik sistemleridir. Genellikle gönüllü katılıma dayalıdır. Dağıtım sisteminin aksine kişi sadece kendi geleceği için fonlama yapar. Amaç sosyal emekli maaşına ilave olarak ek bir gelir elde edebilmektir.[14]

Tarihsel süreç içinde özel emeklilik uygulamalarına liberal ekonomi politikalarının uygulandığı ülkelerde daha fazla rastlanmaktadır. Sadece 1875-1929 yılları arasında ABD ve Kanada'da 421 özel emeklilik programı kurulduğu bilinmektedir.[15] Ancak özel emeklilik sistemine ilginin asıl yoğunlaşması, birikimlerin eridiği, güvensizliğin ve gelecek kaygılarının arttığı 1929 ekonomik bunalımı sonrasına rastlamaktadır.[16]

Özetlemek gerekirse, devlet tarafından uygulanan dağıtım sisteminde gelir-gider dengesinin bozulması durumunda toplumlarda mesleki sandıkların ve özel emeklilik sistemlerinin devreye girdiği gözlemlenmektedir.

## 1.3. Bir Sosyal Tehlike Olarak ''Yaşlılık'' ve Özel Emeklilik Sistemleri

Özel emeklilik sistemleri devlet tarafından uygulanan dağıtım sistemine alternatif olma amacında değildir. Devletler iş kazasından aile yardımlarına kadar yayılan geniş bir yelpazedeki sosyal tehlikelere çözüm üretmeye çalışırken özel emeklilik sistemleri sadece ''yaşlılık'' döneminin taşıdığı ''finansal'' riskler için sosyal güvenlik sistemine 'tamamlayıcılık'' görevi üstlenir. Dünya genelinde dağıtım sistemlerinin gelir-gider dengesinin bozulması da özel emekliliğin gündeme gelmesini zorunlu kılmıştır.

Özel emeklilik, sosyal tehlikeler içinde yer alan ''yaşlılığın'' getirdiği maddi kayıplarla başa çıkabilmeleri için kişilere ek gelir sunmayı amaçlar. Özel emeklilik

---

[14] Esfender Korkmaz ve diğerleri, **Sosyal Güvenlikte Yeni Yaklaşım: Bireysel Emeklilik,** İstanbul Ticaret Odası,Yayın no:2006 -21, İstanbul, 2007, s.63.
[15] Deniz Derelioğlu, **Türkiye'de Özel Emeklilik Fonu Uygulamaları,**TÜGİAD, İstanbul, 2000, s.18.
[16] Murat Şen, Memiş Tekin, **Özel Emeklilik ve Türkiye için Sistem Önerisi,** TÜGİAD, 2000, s.29.

sistemleri, sosyal güvenlik sisteminden ''sosyal emekli'' olmuş kişilerin uğradıkları gelir kaybını telafi etmeyi hedefler.

Dağıtım sisteminde sorun yaşanmaması ancak aktüeryal dengenin kurulabilmiş olmasıyla sağlanabilir. Sistemin gelir kaynağı çalışanlardan alınan sosyal sigorta primleridir. Bu primlerle emekli maaşları ödenmekte ve genel sağlık sigortası kapsamında verilen hizmetlerin giderleri karşılanmaktadır. Ancak günümüzde dünya ülkelerinin en önemli sorunu sosyal güvenlik sistemlerindeki gelir-gider dengesizliğidir. Bu durum gelişmiş ülkeler açısından özellikle demografik etkenler sebebiyle ortaya çıkarken, gelişmekte olan ya da gelişmemiş ülkelerde öncelikli olarak kayıt dışı istihdam ve uygulanan etkin olmayan politikalardan kaynaklanmaktadır.

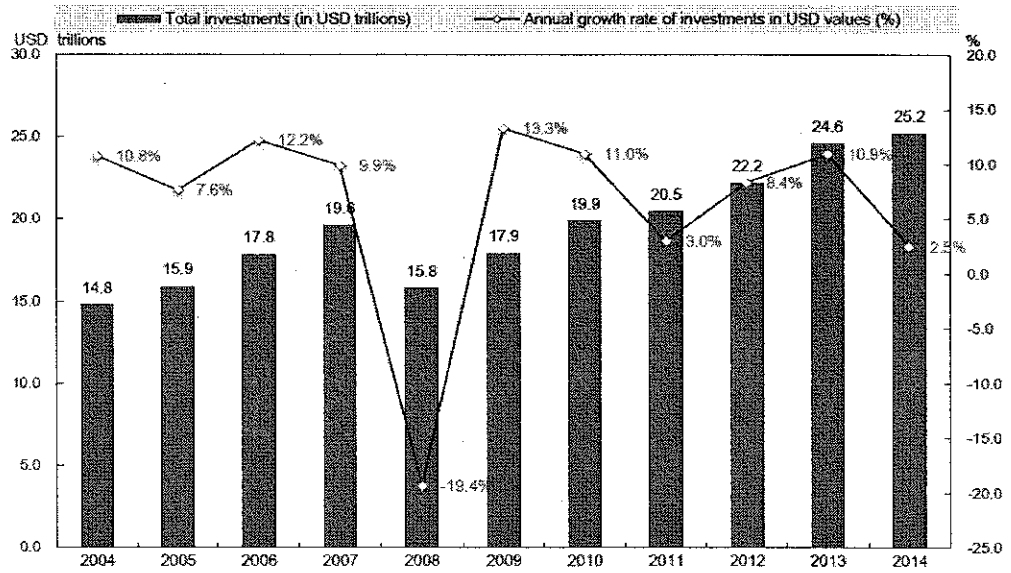
Günümüzde birçok ülkede gerçekleştirilen reformlarla, çalışan aktif nüfustan alınan primlerle yaşlı nüfusun emeklilik maaşlarını karşılama üzerine kurulu dağıtım sistemleri yanında, katılımcıların ödediği katkıların yatırım fonlarında değerlendirildiği ve emekliliği hak ettiğinde katılımcıya maaş ödeme üzerine kurulu özel emeklilik sistemlerinin de var olduğu çok basamaklı sistemlere geçiş yapılmıştır.[17]

## 1.4. Dünyada Özel Emeklilik Fonlarının Büyüklüğü

OECD ülkelerine ait özel emeklilik fonlarının 2004 - 2014 yılları arasındaki yıllık büyüme oranları ve kümülatif büyüklüklerinin seyri Grafik 1.1'de gösterilmiştir;

[17] Ahmet Erol, A.Ercan Yıldırım, **Tüm Yönleriyle Bireysel Emeklilik Sistemi**, Yaklaşım Yayıncılık Ankara, 2004, s.152.

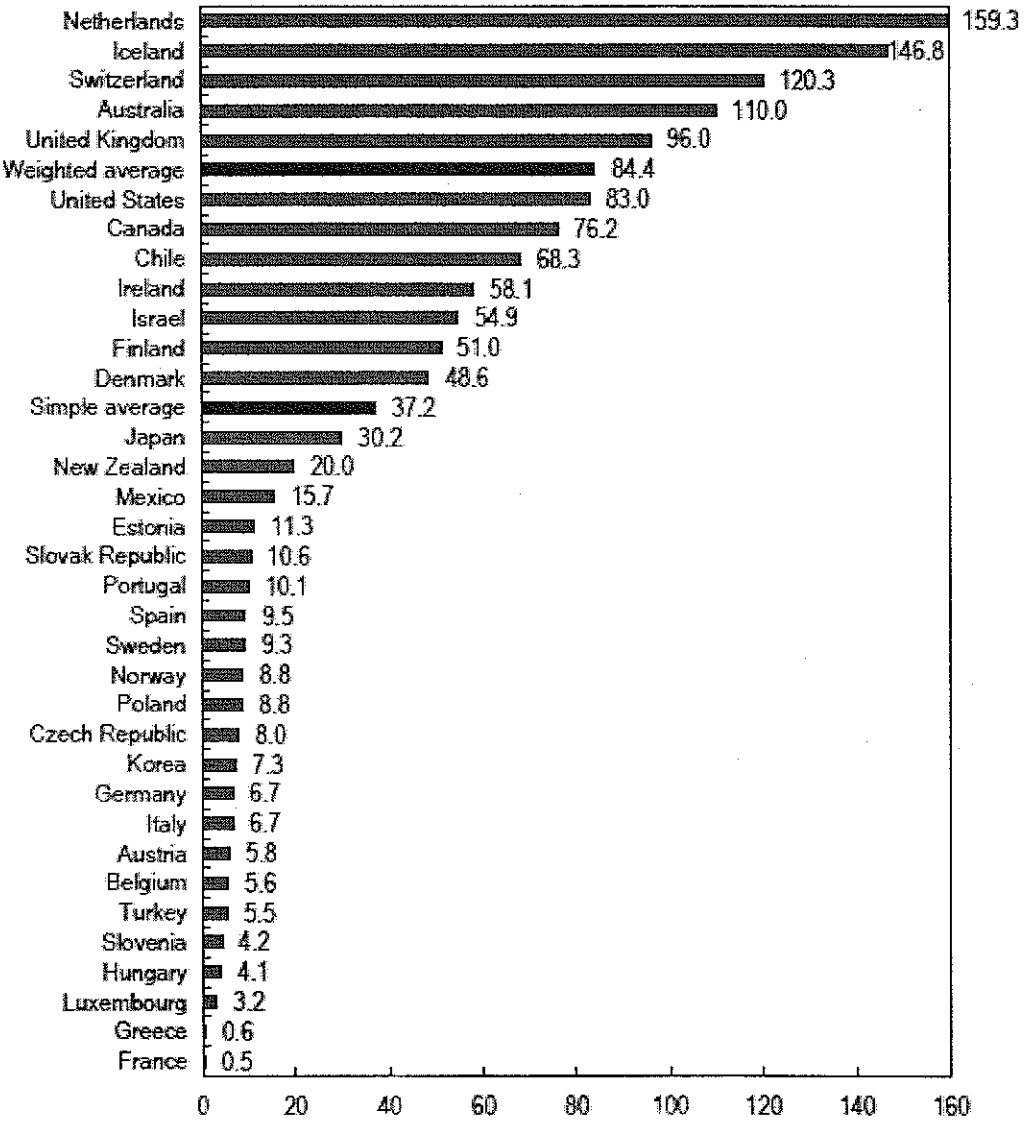
**Grafik 1.1:** OECD Ülkelerinde Özel Emeklilik Fonlarının Büyüklüğü ve Yıllık Büyüme Oranları (2004-2014)




**Kaynak:** OECD Pension Market in Focus, 2015, s.10.

Tablo incelendiğinde, özel emeklilik fonlarının son 10 yılda hızlı bir ivme göstererek 2014 yıl sonu itibariyla 25.2 trilyon dolar büyüklüğe ulaştığı görülmektedir. Özel emeklilik fonlarının OECD ülkelerinin gayrisafi yurtiçi hasılalarına göre oransal büyüklükleri de Grafik 1.2'de gösterilmiştir.

**Grafik 1.2:** OECD Ülkelerinde Özel Emeklilik Fonlarının Gayrisafi Yurtiçi Hasıla'ya Göre Oransal Büyüklükleri, 2014




**Kaynak:** OECD Pension Market in Focus, 2015, s.9.

Gayrisafi yurtiçi hasıla'ya göre oranlara bakıldığında ; basit ortalama %37.2, ağırlıklı ortalama % 84.4 olurken, Türkiye için aynı oran %5.5 olarak gösterilmektedir.

# II. BÖLÜM

# TÜRKİYE'DE UYGULANAN ÖZEL EMEKLİLİK SİSTEMİ VE EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI

Kayıtdışı ekonomik faaliyetler ve özellikle emeklilik yaşı konusunda uygulanan popülist politikalar sosyal güvenlik sistemimizde aktüeryal sorunlar yaşanmasına yol açmıştır. 1969, 1976 ve 1992 yıllarında çıkartılan yasalar sayesinde fiilen, çalışan kadınlar için 38, erkekler için 43 yaşında emekli olma imkanı sunulmuştur. Bu sebeple toplumda çalışmak değil emekli olmak özendirilmiştir. Sorunun çözümüne yönelik olarak 1999 ve 2008 yıllarında emekli olma kriterleri değiştirilmiş, ülkedeki sosyal sigorta sistemi de SGK çatısı altında toplanmıştır. Ayrıca 2001 yılında ''Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu'' ile özel emeklilik sistemi yürürlüğe girmiştir.

## 2.1. Bireysel Emeklilik Sistemi - BES

Özel emeklilik sisteminin oluşturulma amacı kanunun 1.maddesinde şöyle ifade edilmiştir ;

''*Bu kanunun amacı, kamu sosyal güvenlik sisteminin tamamlayıcısı olarak, bireylerin emekliliğe yönelik tasarruflarının yatırıma yönlendirilmesi ile emeklilik döneminde ek bir 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 denetlenmesidir.*'' [18]

Görüldüğü gibi, bireysel emeklilik sistemi hem bireysel, hem de makro ekonomik faydalar gözetmektedir. Özel emeklilik fonlarının büyümesi yoluyla ülke içi tasarrufların arttırılması ve ekonomik kalkınmaya katkıda bulunması hedeflenmektedir.

[18] **4632 Sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu**, 28.03.2001, Resmi Gazete No: 24366

## 2.2. Sistemin İşleyişi

Özel emeklilik faaliyetleri, Hazine Müsteşarlığı'nın düzenleme ve denetimine tabidir. Emeklilik şirketleri ve bireysel emeklilik aracılarının faaliyetlerine dair günlük gözetim, ''Emeklilik Gözetim Merkezi'' tarafından kesintisiz yapılır. Emeklilik şirketleri ve portföy yönetim şirketleri kamu denetimi yanında, iç ve dış denetim yapmak ve yaptırmakla yükümlüdür.

Emeklilik hakkı kazanabilmek için sistemde 10 yıl doldurmak ve 56 yaşı bitirmek esastır. Sistemin işleyişi basitçe şu şekildedir ;

- Katılımcı önce şirketlerin sunduğu ''emeklilik planları''na dahil olur,
- Plan seçimi yapan katılımcı, birikimlerini bu plan kapsamında sunulan emeklilik yatırım fonları arasında seçim yaparak değerlendirir. Ayrıca belirlenmiş limitler dahilinde, plan, fon ve şirket değişikliği yapma hakkını kullanır.

Planlarda katılımcılara, bazı kişisel ve mesleki özelliklerine ya da ödeme güçlerine göre yasada belirtilen limitler dahilinde olmak şartıyla farklı kesinti oranları uygulanabilir. Bazı avantajlar, ek hizmetler verilebilir. Ayrıca iş yeri ya da sektör bazında grup planları oluşturulabilir. Son olarak, işverenlerin de çalışanlarının emeklilik hesaplarına katkıda bulunduğu işveren grup emeklilik sözleşmeleri (İGES) sayesinde toplu katılımlar teşvik edilir.

Emeklilik yatırım fonlarının varlıkları ve fon payları Takasbank güvencesinde saklanır. Takasbank her gün emeklilik şirketlerinin katılımcılar için gerçekleştirdiği fon işlemlerini kontrol eder. Ayrıca katılımcılar, e-Devlet, Takasbank ve MKK-Merkezi Kayıt Sistemi'ne ait internet siteleri üzerinden günün 24 saati hesaplarına erişim ve inceleme olanağına sahiptirler.

Sistemde katılımcının emekli olma şartlarını yerine getirme aşamasında, yatırım fonlarının kazançlarının vergilendirilmesinde ve işverenlerin İGES kapsamında çalışanları için katkı payı ödemeleri aşamasında vergi teşvikleri uygulanır. Belirli limitler dahilinde birikimlerin haczedilmesi engellenmiştir. Ayrıca daha önce açıkladığımız devlet katkısı uygulaması da sisteme katılımın hızlanması için uygulanan en önemli teşviktir.

## 2.3. Emeklilik Şirketleri

Kanun ve ilgili mevzuatta belirtilen hükümlere uygun olarak emeklilik şirketleri ve emeklilik yatırım fonları kurulmuş, ilk katılımcılar 2003 yılında sisteme dahil edilmiştir. 2003 yılında 5 şirketin ruhsat almasıyla başlayan rekabet, 2016 yılında 19 emeklilik şirketi ile sürmektedir. Emeklilik şirketlerinin listesi ve temel verileri aşağıdaki iki tabloda yer almaktadır ;

**Tablo 2.1:** Bireysel Emeklilik Sisteminde Faaliyet Gösteren Şirketler

| Emeklilik Şirketi | Katılımcı Sayısı | Katılımcı Fon Tutarı (TL) * | Devlet Katkısı Fon Tutarı (TL) | Katkı Payı Tutarı (TL) | Emekli ** | Şirkete Ait Fon Adeti *** |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Avivasa | 820.151 | 8.178.027 | 868.602 | 7.007.028 | 5.910 | 23 |
| Anadolu | 1.016.296 | 7.838.556 | 952.964 | 6.721.059 | 7.428 | 24 |
| Garanti | 988.677 | 6.596.423 | 762.434 | 5.594.368 | 2.988 | 21 |
| Allianz Yaşam **** | 688.035 | 6.123.937 | 548.495 | 5.054.486 | 3.738 | 26 |
| Vakıf | 385.158 | 3.132.522 | 327.920 | 2.779.321 | 1.934 | 19 |
| NN | 266.200 | 1.742.349 | 185.946 | 1.472.997 | 1.154 | 9 |
| Allianz | 124.440 | 1.494.821 | 155.537 | 1.250.654 | 1.673 | 15 |
| Halk | 347.578 | 1.346.280 | 197.752 | 1.289.835 | 41 | 11 |
| BNP Paribas Cardif | 181.654 | 1.291.493 | 136.315 | 1.149.637 | 710 | 13 |
| Ziraat | 381.731 | 1.220.449 | 202.998 | 1.145.629 | 154 | 11 |
| Groupama | 69.753 | 802.165 | 66.477 | 650.958 | 1.111 | 12 |
| Metlife | 168.913 | 772.263 | 110.478 | 718.517 | 68 | 10 |
| Asya | 206.095 | 592.239 | 124.088 | 541.386 | 9 | 7 |
| Cigna Finans | 131.567 | 484.331 | 78.026 | 449.771 | 25 | 9 |
| Katılım | 92.662 | 190.150 | 27.948 | 186.686 | 5 | 7 |
| Ergo | 34.259 | 154.770 | 19.142 | 135.240 | 62 | 10 |
| Aegon | 41.383 | 137.996 | 11.421 | 113.183 | 147 | 7 |
| Axa | 26.425 | 126.487 | 24.644 | 123.713 | 12 | 9 |
| Fiba | 5.435 | 50.249 | 5.081 | 49.301 | 4 | 7 |
| Sektör Toplamı | 5.976.412 | 42.275.506 | 4.806.268 | 36.433.768 | 27.173 | 250 |

* Tutarlar 1000 TL

** Emekli sayıları 07.11.2008 tarihinden itibaren yayımlanmaya başlanmıştır.

*** Yatırım fonu adetleri SPK 2015 Kasım Ayı İstatistik Raporu'ndan alınmıştır.

**** Yapı Kredi Emeklilik şirketinin unvanı 03.10.2013 tarihinde Allianz Yaşam ve Emeklilik olarak değişmiştir

**Kaynak** : EGM internet sitesi,
http://web2.egm.org.tr/webegm2/chart/besgosterge/wg_sirketview_tablolu.asp?raportip,18.12.2015

2003 yılından bu yana emeklilik sektöründe yaşanan birleşme ve satın almalar sonucu şirket ünvanlarında bir çok değişiklik olmuştur. Takibin kolaylaşması için bu değişikliklerin listesi aşağıda verilmiştir ;

**Tablo 2.2:** Emeklilik Şirketlerinin Ünvan Değişiklikleri

| Şirket Ünvanı | Yeni Unvan | Ünvan değişikliği tarihi | İlk Veri Yayın Tarihi |
|---|---|---|---|
| ING | NN | 05.02.2015 | |
| Katılım | | | 18.07.2014 |
| Fiba | | | 27.12.2013 |
| Yapı Kredi | Allianz Yaşam | 03.10.2013 | |
| Finans | Cigna Finans | 10.06.2013 | |
| Halk | | | 20.07.2012 |
| Asya | | | 22.06.2012 |
| Deniz | Metlife | 26.03.2012 | |
| Axa | | | 20.01.2012 |
| Ziraat | | | 12.08.2011 |
| Fortis | BNP Paribas Cardif | 18.07.2011 | |
| Ergo İsviçre | Ergo | 26.04.2010 | |
| Deniz | | | 12.11.2009 |
| Başak Groupama | Groupama | 30.09.2009 | |
| Oyak | ING | 27.01.2009 | |
| Ergo İsviçre | | | 12.12.2008 |
| Finans | | | 30.11.2008 |
| Koç Allianz | Allianz | 07.10.2008 | |
| Ankara | Aegon | 26.09.2008 | |
| Ak & Aviva (Birlş.) | Avivasa | 31.10.2007 | |
| Başak | Başak Groupama | 16.04.2007 | |
| Doğan | Fortis | 21.11.2005 | |
| Commercial Union | Aviva | 14.09.2004 | |

Kaynak : EGM internet sitesi - http://www.egm.org.tr/?sid=70

Özellikle Alianz şirketinin Yapı Kredi Emeklilik şirketini satın almasıyla meydana gelen durum ilginçtir. Sistemde aynı şirketten iki tane varmış gibi durmaktadır. Ancak birinin ünvanı Alianz, diğerinin Alianz Yaşam olduğu (eski Yapı Kredi Emeklilik) gözden kaçırılmamalıdır.

## 2.4. Emeklilik Yatırım Fonları

Özel emeklilik sistemi, katılımcıların katkı paylarının emeklilik yatırım fonlarında toplanması ve bu yolla yatırımcılara profesyonel yönetim sağlanması esası üzerine kurulmuştur. Yatırım fonlarının kuruluşu, yönetilmesi ve türlerine ilişkin gerekli bilgiler aşağıda verilmiştir.

### 2.4.1. Fonların Kuruluşu ve Hukuki Yapısı

Bireysel emeklilik sisteminde katılımcıların birikimlerinin değerlendirileceği yatırım fonlarını kurma yetkisi ve sorumluluğu devlet tarafından emeklilik şirketlerine verilmiştir. Emeklilik şirketleri, Sermaye Piyasası Kurulu'ndan (SPK) onay alarak yatırım amaçları farklı bir çok yatırım fonu kurmaktadır (hisse senedi, altın ya da borçlanma araçları fonu gibi). Kurulan fonlar sayesinde yüzbinlerce hatta milyonlarca küçük yatırımcının birikimi bir araya toplanarak ''tekil müşteriler'' haline getirilmektedir. Son olarak emeklilik şirketleri kurulan her fon için portföy yönetim şirketleriyle ayrı ayrı sözleşmeler yaparak profesyonel portföy yönetim hizmeti almakla yükümlüdür. Kanunen yatırım fonundaki birikimlerin emeklilik şirketleri tarafından yönetilmesi yasaktır.

Sermaye Piyasası Kurulu, geniş bir yatırımcı kitlesini ilgilendiren yatırım fonu işlemlerini sıkı bir şekilde düzenleyip denetlemektedir. Özellikle, portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilen fon varlıklarının ''saklamasının ve kontrolünün''de Takasbank tarafından yapılmasını zorunlu tutmaktadır. Bu özellik sayesinde yatırım fonları, diğer yatırım araçlarıyla karşılaştırıldığında daha güvenli bir yatırım seçeneği olarak öne çıkmaktadır.

### 2.4.2. Emeklilik Fonu Portföyünün Yönetiminde Genel Kısıtlamalar

Türkiye'de emeklilik fonu yatırımları finansal araçlar ve menkul kıymetler üzerinedir. Örneğin, portföy yönetim şirketi, bir gayrimenkul alarak emeklilik yatırım fonu varlıklarının arasına koyamaz, ancak gayrimenkule dayalı yatırım araçlarını portföye alabilir. Fonda biriken parayla tek bir ihraççıya ait para ve sermaye piyasası araçlarına yapabilecek yatırım en fazla %10 olabilir, tek bir

bankada mevduata yatırabileceği miktar fondaki paranın %6'sını geçemez. Bu ve bunlara benzer kısıtlamalar SPK tarafından ayrıntılı olarak düzenlenmiştir.

