

Emeklilik Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber Uyarınca Oluşturulan Fon Performans Değerlendirme Komitesi Karar Tutanağı	Karar No	18
	Tarih	09.02.2024

Karar Tutanağı

Komitemiz, emeklilik şirketleri temsilcilerinin "FPDS 2023 yılı değerlendirme sonuçlarını etkileyebilecek olağan dışı veya şüpheli hareketlerin olduğu ve bunlara ilişkin olarak alınabilecek aksiyonların değerlendirilmesi" yönündeki talepleri üzerine 30 Ocak 2024 tarihinde bir toplantı gerçekleştirmiştir. Bu toplantıda;

- FPDS sonuçlarını etkileyebilecek olağan dışı veya şüpheli hareketlerin FPDS'nin yapısal sorunlarıyla yakından ilişkili olduğu,
- FPDS tasarımının söz konusu sorunların tamamına çözüm getirecek şekilde iyileştirilmesi gerektiği ve
- Bu yeni tasarımın aynı zamanda;
 - EGM tarafından tesis edilip işletilecek olan Fon Gözetim ve Operasyon Platformu ile entegre bir şekilde kurgulanması,
 - Onikinci Kalkınma Planı, Cumhurbaşkanlığı Yıllık Programı (2024) ve Orta Vadeli Programda (2024-2026) yapılacağı taahhüt edilen "kesinti rejiminin sadeleştirilmesine" ilişkin çalışmalarla birlikte ele alınmasında yarar olduğu,

hususlarında 3.b maddesinde oy çokluğu, diğer maddelerde ise oybirliği ile mutabık kalınmıştır. Sonuç olarak, bu konularda EGM'nin önerilerini Komitemiz ile paylaşması ve bir sonraki Komite toplantısında mezkûr konuların ele alınması kararlaştırılmıştır.

Bu kapsamda,

- FPDS'nin Yapısal Sorunlarına İlişkin EGM Analizi (24 Sayfa)
- FPDS'nin Revizyonuna İlişkin EGM Önerisi (11 Sayfa)
- Yeni Kesinti Rejimine İlişkin EGM Önerisi (23 Sayfa)

başlıklı çalışmalar EGM tarafından 6 Şubat 2024 tarihinde Komitemiz ile paylaşılmıştır. Komitemiz, bahsi geçen çalışmaları değerlendirmek üzere 9 Şubat 2024 tarihinde toplanmıştır.

Toplantıda;

- FPDS'nin yapısal sorunlarına ilişkin olarak EGM tarafından hazırlanan Ek'teki sunumda yer alan hususlardan 16. Madde oy çokluğu diğer maddeler ise oybirliği ile kabul edilmiştir.
- Fon operasyonlarında hata, ihmal ve suiistimallerin asgariye indirilmesi amacıyla EGM tarafından tesis edilen Fon Gözetim ve Operasyon Platformu'nun tüm işlevleriyle hayata geçirilmesinin önemi teyit edilmiştir. FPDS sonuçlarını etkileyebilecek olası şüpheli veya olağan dışı hareketlerin bu platform yardımıyla EGM tarafından tespit

Emeklilik Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber Uyarınca Oluşturulan Fon Performans Değerlendirme Komitesi Karar Tutanağı	Karar No	18
	Tarih	09.02.2024

edilip ilgili otoritelere raporlanmasının önem arz ettiği hususunda mutabakat sağlanmıştır.

- Emeklilik şirketlerinin temsilcileri FPDS'nin revizyonuna ve Performans Esaslı Kesinti Modeli'ne ilişkin olarak öneri geliştirmenin FPKD'nin ve EGM'nin görev alanına girmediğini, bu konuların TSB bünyesinde değerlendirilmesi ve akabinde SEDDK'ye iletilmesi gerektiğini ifade etmişlerdir.

Buna mukabil, diğer üyeler tüm temel paydaşların bahse konu kritik konulara ilişkin karşılıklı fikir alışverişinde bulunmak suretiyle sistemin gelişimine katkıda bulunmalarının yararlı olacağı görüşünü desteklemişlerdir.

Komite Başkanı, 4632 sayılı Kanun'da EGM'nin temel amacının "özel emeklilik sisteminin güvenli ve etkin bir şekilde işlemlerini sağlamak" ve "katılımcıların hak ve menfaatlerini korumak" şeklinde tanımlandığını, bu çerçevede EGM'nin misyonu ile uyumlu olarak her türlü analiz, sistem geliştirme ve strateji önerisini kamu yararını gözeterek ilgisine göre Hazine ve Maliye Bakanlığı, SEDDK ve/veya SPK'ye sunabileceğini, bu minvalde temel paydaşların düzenli bulunduğu yegane resmi platform olan FPKD'nin katkısını talep etmesinin son derece olağan olduğunu vurgulamıştır.

