



Yeni Dönem

Emeklilik fonlarındaki performans sorununu çözmek için Hazine'nin aldığı karar uygulamaya kondu. Emeklilik şirketleriyle kıran kırana geçen pazarlıklar sonucunda portföy yönetim şirketleri ilk yıl için 50 milyon liraya varan gelir kaybıyla karşı karşıya.

ADİL UÇAR

Sonunda beklenen değişim gerçekleşti ve Hazine'nin ilk kez Aralık 2016'da açıkladığı daha sonra da Şubat 2017'de revize ettiği karar geçen ay sonu itibarıyla uygulamaya konuldu. Karar şuydu: "Bir şirket tarafından; 4632 sayılı Kanun kapsamında sunulan emeklilik yatırım fonu net varlık değeri toplamının yüzde kırktan fazlası,

01/01/2018 tarihinden itibaren aynı portföy yönetim şirketi tarafından yönetilemez." Revize edilen kısım "yüzde 40" ifadesi, ilk hali "yüzde 30"du. Emeklilik şirketleri uzatma haklarını da kullandıkları için fon devir işlemlerinin tamamlanması Şubat ayının sonunu buldu. 82 milyar liraya ulaşan emeklilik fon pazarında yaklaşık 42 milyar liralık fon yönetimi el değiştirdi ve bu tek cüm-

INTERNAL

lelik karar, Bireysel Emeklilik Sistemi'nde (BES) yeni bir dönemin başlamasına neden oldu.

Kararın çıkış noktası emeklilik fonlarının performanslarıydı. Yaklaşık 4-5 yıldır emeklilik fonlarının performanslarına ilişkin tartışmalar daha yüksek sesle dile getiriliyordu. Sonunda bizzat Başbakan Yardımcısı Mehmet Şimşek'in ilgilendiği bu duruma getirilen çözüm ise başlangıç aşamasında emeklilik şirketlerinden başka kimseyi memnun etmiş görünmüyor. Evet karar ile BES'te sıkı rekabetin başladığı bir gerçek ancak fon yönetimlerinin fiyata dayalı rekabete açık hale gelmesi aklı başka sorunların da çıkabileceğini getirmiyor değil.

Aslında tamamen şeffaf, her gün verileri açılan ve ölçülmesi basit olan "fonların performans" konusu, maalesef hala büyük tartışmalar yaratıyor. Tartışma fon getirilerinin brüt mü (komisyon oranı içinde alınmamış) net mi (komisyonlar alındıktan sonraki getiri) gösterildiğinden, Fon İşletim Gideri'nin (FIG) emeklilik şirketi ve portföy yönetim şirketi arasında nasıl paylaşıldığına kadar uzanıyor. Getirilerin hangi vadede ve hangi yatırım aracıyla karşılaştırıldığı da elbette önemli. Ancak eleştiriler o kadar yüksek sesle ve haklılıkla dile getirildi ki en sonunda düzenleyici otorite müdahaleye geldi.

Emeklilik fon yöneticileri ise dertlerini kimseye anlatamıyor. "Emeklilik fonlarından alınan komisyonlar olduğu gibi portföy yönetim şirketlerinin kasasına gidiyor" gibi genel bir kanı mevcut. Ve eleştiriler "yüksek komisyonlar alındığı için getiriler düşüyor" noktasına geliyor. Oysa komisyon paylaşımı çok farklı. EGM'nin 2016 raporundan aldığımız verilere göre BES kuruluşundan 2016'ya kadar geçen 13 yılda, kümülatif katılımcılardan 6,5 milyar lira kesinti yapıldığı görülüyor. Bunun yüzde 60'ı yani 3,9 milyar lirası fon işletim gideri (FIG), kalan 2,6 milyar lirası ise giriş aidatı, erken çıkma cezası gibi kesintilerden oluşuyor. 3,9 milyar liralık FIG'den portföy yönetim şirketlerinin payına ortalama 750 milyon lira düşmüş (portföy yönetim şirketlerinin ortalama yüzde 15 aldığı düşünülürse). 2016'ya tek başına bakıldığında 780 milyon liralık FIG'den portföy yönetim şirketleri 86 milyon lira almış görülüyor, son iki yılda portföy yönetim

şirketlerinin FIG'den aldığı oran yüzde 11'e geriledi. İşte emeklilik ve portföy yönetim şirketlerinin yaklaşık altı aydır yoğun olarak üzerinde pazarlık yaptığı oran bu, FIG'den alınan (ortalama) yüzde 11...

Bu noktada filmi biraz geri saralım... Geçen yıl mart ayında Otomatik Katılım Sistemi'nin (OKS) devreye girmesinden sonra emeklilik şirketleri yavaş yavaş Hazine'nin getirdiği yeni düzenleme üzerinde çalışmaya başladı. Bu dönemde düzenlemenin iptal edileceğine yönelik beklentiler ve OKS şirketlerin konuyu ötelemesine neden olmuştu. Ancak beklenen iptal gelmedi