İlgili mevzuatta emeklilik yatırım fonlarının genel olarak yatırım yapabileceği yatırım araçları aşağıdaki şekilde tanımlamıştır [19] ;

*''a) Vadeli mevduat ve katılım hesabı,*

*b) Borçlanma araçları, repo ve ters repo işlemleri ile ortaklık payları,*

*c) Kıymetli madenler, kıymetli madenlere ve gayrimenkule dayalı varlıklar,*

*ç) Türev araç işlemleri ile varantlar,*

*d) Takasbank para piyasası işlemleri,*

*e) Yatırım fonu katılma payları,*

*f) Borsalarda gerçekleştirilen türev araç işlemlerinin nakit teminatları*

*g) Kira sertifikaları,*

*ğ) Kurulca belirlenen diğer yatırım araçları.''*

### 2.4.3. Emeklilik Yatırım Fonu Türleri

Bireysel emeklilik sisteminin işleyişinde ve performansının değerlendirmesinde en çok sıkıntı yaratan nokta yatırım fonu türleri ve sınıflandırması olmaktadır. Bir ''finansal ürün'' olarak emeklilik planlarının ve fonlarının satışını gerçekleştiren lisanslı satıcıların ve görüştükleri katılımcıların finansal bilgi seviyelerinin düşük olmasının yanında, fon türleri ve sınıflandırmasının da karışık olması, sistemin büyümesini ve amacına uygun işlemesini olumsuz yönde etkilemektedir.

Araştırmanın yürütüldüğü dönemde ve 2016 yılının sonuna kadar resmi olarak geçerli olan fon türleri aşağıdaki gibidir ;

- Gelir Amaçlı Fon
- Büyüme Amaçlı Fon

[19] **Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik** SPK , 13/3/2013, Resmi Gazete No: 28586.

- Para Piyasası Fonu
- Kıymetli Maden Fonları
- İhtisaslaşmış Fonlar
- Fon Sepeti Fonu
- Katkı Fonu
- Diğer Fonlar
- Dengeli Fon
- Esnek Fon
- Katılım Fonları / Alternatif Kazanç Fonları
- Standart Fon

Yukarıda sayılan fon türlerinin ilgili yönetmelikteki tanımları da aşağıdaki gibidir;

**Gelir Amaçlı Fonlar:** Gelir amaçlı fonların yatırım stratejisi, faiz, temettü ve kira sertifikası geliri elde etmektir. Bu gelirleri sağlayan varlıklara yatırım yapılır. Kamu ve özel sektör borçlanma araçları fonları, karma fonlar, esnek fonlar, hisse fonları, gelir amaçlı olarak kurulabilir

**Büyüme Amaçlı Fonlar:** Büyüme amaçlı fonların yatırım stratejisi, yatırım yapılan varlıklar üzerinden sermaye kazancı elde etmektir. Fona alınan varlıkların yatırım yapılan süre içinde değer artış kazancı sağlaması beklenir. Karma fonlar, hisse fonları ve esnek fonlar büyüme amaçlı olarak kurulabilir.

**Para Piyasası Fonları :** Para piyasası fonlarının portföyünde sürekli olarak, vadesine en fazla 184 gün kalmış, yüksek likiditeye sahip para ve sermaye piyasası araçları bulunur. Fon portföyünün ağırlıklı ortalama vadesi 45 günü geçemez. Esnek, kamu ve özel olmak üzere üç değişik şekilde kurulabilir.

**Kıymetli Maden Fonları :** Kıymetli maden fonları portföyünün en az %80'ini altın, diğer kıymetli madenler ya da türevlerine yapılan yatırımlar oluşturur. Diğer yandan, örneğin sadece altına yatırım yapmak hedeflendiğinde fonun ünvanı ''Altın Fonu'' olarak da seçilebilir.

**İhtisaslaşmış Fonlar :** Bu gruba dahil yatırım fonlarının yatırım stretejisi, seçilen sektör ya da endeks kapsamındaki şirketlere yatırım yapmaktır. Örneğin;

teknoloji sektörü şirketlerine, enerji sektörü şirketlerine yatırım yapan fonlar, BİST-30 Endeks hisselerine yatırım yapan fonlar gibi.

**Fon Sepeti Fonu :** Fonun yatırım stretejisi, diğer yatırım fonlarına ya da borsa yatırım fonlarına sürekli olarak en az %80 oranında yatırım yapmaktır.

**Katkı Fonu:** Katkı payı ödeyen katılımcılar, hesaplarına geçen devlet katkılarını istedikleri yatırım fonunda değerlendiremezler. Emeklilik şirketleri, devlet katkılarının yatırıma yönlendirilmesi amacıyla devlet katkısı fonu kurmak ve katılımcıların hesabına geçen devlet katkılarını bu fonda değerlendirmekten sorumludur. Devlet katkısı fonunun yatırım stratejisi, Hazine Müsteşarlığı'nın ihraç ettiği Türk Lirası cinsinden borçlanma araçlarına, kira sertifikalarına veya gelir ortaklığı senetlerine en az % 75 oranında yatırım yapmaktır.

**Diğer Fonlar:** Yukarıda açıklanan fon türlerinden olmayan fonlardır.

**Dengeli Fon :** Fonun yatırım stratejisi, faiz, kira sertifikası, temettü geliri ve sermaye kazancı elde etmektir. Fon portföyüne hisse senetleri , kira sertifikaları ve borçlanma araçları alınabilir.

**Esnek Fon:** Fon portföyüne piyasa koşulları gözetilerek 2.4.2.ayrımda belirtilmiş olan yerli ve yabancı yatırım araçlarının tümü alınabilir. Fonun yatırım stratejisi, faiz, kira sertifikası, temettü geliri ve sermaye kazancı elde etmektir. Esnek fonlar için varlık dağılımı önceden belirlenemez.

**Katılım Fonları veya Alternatif Fonlar:** Fonun yatırım stratejisi gereği, kira sertifikaları, faiz getirisi olmayan borçlanma araçları, katılım endeksine dahil hisse senetleri, katılım hesapları ve faizle ilişkisi olmayan diğer yatırım araçlarına yatırım yapılabilir.

**Standart Fon:** Katılımcılar fon tercihinde bulunmazlarsa katkı payları standart fonlarda değerlendirilir. Yatırım stratejisi, Hazine Müsteşarlığı'nın ihraç ettiği Türk Lirası cinsinden borçlanma araçlarına, kira sertifikalarına veya gelir ortaklığı senetlerine en az % 60 oranında yatırım yapmaktır.

### 2.4.5. Emeklilik Yatırım Fonları Hakkında Yeni Düzenlemeler

Bu çalışmanın yapılması esnasında SPK tarafından emeklilik yatırım fonu türleri hakkında yeni düzenlemeler yapılmıştır.[20] SPK, bu düzenlemelere uyum sağlamaları için emeklilik şirketlerine 2017 başına kadar süre tanımış olmakla beraber yeni başvurular için son getirilen kuralların geçerli olacağını bildirmiştir.

2017'den itibaren yeni düzenlemelere tabi olacak emeklilik yatırım fonları hakkında görülecek en önemli değişiklik gelir ve büyüme amaçlı (GA-BA) fon ayrımının tümüyle ortadan kalkması olacaktır. Araştırma kapsamındaki fon grupları ve mevzuat değişikliği sonrası yeni tanımları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir;

**Tablo 2.3:** Emeklilik Yatırım Fonları Hakkında Yeni Düzenlemeler

| **Analiz Kapsamında İncelenen Fon Grubu Tanımları** | **2017 Yılından Sonra Kullanılacak Yeni Tanımlar** |
|---|---|
| Hisse Fonları (GA - BA) | Aynı (GA-BA tanımları kalkacaktır) |
| Kamu Borçlanma Araçları Fonları (GA) | Aynı (GA tanımı kalkacaktır) |
| Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonları | Kamu Borçlanma Araçları (Döviz) Fonları |
| Standart Fonlar | Aynı |
| Likit Fonlar (Para Piyasası Fonları) | Para Piyasası Fonları |
| Esnek Fonlar :<br>1. Esnek Fonlar<br>2. Büyüme Amaçlı Esnek Fonlar<br>3. Gelir Amaçlı Esnek Fonlar | Değişken Fonlar :<br>1. Muhafazakar,Temkinli<br>2. Dengeli<br>3. Dinamik, Büyüme, Atak<br>4. Agresif |

Yeni düzenlemeler sayesinde, esnek fonlarla ilgili uygulamada görülen çelişkili durumların -yeni adıyla- değişken fonlar için sona ermesi beklenmektedir.

[20] **Emeklilik Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber,** SPK, 07.03.2016, s.5.

Diğer yandan, emeklilik şirketleri ve bireysel emeklilik aracıları tarafından yatırım fonlarının katılımcılara tanıtımı yapılırken yaşanan sıkıntılar devam etmektedir. Getirilen yeni düzenlemeler yatırım fonlarının sınıflandırmasıyla ilgili önemli çözümler sunacak olsa da, bu çalışma kapsamında varılan sonuçlar ve öneriler açısından değişen bir durum olmamıştır.

### 2.4.4. Emeklilik Yatırım Fonlarına Ait Genel Büyüklükler

Eylül 2015 itibarıyla bireysel emeklilik sisteminde faaliyet gösteren 19 emeklilik şirketi ve 246 yatırım fonu bulunmaktadır. Ayrıntılar aşağıdaki tablodadır;

**Tablo 2.4:** Emeklilik Yatırım Fonlarına Ait Genel Büyüklükler

| Araştırma Kapsamı | 1 - NORMAL EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI | Toplam | Dağılım | | | | Portföy Değeri (TL) ** | Pay |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | Gelir Amaçlı | Büyüme Amaçlı | Esnek* | Diğer | | |
| | **Esnek** | **66** | **10** | **16** | **40** | | **11.979.911.532** | **27,4%** |
| | **Kamu Borçlanma Araçları** | **27** | **27** | | | | **12.897.989.023** | **29,5%** |
| | **Likit (Para Piyasası)** | **23** | | | | **23** | **4.388.334.751** | **10,1%** |
| | **Hisse** | **23** | **1** | **22** | | | **2.322.463.574** | **5,3%** |
| | **Kamu Dış Borçlanma Araçları** | **22** | **22** | | | | **2.833.503.168** | **6,5%** |
| | **Standart** | **17** | **17** | | | | **2.594.903.625** | **5,9%** |
| | **Katkı** | **17** | | | | **17** | **3.951.227.746** | **9,1%** |
| | **Kıymetli Maden Fonu** | **10** | | | | **10** | **493.800.809** | **1,1%** |
| | **Karma** | **3** | **2** | **1** | | | **385.850.542** | **0,9%** |
| | **Dengeli** | **2** | | | | **2** | **111.982.973** | **0,3%** |
| | **Özel Sektör Borçlanma Araçları** | **2** | | | | **2** | **72.330.337** | **0,2%** |
| | **Endeks Fon** | **2** | | | | **2** | **136.649.773** | **0,3%** |
| | **Fon Sepeti Fonu** | **1** | | | | **1** | **627.822** | **0,0%** |
| | **Toplam** | **215** | **79** | **39** | **31** | **57** | **42.169.575.677** | **96,6%** |

| 2 - ALTERNATİF EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI | Toplam | Dağılım | | | | Portföy Değeri (TL) ** | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | Gelir Amaçlı | Büyüme Amaçlı | Esnek | Diğer | | |
| **Esnek** | **11** | **1** | **5** | **5** | | **859.859.985** | **2,0%** |
| **Katkı** | **9** | | | | **9** | **251.191.669** | **0,6%** |
| **Standart** | **6** | **6** | | | | **256.693.056** | **0,6%** |
| **Hisse** | **3** | | **3** | | | **81.450.464** | **0,2%** |
| **Kıymetli Maden Fonu** | **2** | | | | **2** | **29.324.525** | **0,1%** |
| **Kamu Borçlanma Araçları** | | | | | | | |
| **Likit (Para Piyasası)** | | | | | | | |
| **Kamu Dış Borçlanma Araçları** | | | | | | | |
| **Karma** | | | | | | | |
| **Dengeli** | | | | | | | |
| **Özel Sektör Borçlanma Araçları** | | | | | | | |
| **Endeks Fon** | | | | | | | |
| **Fon Sepeti Fonu** | | | | | | | |
| **Toplam** | **31** | **7** | **8** | **5** | **11** | **1.478.519.698** | **3,4%** |

| | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Genel Toplam ( 1+2 )** | **246** | **86** | **47** | **36** | **68** | **43.648.095.375** | **100%** |

* Esnek fonlar içinden 9'u, sürekli bilgilendirme formlarında değişen asgari oranlarda "yabancı menkul kıymetlere" yatırım yaptıklarını ilan etmektedir.

** Portföy değerleri 14.09.2015 tarihine aittir. Veriler Finnet A.Ş.'nin ( Resmi veri sağlayıcı şirket ) Finnet Analiz programından alınmıştır

Fon türleri için ilgili mevzuat ve SPK 04.2015 aylık istatistik bültenindeki sınıflandırma temel alınmıştır.

Tabloda görüldüğü üzere, yatırım fonu portföy değerleri toplamının %96,6'lık bölümü normal fonlar içinde toplanmaktadır. Faiz getirisi içermeyen fonlar %3,4 paya sahiptir. 246 fon içinde adet olarak en büyük grubu 77 fon ile esnek

fonlar oluşturmaktadır. Birikimlerin en fazla yoğunlaştığı fon grubu ise %29,5 pay ile kamu borçlanma araçları fon grubudur.

### 2.4.5. Emeklilik Yatırım Fonlarının Portföy Dağılımları

Emeklilik yatırım fonları, fonlarla ilgili kural ve kısıtlamaların açıklandığı 2.4.2.ayrımda belirtilen, değişik risk düzeylerindeki bir çok yatırım aracına yatırım yapabilir. Eylül 2015 itibarıyla toplam portföy büyüklüğü 43,6 milyar TL seviyesinde bulunan emeklilik yatırım fonlarının genel portföy dağılımı aşağıdaki gibidir ;

**Tablo 2.5. Emeklilik Yatırım Fonlarının Genel Portföy Dağılımı**

| **Yatırım Aracı** | **%** |
|---|---|
| Kamu Borçlanma Araçları | 49,4 |
| Hisse Senedi | 12,2 |
| Diğer | 10,9 |
| Özel Sektör Borçlanma Aracı | 9,8 |
| Ters Repo İşlemleri | 7,8 |
| Yabancı Menkul Kıymetler | 7,5 |
| Borsa Para Piyasası | 2,3 |
| Toplam | 100 |

**Kaynak** : SPK / 09.2015 Aylık İstatistik Bülteni,
http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx?submenuheader=-1,sekme:IV-2-2.

Emeklilik yatırım fonları %49,4 oranında kamu borçlanma araçlarına yatırım yaparken hisse senedi yatırımların %12,2'de kaldığı görülmektedir.Kamu borçlanma araçlarına yapılan yatırımın fon grupları düzeyindeki dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir ;

**Tablo 2.6:** Emeklilik Yatırım Fonlarının KBA-Kamu Borçlanma Araçları Yatırımları

| Araştırma Kapsamı | 1 - NORMAL EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI | KBA Yatırımı | Alt Gruplarda KBA Yatırımı: Gelir Amaçlı | Büyüme Amaçlı | Esnek | KBA Yatırım Değeri (TL) | Portföy Değeri (TL) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Esnek | 38,5% | 4,0% | 29,5% | 22,1% | 4.607.205.213 | 11.979.911.532 |
| | Kamu Borçlanma Araçları | 76,4% | | | | 9.858.524.718 | 12.897.989.023 |
| | Likit (Para Piyasası) | 13,3% | | | | 581.557.079 | 4.388.334.751 |
| | Hisse | 1,3% | | | | 30.881.478 | 2.322.463.574 |
| | Kamu Dış Borçlanma Araçları | 1,7% | | | | 48.991.414 | 2.833.503.168 |
| | Standart | 78,7% | | | | 2.041.715.212 | 2.594.903.625 |
| | Katkı | 82,9% | | | | 3.274.170.316 | 3.951.227.746 |
| | Kıymetli Maden Fonu | 0,6% | | | | 2.856.837 | 493.800.809 |
| | Karma | 29,2% | | | | 112.805.081 | 385.850.542 |
| | Dengeli | 40,0% | | | | 44.822.834 | 111.982.973 |
| | Özel Sektör Borçlanma Araçları | 9,6% | | | | 6.954.010 | 72.330.337 |
| | Endeks Fon | | | | | | 136.649.773 |
| | Fon Sepeti Fonu | | | | | | 627.822 |
| | | 48,9% | | | | 20.610.484.193 | 42.169.575.677 |

| 2 - ALTERNATİF EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI | KBA Yatırımı | Alt Gruplarda KBA Yatırımı: Gelir Amaçlı | Büyüme Amaçlı | Esnek | KBA Yatırım Değeri (TL) | Portföy Değeri (TL) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Esnek | 60,3% | 27,9% | 32,6% | 14,5% | 518.187.067 | 859.859.985 |
| Katkı | 89,9% | | | | 225.702.668 | 251.191.669 |
| Standart | 79,5% | | | | 204.078.155 | 256.693.056 |
| Hisse | 1,1% | | | | 926.374 | 81.450.464 |
| Kıymetli Maden Fonu | | | | | | 29.324.525 |
| Kamu Borçlanma Araçları | | | | | | |
| Likit (Para Piyasası) | | | | | | |
| Kamu Dış Borçlanma Araçları | | | | | | |
| Karma | | | | | | |
| Dengeli | | | | | | |
| Özel Sektör Borçlanma Araçları | | | | | | |
| Endeks Fon | | | | | | |
| Fon Sepeti Fonu | | | | | | |
| | 64,2% | | | | 948.894.264 | 1.478.519.698 |

| Genel KBA Yatırım Oranı | 49,4% | | | | 21.559.378.457 | 43.648.095.375 |
|---|---|---|---|---|---|---|

**Kaynak** : Finnet A.Ş. ( Resmi veri sağlayıcı şirket ) Finnet Analiz programı. 14.09.2015

Kamu borçlanma araçlarına en fazla yatırım yapan fon gruplarının; katkı fonları, standart fonlar ve kamu borçlanma araçları fonları olduğu görülmektedir. Mevzuat gereği katkı fonlarının en az %75 standart fonların en az %60 oranında Hazine Müsteşarlığı'nın ihraç ettiği Türk Lirası cinsinden borçlanma araçlarına, kira sertifikalarına veya gelir ortaklığı senetlerine yatırım yapma zorunluğu bulunmaktadır.

Hisse senetlerine yapılan yatırımın fon grupları düzeyindeki dağılımı da aşağıdaki tabloda bulunmaktadır ;

**Tablo 2.7:** Emeklilik Yatırım Fonlarının Hisse Senedi Yatırımları

| | | | Alt Gruplarda Hisse Senedi Yatırımı | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1 - NORMAL EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI | Hisse Senedi Yatırımı | Gelir Amaçlı | Büyüme Amaçlı | Esnek | Hisse Senedi Yatırım Değeri (TL) | Portföy Değeri (TL) |
| Araştırma Kapsamı | Esnek | 20,1% | 4,0% | 29,5% | 22,1% | 2.410.449.720 | 11.979.911.532 |
| | Kamu Borçlanma Araçları | 0,02% | | | | 2.707.984 | 12.897.989.023 |
| | Likit (Para Piyasası) | | | | | | 4.388.334.751 |
| | Hisse | 90,0% | | | | 2.089.447.642 | 2.322.463.574 |
| | Kamu Dış Borçlanma Araçları | | | | | | 2.833.503.168 |
| | Standart | 3,7% | | | | 96.683.036 | 2.594.903.625 |
| | Katkı | 4,7% | | | | 187.014.129 | 3.951.227.746 |
| | Kıymetli Maden Fonu | 0,6% | | | | 2.856.837 | 493.800.809 |
| | Karma | 22,4% | | | | 86.322.074 | 385.850.542 |
| | Dengeli | 28,1% | | | | 31.514.735 | 111.982.973 |
| | Özel Sektör Borçlanma Araçları | | | | | | 72.330.337 |
| | Endeks Fon | 84,8% | | | | 115.870.516 | 136.649.773 |
| | Fon Sepeti Fonu | | | | | | 627.822 |
| | | 11,9% | | | | 5.022.866.672 | 42.169.575.677 |

| | Alt Gruplarda Hisse Senedi Yatırımı | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2 - ALTERNATİF EMEKLİLİK YATIRIM FONLARI | Hisse Senedi Yatırımı | Gelir Amaçlı | Büyüme Amaçlı | Esnek | Hisse Senedi Yatırım Değeri (TL) | Portföy Değeri (TL) |
| Esnek | 23,4% | 27,9% | 32,6% | 14,5% | 201.391.515 | 859.859.985 |
| Katkı | 3,2% | | | | 7.916.308 | 251.191.669 |
| Standart | 0,2% | | | | 563.078 | 256.693.056 |
| Hisse | 91,9% | | | | 74.847.229 | 81.450.464 |
| Kıymetli Maden Fonu | 1,8% | | | | 519.649 | 29.324.525 |
| Kamu Borçlanma Araçları | | | | | | |
| Likit (Para Piyasası) | | | | | | |
| Kamu Dış Borçlanma Araçları | | | | | | |
| Karma | | | | | | |
| Dengeli | | | | | | |
| Özel Sektör Borçlanma Araçları | | | | | | |
| Endeks Fon | | | | | | |
| Fon Sepeti Fonu | | | | | | |
| | 19,3% | | | | 285.237.777 | 1.478.519.698 |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Genel Hisse Senedi Yatırım Oranı | 12,2% | | | | 5.308.104.450 | 43.648.095.375 |

**Kaynak** : Finnet A.Ş. ( Resmi veri sağlayıcı şirket ) Finnet Analiz programı. 14.09.2015

Hisse fon grubunun hisse senedi yatırım oranının %90 seviyesinde olması normaldir. Buna karşılık 12,9 milyar TL büyüklüğe sahip esnek fon grubunun hisse

senedi yatırımları %20 seviyesindedir. Bilindiği üzere yatırım fonlarının yüksek reel getiri sağlayabilmesi açısından hisse senedi yatırımları kilit rol oynamaktadır. Bir karşılaştırma ölçütü olmamasına ve ''büyüme amaçlı'' gibi iddialı ibareler taşımalarına rağmen esnek fonların hisse senedi yatırımına uzak durmasının sebeplerine aşağıda kısaca değinilmiştir.

Bireysel olarak bakıldığında Türkiye'de hisse senedi yatırımı yapmak yaygın bir alışkanlık değildir. Portföyünde 50.000 TL üzerinde hisse senedi bulunduran yatırımcı sayısı 80.000 kişi civarındadır.[21] Yerli yatırımcıların hisse senedi yatırım süresi de ortalama 33 gün olarak gerçekleşmektedir. Ülkemizde bir portföy yöneticisini hisse senedi yatırımı yapmadığı için sorgulayacak yatırımcı sayısı azdır.

Türk şirketleri halka açılma yoluyla doğrudan finansman sağlamayı tercih etmediği gibi son yıllarda bir çok büyük şirketin borsadan ayrıldığı da görülmektedir. 2015 yıl sonu itibarıyla endeks kapsamında sadece 308 borsa şirketi bulunmaktadır. Borsa İstanbul ikincil pay piyasasında alınıp satılan hisse senetlerinin piyasa değeri 2015 sonu itibarıyla 76 milyar dolar civarındadır. Bu miktarın 57 milyar dolarlık kısmı fiili olarak dolaşımdadır. [22] Yabancı yatırımcıların bu pastadaki payı da % 60-65 arasında seyretmektedir. Kısaca Türkiye'de hisse senedi piyasası derin değildir.

Diğer yandan portföy yönetimi ile ilgili mevzuat, hisse senedi yatırımı yapan portföy yöneticilerini piyasa değeri ve likiditesi yüksek şirketlere yönlendirmektedir. Bu sebeple hisse yatırımlarında seçenek iyice azalmaktadır. Hisse senedi seçiminde genellikle BİST-30 endeksine dahil şirketler tercih edilmektedir.