- Portföy yönetim şirketlerinin temsilcileri, FPDS'nin revizyonuna ve Performans Esaslı Kesinti Modeli'ne ilişkin EGM önerilerine prensip olarak büyük ölçüde katılmakla birlikte; FPDS hesaplamalarında net getirinin üzerine işlem masrafları hariç diğer komisyonların eklenmesiyle hesaplanacak getirinin dikkate alınmasının yararlı olacağını, fon getirisinin enflasyon oranı üzerinde kalması şeklinde tanımlanan başarı kriterini çoğu fonun sağlayamayacağını, pozitif reel getiri elde etme şartının katılımcı bazında uygulanmasının daha doğru olacağını, FKÖ belirleme süreçlerinde EGM'nin daha önce Komiteye sunduğu dijital süreç önerisinin dikkate alınmasının yararlı olacağını, yüksek pozitif nispi getiri (alfa) üretiminde esas katkıyı PYŞ'lerin sağladığı dikkate alınarak taraflar arasındaki gelir bölüşümünün daha adil hale getirilmesi gerektiğini ifade etmişlerdir.

EK: FPDS'nin Yapısal Sorunlarına İlişkin EGM Analizi (24 Sayfa)

Komite Başkanı
Mustafa AKMAZ
EGM Temsilcisi
(Emeklilik Gözetim Merkezi A.Ş.,
Genel Müdür)

Emeklilik Yatırım Fonlarına İlişkin Rehber Uyarınca Oluşturulan Fon Performans Değerlendirme Komitesi Karar Tutanağı	Karar No	18
	Tarih	09.02.2024

Üye
Ahmet KARAMAN
TSB Temsilcisi
(Garanti Emeklilik ve Hayat
A.Ş., Genel Müdür
Yardımcısı)

Üye
Burcu UZUNOĞLU
TSB Temsilcisi
(Allianz Yaşam ve Emeklilik
A.Ş., Yatırım Yönetimi
Direktörü / CIO)

Üye
Fatih BOZKURT
TSB Temsilcisi
(Katılım Emeklilik ve Hayat
A.Ş., Direktör / Fon
Operasyonları, Varlık
Yönetimi ve Ekonomik
Araştırmalar)

Üye
Alim TELCİ
TSPB Temsilcisi
(Re-Pie Portföy Yönetimi
A.Ş., Genel Müdür)

Üye
Gökçen Yaman AKGÜN
TSPB Temsilcisi
(Ziraat Portföy Yönetimi A.Ş.,
Genel Müdür)

Üye
Burak SEZERCAN
TSPB Temsilcisi
(İş Portföy Yönetimi A.Ş.,
Genel Müdür)

Fon Performans Değerlendirme Sistemi'nin Yapısal Sorunları



2023 Yılı FPDS Süreci



*Ağustos 2023'te fon unvan değişikliği yapan GKB ve GED fonları yatırım yaptıkları varlıklarla alakasız kıyas gruplarında değerlendirilmek durumunda kalmıştır.

B de  2

1) Hesaplamalarda Net Getirinin Esas Alınmaması

- ❑ Mevcut FPDS hesaplamalarında brüt getiri esas alınmaktadır. Ancak, Bakanlık Makamı'nın da ısrarla vurguladığı üzere, **vatandaşa doğrudan yansıyan ve fonların gerçek performansını yansıtan esas metriğin net getiri olması gerektiği düşünülmektedir.**
- ❑ **Net getiriden brüt getiriye ulaşmak için birçok ek işlem yapılması ve hesaplanan sonuçlara yönelik olarak emeklilik şirketleri ile birçok aşamadan oluşan zorlu mutabakat süreçlerinin yürütülmesi gerekmektedir.** Nitekim, tüm değerlendirme yıllarında emeklilik şirketlerinin önemli bir bölümü mevzuatta yazılı olan mutabakat sürelerinin aşılmasına neden olacak şekilde hareket etmişlerdir.
- ❑ **Bazı fonların performansının “başarısız” olarak değerlendirilmesi olasılığı güçlendiğinde ilgili dönem sonunda fon kurucularının bu durumdan kurtulmak için brüt getiri-net getiri farkını değiştirmeye çalışabildikleri vakıadır.**

Fonların mutabakat sürecinde brüt getiriye oluşturan “gerçekleşen fon toplam gider kesintisi oranı” ile “dönem içinde kurucu tarafından karşılanan gider kesintisi oranı” değerleri bizzat emeklilik şirketleri tarafından mutabakat ekranlarına girilerek brüt getiri hesaplanmaktadır. Bu işlemlerde brüt getiri ile net getiri arasındaki oran izahnamede belirlenen azami FTGK oranına kadar artırılmak suretiyle şirketler bir taraftan kesinti gelirlerini yükseltebilmekte, diğer taraftan brüt getirilerini artırarak FPDS sonuçlarını etkileyebilmektedirler.

(1) Literatürdeki örneklere bakıldığında portföy yöneticilerinin performans değerlendirmelerinde brüt getiri tercih edilse de yatırımcıya yansıyan getirinin ölçümünde net getirinin baz alındığı görülmektedir:

<https://www.evidenceinvestor.com/wp-content/uploads/2016/08/Mutual-Fund-Performance-Nitzsche-Dirk-Cuthbertson-Keith-and-OSullivan-Niall-2006.pdf>
<https://www.forbes.com/2009/04/02/mutual-fund-fees-intelligent-investing-mutual-funds.html?sh=53043d1d5a56>

Handwritten signatures and initials in blue ink, including 'UŞ', 'BA', 'MA', and 'B AK'.

2) Fonların Getiri Oranının Hesaplanmasında Yıl Başı ve Yıl Sonu Birim Pay Değerlerinin Dikkate Alınması

- ❑ Mevcut FPDS'de fonların getirisinin sene başı ve sonu değerleri arasındaki fark üzerinden hesaplanmasının ciddi sakıncaları vardır.

Yıl içinde gerçekleşebilecek volatil fiyat hareketlerini dikkate almadan sadece yıl başı ve yıl sonu fiyatlarını baz almak, yıl içinde devamlı surette içeri para girişi olan bir sistemi değerlendirmek için eksik kalmakta, bundan ziyade yıl içi düzenli yatırımı baz alan iç verim oranı temelli inceleme yapmanın tasarruf odaklı bu sistemi değerlendirmede çok daha uygun olacağı düşünülmektedir.

- ❑ Yıl başı ve yıl sonuna denk gelen günlerde Takasbank'a bildirilen fon birim pay değerinde yapılabilecek fahiş hata, ihmal ve suiistimler zincir etkisiyle diğer fonların performansına da haksız bir etki yaratabilmektedir.

Örneğin, 2020 yılı sonunda bir fonun birim pay değeri ilgili şirket tarafından döviz kuru hesaplaması kaynaklı bir hatadan dolayı Takasbank'a yanlış bildirilmiş (0,74004), bu durum FPDS mutabakat süreci esnasında fark edilmiş, hatalı verinin düzeltilmesi için 5 Ocak 2021 tarihinde Takasbank nezdinde girişimde bulunulmuş, ancak Takasbank kendisine bildirilen verinin geriye doğru düzeltilmesini kabul etmediği için söz konusu veri FPDS'de hatalı haliyle kullanılmıştır. Fonun performans sunum raporunda ise doğru olarak belirtilen fiyat (0,74442) kullanılmıştır.

- ❑ Bu tür sorunların; kıyas gruplarında alt ve üst eşik değişimleri nedeniyle haksız ödül ve cezaların oluşması, Takasbank ve şirket verilerinin farklı olması nedeniyle kamuoyunun yanlış bilgilendirilmesi, neticede sektöre yönelik itibari zararlar doğması gibi sonuçlara yol açabilme ihtimali bulunmaktadır.

Handwritten signatures and initials in blue ink:
A large signature, followed by initials "RS", "AK", and "MA".

3) FPDS'nin Suiistimale Açık Yönlerinin Bulunması (1)

Şirketlerin FPDS'de başarısız görünmemek veya başarılı görünmek amacıyla başvurabildikleri bazı yöntemler vardır:

1. Performans baskısı nedeniyle isteyerek veya sehven piyasalarda artan oranlarda etik olmayan veya gayrimeşru işlemler yapılabilmesi
2. Mevzuat farklı şekillerde yorumlanarak mevzuatın cevaz vermediği bir işlemin tesis edilebilmesi
3. Etik olmayan veya meşru sınırları zorlayan şüpheli işlemlerin sene sonunda yoğunlaşabilmesi ile birlikte başarı primi ödeme uygulamalarına bağlı olarak yıl içinde de gözlemlenebilmesi
4. Fiyat hareket limitlerinin olmadığı alanlarda aşırı değişen fiyatlardan işlem yapılabilmesi
5. Fondan fona işlem olabilmekle birlikte, araya aracı kurum veya banka konulmak suretiyle piyasa dışı fiyat oluşturulması ve böylece belli fona kar transferi yapılması
6. Bankaların bazı fonlara özel finansman bonusu veya tahvil çıkartması ve akabinde başka bir yatırımcının olmamasından yararlanarak piyasa dışı fiyatlamalar yapılabilmesi
7. Piyasa yapıcılığı mekanizmasının olmadığı alanlarda fonların olağan dışı yöntemlerle rasyonel olmayan fiyat oluşturabilmeleri



3) FPDS'nin Suiistimale Açık Yönlerinin Bulunması (2)

8. Piyasa dışı işlemlerde veya fonların kendi arasında yaptığı işlemlerde yatırım yapılan ürünlerle ilgili olarak, piyasada geçen son işlem fiyatının içverimle ilerletilerek hesaplanan değerine göre çok düşük veya çok yüksek seviyeden işlem yapılması (Örneğin rakip şirketin elinde bulunan 100 liradan değerlendirilen bir özel sektör tahvilinin 70 liradan işlem yapılması).
9. Etik olmayan veya gayrimeşru bilgi edinimi sayesinde fiktif getiri elde edilmesi; portföylerinde değerlendirilen şirketlerince değerlendirilen varlıklar bulunduran fonlarda kaynağından etik olmayan şekilde bilgi edinimi yoluyla fiyat artışlarının önceden öğrenilmesi sonucunda yapılan yatırımlara bağlı bir anda yüksek getiri elde edilebilmesi
10. Girişim sermayesi fonlarında usulüne uydurularak fiktif fiyat artışları marifetiyle getiri elde edilme yoluna gidilebilmesi
11. Risk değeri düşük fonların risk değerini güncellemeden, daha yüksek risk pozisyonu alarak daha yüksek getiri elde edilebilmesi
12. Fonların yatırım bant aralıklarına ve izahnamelerine aykırı şekilde pozisyon taşınabilmesi, uygun olmayan varlık sınıflarında pozisyon alınabilmesi ve ilgili pozisyonları yeniden değerlemelerin ardından hızlıca yükselen fiyatlar ile portföylerine pozitif katkı sağlayabilmeleri, bu uygulamanın sürekli ve bilinçli şekilde yapılabilmesi