Gelişmiş ülkelerde yatırımcılar için önemli bir getiri kaynağı olan temettü verimliliği de Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler için sembolik düzeydedir. Halka açık bütün şirketler baz alındığında ortaya çıkan temettü verimlilik oranı 5 Mart 2014 itibarıyla ortalama % 2,20 seviyesindedir. Yatırımcısına enflasyon oranı üzerinde temettü verimi sağlayan şirket sayısı yıllardır 10-15 adeti geçmemektedir. [23]

---

[21] **Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2014,** Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/3-yatirimci_analizi2014.pdf, s.45.

[22] **Borsa Trendleri Raporu**,TÜYİD-Yatırımcı İlişkileri Derneği ve MKK-Merkezi Kayıt Kuruluşu, Ocak 2016, https://www.mkk.com.tr/tr/content/Bilgi-Merkezi/Borsa-Trendleri-Raporu, s.5.

[23] Arif Ünver, **Fiyat kazanç mı temettü verimliliği mi?,** 10 Mart 2014, www.borsagundem.com,

Sonuç olarak, emeklilik yatırım fonlarında biriken tasarrufların hisse senetleri yerine ağırlıklı olarak faize dayalı yatırım araçlarında değerlendiriliyor olmasında portföy yöneticilerinin devlet katkısı varken risk almayı gereksiz görmesi yanında yukarıda sayılan sebepler de etkili olmaktadır.

# III. BÖLÜM

# EMEKLİLİK YATIRIM FONLARININ PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ

Performans değerlendirmesi yapılırken sadece ilgili dönemdeki mutlak getirilere bakmak yeterli olmayacaktır. Aktif olarak yönetilen bir portföyün gerçek performansını ortaya koyabilmek için karşılaştırmalı analizler yapılmalıdır. Örneğin ağırlıklı olarak hisse senedi yatırımı yaptığı bilinen bir portföyün getirisini değerlendirebilmek için yatırım amacına uygun bir gösterge ile karşılaştırılması gereklidir. Bu gösterge, portföyün yatırım amacını yansıtan bir borsa endeksi olabilir. Alternatif olarak risk unsuru da ölçümlere katıldığında, benzer portföylerle ve değişik risk seviyeleri içeren bir çok gösterge ile karşılaştırma yapma imkanı da doğmaktadır.[24]

Bu bağlamda önce seçilen emeklilik yatırım fonlarının mutlak ve riske göre düzeltilmiş performansları ölçülmüştür. Çıkan sonuçlar, yatırım amaçlarına uygun olarak seçilen ya da oluşturulan göstergeler, aynı gruptaki fonlar ve risksiz faiz oranıyla karşılaştırılmıştır.

Bu bölümde öncelikle incelenen yatırım fonları için direkt alınan ya da oluşturulan göstergeler hakkında bilgiler verilecektir. Ardından risk konusu ve çalışma kapsamında kullanılan, performansı alınan riske göre düzelten değerlendirme yöntemleri açıklanacaktır.

## 3.1. Performans Karşılaştırmasında Kullanılan Göstergeler

Her fon grubu için, ünvanları ve yatırım amaçlarına uygun olduğu varsayılan göstergeler saptanmış ve saptanan göstergelerin gerçekçi olmasına dikkat edilmiştir. Bileşim içeren göstergelerde hisse senedi ve sabit getirili yatırım araçlarına olan yatırım oranları belirlenirken asgari sayılabilecek düzeyde hisse senedi yatırım oranı gözetilmiştir. Örneğin, hiçbir karşılaştırma ölçütü olmayan ve ünvanı sebebiyle agresif yönetilmesi gerektiği düşünülen ''büyüme amaçlı esnek'' fonlar için % 50 BİST100 Endeksi + %50 BİST-DİBS Performans Endeksi bileşimi, yine

[24] Gordon Alexander, William Sharpe, Jeffrey Bailey, **Fundamental of Investments,** Prentice Hall, 1993, s.491.

karşılaştırma ölçütü olmayan ve bu sayede gerektiğinde %100 risk alması dahi mümkün olan ''esnek fon'' grubu için de % 20 BİST100 Endeksi + %80 BİST-DİBS Performans Endeksi bileşimi gösterge olarak seçilmiştir. Gelir amaçlı esnek fon için, neredeyse esnek ibaresi görmezden gelinerek normal bir kamu borçlanma araçları fonu göstergesi olan BİST- DİBS Performans Endeksi gösterge olarak kullanılmıştır.

**Tablo 3.1:** İncelenen Emeklilik Yatırım Fonları İçin Kullanılan Göstergeler

| **Fon Grubu** | **Gösterge** |
|---|---|
| Hisse Fon | BİST 100 Endeksi |
| Kamu Borçlanma Araçları Fonu ( GA ) | BİST DİBS Performans Endeksi (12-15 Aylık Ort.) |
| Standart Fon ( GA) | BİST DİBS Performans Endeksi (12-15 Aylık Ort.) |
| Esnek Fon - 1 ( Esnek ) | %20 BİST 100 Endeksi + %80 DİBS Perf.Endeksi |
| Esnek Fon - 2 ( BA ) | %50 BİST 100 Endeksi + %50 DİBS Perf.Endeksi |
| Esnek Fon - 3 ( GA) | BİST DİBS Performans Endeksi (12-15 Aylık Ort.) |
| Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonu ( GA ) | KYD Eurobond USD/TRY Endeksi |
| Likit Fon Grubu | Repo O/N - Risksiz Faiz Oranı RF |

## 3.2. Risk Kavramı ve Riskin Ölçülmesi

Yatırımcının fayda fonksiyonu, beklenen getiri ve risk arasındaki ilişkiden oluşmaktadır. Tanımdaki risk belirsizlik demek değildir. Risk, yatırımdan beklenen getiri oranını elde edememe olasılığı olarak ifade edilebilir. Yatırım yapıldığında girilen mübadele, risk ve gerçekleşmiş getiri arasında değil, risk ve beklenen getiri arasındadır. [25]

Yatırım portföyleri için iki tür risk mevcuttur; ilki portföyün piyasa riski ya da sistematik risk olarak ifade edilir, portföyün betası ile ölçülür. Diğeri portföyün toplam riskidir ve portföyün standart sapmasıyla ifade edilir.[26] Toplam risk çeşitlendirme yoluyla azaltılabilir hatta sıfırlanabilirken sistematik risk için böyle bir ihtimal yoktur.

[25] John C.Hull, **Risk Management and Financial Institutions,** Wiley Finance, 2015, s.2.
[26] Gordon Alexander, William Sharpe, Jeffrey Bailey, **Fundamental of Investments,** Prentice Hall, 1993, s.494.

Varyans, getirilerin aritmetik ortalama etrafındaki dağılımları hesaplanarak bulunan bir risk ölçüsüdür. Varyansın artması beklenen getiriden sapma olasılığının ve dolayısıyla riskin de arttığını işaret eder.[27] Standart sapma varyansın karekköküdür.

Standart sapma formülü aşağıdaki gibidir ;

$$\sigma = \sqrt{\sum (r_t - \overline{r_a})^2 / (T-1)}$$

Formülde ;

$\sigma$ = standart sapmayı,

T = standart sapmanın hesaplandığı dönemdeki ay sayısını,

$r_t$ = fonun aylık getirisini

$\overline{r_a}$ = fonun aritmetik ortalama getirisini ifade eder.

## 3.3. Riske Göre Düzeltilmiş Performans Değerlendirme Yöntemleri

Riske göre düzeltilmiş performans değerlemesi yapılırken iki yaklaşım kullanılmaktadır. Birincisi, birim risk başına getiriyi dikkate alan yaklaşımdır. Getiri ile risk arasında doğru orantı olması beklenir. Fazladan alınan bir birim riske karşılık elde edilen ek getiri, "risk primi" olarak tanımlanır. Yüksek oranlar performansın iyi olduğunu gösterir. Çalışma kapsamında bu yaklaşımı içeren, Sharpe Oranı, $M^2$ Performans Ölçütü ve Treynor oranı kullanılmıştır. İkinci yaklaşım ise farksal getiriyi inceler. Jensen Alfa oranı ile ifade edilen bu performans değerleme yöntemiyle portföy yöneticilerinin etkin bir portföy yönetimi sergileyip sergilemedikleri araştırılır. Yüksek oranlar olumlu değerlendirilir. Çalışma kapsamında bu yaklaşımı içeren Jensen Alfa Ölçütü ve Değerleme Oranı kullanılmıştır. Bahsedilen yöntemler aşağıda sırasıyla açıklanacaktır.

[27] Frank Reilly, Keith Brown, **Investment Analysis and Portfolio Management,** The Dryden Press, 1997, s.14.

### 3.3.1. Sharpe Oranı

Sharpe oranı, portföy riski olarak standart sapmayı esas alır. Bu oran, yatırımcıların toplam riske karşılık, risksiz faiz üzerinde talep ettikleri ek getiriyi ifade eder. Yükselen getiri ya da azalan standart sapma olumlu etki eder ve Sharpe oranı artar. Sharpe oranının yüksek çıkması portföyün olumlu performans gösterdiği anlamına gelir.[28]

Sharpe oranı aşağıdaki formülle bulunur ;

$$\text{Sharpe} = \frac{\bar{r}_a - \bar{r}_f}{\sigma_a}$$

Formülde ;

$\bar{r}_a$ = Fonun aritmetik ortalama getirisini,

$\bar{r}_f$ = Risksiz faiz oranının ortalamasını,

$\sigma_a$ = Fonun getirilerinin standart sapmasını, ifade etmektedir.

### 3.3.2. $M^2$ Performans Ölçütü

Bu yöntemde de risk ölçütü olarak standart sapma kullanılır. Ancak formüle risksiz faiz oranı eklenir ve piyasa riskiyle karşılaştırılır. Sharpe oranında olduğu gibi yüksek değerlerin çıkması yatırım fonu performansı açısından olumludur. Genellikle sharpe oranıyla aynı yönde sonuç verdiği görülmektedir. Formülü aşağıdaki gibidir ;

$$M^2 = r_f \frac{\bar{r}_a - \bar{r}_f}{\sigma_a} . \sigma r_m$$

Formülde ;

$\bar{r}_f$ = Risksiz faiz oranının ortalamasını,

$\bar{r}_a$ = Fonun aritmetik ortalama getirisini,

$\sigma_a$ = Fonun getirilerinin standart sapmasını,

$\sigma r_m$ = Gösterge endeksin standart sapmasını, ifade etmektedir.

[28] Zvi Bodie, Alex Kane, Alan Marcus, **Essentials of Investments,** McGraw-Hill Irwin, 2001, s.607.

### 3.3.3. Treynor Oranı

Treynor oranı, sharpe oranı ile aynı mantığı paylaşır, ancak standart sapma yerine sistematik risk ölçütü olan beta katsayısını kullanır. İyi çeşitlendirilmiş bir portföy için toplam riskin sıfırlanabileceğini varsaymaktadır. [29]

Treynor oranı aşağıdaki formülle hesaplanır ;

$$\text{Treynor} = \frac{\bar{r}_a - \bar{r}_f}{\beta_a}$$

Formülde ;

$\bar{r}_f$ = Risksiz faiz oranının ortalamasını,

$\bar{r}_a$ = Fonun aritmetik ortalama getirisini,

$\beta_a$ = Fonun sistematik riskini, ifade etmektedir

### 3.3.4 . Jensen Alfa Ölçütü

Jensen Alfa Ölçütü fonlar arasında karşılaştırma yapmaktan çok, gerçekte fonun göstergesine göre üstün olup olmadığını ortaya koymaya çalışmaktadır. [30] Alfa değerinin pozitif olması portföyün gerçekleşen ortalama getirisinin göstergesinin getiri ortalamasından daha yüksek olduğunu gösterir ve portföy yöneticisi üstün performanslı olarak tanımlanır. Diğer yandan, tam tersi bir sonuç varsa portföy yöneticisinin performansının düşük olduğu sonucuna varılır. [31]

Jensen alfa, aşağıdaki formülle hesaplanır ;

$\alpha = \bar{R}_a - [\bar{R}_f + (\bar{R}_m - \bar{R}_f)\,\beta_a]$ Formülde ;

$\bar{R}_f$ = Risksiz faiz oranının ortalamasını,

$\bar{R}_a$ = Fonun aritmetik ortalama getirisini,

$\bar{R}_m$ = Gösterge endeksin ortalama getirisini,

$\beta_a$ = Fonun sistematik riskini, ifade etmektedir

---

[29] Jack C.Francis, **Investments- Analysis and Management,** McGraw-Hill,1991, s.658.

[30] Hüseyin Dalğar, **Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi,** Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, İstanbul,2007,s.158.

[31] Gordon Alexander, William Sharpe, Jeffrey Bailey, **Fundamental of Investments,** Prentice Hall, 1993, s.496.

### 3.3.5 . Değerleme Oranı

Treynor oranı ve Jensen Alfa Ölçütü sistematik riski hesaplamaya dahil eder ancak toplam riski dikkate almaz. Değerleme oranı, yatırım portföyünün alfasını portföyün toplam riskine bölerek bir anlamda düzeltme yapmış olmaktadır. Çıkan oranın yüksek olması fonun performansı açısından olumlu kabul edilir.

$$\text{Değerleme Oranı} = \frac{\alpha_a}{\sigma_e}$$

Formülde ;

$\alpha_a$ = Fonun Jensen alfasını,

$\sigma_e$ = Fonun toplam riskini (standart sapmasını) ifade eder.

## 3.4. Anlamlılık testi

Yukarıda bahsedildiği üzere, fon yöneticisinin performansının daha net görülebilmesi için Michael Jensen tarafından geliştirilen Jensen Alfa Ölçütü kullanılmaktadır. Ancak yine Jensen tarafından, bulunan ilave getirinin şans eseri olup olmadığı da değerlendirilmiştir. Alfa değerlerinin sıfırdan anlamlı düzeyde farklı olup olmadığının istatistiksel olarak araştırılması gerekir. Bu amaçla, bulunan değerler üzerinde aşağıdaki denklem baz alınarak regresyon analizi yapılır ;

$$R_P - R_f = \alpha_p + \beta\,(R_m - R_f) + e$$

İncelenen yatırım fonları için bulunan alfa değerleri %5 anlamlılık düzeyinde çift taraflı ''t'' testine tabi tutularak değerlendirilecektir.

## 3.5. Araştırmanın Kapsamı

Araştırma kapsamına, yatırım amacına göre 8 ayrı gruba ayrılmış olan, toplam 132 fon dahil edilmiştir. Analiz dönemi itibarıyla, incelenen emeklilik fonlarının emeklilik yatırım fonlarının toplam parasal büyüklüğü içindeki payı %84.8 olarak hesaplanmıştır.

## 3.6. Araştırma Dönemi ve Veri Kaynakları

Seçilen emeklilik yatırım fonlarının 2012, 2013 ve 2014 yıllarına ait 3 yıllık getiri performansları, aylık veriler kullanılarak analiz edilmiştir. Veriler SPK

tarafından yetki verilmiş resmi bir veri sağlayıcı olan Finnet şirketinin Finnet Analiz programından ve BİST veri tabanından alınmıştır.

## 3.7. Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Sonuçları

Değerlendirme sonuçları önce fon grupları, ardından ayrıntılı olarak yatırım fonları bazında, tablolar halinde verilecektir. gerekli açıklamalar tabloların altında bulunmaktadır.

### 3.7.1. Üç Yıllık Nominal Getirilerin Karşılaştırması

Aşağıdaki iki tabloda fon grupları ve grup dahilindeki fonların kaçının göstergelerine ait getiriyi ve risksiz faiz oranını geçebildiği ortaya konmuştur.

**Tablo 3.2:** Fon Grupları Bazında 3Yıllık Performans (Göstergesinin Getirisine Karşı)

| Fon Grubu | Fon Adeti | Göstergesinin Getirisini Geçen Fon Sayısı | Grup Başarı Oranı |
|---|---|---|---|
| **Hisse Fon** | 22 | 17 | 77% |
| **Esnek Fon - 2 (BA)** | 10 | 6 | 60% |
| **Esnek Fon- 1 ( Esnek )** | 21 | 10 | 48% |
| **Kamu Borçlanma Araçları Fonu (GA)** | 23 | 9 | 39% |
| **Esnek Fon - 3 (GA)** | 8 | 2 | 25% |
| **Likit Fon Grubu** | 20 | 4 | 20% |
| **Kamu DIŞ Borçlanma Araçları Fonu (GA)** | 21 | | |
| **Standart Fon (GA)** | 7 | | |
| **Toplam** | **132** | **48** | **36%** |
| | | | |

Emeklilik yatırım fonlarının %36'sı grupları için belirlenen göstergenin getirisinin üzerine çıkmıştır. Kamu dış borçlanma araçları ve standart fon grubunda göstergesinin getirisini aşabilen hiçbir fon çıkmamıştır.

**Tablo 3.3:** Fon Grupları Bazında 3 Yıllık Performans (Risksiz Faiz Oranına Karşı)

| Tanım | Fon Adeti | Risksiz Faiz Oranı Üzerinde Getiri Sağlayan Fon Sayısı | Grup Başarı Oranı |
|---|---|---|---|
| **Hisse Fon** | **22** | **22** | **100%** |
| **Esnek Fon - 2 (BA)** | **10** | **10** | **100%** |
| **Standart Fon (GA)** | **7** | **7** | **100%** |
| **Kamu Borçlanma Araçları Fonu (GA)** | **23** | **22** | **96%** |
| **Esnek Fon- 1 ( Esnek )** | **21** | **19** | **90%** |
| **Kamu DIŞ Borçlanma Araçları Fonu (GA)** | **21** | **19** | **90%** |
| **Esnek Fon - 3 (GA)** | **8** | **5** | **63%** |
| **Likit Fon Grubu** | **20** | **4** | **20%** |
| **Toplam** | **132** | **108** | **82%** |

Risksiz faiz üzeri getiriye sahip fonların oranı %82'dir. Hisse, esnek-2 ve standart fon gruplarına ait fonların tümü risksiz faiz oranını geçerken likit fon grubunda bu oran %20'ye düşmüştür.

Aşağıdaki tabloda fon gruplarına ait 3 yıllık kümülatif getirilerin göstergelerine ait getiriler ve risksiz faiz oranıyla karşılaştırması yer almaktadır.

**Tablo 3.4:** Fon Gruplarına ve Göstergelerine Ait Getirilerin Karşılaştırması

| Kategori | Tanım | 3 Yıllık Kümülatif Getiri % | Gösterge Üstü İlave Getiri % | Risksiz Faiz Oranı Üstü İlave Getiri % |
|---|---|---|---|---|
| Fon Grubu | Hisse Fon | 75,2 | 8,0 | 52,2 |
| Gösterge | BIST 100 Endeksi | 67,2 | | 44,2 |
| | | | | |
| Fon Grubu | Kamu Borçlanma Araçları Fonu (GA) | 28,4 | -1,2 | 5,4 |
| Gösterge | BIST DİBS Perf. Endeksi (12-15 Aylık) | 29,6 | | 6,6 |
| | | | | |
| Fon Grubu | Standart Fon (GA) | 25,8 | -3,8 | 2,8 |
| Gösterge | BIST DİBS Perf. Endeksi (12-15 Aylık) | 29,6 | | 6,6 |
| | | | | |
| Fon Grubu | Esnek Fon- 1 ( Esnek ) | 36,5 | -0,7 | 13,5 |
| Gösterge | (%20 HS-%80 DİBS) | 37,1 | | 14,2 |
| | | | | |
| Fon Grubu | Esnek Fon - 2 (BA) | 43,4 | -1,2 | 20,4 |
| Gösterge | ( %50 HS -%50 DİBS) | 44,7 | | 21,7 |
| | | | | |
| Fon Grubu | Esnek Fon - 3 (GA) | 26,8 | -2,8 | 3,8 |
| Gösterge | BIST DİBS Perf. Endeksi (12-15 Aylık) | 29,6 | | 6,6 |
| | | | | |
| Fon Grubu | Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonu (GA) | 39,2 | -18,4 | 16,2 |
| Gösterge | KYD Eurobond USD/TRY Endeksi | 57,6 | | 34,6 |
| | | | | |
| Fon Grubu | Likit Fon Grubu | 21,6 | -1,4 | -1,4 |
| Risksiz Faiz | Repo O/N | 23,0 | | |
| | | | | |
| Yatırım Aracı | USD-TCMB | 22,8 | | -0,2 |
| Yatırım Aracı | 05USD_05EURO | 18,6 | | -4,4 |
| Yatırım Aracı | Serbest Piyasa Altın | -6,2 | | -29,2 |

Tabloda görüldüğü üzere, hisse fon grubu dışında kalan yedi fon grubuna ait performansın belirlenen göstergelerin altında kaldığı, likit fon grubuna ait getirinin risksiz faiz oranını da geçemediği bulgulanmıştır.

### 3.7.2. Fon Gruplarının Riske Göre Düzeltilmiş Getiri Analizleri

Aşağıdaki tabloda fon gruplarına ait riske göre düzeltilmiş getiri oranlarının göstergelerine ait oranlarla karşılaştırması bulunmaktadır.

**Tablo 3.5:** Fon Gruplarının Riske Göre Düzeltilmiş Getiri Oranı Karşılaştırmaları

| Tanım | Sharpe | M2 | Beta | Treynor | Jensen Alfa | Değerl. Oranı |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Hisse Fon** | 0,180 | 0,018 | 0,89 | 0,0125 | 0,00210 | 0,1283 |
| **BIST 100 Endeksi** | 0,152 | | 1,00 | 0,0102 | | |
| | | | | | | |
| **Kamu Borçlanma Araçları Fonu (GA)** | 0,052 | 0,007 | 1,79 | 0,0004 | -0,00088 | -0,0932 |
| **BIST DİBS Perf. Endeksi (12-15 Aylık)** | 0,182 | | 1,00 | 0,0009 | | |
| | | | | | | |
| **Standart Fon (GA)** | 0,006 | 0,006 | 1,55 | 0,0000 | -0,00127 | -0,1823 |
| **BIST DİBS Perf. Endeksi (12-15 Aylık)** | 0,182 | | 1,00 | 0,0009 | | |
| | | | | | | |
| **Esnek Fon- 1 ( Esnek )** | 0,129 | 0,008 | 1,13 | 0,0022 | -0,00062 | -0,0933 |
| **(%20 HS-%80 DİBS)** | 0,173 | | 1,00 | 0,0027 | | |
| | | | | | | |
| **Esnek Fon - 2 (BA)** | 0,152 | 0,011 | 0,88 | 0,0046 | 0,00001 | 0,0015 |
| **( %50 HS -%50 DİBS)** | 0,161 | | 1,00 | 0,0046 | | |
| | | | | | | |
| **Esnek Fon - 3 (GA)** | 0,060 | 0,007 | 0,51 | 0,0006 | -0,00015 | -0,0356 |
| **BIST DİBS Perf. Endeksi (12-15 Aylık)** | 0,182 | | 1,00 | 0,0009 | | |
| | | | | | | |
| **Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonu (GA)** | 0,153 | 0,011 | 0,66 | 0,0046 | -0,00137 | -0,1568 |
| **KYD Eurobond USD/TRY Endeksi** | 0,247 | | 1,00 | 0,0067 | | |
| | | | | | | |
| **Likit Fon Grubu** | -0,589 | 0,005 | 0,75 | -0,0012 | -0,00094 | -1,0342 |
| **Repo O/N** | 0,000 | | 1,00 | 0,0000 | | |
| | | | | | | |
| **USD-TCMB** | -0,008 | | | -0,00024 | | |
| **05USD_05EURO** | -0,051 | | | -0,00132 | | |
| **Serbest Piyasa Altın** | -0,152 | | | -0,00710 | | |

Standart sapmaya göre düzeltilmiş getiriyi gösteren Sharpe oranına göre hisse senedi fon grubu dışında göstergesinin oranını geçebilen bir fon grubu olmamıştır.

Sistematik riske göre düzeltilmiş getiriyi gösteren Treynor oranına göre sadece hisse fon ve büyüme amaçlı esnek fon grubu göstergelerinin üzerinde performans göstermiştir.

Portföy yöneticisinin beklenen getirinin üzerindeki performansını test eden Jensen alfası ve Jensen alfa ölçütüne toplam riski ilave eden değerleme oranına göre de sadece hisse fon ve büyüme amaçlı esnek fon grubu pozitif orana sahip olmuştur.

Aşağıdaki tabloda fon grupları ve grup dahilindeki fonların kaçının göstergelerine ait oranları geçebildiği incelenmiştir.