4) Kıyas Gruplarında Yer Alan ve Yer Almayan Fonların Birbirinden Tamamen Farklı Yöntemlere Tabi Kılınması Uygulamasının Adil Olmaması

- ❑ FPDS'de fonların tamamı için geçerli olacak tek bir yöntemin kullanılması daha adil bir yaklaşım olacakken, kıyas gruplarında yer alan ve kıyas grupları dışında kalan fonlar için birbirinden farklı yöntemler uygulanmaktadır.
- ❑ Standart sapma oranının çok düşük olduğu bir grupta diğer fonlara çok yakın bir getiri performansına sahip oldukları halde bazı fonlar çok küçük farklarla yaptırıma uğrayabilmektedir.
- ❑ Kıyas grupları dışında kalan fonların FKÖ'lerinin değiştirilmesi yoluyla fonların başarısız olması ihtimali düşürülebilmektedir.
- ❑ Dolayısıyla, kıyas grupları içinde yer alan fonların kıyas grupları dışına çıkarılma gayreti sergilenebilmektedir.

“Kıyas Gruplarında Yer Almayan Fonlar”ın tüm fonlar içindeki oranı FPDS'nin uygulanmaya başlandığı 2020 yılında **%13** iken sürekli artarak an itibarıyla **%28**'e yükselmiştir. Ancak, bu artışın bir kısmının uzmanlık gerektiren yeni fon türlerinin kurulması ile ilgili olduğu ve kıyas gruplarının belirlenmesi ile ilgili olarak FPDK'nin zamanla elde edilen tecrübeleri dikkate alarak görüş değişikliğine gidebilmesinin etkili olabildiği değerlendirilmekle birlikte, bu artışın tam olarak ne kadarının FPDS'den kaynaklandığı bilinmemektedir.

Handwritten signatures and initials in blue ink:
A large signature on the left.
A signature with "CB" and "RS" written below it.
A signature with "7" written above it.
A signature with "3 AK" written below it.

5) FPDS'de Kıyas Grubu Oluşturma Kriterlerinin Bazı Haksızlıklara Yol Açması

- ❑ Mevcut FPDS kapsamında;
 - Getirisi negatif olduğu halde sırf kendi kıyas grubunda oluşan üst eşik değerinin üstünde kalma şartını sağladığı için ödüle konu olan fonların bulunduğu,
 - Çok yüksek pozitif reel getiri sağladığı halde kendi kıyas grubunda oluşan alt eşik değerinin altında kaldığı için fonun başarısız etiketi aldığı vakalar gerçekleşmiş olup, bu durum hakkaniyete uygun bulunmamaktadır.

Geçmiş yıllarda **-10%** civarında nominal brüt getiri elde eden bazı fonlar **başarılı** etiketi alırken, **+200%** nominal brüt getiri oranı elde eden bazı fonlar ise **başarısız** etiketi almıştır.

- ❑ Altın, para piyasası, devlet katkısı, başlangıç vb. gibi kıyas gruplarında yer alan fonların benzer stratejiye sahip olmaları nedeniyle sistemin kurgusu gereği **+/- % 0.05** gibi çok düşük marjlarla bazı fonların başarılı ya da başarısız addedilme durumları oluşabilmektedir.
- ❑ Bu kapsamda, tüm fonların hakkaniyetle ve objektif bir yaklaşımla belirlenmiş kendi karşılaştırma ölçütü / eşik değeri ile karşılaştırılmasını esas alan bir yöntem uygulanmasının çok daha faydalı olacağı mütalaa edilmektedir.

B
R1
AK
8

6) Kıyas Grubu getiri ortalamasının hesaplanmasında basit getiri ortalaması yerine fonların varlık değeri üzerinden hesaplanmış ağırlıklı getiri ortalamalarının esas alınması

- ❑ Aşağıda sayılan nedenlerle net varlık değeri nispeten yüksek olan fonların yönetiminin, net varlık değeri nispeten düşük olan fonlara göre daha zor olduğu, FPDS'nin basit getiri ortalamasını esas alması nedeniyle büyük fonların aleyhine işlediği düşünülmektedir.

Varlık Değeri Daha Yüksek Olan Fonların Varlık Değeri Düşük Olan Fonlara Göre Dezavantajları

Küçük fonlar küçük meblağlarla işlem yaptıkları için alım satım süreçlerinde fiyat oluşumlarının daha avantajlı olabilmesi ve küçük fonların çok daha esnek yönetilebilmesi,

Büyük fonlar için portföy ve varlık kısıtlamalarına uyumun küçük fonlara göre daha zor olması,

Büyük fonların risk yönetiminin daha zor olması,

Halka arz gibi limitli işlemlerde fonların elde ettiği getirinin küçük fonlar için marjinal etkisinin çok daha fazla olması,

Büyük fonlarda daha fazla işlem hacmi oluşması nedeniyle, işlem maliyetlerinin nispeten daha yüksek olması.

Handwritten signatures and initials:
- A signature on the left.
- Initials "CA" and "BS" in the middle.
- A signature on the right.
- Initials "AK" and "3" at the bottom right.

Kıyas Gruplarında Yer Alan Fonların Net Varlık Değerine Göre Dağılımı

Kıyas Grubu / Fon Büyüklüğü Aralığı (Milyon TL)	25M Altı	[25 ve 50]	(50 ve 250)	(250 ve 500)	(500 ve 1.000)	(1.000 ve 2.000)	(2.000 ve 4.000)	(4.000 ve 10.000)	10.000 M ve Üzeri	Toplam
Altın					1		1	2	3	7
Altın - Katılım			1		1	1	1	1	3	8
Başlangıç	1	3	2	1	3					10
Başlangıç Katılım	2	1	6	2		1				12
Borçlanma (TL)	2		6	7		1	2	1		19
Değişken - Agresif		2	4	3	3	1	2			15
Değişken - Atak / Dinamik / Büyüme	5		7	1	3		2	2		20
Değişken - Dengeli	7		8	1	2	1		2		21
Değişken - Eşik Değer		1	7	1						9
Değişken - Muhafazakar / Temkinli	5	4	3		3		2			17
Değişken Katılım - Agresif	1	2	7	2		1				13
Değişken Katılım - Atak / Dinamik / Büyüme	6	1	8		1					16
Hisse			2		5	4	2	3	2	18
Katkı		1	0	2		3	1	2	3	12
Katkı Katılım	2	2	4		1		3			12
Para Piyasası		1	6		1		2	3		13
Standart BES	1		4	3	1	2	1	1		13
Standart Katılım BES	4		2		2		2			10
Standart Katılım OKS			6		2	3			1	12
Standart OKS			3	2		2	2	1		10
Kıyas Grubuna Dahil Edilemeyen Fonlar	3	13	13	10	17	17	19	11	3	106

Toplam
373

Sınıfları

B

Handwritten signatures and initials in blue ink.

7) Kıyas Grupları Uygulamasının Fon Yöneticilerinin Davranışlarını Olumsuz Etkileyebilmesi

- ❑ Kıyas Grupları oluşturup benzer fonların aynı kıyas grubu içinde birbiriyle yarıştırılması uygulaması, fon yöneticilerinin;
 - Başarısız görünmemek için çoğunluğun hareketini taklit etmesine, vasata yönelmesine («Herding Effect») veya
 - Başarısızlık kaygısıyla aşırı temkinli hareket edip getiri performanslarının potansiyelin altında kalmasına
- yol açabilmektedir.

8) FKÖ'lerin/Eşik Değerlerin Kolay Tutturulabilir Hedefler Şeklinde Belirlenebilmesi

- ❑ Kıyas grupları dışında kalan fonların kendi «benchmark»larının (FKÖ) ya da eşik değerlerinin getirisiyle yarışırılması uygulaması;
 - Şirketlerin FKÖ'lerini/eşik değerlerini kolayca tutturulabilir hedefler olarak belirlemelerine,
 - Getiri performanslarının olması gerekenden daha yüksek görünmesine nedeniyle katılımcıların yanıltılabilmesine ve
 - Başarı primlerinin sağlıklı şekilde hesaplanamamasına

yol açabilmektedir.

Örneğin, bazı EYF'lerin getirilerinin FKÖ getirilerini aşım oranlarının son 4 yıllık ortalaması %50'nin üzerinde gerçekleşmiştir.

9) FKÖ Getiri Oranlarının Günlük Endeksleme Yöntemi İle Hesaplanmaması

- ❑ Mevcut yöntemin, yükselen piyasa dönemlerinde karşılaştırma ölçütünü oluşturan endekslerin yıl içerisindeki volatil değer değişimlerinden dolayı izahnamelerinde belirlenmiş olan ağırlıklarına göre çok yüksek sapmalar gösterebilmesi,
- ❑ Fonların izahnamelerinde belirlenen yatırım sınırlamalarına bağlı kalmaları gerektiğinden bu yüksek sapmaya neden olan varlık sınıfına dair ilave tasarrufta bulunamamaları,
- ❑ Sınır aşımı olması halinde bu varlıkları portföylerinden çıkarmak zorunda kalabilmeleri,

gibi nedenlerle mevcut yöntemin yerine günlük ağırlıklandırılmalı bileşik getiri yönteminin uygulanması faydalı olacaktır.

10) Mevcut Ödül Sisteminin Yüksek Getiri Oranlarını Yeterince Teşvik Etmemesi

FPDS'de mevcut ödül sistemi;

- Yeni kurulacak fonların pozitif reel getiri elde edebilecek şekilde oluşmasını teşvik edecek şekilde işlememekte,
- Mevcut fonların pozitif reel getiri elde edilecek şekilde yönetilmesine katkı sağlamamaktadır.

11) Ödül/Ceza Dengesinin Paydaşlarca Adil Bulunmaması ve Yaptırımdan Kaçma Girişimlerine Rastlanabilmesi

- ❑ PYŞ'ler FPDS kapsamında yaptırıma uğrama olasılığını çok ciddi bir tehdit olarak görürken, ödül uygulamasını yetersiz bulmaktadırlar. Dolayısıyla, ödül almaktan çok ceza almamaya özen gösterebilmektedirler.
- ❑ Emeklilik şirketleri, yaptırıma uğrama risklerini yönetmek adına fon tasfiye/birleştirme/unvan-içerik değiştirme yollarına da başvurabilmektedirler.

Örneğin son 4 yılda,

- 63 adet fonun fon tasfiye/birleştirme,
- 37 adet fonun ise unvan-içerik değiştirme

işlemleri gerçekleşmiş olup, bu işlemlerin bir kısmının FPDS ile ilişkili olduğu değerlendirilmektedir. *

*Kamu emeklilik şirketlerinin Türkiye Hayat Emeklilik A.Ş. çatısı altında birleşmelerine yönelik işlemler bu sayıya dahil edilmemiştir.