**Tablo 3.6:** Fon Gruplarında Riske Göre Düzeltilmiş Getiri Performansları

| | | | | Göstergesinin Oranını Geçen Fonlar * | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Tanım** | **Fon Adeti** | **Sharpe (+)** | **Treynor (+)** | **Sharpe** | **Treynor** | **Jensen Alfa** |
| **Hisse Fon** | 22 | 22 | 22 | 20 | 21 | 21 |
| **Esnek Fon- 1 ( Esnek )** | 21 | 19 | 19 | 7 | 10 | 10 |
| **Esnek Fon - 2 (BA)** | 10 | 10 | 10 | 4 | 5 | 5 |
| **Esnek Fon - 3 (GA)** | 8 | 5 | 7 | | 3 | 3 |
| **Kamu Borçlanma Araçları Fonu (GA)** | 23 | 19 | 19 | | 3 | 3 |
| **Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonu (GA)** | 21 | 19 | 19 | | 1 | 1 |
| **Standart Fon (GA)** | 7 | 3 | 3 | | | |
| **Toplam** | **112** | **97** | **99** | **31** | **43** | **43** |
| **Oranlar** | **100** | **87%** | **88%** | **28%** | **38%** | **38%** |

*Likit fon grubu hariç

Sharpe oranında fonların genelinde %28 başarı vardır. Esnek 1, esnek 2 ve hisse fon grubu dışında kalan fon gruplarında göstergesinin sharpe oranını geçen bir fon çıkmamıştır.

Treynor oranına bakıldığında fonların genelinde %38 başarı varken standart fon grubundaki hiçbir fon göstergesinin oranını geçememiştir.

Jensen alfa ölçütüne göre de fonların genelinde %38 başarı varken standart fon grubundaki fonların tümünün Jensen alfası negatif çıkmıştır.

Yatırım fonlarına ait Jensen Alfa Ölçütü sonuçlarının istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı %5 güven düzeyinde çift taraflı anlamlılık testi uygulanarak test edilmiştir. Aşağıdaki tabloda, yapılan testin sonuçlarına ait ayrıntılar gösterilmektedir.

**Tablo 3.7:** Emeklilik Yatırım Fonlarının Jensen Alfa Değerlerinin Anlamlılık Testi Sonuçları

| Tanım | Fon Adeti | Jensen Alfa (+) | Anlamlı | Jensen Alfa (-) | Anlamlı |
|---|---|---|---|---|---|
| Hisse Fon | 22 | 21 | 3 | 1 | |
| Esnek Fon- 1 ( Esnek ) | 21 | 10 | | 11 | 1 |
| Esnek Fon - 2 (BA) | 10 | 5 | | 5 | |
| Esnek Fon - 3 (GA) | 8 | 3 | | 5 | 1 |
| Kamu Borçlanma Araçları Fonu (GA) | 23 | 3 | | 20 | |
| Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonu (GA) | 21 | 1 | | 19 | 5 |
| Likit Fon Grubu | 20 | | | 20 | 20 |
| Standart Fon (GA) | 7 | | | 7 | |
| Toplam | 132 | 43 | 3 | 88 | 27 |
| Oranlar | 100 | 33% | 2% | 67% | 20% |

Bulunan Jensen alfa değerlerinin anlamlılık testi sonucu 43 pozitif sonucun 3'ü, 88 negatif sonucun 27'si anlamlı bulunmuştur. Likit fon grubuna ait 20 fonun negatif Jensen alfa sonuçları anlamlı çıkmıştır.

### 3.7.3. Yatırım Fonlarının Riske Göre Düzeltilmiş Getiri Analizleri

Aşağıdaki tablolarda yatırım fonlarının riske göre düzeltilmiş getirileri dikkate alınarak kendi grupları içinde sıralamaları yapılmıştır. Sıralamalar yapılırken fonların Sharpe oranı, Treynor oranı, Jensen alfası ve Değerleme Oranı'na göre ortaya koydukları performanslar bir arada değerlendirilmiştir. Tüm verileri içeren ayrıntılı tablolar çalışmanın sonundaki eklerde bulunmaktadır. Tablolardaki * işareti istatistiksel olarak anlamlı çıkan sonuçları işaret etmektedir.

Tablolar, yatırım amacı taşıyan bir katılımcının gözünden değerlendirilebilir. Bir emeklilik planına katılarak bireysel emeklilik sistemine dahil olan bir katılımcı, öncelikle yatırım yapmak istediği fon türüne ait tabloda üst sıralarda yer alan yatırım fonlarına dikkat etmelidir. Üst sıralarda yer alan fonlar sadece nominal getirilerine göre değil taşıdıkları riske göre de en yüksek getiriyi elde etmeyi başarmış olan fonlardır.

### 3.7.3.1. Hisse Senedi Fonları

**Tablo 3.8:** Hisse Senedi Fonlarının Riske Göre Düzeltilmiş Getiri Sıralaması

| Fon Kodu | Şirket | Küm. Getiri % | Küm. Getiri | Sharpe M2 | Treynor | Jensen Alfa | Değerl. Oranı | Fon Büyüklüğü (TL) 14.09.2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| CHH | CİGNA FİNANS | 94,8 | 1 | 1 | 1 | 1* | 1 | 36.960.042 |
| GEG | GARANTİ | 91,4 | 2 | 2 | 2 | 2* | 2 | 45.252.029 |
| BPH | BNP PARIBAS CARDIF | 88,6 | 3 | 3 | 3 | 3* | 3 | 101.327.829 |
| GHH | GARANTİ | 82,1 | 5 | 4 | 4 | 4 | 4 | 88.213.911 |
| EIH | ERGO | 82,8 | 4 | 5 | 5 | 5 | 6 | 18.053.855 |
| AG3 | ANADOLU | 81,2 | 6 | 6 | 6 | 6 | 5 | 42.040.910 |
| GEH | GARANTİ | 77,7 | 8 | 7 | 7 | 7 | 8 | 162.740.273 |
| ALH | ALLIANZ YAŞAM | 77,4 | 9 | 8 | 8 | 8 | 7 | 265.744.574 |
| AHB | ANADOLU | 80,4 | 7 | 9 | 9 | 9 | 9 | 67.039.316 |
| HES | AXA | 75,7 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 | 13.078.024 |
| IEH | ING | 75,1 | 12 | 12 | 10 | 10 | 12 | 101.699.126 |
| AEB | AVİVASA | 73,6 | 13 | 10 | 12 | 12 | 10 | 53.298.956 |
| AZH | ALLIANZ | 75,7 | 10 | 13 | 13 | 13 | 13 | 135.090.043 |
| AH5 | ANADOLU | 72,3 | 14 | 14 | 14 | 14 | 14 | 318.239.693 |
| BBH | GROUPAMA | 68,5 | 16 | 15 | 15 | 16 | 15 | 953.193 |
| AVH | AVİVASA | 70,3 | 15 | 16 | 16 | 15 | 16 | 68.234.099 |
| MHH | METLİFE | 68,1 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 | 36.279.701 |
| AEH | AVİVASA | 66,9 | 18 | 18 | 18 | 18 | 18 | 472.932.114 |
| BEH | GROUPAMA | 65,2 | 19 | 19 | 19 | 19 | 19 | 56.980.390 |
| ANS | AEGON | 64,3 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20.319.770 |
| ZHB | ZİRAAT | 61,8 | 21 | 21 | 21 | 21 | 21 | 34.519.842 |
| VEH | VAKIF | 59,9 | 22 | 22 | 22 | 22 | 22 | 149.199.122 |
| Grup | Hisse Fon Grubu | 75,2 | | | | | | 2.288.196.812 |
| Gösterge | PGE - BIST 100 Endeksi | 67,2 | | | | | | |

Hisse senedi fon grubunun en başarılı gözüken 3 fonu ; Cigna Finans - CHH, Garanti - GEG ve BNP Paribas Cardif - BPH kodlu fonlardır. Bu fonlar nominal getiri sıralamasında da ilk üçte yer almıştır. Ayrıca bu fonların Jensen alfa oranları da istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

### 3.7.3.2. Esnek -1 (Esnek) Fonlar

**Tablo 3.9:** Esnek -1 (Esnek) Fonların Riske Göre Düzeltilmiş Getiri Sıralaması

| Fon Kodu | Şirket | Küm. Getiri % | Küm. Getiri | Sharpe M2 | Treynor | Jensen Alfa | Değerl. Oranı | Fon Büyüklüğü (TL) 14.09.2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| AMN | ALLIANZ YAŞAM | 38,1 | 9 | 1 | 1 | 1 | 1 | 40.576.758 |
| APG | ALLIANZ YAŞAM | 36,1 | 12 | 3 | 2 | 2 | 2 | 42.024.532 |
| MHY | METLİFE | 38,9 | 7 | 2 | 3 | 4 | 3 | 70.509.525 |
| AGL | ALLIANZ YAŞAM | 47,2 | 3 | 4 | 5 | 3 | 4 | 186.924.568 |
| GEF | GARANTİ | 48,7 | 2 | 5 | 6 | 6 | 5 | 160.669.519 |
| EHG | ERGO | 50,5 | 1 | 6 | 7 | 5 | 6 | 2.323.465 |
| AMH | ALLIANZ YAŞAM | 31,5 | 17 | 9 | 4 | 7 | 7 | 19.699.307 |
| GHE | GARANTİ | 45,9 | 4 | 7 | 8 | 8 | 8 | 580.465.901 |
| BPE | BNP PARIBAS CARDIF | 44,1 | 5 | 8 | 9 | 9 | 9 | 120.516.741 |
| MHE | METLİFE | 34,4 | 14 | 11 | 10 | 10 | 10 | 204.854.750 |
| GHT | GARANTİ | 42,2 | 6 | 10 | 11 | 11 | 11 | 601.197.291 |
| AVE | AVİVASA | 37,5 | 10 | 12 | 12 | 14 | 15 | 148.388.447 |
| AH9 | ANADOLU | 38,3 | 8 | 13 | 13 | 16 | 13 | 1.451.040.234 |
| ALS | ALLIANZ YAŞAM | 32,2 | 16 | 16 | 15 | 12 | 12 | 1.698.757.233 |
| IEE | ING | 34,5 | 13 | 15 | 16 | 13 | 14 | 300.673.863 |
| VEE | VAKIF | 36,6 | 11 | 14 | 14 | 15 | 16 | 335.478.285 |
| ZHE | ZİRAAT | 33,5 | 15 | 17 | 17 | 17 | 17 | 194.074.713 |
| BEE | GROUPAMA | 28,2 | 18 | 18 | 18 | 18 | 18 | 75.446.287 |
| ANY | AEGON | 28,0 | 19 | 19 | 19 | 19 | 19 | 2.097.098 |
| BGE | GROUPAMA | 21,9 | 20 | 20 | 20 | 20* | 21 | 1.328.762 |
| CHN | CİGNA FİNANS | 17,1 | 21 | 21 | 21 | 21 | 20 | 85.158.122 |
| | | | | | | | | |
| Grup | Esnek Fon Grubu - 1 | 36,5 | | | | | | 6.322.205.400 |
| Gösterge | PGE (%20 HS-%80 DİBS) | 37,1 | | | | | | |

Esnek fon grubunda en başarılı gözüken 3 fon ; Allianz Yaşam - AMN, Metlife GEG, Allianz Yaşam – AGL kodlu fonlardır.

Allianz Yaşam – APG riske göre düzeltilmiş getiri sıralamasında ikinci olmuştur ancak kümülatif getirisi, esnek -1 (esnek) fonlar için belirlenen göstergenin kümülatif getirisinin altında kalmıştır.

### 3.7.3.3. Esnek -2 (BA) Yatırım Fonları

**Tablo 3.10:** Esnek -2 (BA) Fonların Riske Göre Düzeltilmiş Getiri Sıralaması

| Fon Kodu | Şirket | Küm. Getiri % | Küm. Getiri | Sharpe M2 | Treynor | Jensen Alfa | Değerl. Oranı | Fon Büyüklüğü (TL) 14.09.2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| EIE | ERGO | 47,9 | 2 | 2 | 1 | 1 | 2 | 24.399.328 |
| AVY | AVİVASA | 44,4 | 6 | 1 | 2 | 2 | 1 | 33.733.003 |
| ATE | ANADOLU | 50,6 | 1 | 3 | 4 | 3 | 3 | 11.786.496 |
| AZY | ALLIANZ | 44,7 | 5 | 4 | 3 | 4 | 4 | 4.789.973 |
| ALU | ALLIANZ YAŞAM | 45,8 | 4 | 5 | 5 | 5 | 5 | 219.253.016 |
| AH0 | ANADOLU | 46,2 | 3 | 6 | 6 | 6 | 6 | 692.352.325 |
| AZB | ALLIANZ | 37,7 | 9 | 7 | 7 | 7 | 7 | 151.713.244 |
| IEF | ING | 41,1 | 7 | 8 | 8 | 8 | 8 | 76.656.473 |
| HEB | AXA | 39,5 | 8 | 9 | 9 | 9 | 9 | 36.790.494 |
| AE3 | AVİVASA | 36,5 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 1.577.781.442 |
| | | | | | | | | |
| Grup | Esnek Fon Grubu - 2 | 43,4 | | | | | | 2.829.255.793 |
| Gösterge | PGE ( %50 HS-%50 DİBS) | 44,7 | | | | | | |

Esnek – 2 (BA) fon grubunda en başarılı gözüken 3 fon ; Ergo – EIE, Anadolu– ATE, Allianz – AZY kodlu fonlardır. Avivasa – AVY ikinci sıradadır ancak getirisi göstergesinin altında kalmıştır.

### 3.7.3.4. Esnek -3 (GA) Yatırım Fonları

**Tablo 3.11.** Esnek -3 (GA) Fonların Riske Göre Düzeltilmiş Getiri Sıralaması

| Fon Kodu | Şirket | Küm. Getiri % | Küm. Getiri | Sharpe M2 | Treynor | Jensen Alfa | Değerl. Oranı | Fon Büyüklüğü (TL) 14.09.2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| VGE | VAKIF | 41,4 | 1 | 1 | 2 | 1 | 1 | 114.725.788 |
| GED | GARANTİ | 31,3 | 2 | 3 | 1 | 2 | 2 | 152.388.596 |
| AEG | AVİVASA | 27,3 | 4 | 2 | 4 | 4 | 5 | 145.749.638 |
| ANU | AEGON | 16,9 | 8 | 6 | 5 | 3 | 3 | 4.909.950 |
| IEA | ING | 21,7 | 6 | 7 | 3 | 5 | 4 | 132.143.042 |
| AG4 | ANADOLU | 26,6 | 5 | 4 | 6 | 6 | 7 | 122.583.811 |
| EIY | ERGO | 27,8 | 3 | 5 | 7 | 7 | 6 | 15.661.027 |
| AH8 | ANADOLU | 21,5 | 7 | 8 | 8 | 8* | 8 | 377.240.944 |
| | | | | | | | | |
| Grup | Esnek Fon Grubu - 3 | 26,8 | | | | | | 1.065.402.796 |
| Gösterge | DİBS PerfİInd.12-15 Ay | 29,6 | | | | | | |

Esnek – 3 (GA) fon grubunda en başarılı gözüken 2 fon ; Vakıf – VGE ve Garanti – GED fonlarıdır. Diğer fonların getirisi göstergesinin altında kalmıştır.

### 3.7.3.5. Kamu Borçlanma Araçları Fonları

**Tablo 3.12.** Kamu Borçlanma Araçları Fonlarının Riske Göre Düzeltilmiş Getiri Sıralaması

| Fon Kodu | Şirket | Küm. Getiri % | Küm. Getiri | Sharpe M2 | Treynor | Jensen Alfa | Değerl. Oranı | Fon Büyüklüğü (TL) 14.09.2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| AMB | ALLIANZ YAŞAM | 35,5 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 174.017.324 |
| BGK | GROUPAMA | 32,0 | 4 | 3 | 2 | 2 | 2 | 6.590.361 |
| AEK | AVİVASA | 32,4 | 2 | 2 | 3 | 3 | 3 | 398.934.182 |
| AZA | ALLIANZ | 32,1 | 3 | 4 | 4 | 4 | 4 | 40.099.326 |
| BPF | BNP PARIBAS CARDIF | 30,4 | 7 | 7 | 5 | 5 | 5 | 67.650.601 |
| GHF | GARANTİ | 31,2 | 5 | 5 | 6 | 6 | 6 | 385.930.227 |
| AG1 | ANADOLU | 30,1 | 8 | 8 | 8 | 7 | 7 | 196.604.610 |
| EIG | ERGO | 30,6 | 6 | 6 | 7 | 8 | 9 | 62.150.453 |
| AMA | ALLIANZ YAŞAM | 30,0 | 9 | 9 | 9 | 9 | 8 | 1.277.272.660 |
| AVK | AVİVASA | 29,0 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 310.226.898 |
| VGD | VAKIF | 28,0 | 12 | 12 | 11 | 11 | 12 | 198.731.763 |
| AE2 | AVİVASA | 28,1 | 11 | 13 | 12 | 13 | 11 | 2.456.953.949 |
| HS1 | ANADOLU | 27,3 | 14 | 14 | 14 | 15 | 13 | 364.563.649 |
| MHG | METLİFE | 27,8 | 13 | 11 | 13 | 12 | 21 | 69.632.183 |
| AZK | ALLIANZ | 27,1 | 15 | 15 | 15 | 16 | 14 | 543.833.483 |
| BEK | GROUPAMA | 26,5 | 18 | 18 | 18 | 14 | 15 | 377.315.872 |
| GKB | GARANTİ | 27,0 | 16 | 16 | 16 | 17 | 18 | 27.336.171 |
| GEK | GARANTİ | 26,7 | 17 | 17 | 17 | 18 | 17 | 1.829.574.322 |
| AH1 | ANADOLU | 25,9 | 19 | 19 | 19 | 19 | 16 | 2.142.433.573 |
| ZHG | ZİRAAT | 25,1 | 20 | 20 | 20 | 20 | 19 | 310.097.895 |
| CHK | CİGNA FİNANS | 24,5 | 21 | 21 | 21 | 23 | 20 | 232.552.894 |
| BPG | BNP PARIBAS CARDIF | 23,4 | 22 | 22 | 22 | 21 | 22 | 555.691.715 |
| IEG | ING | 22,7 | 23 | 23 | 23 | 22 | 23 | 354.732.695 |
| | | | | | | | | |
| Grup | Kamu Borç. Araçları | 28,4 | | | | | | 12.382.926.804 |
| Gösterge | DİBS PerfİInd.12-15 Ay | 29,6 | | | | | | |

Kamu Borçlanma Araçları fon grubunda en başarılı gözüken 3 fon ; Allianz Yaşam – AMB, Groupama – BGK ve Avivasa – AEK kodlu fonlardır. Sıralamada ilk dokuz içinde yer alan fonlar göstergelerine ait getiri oranını geçmişlerdir.

### 3.7.3.6. Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonları

**Tablo 3.13.** Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonlarının Riske Göre Düzeltilmiş Getiri Sıralaması

| Fon Kodu | Şirket | Küm. Getiri % | Küm. Getiri | Sharpe M2 | Treynor | Jensen Alfa | Değerl. Oranı | Fon Büyüklüğü (TL) 14.09.2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **AVB** | AVİVASA | 47,6 | 3 | 1 | 1 | 2 | 1 | 248.866.307 |
| **AZM** | ALLIANZ | 50,6 | 1 | 2 | 2 | 4 | 5 | 6.342.264 |
| **AVG** | AVİVASA | 42,6 | 8 | 5 | 5 | 6 | 6 | 428.905.567 |
| **AUG** | ALLIANZ | 35,4 | 15 | 16 | 3 | 3 | 2 | 44.108.851 |
| **AMR** | ALLIANZ YAŞAM | 35,8 | 14 | 15 | 4 | 5 | 3 | 36.022.053 |
| **GHK** | GARANTİ | 47,6 | 4 | 3 | 6 | 9 | 11 | 52.212.981 |
| **AZD** | ALLIANZ | 46,2 | 5 | 6 | 9 | 1* | 14 | 166.276.943 |
| **BED** | GROUPAMA | 42,2 | 9 | 8 | 8 | 8 | 7 | 87.469.514 |
| **AMG** | ALLIANZ YAŞAM | 48,7 | 2 | 4 | 7 | 10 | 10 | 523.671.691 |
| **AH4** | ANADOLU | 34,3 | 17 | 17 | 10 | 7 | 4 | 176.896.949 |
| **MHD** | METLİFE | 41,8 | 10 | 11 | 12 | 11 | 8 | 26.344.381 |
| **GHG** | GARANTİ | 45,8 | 6 | 7 | 11 | 13* | 15 | 189.962.487 |
| **VET** | VAKIF | 41,2 | 11 | 10 | 14 | 12 | 13 | 186.258.484 |
| **BKB** | GROUPAMA | 40,7 | 12 | 12 | 15 | 14 | 9 | 2.135.389 |
| **AH3** | ANADOLU | 44,2 | 7 | 9 | 13 | 15* | 17 | 391.944.713 |
| **BPK** | BNP PARIBAS CARDIF | 34,9 | 16 | 14 | 17 | 16 | 18 | 31.532.106 |
| **EIF** | ERGO | 22,7 | 20 | 20 | 20 | 18 | 12 | 4.263.654 |
| **EIK** | ERGO | 31,7 | 18 | 18 | 18 | 19 | 16 | 10.123.328 |
| **ZHD** | ZİRAAT | 31,1 | 19 | 19 | 19 | 20 | 19 | 34.643.934 |
| **BPU** | BNP PARIBAS CARDIF | 39,0 | 13 | 13 | 16 | 17* | 20 | 95.092.085 |
| **HED** | AXA | 19,7 | 21 | 21 | 21 | 21* | 21 | 8.108.005 |
| | | | | | | | | |
| **Grup** | Kamu DIŞ Borç. Araçları | 39,2 | | | | | | 2.751.181.686 |
| **Gösterge** | KYD Eurobond USD/TRY | 57,6 | | | | | | |

Kamu Dış Borçlanma Araçları fon grubunda getirisi göstergesinin üstüne çıkabilen fon bulunmamaktadır. Yine de en başarılı gözüken fonlar; Avivasa – AVB ve Allianz – AZM olarak ön plana çıkmıştır. Kamu dış borçlanma fonları döviz ağırlıklı yatırım yapma niyetinde olan katılımcılara tavsiye edilmektedir.

### 3.7.3.7. Likit Fonlar

**Tablo 3.14.** Likit (Para Piyasası) Fonların Riske Göre Düzeltilmiş Getiri Sıralaması

| Fon Kodu | Şirket | Küm. Getiri % | Küm. Getiri | Sharpe M2 | Treynor | Jensen Alfa * | Değerl. Oranı | Fon Büyüklüğü (TL) 14.09.2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **GEL** | GARANTİ | 23,7 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 40.576.758 |
| **AVL** | AVİVASA | 23,6 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 42.024.532 |
| **AE1** | AVİVASA | 23,3 | 3 | 4 | 4 | 3 | 3 | 70.509.525 |
| **VGL** | VAKIF | 23,0 | 4 | 3 | 3 | 4 | 4 | 186.924.568 |
| **ZHR** | ZİRAAT | 22,7 | 6 | 5 | 6 | 6 | 6 | 2.323.465 |
| **BEL** | GROUPAMA | 22,7 | 5 | 6 | 5 | 5 | 7 | 160.669.519 |
| **AMP** | ALLIANZ YAŞAM | 22,5 | 7 | 7 | 8 | 7 | 5 | 19.699.307 |
| **VEL** | VAKIF | 22,1 | 9 | 8 | 7 | 9 | 8 | 120.516.741 |
| **BPL** | BNP PARIBAS CARDIF | 22,3 | 8 | 9 | 9 | 8 | 9 | 580.465.901 |
| **IER** | ING | 22,0 | 10 | 10 | 10 | 10 | 13 | 204.854.750 |
| **AZL** | ALLIANZ | 21,8 | 11 | 12 | 13 | 11 | 11 | 601.197.291 |
| **AH2** | ANADOLU | 21,7 | 14 | 11 | 12 | 14 | 14 | 1.698.757.233 |
| **MHL** | METLİFE | 21,7 | 12 | 14 | 11 | 12 | 15 | 148.388.447 |
| **EIP** | ERGO | 21,7 | 15 | 13 | 15 | 15 | 10 | 300.673.863 |
| **ANK** | AEGON | 21,7 | 13 | 15 | 14 | 13 | 12 | 1.451.040.234 |
| **CHL** | CİGNA FİNANS | 21,4 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 | 335.478.285 |
| **ALL** | ALLIANZ YAŞAM | 19,9 | 17 | 17 | 17 | 17 | 18 | 194.074.713 |
| **HEP** | AXA | 18,1 | 19 | 18 | 18 | 19 | 17 | 1.328.762 |
| **AZE** | ALLIANZ | 18,7 | 18 | 19 | 19 | 18 | 20 | 2.097.098 |
| **BPM** | BNP PARIBAS CARDIF | 17,7 | 20 | 20 | 20 | 20 | 19 | 85.158.122 |
| | | | | | | | | |
| **Grup** | Likit Fon | 21,6 | | | | | | 6.322.205.400 |
| **Gösterge** | Repo O/N | 23,0 | | | | | | |

Likit fon grubunda en başarılı gözüken 3 fon ; Garanti – GEL, Avivasa – AVL ve Avivasa – AEI kodlu fonlardır. Gruptaki fonlarının tümünün negatif Jensen alfa oranı istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Likit fon grubu genel görüntü itibarıyla en olumsuz sonucu veren fon grubu olarak öne çıkmıştır.

### 3.7.3.7. Standart Fonlar

**Tablo 3.15.** Standart Fonların Riske Göre Düzeltilmiş Getiri Sıralaması

| Fon Kodu | Şirket | Küm. Getiri % | Küm. Getiri | Sharpe M2 | Treynor | Jensen Alfa | Değerl. Oranı | Fon Büyüklüğü (TL) 14.09.2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **ATK** | ANADOLU | 26,3 | 2 | 1 | 1 | 1 | 3 | 91.707.889 |
| **HEK** | AXA | 25,8 | 3 | 3 | 3 | 2 | 2 | 29.177.061 |
| **GHD** | GARANTİ | 26,5 | 1 | 2 | 2 | 6 | 1 | 711.290.260 |
| **VEK** | VAKIF | 24,6 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 651.806.538 |
| **IEB** | ING | 24,6 | 6 | 5 | 6 | 3 | 5 | 217.357.232 |
| **ANG** | AEGON | 24,6 | 5 | 6 | 5 | 5 | 6 | 58.522.667 |
| **MHK** | METLİFE | 23,7 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 | 246.664.205 |
| | | | | | | | | |
| **Grup** | Standart Fon | 25,8 | | | | | | 2.006.525.852 |
| **Gösterge** | DİBS Perf.İnd.12-15 Ay | 29,6 | | | | | | |

Standart fon grubunda getirisi göstergesinin üstüne çıkabilen fon bulunmamaktadır. Nisbi olarak en başarılı gözüken fonlar; Anadolu–ATK ve AXA–HEK olarak ön plana çıkmıştır. Standart fonlar katılımcılar seçim yapmadığında birikimleri için otomatik olarak alınan fonlardır. Mevzuat gereği portföylerinin en az %60'ı sürekli olarak Hazine Müsteşarlığınca ihraç edilen Türk Lirası cinsinden borçlanma araçlarında, gelir ortaklığı senetlerinde veya kira sertifikalarında yatırıma yönlendirilir.

# SONUÇ VE ÖNERİLER

## Bulguların Değerlendirmesi

Yatırım fonu katılma payı sahipleri ve sistemin sürekliliği açısından bakıldığında emeklilik yatırım fonlarına ait getirilerin öncelikle risksiz faiz oranını geçiyor olması, ardından da yatırım amacına göre belirlenen göstergesine ait getiriyi yakalıyor ve hatta geçiyor olması beklenir.

Emeklilik yatırım fonlarının performansı risksiz faiz oranına göre değerlendirildiğinde, fonların %18'inin incelenen dönemdeki getirisinin risksiz faiz oranının altında kaldığı ortaya çıkmıştır. Likit fon grubuna dahil fonların %80'i bu konuda başarısız olmuştur. Risksiz faiz oranı, likit fon grubu için aynı zamanda gösterge niteliği taşımaktadır.

Emeklilik yatırım fonlarının performansı kendileri için belirlenen göstergelere göre değerlendirildiğinde ise, fonların %64'ünün göstergesine ait performansı geçemediği ortaya çıkmıştır. Gerek kamu dış borçlanma araçları fon grubu, gerekse standart fon grubuna dahil fonlardan göstergesini geçen hiçbir fon çıkmamıştır. Grup olarak değerlendirdiğimizde ise sadece hisse fon grubunun kendisi için belirlenen göstergesine ait performansı geçebildiği görülmüştür.

Likit fon grubu dışında yapılan riske göre düzeltilmiş getiri analizleri sonucunda, göstergesine ait Sharpe oranını geçen fonların oranı %28, Treynor oranını geçen fonların oranı %38 olmuştur. Pozitif Jensen alfasına sahip fonların da oranı %38'dir. Likit fon grubunda ''pozitif'' Sharpe, Treynor ve Jensen alfa oranına sahip fon çıkmamıştır.

%5 güven düzeyinde çift taraflı uygulanan anlamlılık testi sonucunda Jensen Alfa oranı pozitif çıkan 43 fonun sadece 3'ü, negatif çıkan 88 fonun ise 27'si istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

Genel olarak, emeklilik yatırım fonlarının performans değerlendirme sonuçları hisse fon grubu dışında olumlu görüntü sergilemekten uzak kalmıştır.

Diğer yandan, ayrıntılı olarak incelenen 3 yıllık dönem dışında, 2004-2014 yılları arasındaki 10 yıllık süre için de emeklilik yatırım fonlarının genel

performansına bakılmıştır. Ek:3'deki tablodan da görüleceği üzere hisse fonları performanslarıyla yine en önde yer almıştır.

**Emeklilik Yatırım Fonları İçin Önerilen Yatırım Stratejisi**

Emekliliğin planlandığı bir yatırım sürecinde üstün bir performans elde etmek için risk almak ve uzun vadeli bir yatırım mantığıyla hareket etmek gerekir. Stratejisini uzun vadeli yatırımlar yapma üzerine kuran bir portföy, hisse senedi gibi riskli yatırım araçları içerse de, kısa vadeli piyasa dalgalanmalarının yıkıcı etkilerini aşabilmekte ve uzun vadede yüksek performans gösterebilmektedir. Yapılan analizlerden çıkan sonuçlar da hisse fonlarına yatırım yapmanın uzun vadede en uygun seçenek olduğunu ortaya koymuştur.

**Uygulamaya Yönelik Öneriler**

Yatırım fonları, finansal bilgisi yeterli olmayanlar için anlaşılması kolay bir yatırım aracı değildir. Ayrıca bireysel emeklilik planlarının tanıtımını ve satışını gerçekleştiren banka, aracı kurum ve sigorta şirketi çalışanlarının da mali piyasalar ve sermaye piyasası araçlarıyla ilgili yeterli bilgileri bulunmamaktadır. Katılımcı ve danışmanların büyük bir çoğunluğu, örneğin bir esnek fonun hangi finansal araçlara, hangi kurallar dahilinde ve hangi stratejileri uygulayarak yatırım yaptığı, performansının nasıl değerlendirileceği konularında yeterli bilgiye sahip değildir. Katılımcılardan bazıları emeklilik birikimlerinin hangi yatırım fonunda değerlendirildiğini dahi bilmemektedir.

Emeklilik yatırım fonlarının tür ve ünvanlarındaki çeşitliliğin durumu daha da zorlaştırdığı görülmektedir. Son mevzuat değişikliği ile yapılan düzenlemeler şirketlerin çelişkili uygulamalarını ortadan kaldıracaktır ancak yukarıda bahsedilen sorunları çözmeyecektir.

Amaç katılımcıların yatırım sürecini sadeleştirmek, hisse senedi ağırlıklı yatırım yapmaya yönlendirmek ve desteklemek olmalıdır. Bu amaçla öncelikle katılımcıların önüne onlarca değişik yatırım fonu seçeneği çıkartmaktan vazgeçilmelidir. Aday katılımcıyla yapılacak ilk görüşmede iyi tasarlanmış bir risk profili ve yatırım deneyimi testi uygulanabilir. Bu test sonucunda finansal bilgisi ve tecrübesi az olduğu anlaşılan aday katılımcılara sadece iki tip fondan bahsedilmesi

yerinde olacaktır. İlk fon türü, büyüme amaçlı, hisse senedi ağırlıklı yatırım yapan bir fon, ikinci olarak da yüksek risk içermeyen, faiz getirisi kazandırmayı amaçlayan gelir amaçlı bir fon olmalıdır. İki fon türü de mevzuat açısından esnek/değişken olarak tanımlanmalıdır. Danışmanlar, sistemin uzun vadeli yatırım yapmak için oluşturulduğunu vurgulayarak öncelikle büyüme amaçlı fonu önermelidir. Gerekirse katılımcılar her iki tip fondan da örneğin %50 - %50 oranında alarak kendileri de bir risk ayarlaması yapabilmelidir.

Büyüme amaçlı esnek fonu yöneten portföy yöneticisi karşılaştırma ölçütü olmadan, serbest olarak yönettiği bu fonda sürekli, ortalama %50 civarında hisse senedi taşıma niyetinde olmalıdır. 2008 gibi kriz yıllarında hisse oranını %10-20 seviyelerine kadar çekebilir, döviz kurlarında bir yükseliş potansiyeli gördüğünde hisse senedi yatırımlarının yanında örneğin eurobond pozisyonu açabilir, emtia piyasalarında, örneğin altın fiyatlarında yukarı yönlü bir potansiyel gördüğünde altına dayalı sermaye piyasası araçlarını portföye katabilir. Ancak uzun vadede hisse senedi ağırlıklı yatırım yapmak birinci hedefi olmalıdır.

Diğer yandan, sistemdeki fonların performansı internet üzerinden katılımcılar tarafından takip edilecektir. Böyle bir ortamda özellikle büyüme amaçlı fonları yöneten portföy yöneticileri performans sıralamasında geride kalmamak için faize dayalı yatırım araçlarına uzun süreli yatırım yapmaktan da kaçınacaklardır.

Sisteme girişte yapılan müşteri testinde finansal konulardaki bilgisi ve yatırım deneyimi yüksek çıkan müşterilere diğer fonlardan bahsedilebilir. Bu tip katılımcılar isterlerse tüm birikimlerini sadece hisse, altın ya da eurobond fonunda vs. değerlendirebilirler. Ancak bu seviyede katılımcıların genel toplam içindeki oranı oldukça azdır.

Zaman içinde, ülke kalkınmasının sermaye piyasalarından faydalanarak hızlandırılması, hisse senedi piyasalarımızın genişlemesi ve derinleşmesi, borsa şirketlerinin istikrarlı bir şekilde temettü dağıtılmasının sağlanması sayesinde portföy yöneticilerimiz hisse senedi piyasalarında çok daha iyi performanslar gösterebilirler. Ancak mevcut durumda dahi uzun vadeli hisse senedi yatırımı yapan fonların diğer fonlara karşı üstün performans gösterdiği bulgulanmaktadır. Önerilerimiz bu gerçeklik üzerine oluşturulmuştur.

# KAYNAKÇA


Erol, Ahmet, A.Ercan Yıldırım: **Tüm Yönleriyle Bireysel Emeklilik Sistemi,** Yaklaşım Yayıncılık Ankara, 2004.

Alexander, Gordon, Sharpe, William, Jeffrey Bailey: **Fundamental of Investments,** Prentice Hall, 1993.

Alptekin, Nesrin, Emel Şıklar: **''Türk Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonlarının Çok Kriterli Performans Değerlendirmesi: Topsıs Metodu'',** Dumlupınar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi, Sayı: 25, Aralık 2009.

Altıntaş, Kadir M.: **"Türk Özel Emeklilik Fonlarının Risk Odaklı Yönetim Performansı: 2004-2006 Dönemine İlişkin Bir Analiz",** Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 8(1), 2008.

Ayaydın, Hasan: **''Türkiye'deki Emeklilik Yatırım Fonlarının Performanslarının Analizi'',** Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 22, Sayı 2, 2013.

Bodie Zvi, Kane Alex, Alan Marcus: **Essentials of Investments,** McGraw-Hill Irwin, 2001.

Dağlı, Hüseyin, Bank, Semra, Bünyamin Er: **"Türkiye'deki Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi",** Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı:40,2008.

Dağlı, Hüseyin, Karakaya, Aykut, Esra Bulut: **''Emeklilik Yatirim Fonlarinin Karakteristik Özellikleri ve Performansi: Türkiye Örneği'',** International Journal of Economic and Administrative Studies, Yıl:7 No:14, 2015.

Dalğar, Hüseyin: **Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi,** Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, İstanbul,2007.

Ergenekon,Çağatay: **Emekliliğin Finansmanı, Global Özel Emeklilik Fonu Uygulamaları Işığında Ülkemiz İçin Öneriler,** Enis Ofset Matbaacılık, 2001.

Derelioğlu, Deniz: **Türkiye'de Özel Emeklilik Fonu Uygulamaları,** Türkiye Genç İşadamları Derneği, İstanbul, 2000.

Ege, İlhan, Topaloğlu, Emre, Dilek Coşkun: **"Türkiye'deki Emeklilik Yatırım Fonlarının Yatırım Performanslarının Analizi",** Ekonomi Bilimleri Dergisi, 3(1), 2011.

Elton, Edwin J., Martin J. Gruber: **''Mutual Funds'',** Social Science Research Network July 27, 2011, http://papers.ssrn.com

Francis, Jack: **Investments- Analysis and Management,** McGraw-Hill,1991.

Gökçen,Umut, Atakan Yalçın: **''The Case Against Active Pension Funds: Evidence From The Turkish Private Pension System''**, March 2014, http://www.ssrn.com

Hull, John C.: **Risk Management and Financial Institutions,** Wiley Finance, 2015.

ILO / Türk-İş: **Sosyal Güvenlik İşçi Eğitim El Kitabı,** Demircioğlu Matbası, Ankara,1995.

Korkmaz, Turhan, Hasan Uygurtürk: **"Türk Emeklilik Fonlarının Performans Ölçümünde Regresyon Analizinin Kullanılması",** Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 3, Sayı 5, 2007.

Korkmaz,Esfender, Akgeyik, Tekin, Yılmaz, Binhan Elif, Oktayer, Nagihan, Susam, Nazan, Murat Şeker: **Sosyal Güvenlikte Yeni Yaklaşım: Bireysel Emeklilik,** İstanbul Ticaret Odası Yayın no: 2006-21, İstanbul, 2007.

Reilly, Frank, Keith Brown: **Investment Analysis and Portfolio Management,** The Dryden Press, 1997.

Şen,Murat, Tekin Memiş: **Özel Emeklilik ve Türkiye için Sistem Önerisi,** Türkiye Genç İşadamları Derneği, 2000.

Şener, Orhan, Faruk Akın: **"Özel Emeklilik Fonları ve Türkiye'de Bireylerin Bireysel Emeklilik Sistemine Giriş Kararlarını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi Üzerine Bir Araştırma"**,Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi, Cilt 18, Sayı I, 2010.

Tuncay, A.Can: **Sosyal Güvenlik Hukuku Dersleri**, 6. Baskı, Beta Yayınları, İstanbul, 1994.

TÜİK: **İstatistiklerle Yaşlılar**, 2014.

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği,**Finansal Piyasa Özet Verileri,** Şubat 2016, www.tspb.org.tr

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği,**Türkiye Sermaye Piyasası Raporu 2014,** Nisan 2015, www.tspb.org.tr

Türkiye Yatırımcı İlişkileri Derneği, Merkezi Kayıt Kuruluşu: **Borsa Trendleri Raporu**,Türkiye Yatırımcı İlişkileri Derneği ve Merkezi Kayıt Kuruluşu, Ocak 2016, www.mkk.com.tr

Ünver, Arif: **''Fiyat kazanç mı temettü verimliliği mi?''**, 10 Mart 2014, www.borsagundem.com

## MEVZUAT

BES Kanunu : **4632 Sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu,** 28.03.2001, Resmi Gazete No: 24366.

Sermaye Piyasası Kanunu: **6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu,** 30.12.2012, Resmi Gazete No: 28513

SPK-Emeklilik Yatırım Fonu Yönetmeliği: **Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik,** SPK,13.3.2013,Resmi Gazete: 28586.

SPK-Emeklilik Yatırım Fonu Rehberi **Emeklilik Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber,** SPK, 07.03.2016

Uluslararası Çalışma Fonu Sosyal Güvenlik Sözleşmesi **Social Security (Minimum Standards) Convention No:102,** ILO, 1952

# ÇEVRİMİÇİ KAYNAKLAR

| | |
|---|---|
| Emeklilik Gözetim Merkezi: | http://www.egm.org.tr |
| Sermaye Piyasası Kurulu: | http://www.spk.gov.tr |
| Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği: | http://www.tspb.org.tr |
| Merkezi Kayıt Kuruluşu: | http://www.mkk.com.tr |
| Borsa İstanbul: | http://www.borsaistanbul.com |
| Sosyal Güvenlik Kurumu: | http://www.sgk.gov.tr |

# EKLER

**Ek 1:** Emeklilik Yatırım Fonlarının 2004-2014 Yılları Arası Kümülatif Getirileri

| Unvan | Şirket | Tanım | Kod | 2004 Başı (TL) | 2014 Sonu (TL) | Artış Oranı | Portföy Değeri (TL) Eyl-2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| FON | ANADOLU HAYAT | Büyüme Amaçlı ESNEK Fon | AH0 | 1000 | 5893 | 489% | 692.352.325 |
| FON | AEGON | Hisse Fon | ANS | 1000 | 5821 | 482% | 20.319.770 |
| FON | ANADOLU HAYAT | Hisse Fon | AH5 | 1000 | 5445 | 444% | 318.239.693 |
| FON | ALLIANZ YAŞAM | Hisse Fon | ALH | 1000 | 5365 | 437% | 265.744.574 |
| FON | ING | Hisse Fon | IEH | 1000 | 5171 | 417% | 101.699.126 |
| FON | ING | Büyüme Amaçlı KARMA Fon | IEK | 1000 | 5122 | 412% | 235.981.612 |
| FON | GARANTİ | Hisse Fon | GEH | 1000 | 4808 | 381% | 162.740.273 |
| Yatırım Aracı | | Serbest Piyasa Altın | | 1000 | 4781 | 378% | |
| Fon Grubu | | Hisse Fonlar | | 1000 | 4779 | 378% | |
| FON | VAKIF | Hisse Fon | VEH | 1000 | 4660 | 366% | 149.199.122 |
| FON | BNP PARIBAS CARDIF | Hisse Fon | BPH | 1000 | 4607 | 361% | 101.327.829 |
| Gösterge Endeks | | BIST 100 Endeksi | | 1000 | 4602 | 360% | |
| FON | ALLIANZ | Hisse Fon | AZH | 1000 | 4446 | 345% | 135.090.043 |
| Gösterge Endeks | | BIST - DİBS Perf. Endeksi Tüm | | 1000 | 4409 | 341% | |
| FON | ALLIANZ YAŞAM | Gelir Amaçlı KBA Fonu | AMA | 1000 | 4264 | 326% | 1.277.272.660 |
| FON | ALLIANZ | Gelir Amaçlı KBA Fonu | AZK | 1000 | 4220 | 322% | 543.833.483 |
| FON | ANADOLU HAYAT | Esnek Fon | AH9 | 1000 | 4207 | 321% | 1.451.040.234 |
| FON | ALLIANZ YAŞAM | Esnek Fon | ALS | 1000 | 4172 | 317% | 1.698.757.233 |
| FON | GARANTİ | Gelir Amaçlı KBA Fonu | GEK | 1000 | 4129 | 313% | 1.829.574.322 |
| Gösterge Endeks | | KYD Eurobond Endeksi USD/TRY | | 1000 | 4118 | 312% | |
| FON | AVİVASA | Gelir Amaçlı KBA Fonu | AE2 | 1000 | 4093 | 309% | 2.456.953.949 |
| FON | ANADOLU HAYAT | Gelir Amaçlı KBA Fonu | AH1 | 1000 | 4078 | 308% | 2.142.433.573 |
| FON | AVİVASA | Gelir Amaçlı KBA Fonu | AVK | 1000 | 4018 | 302% | 310.226.898 |
| FON | ALLIANZ | Büyüme Amaçlı ESNEK Fon | AZB | 1000 | 3920 | 292% | 151.713.244 |
| FON | AVİVASA | Hisse Fon | AEH | 1000 | 3891 | 289% | 472.932.114 |
| FON | AVİVASA | Esnek Fon | AVE | 1000 | 3883 | 288% | 148.388.447 |
| Fon Grubu | | Gelir Amaçlı KBA Fonları | | 1000 | 3880 | 288% | |
| FON | AVİVASA | Büyüme Amaçlı ESNEK Fon | AE3 | 1000 | 3854 | 285% | 1.577.781.442 |
| FON | GROUPAMA | Gelir Amaçlı KBA Fonu | BEK | 1000 | 3839 | 284% | 377.315.872 |
| FON | GARANTİ | Esnek Fon | GHE | 1000 | 3813 | 281% | 580.465.901 |
| FON | AEGON | Dengeli Fon | ANE | 1000 | 3722 | 272% | 30.512.639 |
| Fon Grubu | | Tüm Esnek-Karma-Dengeli Fonlar | | 1000 | 3701 | 270% | |
| Fon Grubu | | Tüm Fonlar | | 1000 | 3692 | 269% | |
| FON | VAKIF | Esnek Fon | VEE | 1000 | 3629 | 263% | 335.478.285 |
| FON | AEGON | Gelir Amaçlı STANDART Fon | ANG | 1000 | 3617 | 262% | 58.522.667 |
| FON | AVİVASA | Dengeli Fon | AVD | 1000 | 3615 | 261% | 81.470.334 |
| FON | GROUPAMA | Hisse Fon | BEH | 1000 | 3574 | 257% | 56.980.390 |
| FON | BNP PARIBAS CARDIF | Gelir Amaçlı KBA Fonu | BPG | 1000 | 3565 | 256% | 555.691.715 |
| FON | ING | Gelir Amaçlı KBA Fonu | IEG | 1000 | 3485 | 248% | 354.732.695 |
| FON | ALLIANZ | Gelir Amaçlı KDBA Fonu | AZD | 1000 | 3478 | 248% | 166.276.943 |
| Yatırım Aracı | | Repo O/N | | 1000 | 3466 | 247% | |
| FON | VAKIF | Gelir Amaçlı STANDART Fon | VEK | 1000 | 3427 | 243% | 651.806.538 |
| FON | ANADOLU HAYAT | Gelir Amaçlı ESNEK Fon | AH8 | 1000 | 3394 | 239% | 377.240.944 |
| FON | GROUPAMA | Esnek Fon | BEE | 1000 | 3352 | 235% | 75.446.287 |
| FON | ALLIANZ YAŞAM | Gelir Amaçlı KDBA Fonu | AMG | 1000 | 3336 | 234% | 523.671.691 |
| FON | GARANTİ | Gelir Amaçlı KDBA Fonu | GHG | 1000 | 3305 | 231% | 189.962.487 |