12) Kıyas Gruplarının Homojen Olmamasının Rekabeti Bozucu Etkilerinin Bulunması (1)

- ❑ Kıyas Gruplarının değişik risk seviyesinde veya büyüklükleri birbirinden çok farklı fonlar ihtiva etmeleri nedeniyle risk-getiri ilişkisi birbirinden farklı fonların bir arada değerlendirilmesinin teoriye ve hakkaniyete uygun olmaması
- ❑ «Değişken» kıyas gruplarının fon unvanında belirtilen risk kategorisine göre oluşturulması

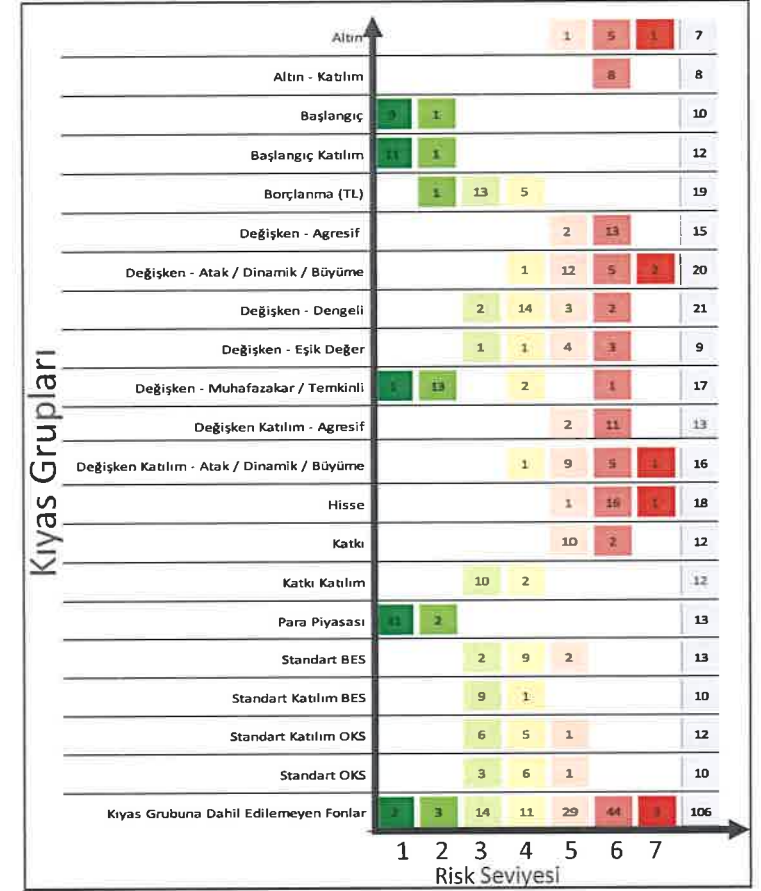
Örneğin, 29 Ocak 2024 tarihi itibarıyla EGM tarafından yapılan analizlerde 43 adet fonun risk değerleri ile unvanlarının uyumsuz olduğu tespit edilmiştir.

- ❑ Fonun unvanında geçen risk değeri ibaresinin gerçekte hesaplanan risk değeri ile uyumlu olmadığı durumlarda fonun yanlış kıyas grubunda yer alması
- ❑ Kıyas grubu oluşturmak için gerekli asgari fon sayısının (6) istatistiksel olarak anlamlı bir değer olmaması (çok düşük olması)

12) Kıyas Gruplarının Homojen Olmamasının Rekabeti Bozucu Etkilerinin Bulunması (2)

Fon Adetlerinin Risk Seviyesine Göre Dağılımı

Kıyas Grubu / Risk Değeri	1	2	3	4	5	6	7	Toplam Fon Adedi
Altın					1	5	1	7
Altın – Katılım						8		8
Başlangıç	9	1						10
Başlangıç Katılım	11	1						12
Borçlanma (TL)		1	13	5				19
Değişken - Agresif					2	13		15
Değişken - Atak / Dinamik / Büyüme				1	12	5	2	20
Değişken – Dengeli			2	14	3	2		21
Değişken - Eşik Değer			1	1	4	3		9
Değişken - Muhafazakar / Temkinli	1	13		2		1		17
Değişken Katılım – Agresif					2	11		13
Değişken Katılım - Atak / Dinamik / Büyüme				1	9	5	1	16
Hisse					1	16	1	18
Katkı					10	2		12
Katkı Katılım			10	2				12
Para Piyasası	11	2						13
Standart BES			2	9	2			13
Standart Katılım BES			9	1				10
Standart Katılım OKS			6	5	1			12
Standart OKS			3	6	1			10
Kıyas Grubuna Dahil Edilemeyen Fonlar	2	3	14	11	29	44	3	106



KAP'ta ilan edilen risk değerleri kullanılmıştır.