**Ek 2:** Emeklilik Yatırım Fonlarının 2004-2014 Yılları Arası Kümülatif Getirileri (devam)

| Unvan | Şirket | Tanım | Kod | 2004 Başı (TL) | 2014 Sonu (TL) | Artış Oranı | Portföy Değeri (TL) Eyl-2015 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| FON | GARANTİ | Likit Fon - Para Piyasası Fonu | GEL | 1000 | 3275 | 228% | 801.310.636 |
| FON | BNP PARIBAS CARDIF | Esnek Fon | BPE | 1000 | 3271 | 227% | 120.516.741 |
| FON | AVİVASA | Likit Fon - Para Piyasası Fonu | AE1 | 1000 | 3210 | 221% | 697.285.123 |
| FON | ING | Likit Fon - Para Piyasası Fonu | IER | 1000 | 3205 | 220% | 270.407.492 |
| FON | BNP PARIBAS CARDIF | Likit Fon - Para Piyasası Fonu | BPL | 1000 | 3192 | 219% | 127.726.801 |
| FON | ANADOLU HAYAT | Gelir Amaçlı KDBA Fonu | AH3 | 1000 | 3170 | 217% | 391.944.713 |
| FON | ALLIANZ YAŞAM | Likit Fon - Para Piyasası Fonu | AMP | 1000 | 3146 | 215% | 349.443.872 |
| FON | ALLIANZ | Likit Fon - Para Piyasası Fonu | AZL | 1000 | 3120 | 212% | 220.730.612 |
| FON | AEGON | Likit Fon - Para Piyasası Fonu | ANK | 1000 | 3073 | 207% | 21.155.219 |
| FON | ANADOLU HAYAT | Likit Fon - Para Piyasası Fonu | AH2 | 1000 | 3047 | 205% | 326.345.630 |
| FON | VAKIF | Likit Fon - Para Piyasası Fonu | VEL | 1000 | 3030 | 203% | 354.329.241 |
| FON | AVİVASA | Likit Fon - Para Piyasası Fonu | AVL | 1000 | 3027 | 203% | 85.605.254 |
| Fon Grubu | | Likit Fonlar - Para Piyasası Fonları | | 1000 | 3014 | 201% | |
| FON | GROUPAMA | Likit Fon - Para Piyasası Fonu | BEL | 1000 | 2967 | 197% | 177.756.207 |
| FON | ALLIANZ YAŞAM | Yabancı Menkul Kıymet Fonu | ALR | 1000 | 2914 | 191% | 195.805.601 |
| Fon Grubu | | Gelir Amaçlı KDBA Fonları | | 1000 | 2913 | 191% | |
| FON | AVİVASA | Gelir Amaçlı KDBA Fonu | AVG | 1000 | 2906 | 191% | 428.905.567 |
| FON | VAKIF | Gelir Amaçlı KDBA Fonu | VET | 1000 | 2900 | 190% | 186.258.484 |
| FON | ANADOLU HAYAT | Yabancı Menkul Kıymet Fonu | AH6 | 1000 | 2780 | 178% | 140.973.246 |
| FON | BNP PARIBAS CARDIF | Gelir Amaçlı KDBA Fonu | BPK | 1000 | 2696 | 170% | 31.532.106 |
| FON | ALLIANZ | Gelir Amaçlı KDBA Fonu | AUG | 1000 | 2673 | 167% | 44.108.851 |
| FON | BNP PARIBAS CARDIF | Gelir Amaçlı KDBA Fonu | BPU | 1000 | 2607 | 161% | 95.092.085 |
| FON | ALLIANZ | Likit Fon - Para Piyasası Fonu | AZE | 1000 | 2577 | 158% | 3.931.036 |
| FON | ANADOLU HAYAT | Gelir Amaçlı KDBA Fonu | AH4 | 1000 | 2480 | 148% | 176.896.949 |
| FON | GROUPAMA | Gelir Amaçlı KDBA Fonu | BED | 1000 | 2442 | 144% | 87.469.514 |
| FON | BNP PARIBAS CARDIF | Likit Fon - Para Piyasası Fonu | BPM | 1000 | 2420 | 142% | 3.330.878 |
| FON | GARANTİ | Yabancı Menkul Kıymet Fonu | GEU | 1000 | 2213 | 121% | 172.291.081 |
| FON | ALLIANZ | Yabancı Menkul Kıymet Fonu | AZO | 1000 | 2191 | 119% | 53.290.531 |
| Fon Grubu | | Yabancı Menkul Kıymet Fonları | | 1000 | 2073 | 107% | |
| FON | ING | Gelir Amaçlı ESNEK Fon | IEA | 1000 | 2028 | 103% | 132.143.042 |
| FON | AVİVASA | Yabancı Menkul Kıymet Fonu | AE4 | 1000 | 1988 | 99% | 143.223.747 |
| FON | AVİVASA | Yabancı Menkul Kıymet Fonu | AVU | 1000 | 1877 | 88% | 48.056.148 |
| Yatırım Aracı | | USD-TCMB | | 1000 | 1665 | 67% | |
| Yatırım Aracı | | 05USD_05EURO | | 1000 | 1631 | 63% | |
| Yatırım Aracı | | EUR-TCMB | | 1000 | 1604 | 60% | |
| FON | AEGON | Gelir Amaçlı ESNEK Fon | ANU | 1000 | 1504 | 50% | 4.909.950 |
| FON | VAKIF | Yabancı Menkul Kıymet Fonu | VEG | 1000 | 1480 | 48% | 32.943.655 |
| FON | VAKIF | Yabancı Menkul Kıymet Fonu | VEU | 1000 | 1329 | 33% | 38.864.221 |

**Ek 3:** Emeklilik Yatırım Fonlarının 2004-2014 Yılları Arası Yıllık Ortalama Getirileri

| Kategori | Tanım | Getiri Oranı |
|---|---|---|
| Gösterge Endeks | BIST 100 Endeksi | 22,5% |
| Fon Grubu | Hisse Fonlar | 21,5% |
| Yatırım Aracı | Serbest Piyasa Altın | 16,4% |
| Gösterge Endeks | BIST - DİBS Perf. Endeksi Tüm | 14,6% |
| Gösterge Endeks | KYD Eurobond Endeksi USD/TRY | 14,3% |
| Fon Grubu | Gelir Amaçlı KBA Fonları | 13,4% |
| Fon Grubu | Tüm Esnek-Karma-Dengeli Fonlar | 13,1% |
| Fon Grubu | Tüm Fonlar | 12,8% |
| Yatırım Aracı | Repo O/N | 12,1% |
| Fon Grubu | Likit Fonlar - Para Piyasası Fonları | 10,7% |
| Fon Grubu | Gelir Amaçlı KDBA Fonları | 10,5% |
| Fon Grubu | Yabancı Menkul Kıymet Fonları | 7,3% |
| Yatırım Aracı | USD-TCMB | 5,6% |
| Yatırım Aracı | 05USD_05EURO | 5,3% |
| Yatırım Aracı | EUR-TCMB | 5,2% |

**Ek 4 :** Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonlarının Ocak 2012- Aralık 2014 Dönemine Ait Getiri Analizleri

| Fon Büyüklüğü (TL) 14.09.2015 | Fon Kodu | Şirket | Küm. Getiri % | RF Üstü Getiri % | Göst. Üstü Getiri % | Aylık Ort. Getiri % | Std. Sapma % | Risk Başına Getiri % | Sharpe | M2 | Beta | Treynor | Jensen Alfa | Değerl. Oranı |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 36.960.042 | CHH | CİGNA FİNANS | 94,8 | 71,8 | 27,6 | 2,06 | 6,33 | 32,6 | 0,2247 | 0,0215 | 0,90 | 0,016 | 0,00504* | 0,2728 |
| 45.252.029 | GEG | GARANTİ | 91,4 | 68,4 | 24,2 | 2,00 | 6,15 | 32,6 | 0,2218 | 0,0213 | 0,88 | 0,016 | 0,00471* | 0,2621 |
| 101.327.829 | BPH | BNP PARIBAS CARDIF | 88,6 | 65,6 | 21,4 | 1,96 | 6,19 | 31,7 | 0,2139 | 0,0207 | 0,89 | 0,015 | 0,00422* | 0,2449 |
| 18.053.855 | EIH | ERGO | 82,8 | 59,8 | 15,6 | 1,89 | 6,42 | 29,4 | 0,1947 | 0,0194 | 0,91 | 0,014 | 0,00324 | 0,1629 |
| 88.213.911 | GHH | GARANTİ | 82,1 | 59,1 | 14,9 | 1,86 | 6,07 | 30,6 | 0,2007 | 0,0198 | 0,86 | 0,014 | 0,00338 | 0,1885 |
| 42.040.910 | AG3 | ANADOLU | 81,2 | 58,2 | 14,0 | 1,86 | 6,33 | 29,4 | 0,1928 | 0,0193 | 0,90 | 0,013 | 0,00300 | 0,1662 |
| 67.039.316 | AHB | ANADOLU | 80,4 | 57,4 | 13,2 | 1,87 | 6,75 | 27,8 | 0,1830 | 0,0187 | 0,97 | 0,013 | 0,00249 | 0,1368 |
| 162.740.273 | GEH | GARANTİ | 77,7 | 54,7 | 10,5 | 1,79 | 6,17 | 29,1 | 0,1873 | 0,0189 | 0,88 | 0,013 | 0,00261 | 0,1434 |
| 265.744.574 | ALH | ALLIANZ YAŞAM | 77,4 | 54,4 | 10,2 | 1,79 | 6,16 | 29,0 | 0,1865 | 0,0189 | 0,88 | 0,013 | 0,00250 | 0,1485 |
| 135.090.043 | AZH | ALLIANZ | 75,7 | 52,8 | 8,5 | 1,80 | 6,76 | 26,6 | 0,1720 | 0,0179 | 0,97 | 0,012 | 0,00175 | 0,0960 |
| 13.078.024 | HES | AXA | 75,7 | 52,7 | 8,5 | 1,77 | 6,32 | 28,0 | 0,1793 | 0,0184 | 0,90 | 0,013 | 0,00214 | 0,1192 |
| 101.699.126 | IEH | ING | 75,1 | 52,1 | 7,8 | 1,76 | 6,27 | 28,0 | 0,1786 | 0,0184 | 0,88 | 0,013 | 0,00219 | 0,1084 |
| 53.298.956 | AEB | AVİVASA | 73,6 | 50,6 | 6,3 | 1,72 | 6,02 | 28,6 | 0,1795 | 0,0184 | 0,86 | 0,013 | 0,00203 | 0,1218 |
| 318.239.693 | AH5 | ANADOLU | 72,3 | 49,3 | 5,1 | 1,72 | 6,35 | 27,0 | 0,1699 | 0,0178 | 0,91 | 0,012 | 0,00155 | 0,0860 |
| 68.234.099 | AVH | AVİVASA | 70,3 | 47,3 | 3,1 | 1,67 | 6,18 | 27,1 | 0,1677 | 0,0176 | 0,88 | 0,012 | 0,00136 | 0,0790 |
| 953.193 | BBH | GROUPAMA | 68,5 | 45,5 | 1,3 | 1,63 | 5,86 | 27,8 | 0,1688 | 0,0177 | 0,84 | 0,012 | 0,00136 | 0,0825 |
| 36.279.701 | MHH | METLİFE | 68,1 | 45,1 | 0,9 | 1,64 | 6,27 | 26,2 | 0,1602 | 0,0171 | 0,90 | 0,011 | 0,00090 | 0,0522 |
| 472.932.114 | AEH | AVİVASA | 66,9 | 43,9 | -0,3 | 1,62 | 6,15 | 26,3 | 0,1590 | 0,0171 | 0,88 | 0,011 | 0,00083 | 0,0478 |
| 56.980.390 | BEH | GROUPAMA | 65,2 | 42,3 | -2,0 | 1,58 | 5,97 | 26,4 | 0,1573 | 0,0169 | 0,86 | 0,011 | 0,00069 | 0,0417 |
| 20.319.770 | ANS | AEGON | 64,3 | 41,4 | -2,9 | 1,55 | 5,83 | 26,7 | 0,1570 | 0,0169 | 0,84 | 0,011 | 0,00063 | 0,0406 |
| 34.519.842 | ZHB | ZİRAAT | 61,8 | 38,8 | -5,4 | 1,52 | 6,00 | 25,3 | 0,1469 | 0,0162 | 0,86 | 0,010 | 0,00007 | 0,0044 |
| 149.199.122 | VEH | VAKIF | 59,9 | 36,9 | -7,3 | 1,50 | 6,27 | 24,0 | 0,1381 | 0,0156 | 0,89 | 0,010 | -0,00042 | -0,0225 |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| 2.288.196.812 | Grup | Hisse Fon Grubu | 75,2 | 52,2 | 8,0 | 1,75 | 6,18 | 28,4 | 0,1803 | 0,0185 | 0,89 | 0,013 | 0,00210 | 0,1283 |
| | Gösterge | PGE - BIST 100 Endeksi | 67,2 | 44,2 | | 1,66 | 6,71 | 24,7 | 0,1517 | | 1,00 | 0,010 | | |

* İstatistiksel olarak anlamlı

**Ek 4 :** Esnek-1 (Esnek) Emeklilik Yatırım Fonlarının Ocak 2012- Aralık 2014 Dönemine Ait Getiri Analizleri

| Fon Büyüklüğü (TL) 14.09.2015 | Fon Kodu | Şirket | Küm. Getiri % | RF Üstü Getiri % | Göst. Üstü Getiri % | Aylık Ort. Getiri % | Std. Sapma % | Risk Başına Getiri % | Sharpe | M2 | Beta | Treynor | Jensen Alfa | Değerl. Oranı |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2.323.465 | EHG | ERGO | 50,5 | 27,5 | 13,3 | 1,18 | 2,88 | 41,0 | 0,1885 | 0,0094 | 1,67 | 0,003 | 0,00090 | 0,0752 |
| 160.669.519 | GEF | GARANTİ | 48,7 | 25,7 | 11,6 | 1,14 | 2,51 | 45,4 | 0,1995 | 0,0095 | 1,51 | 0,003 | 0,00090 | 0,1115 |
| 186.924.568 | AGL | ALLIANZ YAŞAM | 47,2 | 24,2 | 10,1 | 1,11 | 2,32 | 47,7 | 0,2018 | 0,0096 | 1,38 | 0,003 | 0,00093 | 0,1136 |
| 580.465.901 | GHE | GARANTİ | 45,9 | 22,9 | 8,8 | 1,09 | 2,52 | 43,1 | 0,1777 | 0,0092 | 1,52 | 0,003 | 0,00035 | 0,0432 |
| 120.516.741 | BPE | BNP PARIBAS CARDIF | 44,1 | 21,1 | 6,9 | 1,05 | 2,38 | 44,0 | 0,1716 | 0,0091 | 1,42 | 0,003 | 0,00022 | 0,0269 |
| 601.197.291 | GHT | GARANTİ | 42,2 | 19,2 | 5,0 | 1,01 | 2,54 | 39,9 | 0,1474 | 0,0087 | 1,53 | 0,002 | -0,00042 | -0,0516 |
| 70.509.525 | MHY | METLİFE | 38,9 | 15,9 | 1,8 | 0,93 | 1,36 | 68,2 | 0,2118 | 0,0097 | 0,73 | 0,004 | 0,00090 | 0,1227 |
| 1.451.040.234 | AH9 | ANADOLU | 38,3 | 15,3 | 1,2 | 0,94 | 2,59 | 36,2 | 0,1154 | 0,0082 | 1,51 | 0,002 | -0,00113 | -0,1097 |
| 40.576.758 | AMN | ALLIANZ YAŞAM | 38,1 | 15,1 | 1,0 | 0,91 | 1,05 | 86,3 | 0,2548 | 0,0104 | 0,49 | 0,005 | 0,00135 | 0,1882 |
| 148.388.447 | AVE | AVİVASA | 37,5 | 14,5 | 0,3 | 0,91 | 2,33 | 39,3 | 0,1185 | 0,0083 | 1,38 | 0,002 | -0,00100 | -0,1209 |
| 335.478.285 | VEE | VAKIF | 36,6 | 13,6 | -0,5 | 0,90 | 2,28 | 39,3 | 0,1126 | 0,0082 | 1,34 | 0,002 | -0,00108 | -0,1242 |
| 42.024.532 | APG | ALLIANZ YAŞAM | 36,1 | 13,1 | -1,0 | 0,87 | 1,09 | 79,5 | 0,2085 | 0,0097 | 0,44 | 0,005 | 0,00108 | 0,1280 |
| 300.673.863 | IEE | ING | 34,5 | 11,5 | -2,7 | 0,84 | 1,87 | 45,0 | 0,1091 | 0,0081 | 1,09 | 0,002 | -0,00092 | -0,1208 |
| 204.854.750 | MHE | METLİFE | 34,4 | 11,4 | -2,7 | 0,83 | 1,35 | 61,8 | 0,1449 | 0,0087 | 0,71 | 0,003 | 0,00001 | 0,0020 |
| 194.074.713 | ZHE | ZİRAAT | 33,5 | 10,5 | -3,7 | 0,83 | 2,41 | 34,6 | 0,0809 | 0,0077 | 1,39 | 0,001 | -0,00184 | -0,1825 |
| 1.698.757.233 | ALS | ALLIANZ YAŞAM | 32,2 | 9,2 | -4,9 | 0,79 | 1,41 | 56,0 | 0,1066 | 0,0081 | 0,79 | 0,002 | -0,00065 | -0,0973 |
| 19.699.307 | AMH | ALLIANZ YAŞAM | 31,5 | 8,6 | -5,6 | 0,77 | 0,78 | 99,0 | 0,1663 | 0,0090 | 0,35 | 0,004 | 0,00035 | 0,0630 |
| 75.446.287 | BEE | GROUPAMA | 28,2 | 5,3 | -8,9 | 0,71 | 2,03 | 35,2 | 0,0368 | 0,0070 | 1,12 | 0,001 | -0,00231 | -0,2305 |
| 2.097.098 | ANY | AEGON | 28,0 | 5,0 | -9,2 | 0,71 | 2,33 | 30,6 | 0,0321 | 0,0069 | 1,34 | 0,001 | -0,00289 | -0,2879 |
| 1.328.762 | BGE | GROUPAMA | 21,9 | -1,1 | -15,3 | 0,57 | 2,07 | 27,6 | -0,0325 | 0,0059 | 1,13 | -0,001 | -0,00375* | -0,3550 |
| 85.158.122 | CHN | CİGNA FİNANS | 17,1 | -5,8 | -20,0 | 0,46 | 1,92 | 23,8 | -0,0935 | 0,0049 | 0,85 | -0,002 | -0,00412 | -0,2988 |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| 6.322.205.400 | Grup | Esnek Fon Grubu - 1 | 36,5 | 13,5 | -0,7 | 0,88 | 1,90 | 46,6 | 0,1289 | 0,0084 | 1,13 | 0,002 | -0,00062 | -0,0933 |
| | Gösterge | PGE (%20 HS-%80 DİB | 37,1 | 14,2 | | 0,91 | 1,57 | 57,9 | 0,1729 | | 1,00 | 0,003 | | |

* İstatistiksel olarak anlamlı

**Ek 5 :** Esnek-2 (BA) Emeklilik Yatırım Fonlarının Ocak 2012- Aralık 2014 Dönemine Ait Getiri Analizleri

| Fon Büyüklüğü (TL) 14.09.2015 | Fon Kodu | Şirket | Küm. Getiri % | RF Üstü Getiri % | Göst. Üstü Getiri % | Aylık Ort. Getiri % | Std. Sapma % | Risk Başına Getiri % | Sharpe | M2 | Beta | Treynor | Jensen Alfa | Değerl. Oranı |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **11.786.496** | **ATE** | **ANADOLU** | 50,6 | 27,6 | 7,2 | 1,20 | 3,30 | 36,3 | 0,1694 | 0,0112 | 1,10 | 0,00505 | 0,00052 | 0,0517 |
| **24.399.328** | **EIE** | **ERGO** | 47,9 | 24,9 | 4,4 | 1,13 | 2,81 | 40,3 | 0,1752 | 0,0114 | 0,91 | 0,00543 | 0,00077 | 0,0684 |
| **692.352.325** | **AH0** | **ANADOLU** | 46,2 | 23,2 | 2,8 | 1,11 | 3,27 | 34,0 | 0,1449 | 0,0105 | 1,04 | 0,00454 | -0,00005 | -0,0038 |
| **219.253.016** | **ALU** | **ALLIANZ YAŞAM** | 45,8 | 22,9 | 2,4 | 1,10 | 3,01 | 36,5 | 0,1526 | 0,0107 | 0,99 | 0,00463 | 0,00005 | 0,0046 |
| **4.789.973** | **AZY** | **ALLIANZ** | 44,7 | 21,7 | 1,2 | 1,06 | 2,55 | 41,6 | 0,1661 | 0,0111 | 0,83 | 0,00511 | 0,00044 | 0,0446 |
| **33.733.003** | **AVY** | **AVİVASA** | 44,4 | 21,4 | 0,9 | 1,05 | 2,33 | 45,1 | 0,1772 | 0,0114 | 0,76 | 0,00542 | 0,00064 | 0,0740 |
| **76.656.473** | **IEF** | **ING** | 41,1 | 18,1 | -2,3 | 1,00 | 2,82 | 35,4 | 0,1280 | 0,0100 | 0,91 | 0,00396 | -0,00057 | -0,0514 |
| **36.790.494** | **HEB** | **AXA** | 39,5 | 16,5 | -4,0 | 0,96 | 2,64 | 36,5 | 0,1227 | 0,0099 | 0,85 | 0,00381 | -0,00066 | -0,0621 |
| **151.713.244** | **AZB** | **ALLIANZ** | 37,7 | 14,7 | -5,7 | 0,91 | 1,99 | 45,8 | 0,1372 | 0,0103 | 0,63 | 0,00436 | -0,00014 | -0,0155 |
| **1.577.781.442** | **AE3** | **AVİVASA** | 36,5 | 13,6 | -6,9 | 0,89 | 2,28 | 39,2 | 0,1122 | 0,0096 | 0,74 | 0,00344 | -0,00085 | -0,0988 |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| **2.829.255.793** | **Grup** | **Esnek Fon Grubu - 2** | **43,4** | **20,4** | **-1,2** | **1,04** | **2,65** | **39,4** | **0,1523** | **0,0107** | **0,88** | **0,00460** | **0,00001** | **0,0015** |
| | **Gösterge** | **PGE ( %50 HS-%50 DİBS)** | **44,7** | **21,7** | | **1,10** | **2,84** | **38,6** | **0,1613** | | **1,00** | **0,00459** | | |

**Ek 6 :** Esnek-3 (GA) Emeklilik Yatırım Fonlarının Ocak 2012- Aralık 2014 Dönemine Ait Getiri Analizleri

| Fon Büyüklüğü (TL) 14.09.2015 | Fon Kodu | Şirket | Küm. Getiri % | RF Üstü Getiri % | Göst. Üstü Getiri % | Aylık Ort. Getiri % | Std. Sapma % | Risk Başına Getiri % | Sharpe | M2 | Beta | Treynor | Jensen Alfa | Değerl. Oranı |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **114.725.788** | **VGE** | **VAKIF** | 41,4 | 18,5 | 11,8 | 0,99 | 2,30 | 43,2 | 0,1543 | 0,0071 | 2,79 | 0,001 | 0,00115 | 0,0610 |
| **152.388.596** | **GED** | **GARANTİ** | 31,3 | 8,3 | 1,7 | 0,76 | 1,02 | 75,1 | 0,1237 | 0,0070 | 0,85 | 0,001 | 0,00053 | 0,0563 |
| **15.661.027** | **EIY** | **ERGO** | 27,8 | 4,8 | -1,8 | 0,69 | 1,51 | 46,0 | 0,0370 | 0,0066 | 2,32 | 0,000 | -0,00144 | -0,1388 |
| **145.749.638** | **AEG** | **AVİVASA** | 27,3 | 4,3 | -2,3 | 0,67 | 0,26 | 261,2 | 0,1365 | 0,0070 | 0,43 | 0,001 | -0,00002 | -0,0104 |
| **122.583.811** | **AG4** | **ANADOLU** | 26,6 | 3,6 | -3,1 | 0,66 | 0,36 | 181,0 | 0,0505 | 0,0066 | 0,62 | 0,000 | -0,00035 | -0,1669 |
| **132.143.042** | **IEA** | **ING** | 21,7 | -1,3 | -8,0 | 0,55 | 1,01 | 54,8 | -0,0869 | 0,0060 | -0,93 | 0,001 | -0,00007 | -0,0080 |
| **377.240.944** | **AH8** | **ANADOLU** | 21,5 | -1,5 | -8,1 | 0,54 | 0,34 | 159,0 | -0,2773 | 0,0051 | 0,60 | -0,002 | -0,00146* | -0,7685 |
| **4.909.950** | **ANU** | **AEGON** | 16,9 | -6,1 | -12,7 | 0,46 | 2,48 | 18,7 | -0,0703 | 0,0061 | -2,58 | 0,001 | 0,00047 | 0,0218 |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| 1.065.402.796 | **Grup** | **Esnek Fon Grubu - 3** | **26,8** | **3,8** | **-2,8** | **0,67** | **0,49** | **137,5** | **0,0600** | **0,0067** | **0,51** | **0,001** | **-0,00015** | **-0,0356** |
| | **Gösterge** | **DİBS Perf.İnd.12-15 Ay** | **29,6** | **6,6** | | **0,72** | **0,47** | **153,1** | **0,1816** | | **1,00** | **0,001** | | |