Sınıflandırma | Sirket İçi

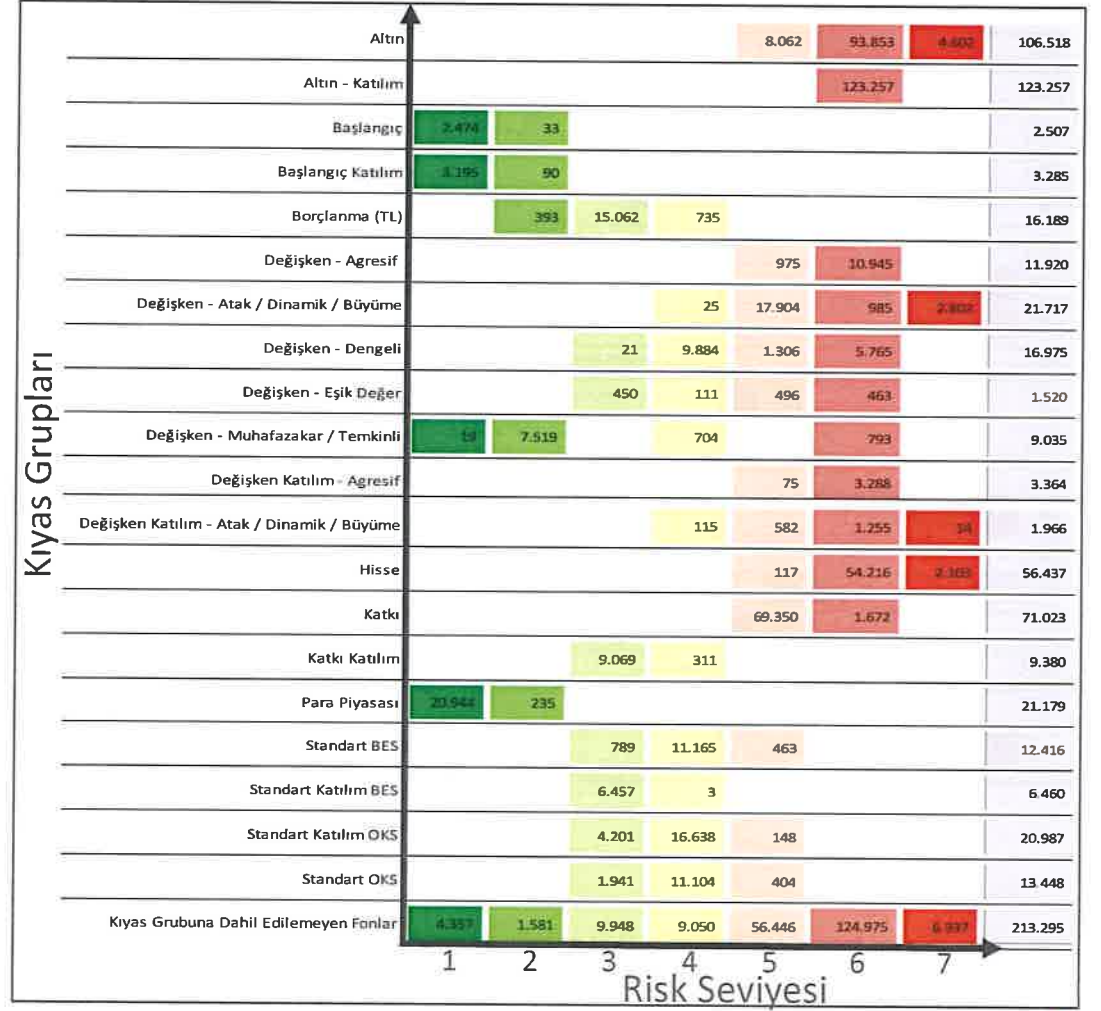
EMEKLİLİK GÖZETİM MERKEZİ

17
 [Handwritten signatures and initials]

12) Kıyas Gruplarının Homojen Olmamasının Rekabeti Bozucu Etkilerinin Bulunması (3)

Fon Büyüklüklerinin Risk Seviyesine Göre Dağılımı

Kıyas Grubu / Risk Değeri	1	2	3	4	5	6	7	Toplam Fon Büyüklüğü (Milyon TL)
Altın					8.062	93.853	4.602	106.518
Altın - Katılım								123.257
Başlangıç	2.474	33						2.507
Başlangıç Katılım	3.195	90						3.285
Borçlanma (TL)		393	15.062	735				16.189
Değişken - Agresif					975	10.945		11.920
Değişken - Atak / Dinamik / Büyüme				25	17.904	985	2.802	21.717
Değişken - Dengeli			21	9.884	1.306	5.765		16.975
Değişken - Eşik Değer			450	111	496	463		1.520
Değişken - Muhafazakar / Temkinli	19	7.519		704		793		9.035
Değişken Katılım - Agresif					75	3.288		3.364
Değişken Katılım - Atak / Dinamik / Büyüme				115	582	1.255	14	1.966
Hisse					117	54.216	2.103	56.437
Katkı					69.350	1.672		71.023
Katkı Katılım			9.069	311				9.380
Para Piyasası	20.944	235						21.179
Standart BES			789	11.165	463			12.416
Standart Katılım BES			6.457	3				6.460
Standart Katılım OKS			4.201	16.638	148			20.987
Standart OKS			1.941	11.104	404			13.448
Kıyas Grubuna Dahil Edilemeyen Fonlar	4.357	1.581	9.948	9.050	56.446	124.975	6.937	213.295



Sınıf:

KAP'ta ilan edilen risk değerleri kullanılmıştır.