* İstatistiksel olarak anlamlı

**Ek 7 :** Kamu Borçlanma Araçları (GA) Emeklilik Yatırım Fonlarının Ocak 2012- Aralık 2014 Dönemine Ait Getiri Analizleri

| Fon Büyüklüğü (TL) 14.09.2015 | Fon Kodu | Şirket | Küm. Getiri % | RF Üstü Getiri % | Göst. Üstü Getiri % | Aylık Ort. Getiri % | Std. Sapma % | Risk Başına Getiri % | Sharpe | M2 | Beta | Treynor | Jensen Alfa | Değerl. Oranı |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 174.017.324 | AMB | ALLIANZ YAŞAM | 35,5 | 12,5 | 5,9 | 0,86 | 1,36 | 63,1 | 0,1603 | 0,0071 | 1,73 | 0,00126 | 0,00069 | 0,0638 |
| 398.934.182 | AEK | AVİVASA | 32,4 | 9,5 | 2,8 | 0,79 | 1,24 | 63,8 | 0,1230 | 0,0070 | 1,75 | 0,00087 | 0,00002 | 0,0026 |
| 40.099.326 | AZA | ALLIANZ | 32,1 | 9,1 | 2,5 | 0,79 | 1,42 | 55,4 | 0,1041 | 0,0069 | 1,95 | 0,00076 | -0,00020 | -0,0181 |
| 6.590.361 | BGK | GROUPAMA | 32,0 | 9,0 | 2,4 | 0,78 | 1,19 | 65,8 | 0,1201 | 0,0070 | 1,50 | 0,00095 | 0,00013 | 0,0141 |
| 385.930.227 | GHF | GARANTİ | 31,2 | 8,3 | 1,6 | 0,77 | 1,40 | 54,9 | 0,0922 | 0,0068 | 2,00 | 0,00065 | -0,00043 | -0,0416 |
| 62.150.453 | EIG | ERGO | 30,6 | 7,6 | 1,0 | 0,75 | 1,23 | 61,0 | 0,0916 | 0,0068 | 1,91 | 0,00059 | -0,00052 | -0,0617 |
| 67.650.601 | BPF | BNP PARIBAS CARDIF | 30,4 | 7,4 | 0,8 | 0,75 | 1,21 | 61,7 | 0,0898 | 0,0068 | 1,64 | 0,00066 | -0,00032 | -0,0349 |
| 196.604.610 | AG1 | ANADOLU | 30,1 | 7,1 | 0,4 | 0,74 | 1,39 | 53,2 | 0,0744 | 0,0067 | 1,80 | 0,00058 | -0,00051 | -0,0463 |
| 1.277.272.660 | AMA | ALLIANZ YAŞAM | 30,0 | 7,0 | 0,4 | 0,74 | 1,38 | 53,7 | 0,0740 | 0,0067 | 1,79 | 0,00057 | -0,00052 | -0,0479 |
| 310.226.898 | AVK | AVİVASA | 29,0 | 6,0 | -0,6 | 0,72 | 1,24 | 57,9 | 0,0637 | 0,0067 | 1,73 | 0,00046 | -0,00070 | -0,0754 |
| 2.456.953.949 | AE2 | AVİVASA | 28,1 | 5,1 | -1,6 | 0,70 | 1,22 | 57,1 | 0,0478 | 0,0066 | 1,71 | 0,00034 | -0,00088 | -0,0966 |
| 198.731.763 | VGD | VAKIF | 28,0 | 5,0 | -1,6 | 0,69 | 1,14 | 61,2 | 0,0491 | 0,0066 | 1,61 | 0,00035 | -0,00082 | -0,0978 |
| 69.632.183 | MHG | METLİFE | 27,8 | 4,8 | -1,8 | 0,69 | 0,90 | 76,5 | 0,0550 | 0,0066 | 1,54 | 0,00032 | -0,00083 | -0,1589 |
| 364.563.649 | HS1 | ANADOLU | 27,3 | 4,3 | -2,4 | 0,68 | 1,27 | 53,6 | 0,0324 | 0,0065 | 1,79 | 0,00023 | -0,00113 | -0,1192 |
| 543.833.483 | AZK | ALLIANZ | 27,1 | 4,1 | -2,5 | 0,68 | 1,37 | 49,5 | 0,0288 | 0,0065 | 1,90 | 0,00021 | -0,00124 | -0,1204 |
| 27.336.171 | GKB | GARANTİ | 27,0 | 4,0 | -2,7 | 0,67 | 1,31 | 51,5 | 0,0268 | 0,0065 | 1,90 | 0,00018 | -0,00129 | -0,1358 |
| 1.829.574.322 | GEK | GARANTİ | 26,7 | 3,7 | -2,9 | 0,67 | 1,34 | 49,8 | 0,0218 | 0,0065 | 1,90 | 0,00015 | -0,00134 | -0,1352 |
| 377.315.872 | BEK | GROUPAMA | 26,5 | 3,5 | -3,1 | 0,66 | 1,20 | 55,4 | 0,0196 | 0,0065 | 1,58 | 0,00015 | -0,00112 | -0,1205 |
| 2.142.433.573 | AH1 | ANADOLU | 25,9 | 2,9 | -3,7 | 0,65 | 1,38 | 47,3 | 0,0094 | 0,0064 | 1,74 | 0,00007 | -0,00137 | -0,1239 |
| 310.097.895 | ZHG | ZİRAAT | 25,1 | 2,2 | -4,5 | 0,64 | 1,47 | 43,3 | -0,0022 | 0,0064 | 1,99 | -0,00002 | -0,00175 | -0,1553 |
| 232.552.894 | CHK | CİGNA FİNANS | 24,5 | 1,5 | -5,2 | 0,63 | 1,93 | 32,6 | -0,0055 | 0,0064 | 2,60 | -0,00004 | -0,00234 | -0,1583 |
| 555.691.715 | BPG | BNP PARIBAS CARDIF | 23,4 | 0,4 | -6,2 | 0,59 | 1,21 | 48,9 | -0,0377 | 0,0062 | 1,66 | -0,00028 | -0,00188 | -0,2036 |
| 354.732.695 | IEG | ING | 22,7 | -0,2 | -6,9 | 0,58 | 1,00 | 57,7 | -0,0630 | 0,0061 | 1,51 | -0,00042 | -0,00193 | -0,2767 |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| 12.382.926.804 | Grup | Kamu Borç. Araçları | 28,4 | 5,4 | -1,2 | 0,70 | 1,27 | 55,5 | 0,0519 | 0,0066 | 1,79 | 0,00037 | -0,00088 | -0,0932 |
| | Gösterge | DİBS Perf.İnd.12-15 Ay | 29,6 | 6,6 | | 0,72 | 0,47 | 153,1 | 0,1816 | | 1,00 | 0,00086 | | |

**Ek 8:** Kamu Dış Borçlanma Araçları (GA) Emeklilik Yatırım Fonlarının Ocak 2012- Aralık 2014 Dönemine Ait Getiri Analizleri

| Fon Büyüklüğü (TL) 14.09.2015 | Fon Kodu | Şirket | Küm. Getiri % | RF Üstü Getiri % | Göst. Üstü Getiri % | Aylık Ort. Getiri % | Std. Sapma % | Risk Başına Getiri % | Sharpe | M2 | Beta | Treynor | Jensen Alfa | Değerl. Oranı |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 6.342.264 | AZM | ALLIANZ | 50,6 | 27,6 | -7,0 | 1,17 | 2,33 | 50,3 | 0,2286 | 0,0126 | 0,83 | 0,006 | -0,00021 | -0,0325 |
| 523.671.691 | AMG | ALLIANZ YAŞAM | 48,7 | 25,7 | -9,0 | 1,14 | 2,47 | 46,0 | 0,2018 | 0,0118 | 0,87 | 0,006 | -0,00085 | -0,1187 |
| 248.866.307 | AVB | AVİVASA | 47,6 | 24,6 | -10,0 | 1,11 | 1,97 | 56,0 | 0,2367 | 0,0128 | 0,63 | 0,007 | 0,00049 | 0,0481 |
| 52.212.981 | GHK | GARANTİ | 47,6 | 24,6 | -10,0 | 1,11 | 2,32 | 48,0 | 0,2046 | 0,0119 | 0,82 | 0,006 | -0,00077 | -0,1233 |
| 166.276.943 | AZD | ALLIANZ | 46,2 | 23,2 | -11,4 | 1,09 | 2,35 | 46,3 | 0,1911 | 0,0116 | 0,83 | 0,005 | -0,00109* | -0,1698 |
| 189.962.487 | GHG | GARANTİ | 45,8 | 22,8 | -11,8 | 1,08 | 2,36 | 45,7 | 0,1869 | 0,0114 | 0,84 | 0,005 | -0,00121* | -0,1908 |
| 391.944.713 | AH3 | ANADOLU | 44,2 | 21,2 | -13,4 | 1,05 | 2,24 | 46,7 | 0,1819 | 0,0113 | 0,80 | 0,005 | -0,00125* | -0,2067 |
| 428.905.567 | AVG | AVİVASA | 42,6 | 19,6 | -15,0 | 1,01 | 1,93 | 52,2 | 0,1917 | 0,0116 | 0,61 | 0,006 | -0,00035 | -0,0347 |
| 87.469.514 | BED | GROUPAMA | 42,2 | 19,2 | -15,5 | 1,00 | 1,99 | 50,4 | 0,1825 | 0,0113 | 0,64 | 0,006 | -0,00066 | -0,0680 |
| 26.344.381 | MHD | METLİFE | 41,8 | 18,8 | -15,9 | 1,00 | 2,11 | 47,1 | 0,1689 | 0,0110 | 0,69 | 0,005 | -0,00103 | -0,1035 |
| 186.258.484 | VET | VAKIF | 41,2 | 18,2 | -16,4 | 0,98 | 2,02 | 48,7 | 0,1705 | 0,0110 | 0,69 | 0,005 | -0,00118 | -0,1557 |
| 2.135.389 | BKB | GROUPAMA | 40,7 | 17,7 | -16,9 | 0,98 | 2,13 | 45,8 | 0,1583 | 0,0107 | 0,69 | 0,005 | -0,00123 | -0,1185 |
| 95.092.085 | BPU | BNP PARIBAS CARDIF | 39,0 | 16,0 | -18,7 | 0,94 | 2,24 | 42,0 | 0,1355 | 0,0101 | 0,79 | 0,004 | -0,00221* | -0,3125 |
| 36.022.053 | AMR | ALLIANZ YAŞAM | 35,8 | 12,8 | -21,8 | 0,88 | 2,13 | 41,1 | 0,1110 | 0,0094 | 0,39 | 0,006 | -0,00021 | -0,0116 |
| 44.108.851 | AUG | ALLIANZ | 35,4 | 12,4 | -22,2 | 0,87 | 2,11 | 41,1 | 0,1084 | 0,0093 | 0,37 | 0,006 | -0,00016 | -0,0088 |
| 31.532.106 | BPK | BNP PARIBAS CARDIF | 34,9 | 11,9 | -22,7 | 0,85 | 1,86 | 45,9 | 0,1150 | 0,0095 | 0,61 | 0,004 | -0,00193 | -0,2253 |
| 176.896.949 | AH4 | ANADOLU | 34,3 | 11,3 | -23,3 | 0,84 | 2,05 | 41,0 | 0,0995 | 0,0091 | 0,38 | 0,005 | -0,00051 | -0,0289 |
| 10.123.328 | EIK | ERGO | 31,7 | 8,7 | -25,9 | 0,79 | 2,35 | 33,9 | 0,0665 | 0,0082 | 0,67 | 0,002 | -0,00289 | -0,1917 |
| 34.643.934 | ZHD | ZİRAAT | 31,1 | 8,1 | -26,6 | 0,78 | 2,42 | 32,3 | 0,0594 | 0,0080 | 0,72 | 0,002 | -0,00339 | -0,2370 |
| 4.263.654 | EIF | ERGO | 22,7 | -0,3 | -35,0 | 0,59 | 2,22 | 26,7 | -0,0206 | 0,0058 | 0,32 | -0,001 | -0,00260 | -0,1274 |
| 8.108.005 | HED | AXA | 19,7 | -3,3 | -37,9 | 0,52 | 2,03 | 25,7 | -0,0578 | 0,0048 | 0,64 | -0,002 | -0,00543* | -0,5095 |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| 2.751.181.686 | Grup | Kamu DIŞ Borç. Araçları | 39,2 | 16,2 | -18,4 | 0,94 | 1,98 | 47,5 | 0,1529 | 0,0105 | 0,66 | 0,005 | -0,00137 | -0,1568 |
| | Gösterge | KYD Eurobond USD/TRY | 57,6 | 34,6 | | 1,31 | 2,71 | 48,3 | 0,2471 | | 1,00 | 0,007 | | |

* İstatistiksel olarak anlamlı

**Ek 9 :** Likit (Para Piyasası) Emeklilik Yatırım Fonlarının Ocak 2012- Aralık 2014 Dönemine Ait Getiri Analizleri

| Fon Büyüklüğü (TL) 14.09.2015 | Fon Kodu | Şirket | Küm. Getiri % | RF Üstü Getiri % | Göst. Üstü Getiri % | Aylık Ort. Getiri % | Std. Sapma % | Risk Başına Getiri % | Sharpe | M2 | Beta | Treynor | Jensen Alfa* | Değerl. Oranı |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 801.310.636 | GEL | GARANTİ | 23,7 | 0,74 | 0,74 | 0,59 | 0,15 | 387,7 | -0,2954 | 0,0059 | 0,72 | -0,001 | -0,00045 | -0,5109 |
| 85.605.254 | AVL | AVİVASA | 23,6 | 0,62 | 0,62 | 0,59 | 0,14 | 408,0 | -0,3309 | 0,0058 | 0,65 | -0,001 | -0,00048 | -0,5335 |
| 697.285.123 | AE1 | AVİVASA | 23,3 | 0,30 | 0,30 | 0,58 | 0,15 | 399,3 | -0,3772 | 0,0057 | 0,66 | -0,001 | -0,00055 | -0,6100 |
| 322.465.115 | VGL | VAKIF | 23,0 | 0,03 | 0,03 | 0,58 | 0,17 | 336,6 | -0,3572 | 0,0058 | 0,81 | -0,001 | -0,00061 | -0,6329 |
| 177.756.207 | BEL | GROUPAMA | 22,7 | -0,26 | -0,26 | 0,57 | 0,15 | 370,2 | -0,4404 | 0,0056 | 0,72 | -0,001 | -0,00068 | -0,7628 |
| 190.544.621 | ZHR | ZİRAAT | 22,7 | -0,31 | -0,31 | 0,57 | 0,16 | 356,1 | -0,4313 | 0,0056 | 0,73 | -0,001 | -0,00069 | -0,7036 |
| 349.443.872 | AMP | ALLIANZ YAŞAM | 22,5 | -0,53 | -0,53 | 0,56 | 0,16 | 349,2 | -0,4581 | 0,0056 | 0,71 | -0,001 | -0,00074 | -0,7031 |
| 127.726.801 | BPL | BNP PARIBAS CARDIF | 22,3 | -0,74 | -0,74 | 0,56 | 0,15 | 365,6 | -0,5146 | 0,0055 | 0,69 | -0,001 | -0,00079 | -0,8368 |
| 354.329.241 | VEL | VAKIF | 22,1 | -0,87 | -0,87 | 0,56 | 0,17 | 324,8 | -0,4773 | 0,0056 | 0,81 | -0,001 | -0,00082 | -0,8302 |
| 270.407.492 | IER | ING | 22,0 | -1,00 | -1,00 | 0,55 | 0,16 | 351,1 | -0,5373 | 0,0055 | 0,75 | -0,001 | -0,00085 | -0,9463 |
| 220.730.612 | AZL | ALLIANZ | 21,8 | -1,16 | -1,16 | 0,55 | 0,16 | 353,7 | -0,5689 | 0,0054 | 0,68 | -0,001 | -0,00088 | -0,8678 |
| 50.481.939 | MHL | METLİFE | 21,7 | -1,26 | -1,26 | 0,55 | 0,16 | 347,5 | -0,5758 | 0,0054 | 0,76 | -0,001 | -0,00091 | -1,0546 |
| 21.155.219 | ANK | AEGON | 21,7 | -1,28 | -1,28 | 0,55 | 0,16 | 345,4 | -0,5760 | 0,0054 | 0,70 | -0,001 | -0,00091 | -0,8909 |
| 326.345.630 | AH2 | ANADOLU | 21,7 | -1,30 | -1,30 | 0,55 | 0,16 | 337,8 | -0,5668 | 0,0054 | 0,76 | -0,001 | -0,00092 | -0,9853 |
| 13.275.457 | EIP | ERGO | 21,7 | -1,33 | -1,33 | 0,55 | 0,16 | 338,6 | -0,5734 | 0,0054 | 0,68 | -0,001 | -0,00092 | -0,8492 |
| 67.320.045 | CHL | CİGNA FİNANS | 21,4 | -1,64 | -1,64 | 0,54 | 0,15 | 364,7 | -0,6735 | 0,0052 | 0,67 | -0,001 | -0,00100 | -1,1056 |
| 6.934.853 | ALL | ALLIANZ YAŞAM | 19,9 | -3,13 | -3,13 | 0,50 | 0,18 | 284,4 | -0,7550 | 0,0051 | 0,87 | -0,002 | -0,00134 | -1,4647 |
| 3.931.036 | AZE | ALLIANZ | 18,7 | -4,30 | -4,30 | 0,48 | 0,17 | 273,1 | -0,9241 | 0,0048 | 0,86 | -0,002 | -0,00161 | -1,7834 |
| 11.315.966 | HEP | AXA | 18,1 | -4,85 | -4,85 | 0,46 | 0,22 | 206,9 | -0,7758 | 0,0050 | 0,95 | -0,002 | -0,00174 | -1,1464 |
| 3.330.878 | BPM | BNP PARIBAS CARDIF | 17,7 | -5,25 | -5,25 | 0,45 | 0,18 | 249,5 | -1,0076 | 0,0046 | 0,85 | -0,002 | -0,00184 | -1,7015 |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| 4.101.695.998 | Grup | Likit Fon | 21,6 | -1,37 | -1,37 | 0,54 | 0,16 | 342,8 | -0,5892 | 0,0054 | 0,75 | -0,001 | -0,00094 | -1,0342 |
| | Gösterge | Repo O/N | 23,0 | | | 0,64 | 0,17 | 367,4 | | | 1,00 | | | |

* Listedeki tüm fonların negatif Jensen alfa sonuçları istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır.

**Ek 10 :** Standart* Emeklilik Yatırım Fonlarının Ocak 2012- Aralık 2014 Dönemine Ait Getiri Analizleri

| Fon Büyüklüğü (TL) 14.09.2015 | Fon Kodu | Şirket | Küm. Getiri % | RF Üstü Getiri % | Göst. Üstü Getiri % | Aylık Ort. Getiri % | Std. Sapma % | Risk Başına Getiri % | Sharpe | M2 | Beta | Treynor | Jensen Alfa | Değerl. Oranı |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **711.290.260** | **GHD** | **GARANTİ** | 26,5 | 3,5 | -3,2 | 0,67 | 1,59 | 41,9 | 0,0174 | 0,0065 | 2,24 | 0,00012 | -0,00165 | -0,1392 |
| **91.707.889** | **ATK** | **ANADOLU** | 26,3 | 3,4 | -3,3 | 0,65 | 0,70 | 93,9 | 0,0220 | 0,0065 | 1,08 | 0,00014 | -0,00078 | -0,1652 |
| **29.177.061** | **HEK** | **AXA** | 25,8 | 2,8 | -3,9 | 0,65 | 1,36 | 47,6 | 0,0068 | 0,0064 | 1,81 | 0,00005 | -0,00147 | -0,1393 |
| **651.806.538** | **VEK** | **VAKIF** | 24,6 | 1,6 | -5,0 | 0,62 | 1,14 | 54,4 | -0,0173 | 0,0063 | 1,59 | -0,00012 | -0,00157 | -0,1838 |
| **58.522.667** | **ANG** | **AEGON** | 24,6 | 1,6 | -5,0 | 0,62 | 0,96 | 64,6 | -0,0226 | 0,0063 | 1,60 | -0,00014 | -0,00159 | -0,2724 |
| **217.357.232** | **IEB** | **ING** | 24,6 | 1,6 | -5,1 | 0,62 | 1,01 | 61,1 | -0,0217 | 0,0063 | 1,55 | -0,00014 | -0,00155 | -0,2247 |
| **246.664.205** | **MHK** | **METLİFE** | 23,7 | 0,8 | -5,9 | 0,60 | 0,90 | 66,4 | -0,0457 | 0,0062 | 1,54 | -0,00027 | -0,00174 | -0,3308 |
| | | | | | | | | | | | | | | |
| 2.006.525.852 | **Grup** | **Standart Fon** | **25,8** | **2,8** | **-3,8** | **0,65** | **1,01** | **63,6** | **0,0063** | **0,0064** | **1,55** | **0,00004** | **-0,00127** | **-0,1823** |
| | **Gösterge** | **DİBS Perf.İnd.12-15 Ay** | **29,6** | **6,6** | | **0,72** | **0,47** | **153,1** | **0,1816** | | **1,00** | **0,00086** | | |

* Listedeki fonlar Gelir Amaçlı Kamu Borçlama Araçları Fonu olarak kurulmuş olup SPK'nın 24.04.2013 tarih ve 12233903-428 sayılı izni çerçevesinde ünvanlarını Gelir Amaçlı Kamu Borçlanma Araçları Standart Emeklilik Yatırım Fonu olarak değiştirilmişlerdir.