B
 [Handwritten signatures and initials]

13) Riske Göre Düzeltilmiş Getiri Oranlarının Dikkate Alınmaması

FPDS hesaplamalarında Sharpe, Sortino, Bilgi Oranı gibi metriklerin kullanılmaması eleştiri konusu olabilmektedir. Ancak;

- ❑ «Fonun Nispi Getirisi / Fonun Getirisinin Standart Sapma Oranı» şeklinde özetlenebilecek bahse konu metriklerin sonucu yanıltıcı olabilmektedir.

Örneğin, Bilgi Oranı (IR) metriği kullanılan durumlarda dönemselleştirilmiş takip hatasını minimize etme amacıyla paydanın olabildiğince sifıra yaklaştırılmasına bağlı olarak bu metriğin değeri maksimize edilebilmektedir. Bu ise, elde edilecek IR değerini maksimize etmeye yönelik çalışmalarla getiri sağlayabilecek hareketlerin de kısıtlanabilmesine yol açabilecektir.

- ❑ Söz konusu metrikler işbu belgede açıklanan yapısal riskleri ortadan kaldırmamaktadır.
- ❑ Fon kurucusu ve fonun portföy yöneticisinin her birinin mevcut kazanılmış haklarında geriye gidiş olmaksızın her iki paydaşın toplam menfaatinin azamiye çıkarılması önem arz etmektedir.
- ❑ Fon kurucusu ve portföy yönetici arasındaki ilişkinin daha akılcı bir ödül/ceza dengesi üzerinden kurulması yoluyla risk/getiri ilişkisi daha sağlıklı kılınabilecektir.

14) FPDS'nin fonların sadeleştirilmesine katkı sağlamaması

- Halihazırda birbirine benzeyen çok sayıda fon bulunmaktadır. Bu durum, daha çok plan sisteminin yapısıyla ve kesinti rejimiyle yakından ilgilidir.
- Komitemizin katılımıyla 2022 yılında gerçekleştirilen toplantılarda Bakanlık Makamı'nca sıkça belirtildiği üzere, verimlilik ve ölçek ekonomisi açısından fon sayısının azaltılması önem arz etmektedir.
- Fonlarda sadeleştirme yapılması halinde BEFAS üzerinden yapılacak fon seçimleri de daha sağlıklı hale gelebilecektir.
- Bu kapsamda, FPDS'nin de fon sayısının makul düzeye çekilmesi sürecine hizmet etmesini sağlayacak şekilde revize edilmesinde yarar bulunmaktadır.

15) FPDS'de suiistimale açık uygulamaların engellenmesi Fon Gözetim ve Operasyon Projesi sayesinde mümkün olacakken, projenin hayata geçirilmesinin gecikmesi

- Fon Gözetimi ve Operasyon Projesi 01.05.2021 tarihinde SEDDK ve SPK'nın destekleriyle EGM tarafından başlatılmıştır.
- Projenin temel amaçları;
 - EGM'nin fonların gözetimi görevini etkili bir şekilde yerine getirmesi,
 - Hata, ihmal ve suiistimallerin engellenmesi yoluyla paydaşların haklarının korunması,
 - Olası risklerin sağlıklı yönetilmesi,
 - Erken uyarı mekanizmalarının çalıştırılmasıdır.
- Projenin 16.06.2023 tarihinde hayata geçirilmesi planlanmıştır. Ancak, bazı şirketler yükümlülüklerini yerine getirme esnasında IT sistemlerini entegre etmede zorluk çekmişlerdir. Bu nedenle, projenin tüm fonksiyonlarıyla etkili bir şekilde hayata geçirilmesi 2024 yılı sonunu bulacaktır.
- Fon Gözetim ve Operasyon Platformu'nun FPDS'ye entegre edilmesi çalışmasının tamamlanması önem arz etmektedir.

16) Performans Esaslı Kesinti Modelinin Uygulanmaması

- FPDS'nin anlamlı olabilmesi için mevcut kesinti rejiminin performans esaslı olması gerekmektedir.
- Performans esaslı kesinti modelinde yüksek alfa üreten fonların kurucularının mevcut duruma göre daha fazla FiGK geliri elde etmesi ve portföy yöneticilerine daha fazla yönetim ücreti ödemesi mümkün olmalıdır.
- Devletimizin 2023 yılında yayımladığı üst politika belgelerinde (12. Kalkınma Planı, Cumhurbaşkanlığı Yıllık Programı ve Orta Vadeli Program) kesinti rejiminin sadeleştirileceği ve kesinti oranlarının azaltılacağı taahhüt edilmektedir.
- Yeni FPDS'ye uyumlu bir kesinti rejimi tasarlanması önem taşımaktadır.

Performans kesinti modelinin uygulanmamasının
FPDS üzerinde yapısal bir sorun yaratmadığını düşünüyorum.
Ayrıca konunun FPDK yetkisinde olmadığını düşünüyorum.



SONUÇLAR

A) Mevcut FPDS bahse konu yapısal sorunların tamamı çözülecek şekilde revize edilmelidir.

B) Yeni FPDS;

1. Performans Esaslı Kesinti Modeli ve
2. Fon Gözetim ve Operasyon Platformu

ile entegre bir şekilde hayata geçirilmelidir.

Performans Esaslı Kesinti Modelinin FPDS üzerinde sorun yaratmadığını ve konunun FPDK yetkisinde olmadığını düşünüyorum. *[Signature]*

[Signatures]

Saygılarımızla