**Ek 11:** Emeklilik Yatırım Fonlarının Performansı Üzerine Türkiye'de Yapılan Araştırmalar

| Araştırmacı | Yayın | Yöntem | EYF Adeti ve Araşt.Dönemi | Bulgular |
|---|---|---|---|---|
| Dalğar, Hüseyin (2007) | "Kurumsal Yatırımcılar Olarak Emeklilik Yatırım Fonları ve Performanslarının Değerlendirilmesi" Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, İstanbul,2007 | Sharpe Oranı, M2, Treynor Endeksi, Jensen Ölçütü ve Degerleme Oranı | 64 EYF Ocak 2004-Aralık 2005 | Fonlar için ilgili dönemde etkin bir portföy yönetimi söz konusu degildir. Çünkü fonlar bu dönemde çoğunlukla piyasa ile eşit veya daha düşük performans göstermişlerdir. |
| Korkmaz, Turhan. Uygurtürk, Hasan (2007) | "Türk Emeklilik Fonlarının Performans Ölçümünde Regresyon Analizinin Kullanılması", Zonguldak KÜ Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 3, Sayı 5, s:37–52.,2007 | Tekli ve çoklu regresyon analizi | 46 EYF Ocak 2004-Haziran 2006 | Fonlar tekli ve iki değişkenli analizlerde başarılı, üç değişkenli analizde başarısız çıkmıştır. |
| Altıntaş, Kadir Murat (2008) | "Türk Özel Emeklilik Fonlarının Risk Odaklı Yönetim Performansı: 2004-2006 Dönemine İlişkin Bir Analiz", Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 8(1), 85-110.2008 | -Geleneksel performans değerleme yöntemleri -Kuadratik ve kukla değişkenli regresyon | 36 EYF Ocak 2004-Aralık 2006 | Fon yöneticilerinin çoğunluğunun seçicilik ve zamanlama yeteneklerine sahip olmadıkları gözlenmiştir. |
| Dağlı, Hüseyin, Bank, Semra, Er, Bünyamin (2008) | "Türkiye'deki Bireysel Emeklilik Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi", Muhasebe ve Finansman Dergisi, s: 85-95.2008 | Sharpe, Treynor, Jensen performans endeksleri | 10 EYF Kasım 2003-Mart 2007 | Yatırım fonlarının piyasa portföyü ile karşılaştırıldıklarında daha düşük getiri sağladıkları bulgulanmıştır. |
| Alptekin, Nesrin, Şıklar, Emel (2009) | "Türk Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonlarının Çok Kriterli Performans Değerlendirmesi: Topsıs Metodu" Dumlupınar Üniversitesi, Sosyal Bilimler Dergisi, sayı: 25, Aralık 2009 | TOPSIS(Technique for Order Preference by Similarity to Ideal Solution) | 12 EYF Ocak 2007-Aralık 2008 | Grubunda en başarılı olan fonlar tespit edilmiştir. |
| Ege, İlhan, Topaloğlu, Emre, Coşkun,Dilek,(2011) | "Türkiye'deki Emeklilik Yatırım Fonlarının Yatırım Performanslarının Analizi", Ekonomi Bilimleri Dergisi, 3(1), 79-89. 2011 | Sharpe ve M2 performans ölçütleri | 80 EYF Ekim 2008-Eylül 2010 | Incelenen fonlardan hiçbiri piyasa portföyünden üstün performans gösterememiştir. |
| Ayaydın, Hasan (2013) | "Türkiye'deki Emeklilik Yatirim Fonlarinin Performanslarinin Analizi" Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 22, Sayı 2, S: 59-80,2013 | Sharpe, Modigliani, Sortino Oranı, Treynor, T2, Jensen performans endeksleri | 34 EYF Ocak 2010 - Ocak 2013 | Emeklilik yatırım fonlarının piyasa portföyünün risk-getiri bileşimine göre düşük performans gösterdikleri bulgulanmıştır. |
| Gökçen,Umut Yalçın, Atakan (2014) | "The Case Against Active Pension Funds: Evidence From The Turkish Private Pension System", March 2014, http://www.ssrn.com | Panel Regresyon | 157 EYF Ocak 2004-Aralık 2011 | Ortalamada fonlar karşılaştırma ölçütlerinin getirisini geçememişlerdir. (Kesinti öncesinde dahi durumun değişmediği görülmüştür.) |
| Dağlı, Hüseyin, Karakaya, Aykut, Bulut, Esra (2015) | "Emeklilik Yatirim Fonlarinin Karakteristik Özellikleri Ve Performansi: Türkiye Örneği", International Journal of Economic and Administrative Studies, Yıl:7/14, 2015 | Panel veri analiz yöntemleri | 29 EYF Ocak 2008-Aralık 2012 | Fonlarının getirisi ile fonların hisse senedi oranı, yaşı ve aracılık komisyonu giderleri arasında pozitif yönlü negatif yönlü ilişki tespit edilmiştir. |

**Ek 12:** Yatırım Fonlarının Performansı Üzerine Amerika Birleşik Devletleri'nde Yapılan Önemli Araştırmalar

| Araştırmacı | Yöntem | Gösterge Üstü Getiri Oranı (Yıllık) | Yayın |
|---|---|---|---|
| Sharpe (1966) | Sharpe Ölçütü | Negatif | W.Sharpe, "Mutual Fund Performance," *Journal of Business* 39 (1966), pp. 119-138. |
| Jensen (1968) | Tek Endeks Modeli (FVFM) | -1.1% | M.Jensen, "The Performance of Mutual funds in the Period 1945-1964," *Journal of Finance* 23 (1968), pp.389-416. |
| Lehman & Modest (1987) | FVFM & Çok Faktörlü Modeller | Negatif | Lehmann and D.M. Modest, "Mutual Fund Performance Evaluation: a comparison of Benchmarks and Benchmark Comparisons," *Journal of Finance* 42 (1987),pp.233-266 |
| Elton, Gruber, Das, & Hlavka (1993) | Çok Faktörlü Modeller | -1.59% | E.J.Elton, M.J.Gruber, S. Das and M.Hlavka, "Efficiency with Costly Information: a Reinterpretation of Evidence from Manager Portfolios," Review of Financial Studies 6 (1993), PP. 1-23. |
| Malkiel (1995) | Tek Endeks Modeli (FVFM) | -.24% | G. Malkiel, "Returns from Investing in Mutual Funds 1971-1991," Journal of Finance, 50 (June 1995), pp.549-572. |
| Gruber (1996) | FVFM & Çok Faktörlü Modeller | -.65% | M.J.Gruber, Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds (July 1996), pp.783-810 |
| Ferson & Schadt (1996) | Tek Endeks Modeli (FVFM) | -.37 to +.26% | W.E. Ferson, and R.W. Schadt, "Measuring Fund Strategy and Performance in Changing Economic Conditions," Journal of Finance 51 (1996), pp. 425-461. |
| Carhart (1997) | Çok Faktörlü Model | -1.98% | M.M. Carhart, "On Persistence in Mutual Fund Performance. Journal of Finance 52 (1997), pp. 57-82. |
| Pastor & Stambaugh (2002) | Çok Faktörlü Model | -.86 to -1.25% | Pastor and R. Stambaugh, "Mutual Fund Performance and Seemingly Unrelated Assets," Journal of Financial Economics 63 (2002), pp. 315-349. |
| Elton, Gruber, & Blake (2003) | Çok Faktörlü Model | -.91% | E.J.Elton, M.J.Gruber and C.R.Blake," Incentive Fees and Mutual Funds," Journal of Finance 58 (2003), pp. 779-804. |
| Kosowski, Timmerman, Werners, & White (2005) | Carhart 4-Faktörlü Model | -.5% | Kosowski, A. Timmermann, R. Wemers, and H. White, "Can Mutual Fund 'Stars' Really Pick Stocks? New Evidence from a Bootstrap Analysis," Journal of Finance, 61 (2006), pp. 2551-2596. |
| Fama & French (2010) | Fama-French 3-Faktor & Carhart 4-Faktor | -.81 to -1.00% | E.F. Fama and K.R. French, "Luck versus Skill in the Cross-section of Mutual Fund Returns," Journal of Finance 65 (2010), pp 1915-1947. |
| Elton, Gruber, & Blake (2011) | Fama-French 3-Faktor & Carhart 4-Faktor | Negatif | E.J.Elton, M.J.Gruber and C.R. Blake, "Holdings Data, Security Returns, and the Selection of Superior Mutual Funds," Journal of Financial and Quantitative |

**Kaynak** : Edwin J. Elton, Martin J Gruber, Mutual Funds, July 27, 2011,Social Science Research Network http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2088418,s.71.

**EK 13:** Emeklilik Yatırım Fonlarının Kod ve Ünvanları

| KOD | UNVAN |
|---|---|
| **ABE** | ANADOLU HAYAT EMEKLILIK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI YÜKSELEN ÜLKELER ESNEK EYF |
| **AE1** | AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. PARA PİYASASI BİRİNCİ LİKİT ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AE2** | AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI EYF |
| **AE3** | AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF |
| **AE4** | AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. BİRİNCİ ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AEA** | ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. ALTIN EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AEB** | AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ GRUP EYF |
| **AEC** | ALLIANZ YAŞAM VE EMEKLİLİK A.Ş.UNILEVER GELİR AMAÇLI GRUP ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AEE** | ALLIANZ HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AEG** | AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. GELİR AMAÇLI ESNEK EYF |
| **AEH** | AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AEI** | AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AEK** | AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI EYFONU-GRUP |
| **AEL** | AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ALTIN EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AEN** | ALLIANZ YAŞAM VE EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AEP** | ALLIANZ YAŞAM VE EMEKLİLİK A.Ş. UNILEVER BÜYÜME AMAÇLI GRUP ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AER** | ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. ALTERNATİF KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AET** | ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AEU** | ALLIANZ YAŞAM VE EMEKLİLİK A.Ş. BİST TEMETTÜ ENDEKSİ EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AEY** | AEGON EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AG1** | ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. GRUPLARA YÖN. GELİR AMAÇ.KAMU BORÇ.ARAÇ.EYF |
| **AG2** | ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. GRUPLARA YÖNELİK GELİR AMAÇLI KARMA BORÇLANMA ARAÇLARI EYF |
| **AG3** | ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. GRUPLARA YÖNELİK BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF |
| **AG4** | ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. GRUPLARA YÖNELİK GELİR AMAÇLI ESNEK EYF |
| **AGA** | ASYA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ALTIN KATILIM EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AGB** | ASYA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI KATILIM ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |

| | |
|---|---|
| **AGD** | ASYA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KATILIM STANDART EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AGE** | ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI ALTERNATİF ESNEK EYF |
| **AGG** | ASYA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI GRUP KATILIM ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AGH** | ASYA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI KATILIM HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AGL** | ALLIANZ YAŞAM VE EMEKLİLİK A.Ş. BİRİNCİ ESNEK GRUP EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AGM** | ASYA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. MUHAFAZAKAR KATILIM ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AGT** | ASYA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ALTERNATİF KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AH0** | ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF |
| **AH1** | ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ. ARAÇ. EYF |
| **AH2** | ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. PARA PİYASASI LİKİT ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AH3** | ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI BİRİNCİ KAMU DIŞ BORÇLANMA ARAÇLARI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AH4** | ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI İKİNCİ KAMU DIŞ BORÇLANMA ARAÇLARI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AH5** | ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF |
| **AH6** | ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI İKİNCİ ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU-AH6 |
| **AH8** | ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI ESNEK EYF |
| **AH9** | ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. ESNEK EYF |
| **AHB** | ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ (BEYAZ)EYF |
| **AHC** | ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI KARMA BORÇLANMA ARAÇLARI EYF (TL) |
| **AHL** | ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. DİNAMİK ESNEK EYF |
| **ALH** | ALLIANZ YAŞAM VE EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF |
| **ALI** | ALLIANZ YAŞAM VE EMEKLİLİK A.Ş. KOÇ İŞTİRAK ENDEKSİ EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **ALL** | ALLIANZ YAŞAM VE EMEKLİLİK A.Ş. PARA PİYASASI EMANET LİKİT ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **ALR** | ALLIANZ YAŞAM VE EMEKLİLİK A.Ş. İKİNCİ ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **ALS** | ALLIANZ YAŞAM VE EMEKLİLİK A.Ş. ESNEK EYF |
| **ALU** | ALLIANZ YAŞAM VE EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AMA** | ALLIANZ YAŞAM VE EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI EYF |
| **AMB** | ALLIANZ YAŞAM VE EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI GRUP EY |
| **AMF** | ALLIANZ YAŞAM VE EMEKLİLİK A.Ş. KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AMG** | ALLIANZ YAŞAM VE EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI BİRİNCİ KAMU DIŞ BORÇLANMA ARAÇLARI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |

| | |
|---|---|
| **AMH** | ALLIANZ YAŞAM VE EMEKLİLİK A.Ş. PERA H ESNEK GRUP EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AMN** | ALLIANZ YAŞAM VE EMEKLİLİK A.Ş. PERA Y ESNEK GRUP EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AMP** | ALLIANZ YAŞAM VE EMEKLİLİK A.Ş. PARA PİYASASI LİKİT ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AMR** | ALLIANZ YAŞAM VE EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI İKİNCİ KAMU DIŞ BORÇLANMA ARAÇLARI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AMS** | ALLIANZ YAŞAM VE EMEKLİLİK A.Ş. STANDART EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AMY** | ALLIANZ YAŞAM VE EMEKLİLİK A.Ş. İKİNCİ ESNEK GRUP EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AMZ** | ALLIANZ YAŞAM VE EMEKLİLİK A.Ş. ALTIN EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **ANE** | AEGON EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. DENGELİ EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **ANG** | AEGON EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI STANDART EYF |
| **ANK** | AEGON EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. PARA PİYASASI LİKİT - KAMU EYF |
| **ANS** | AEGON EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. GELİR AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF |
| **ANU** | AEGON EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. GELİR AMAÇLI ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **ANY** | AEGON EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **APG** | ALLIANZ YAŞAM VE EMEKLİLİK A.Ş. PERA A ESNEK GRUP EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **ATE** | ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK TURUNCU EYF |
| **ATK** | ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI STANDART EYF |
| **AUA** | ALLİANZ YAŞAM VE EMEKLİLİK A.Ş. ESNEK FON SEPETİ EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AUG** | ALLIANZ HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI İKİNCİ KAMU DIŞ BORÇLANMA ARAÇLARI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AVB** | AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KAMU DIŞ BORÇLANMA ARAÇLARI GRUP EYF |
| **AVD** | AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. DENGELİ EYF |
| **AVE** | AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ESNEK EYF |
| **AVG** | AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇLANMA ARAÇLARI EYF |
| **AVH** | AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AVK** | AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AVL** | AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. PARA PİYASASI İKİNCİ LİKİT ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AVN** | AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. STANDART EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AVO** | AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ARAÇLARI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AVP** | AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI PERFORMANS ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AVR** | AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. BRIC ÜLKELERİ ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |

| | |
|---|---|
| **AVU** | AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. İKİNCİ ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AVY** | AVİVASA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK GRUP EYF |
| **AZA** | ALLIANZ HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. GRUP. YÖN.GELİR AMAÇLI KAMU BORÇ.ARAÇ.EYF |
| **AZB** | ALLIANZ HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF |
| **AZD** | ALLIANZ HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇLANMA ARAÇLARI EYF |
| **AZE** | ALLIANZ HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. PARA PİYASASI EMANET LİKİT - KAMU EYF |
| **AZH** | ALLIANZ HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF |
| **AZK** | ALLIANZ HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI EYF |
| **AZL** | ALLIANZ HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. PARA PİYASASI LİKİT-KAMU EYF |
| **AZM** | ALLIANZ HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. GRUP.YÖN.GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇLANMA ARAÇLARI EYF |
| **AZN** | ALLIANZ HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. ALTIN EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AZO** | ALLIANZ HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AZS** | ALLIANZ HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. STANDART EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AZT** | ALLIANZ HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **AZY** | ALLIANZ HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. GRUPLARA YÖNELİK BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF |
| **BBH** | GROUPAMA EMEKLİLİK A.Ş. GRUPLARA YÖNELİK BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF |
| **BED** | GROUPAMA EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇLANMA ARAÇLARI EYF |
| **BEE** | GROUPAMA EMEKLİLİK A.Ş. ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **BEH** | GROUPAMA EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF |
| **BEK** | GROUPAMA EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI EYF |
| **BEL** | GROUPAMA EMEKLİLİK A.Ş. LİKİT-ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **BGE** | GROUPAMA EMEKLİLİK A.Ş. GRUPLARA YÖNELİK ESNEK EYF |
| **BGK** | GROUPAMA EMEKLİLİK A.Ş. GRUPLARA YÖNELİK GELİR AMAÇLI KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI EYF |
| **BKB** | GROUPAMA EMEKLİLİK A.Ş. GRUPLARA YÖNELİK GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇLANMA ARAÇLARI EYF |
| **BNA** | BNP PARIBAS CARDIF EMEKLİLİK A.Ş. ALTIN EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **BNB** | BNP PARIBAS CARDIF EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **BNK** | BNP PARIBAS CARDIF EMEKLİLİK A.Ş. KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **BNS** | BNP PARIBAS CARDIF EMEKLİLİK A.Ş. STANDART EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **BNY** | BNP PARIBAS CARDIF EMEKLİLİK A.Ş. GRUPLARA YÖNELİK BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |

| | |
|---|---|
| **BPE** | BNP PARIBAS CARDIF EMEKLİLİK A.Ş. ESNEK EYF |
| **BPF** | BNP PARIBAS CARDIF EMEKLİLİK A.Ş. GRUPLARA YÖNELİK GELİR AMAÇLI KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI EYF |
| **BPG** | BNP PARIBAS CARDIF EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI EYF |
| **BPH** | BNP PARIBAS CARDIF EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF |
| **BPK** | BNP PARIBAS CARDIF EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI İKİNCİ KAMU DIŞ BORÇLANMA ARAÇLARI DÖVİZ EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **BPL** | BNP PARIBAS CARDIF EMEKLİLİK A.Ş. PARA PİYASASI BİRİNCİ LİKİT ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **BPM** | BNP PARIBAS CARDIF EMEKLİLİK A.Ş. PARA PİYASASI İKİNCİ LİKİT ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **BPU** | BNP PARIBAS CARDIF EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI BİRİNCİ KAMU DIŞ BORÇLANMA ARAÇLARI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **CGE** | CİGNA FİNANS EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. GRUPLARA YÖNELİK ESNEK EYF |
| **CGG** | CİGNA FİNANS EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. GRUPLARA YÖNELİK GELİR AMAÇLI KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI EYF |
| **CHH** | CİGNA FİNANS EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSE SENEDİ E.Y.F |
| **CHK** | CİGNA FİNANS EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI EY |
| **CHL** | CİGNA FİNANS EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.PARA PİYASASI LİKİT KAMU E.Y.F. |
| **CHM** | CİGNA FİNANS EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF |
| **CHN** | CİGNA FİNANS EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **CHS** | CİGNA FİNANS EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. STANDART EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **CHT** | CİGNA FİNANS EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **EDK** | ERGO EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **EHG** | ERGO EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. GRUPLARA YÖNELİK ESNEK EYF |
| **EIE** | ERGO EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF |
| **EIF** | ERGO EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇLANMA ARAÇLARI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **EIG** | ERGO EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI EYF |
| **EIH** | ERGO EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF |
| **EIK** | ERGO EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. GELİR AMAÇLI İKİNCİ KAMU DIŞ BORÇLANMA ARAÇLARI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **EIP** | ERGO EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF |
| **EIY** | ERGO EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. GELİR AMAÇLI ESNEK EYF |
| **EST** | ERGO EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. STANDART EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **FEA** | FİBA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **FEC** | FİBA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |

| | |
|---|---|
| **FEI** | FİBA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **FEN** | FİBA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. STANDART EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **FER** | FİBA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. GRUPLARA YÖNELİK ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **FES** | FİBA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **FET** | FİBA EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. LİKİT ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **GEA** | GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ESNEK ALTERNATİF EYF |
| **GED** | GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.GELİR AMAÇLI ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **GEF** | GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. GRUPLARA YÖNELİK ESNEK EYF. |
| **GEG** | GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. GRUPLARA YÖNELİK HİSSE SENEDİ EYF |
| **GEH** | GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF |
| **GEK** | GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI EYF |
| **GEL** | GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. LİKİT ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **GES** | GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ALTERNATİF STANDART EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **GEU** | GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. İKİNCİ GELİR AMAÇLI ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **GHA** | GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ALTIN EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **GHD** | GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. STANDART EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **GHE** | GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **GHF** | GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.GRUP.YÖN.GEL.AMAÇ.KAMU BORÇ.ARAÇ. EYF. |
| **GHG** | GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇLANMA ARAÇLARI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **GHH** | GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **GHI** | GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **GHK** | GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. GRUPLARA YÖNELİK GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇLANMA ARAÇLARI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **GHL** | GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ALTERNATİF KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **GHO** | GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ÖZEL SEKTÖR BORÇLANMA ARAÇLARI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **GHT** | GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ESNEK (TL) EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **GKB** | GARANTİ EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI EYF |
| **GRA** | GROUPAMA EMEKLİLİK A.Ş. ALTIN EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **GRK** | GROUPAMA EMEKLİLİK A.Ş. KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **GRS** | GROUPAMA EMEKLİLİK A.Ş. STANDART EMEKLİLİK YATIRIM FONU |

| | |
|---|---|
| **HEA** | AXA HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. ALTIN EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **HEB** | AXA HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **HED** | AXA HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇLANMA ARAÇLARI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **HEE** | AXA HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI ALTERNATİF ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **HEK** | AXA HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI STANDART EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **HEP** | AXA HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. PARA PİYASASI LİKİT ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **HER** | AXA HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. ALTERNATİF KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **HES** | AXA HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **HET** | AXA HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **HHA** | HALK HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. ALTERNATİF KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **HHB** | HALK HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF |
| **HHD** | HALK HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. KATILIM STANDART EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **HHE** | HALK HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. ESNEK EYF |
| **HHG** | HALK HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇLANMA ARAÇLARI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **HHK** | HALK HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI STANDART EYF |
| **HHL** | HALK HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. EMANET LİKİT KAMU EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **HHM** | HALK HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. KATILIM HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **HHN** | HALK HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. KATILIM ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **HHP** | HALK HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EYF |
| **HHT** | HALK HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **HS1** | ANADOLU HAYAT EMEKLİLİK A.Ş. GEL.AMAÇ.KAMU BORÇ.ARAÇ.BEYAZ EYF |
| **IEA** | ING EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **IEB** | ING EMEKLİLİK A.Ş. KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI STANDART EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **IEE** | ING EMEKLİLİK A.Ş. ESNEK EYF |
| **IEF** | ING EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI ESNEK EYF |
| **IEG** | ING EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI EYF |
| **IEH** | ING EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF |
| **IEK** | ING EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI KARMA EYF |
| **IER** | ING EMEKLİLİK A.Ş. LİKİT ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |

| | |
|---|---|
| **IGE** | ING EMEKLİLİK A.Ş. KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **KEA** | KATILIM EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ALTERNATİF KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **KEB** | KATILIM EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ALTERNATİF STANDART EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **KEF** | KATILIM EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ALTERNATİF ALTIN EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **KEG** | KATILIM EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ALTERNATİF ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **KEH** | KATILIM EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI ALTERNATİF HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **KEK** | KATILIM EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. GRUP ALTERNATİF ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **MHA** | METLİFE EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ALTERNATİF KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **MHD** | METLİFE EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇ.ARAÇ.EYF |
| **MHE** | METLİFE EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **MHG** | METLİFE EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.GRUP.YÖN. GELİR AMAÇ.KAMU BORÇ.ARAÇ.EYF |
| **MHH** | METLİFE EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF |
| **MHK** | METLİFE EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş.GELİR AMAÇLI KAMU BORÇLANMA STANDART ARAÇLARI EYF |
| **MHL** | METLİFE EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. PARA PİYASASI LİKİT KAMU EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **MHS** | METLİFE EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. ALTERNATİF STANDART EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **MHT** | METLİFE EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **MHY** | METLİFE EMEKLİLİK VE HAYAT A.Ş. GRUPLARA YÖNELİK ESNEK EYF |
| **VEA** | VAKIF EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI GRUP ESNEK ALTERNATİF EYF |
| **VEB** | VAKIF EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI KATILIM ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **VEC** | VAKIF EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI GRUP KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI MAVİ EYF |
| **VEE** | VAKIF EMEKLİLİK A.Ş. ESNEK EYF |
| **VEG** | VAKIF EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI 2. ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **VEH** | VAKIF EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EYF |
| **VEI** | VAKIF EMEKLİLİK A.Ş. KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **VEK** | VAKIF EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI STANDART EYF |
| **VEL** | VAKIF EMEKLİLİK A.Ş. PARA PİYASASI LİKİT-ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **VER** | VAKIF EMEKLİLİK A.Ş. ALTERNATİF KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **VES** | VAKIF EMEKLİLİK A.Ş. GRUP ESNEK BEYAZ EMEKLİLİK YAT.FONU |
| **VET** | VAKIF EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇLANMA ARAÇLARI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |

| | |
|---|---|
| **VEU** | VAKIF EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI 1. ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **VEY** | VAKIF EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI GRUP KATILIM ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **VGA** | VAKIF EMEKLİLİK A.Ş. ALTIN EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **VGB** | VAKIF EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI ALTERNATİF KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI STANDART EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **VGD** | VAKIF EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI GRUP DEVLET İÇ BORÇ.SENETLERİ E.Y.F. |
| **VGE** | VAKIF EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI GRUP ESNEK EYF. |
| **VGL** | VAKIF EMEKLİLİK A.Ş. GRUP LİKİT ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **ZHA** | ZİRAAT HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. ALTERNATİF STANDART EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **ZHB** | ZİRAAT HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. BÜYÜME AMAÇLI HİSSE SENEDİ EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **ZHD** | ZİRAAT HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU DIŞ BORÇLANMA ARAÇLARI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **ZHE** | ZİRAAT HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **ZHG** | ZİRAAT HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. GELİR AMAÇLI KAMU BORÇLANMA ARAÇLARI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **ZHK** | ZİRAAT HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **ZHN** | ZİRAAT HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. ALTIN EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **ZHR** | ZİRAAT HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. LİKİT ESNEK EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **ZHS** | ZİRAAT HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. STANDART EMEKLİLİK YATIRIM FONU |
| **ZHT** | ZİRAAT HAYAT VE EMEKLİLİK A.Ş. ALTERNATİF KATKI EMEKLİLİK YATIRIM FONU |