--- NAMIK AKSEL | HSBG PORTFÖY GENEL MÜDÜRÜ

PAZAR PAYI VE GELİRİMİZİ ARTIRDIK

- Hazine'nin aldığı karar sektör temsilcileri tarafından çok tartışıldı ve üzerinde çalışıldı. Sonuçta ticari olarak pazarı etkileyecek bir karardı ve öyle de oldu.
- Emeklilik şirketleriyle yapılan görüşmelerde elbette Fon İşletim Gideri üzerinden portföy yönetim şirketinin aldığı komisyon oranları masadaydı. Biz TKYD olarak da komisyon oranlarında bir alt sınır getirilmesini istedik çünkü sektöre zarar verebilecek fiyat indirimleri ile karşılaşılabilirdi. Ancak bu talebimize yönelik bir karar alınmadı.
- Her şeye rağmen bu gelişmelerin sektör için iyi olacağını düşünüyorum. Emeklilik ve portföy yönetim şirketleri sahaya çıkarak birbiriyle tanıştı. Yeni yöneticiler yeni kurumlara çalışacak ve zamanla iyi olanın tercih edileceği bir yapıya doğru dönüşeceğiz.
- **HSBG Portföy** olarak bizim pozisyonumuz tam ortadaydı. Emeklilik şirketimiz yok, bu anlamda bağımsız sayılırız ve küresel bir yapımız var.
- Biz Hazine bu kararı çıkartmadan önce de yaklaşık 3 milyar liralık emeklilik fonu yönetiyorduk. Bu alandaki yatırım ve stratejimizi daha fazla şirket ile çalışmak amacıyla yaptık. **HSBG** Global de bu stratejimizi her zaman destekledi.
- Yaptığımız görüşmelerde **HSBG**'nin küresel bir marka olması, emeklilik fonlarındaki track record'umuz ve yaklaşımımız büyük emeklilik şirketlerin bizi tercih etmesinde etken oldu. Sonuçta ilk beş emeklilik şirketinin fonlarını yöneten kurum olduk.
- Bizim yönetimimizdeki fonlar tamamen dışardan rekabetçi ihale süreçleri sonucunda alınmış olduğu için Fon İşletim Gideri (FIG)'ten aldığımız pay zaten yüksek değildi, piyasa bizim halihazırdaki oranlarımıza yaklaştı. Piyasanın yaşadığı bu değişimden hem pazar payını hem de emeklilik gelirlerini aynı anda artıran tek kurum olduğumuzu söyleyebilirim.



INTERNAL

ve emeklilik şirketleri portföy yönetim şirketleriyle görüşmelere başladı. Değişikliğin özellikle performansta fark yaratacağını iddia eden daha küçük bağımsız portföy yönetim şirketlerini de potaya sokacağı varsayılıyordu. Elbette düzenlemenin amacı sadece bu değil, rekabet sayesinde portföy yönetim şirketlerinin daha iyi hizmet vermek ve daha iyi performans sergilemek için çaba göstermesi de bekleniyor. Böylece son altı ayda hararetli görüşmeler gerçekleşti ve emeklilik şirketleriyle portföy yönetim şirketleri tanıştı! Ve daha ilk görüşmelerde emeklilik şirketlerinin fonlarını yönetmek isteyen şirketler için koydukları kurallar portföy yönetim şirketlerinin elini kolunu bağladı özellikle bağımsız olanları. Emeklilik fonlarında getiri geçmişine sahip olmaktan, çalışan sayısı ve altyapıya yönelik

ALİM TELCİ | HALK PORTFÖY GENEL MÜDÜRÜ

BEKLENTİLER GERÇEKLEŞTİ

- Hazine'nin aldığı karar sonrası emeklilik şirketleri portföylerini yeniden yapılandırdı. Geçen ay tamamlanan bu süreç sonucunda önceden de tahmin ettiğimiz gibi pazardan aslan payını alan dört portföy yönetim şirketi bir miktar gerilerken, orta ölçekli portföy yönetim şirketleri pazar paylarını arttırılabildiler.
- Bu döneme Halk Portföy açısından baktığımızda, beklentimiz daha yüksek olmasına rağmen küçük bir pazar payı kazancıyla bu süreci tamamlayıp, yönettiğimiz bütün varlık sınıflarını elimizde tutabildiğimiz için memnunuz. Öte yandan son dağılım kararları verilirken kamu sermayeli portföy yönetim şirketlerine genel olarak haksızlık yapıldığını düşünüyorum. Bu şirketler yatırım ve operasyon süreçlerini oturmuş köklü şirketler olmalarına rağmen yeterli ilgi gösterilmedi.
- Sonuç tablosuna baktığımızda portföy yönetim şirketleri arasında yüzde 1 ile 4 arası pazar payı olan şirketin kalmayıp 'orta direk' tabir edeceğimiz segmentin ortadan kalktığını görmekteyiz.
- Bunu tabii ki zaman gösterecek ama yönetim ücreti paylaşımlarında sektörün önemli bir kayıp yaşadığını tahmin ediyorum. Şirket karlılıklarında önümüzdeki dönemde düşmeler görmemiz kaçınılmaz. Öte yandan 2018 sonunda yönetici şirket seçimlerinin önemli bir bölümünün yenileceğini düşünüyorum. Bu dönemde özellikle OKS fonlarındaki büyümeler spot altında olacak ve bu sene kurulan performans ücretli değişken fonlarla birlikte önümüzdeki dönemde nasıl bir yönetici dağılımı oluşacağını bu fonlar şekillendirecek.



eleme kriterleri birçok küçük şirketin daha ilk görüşmelerde elenmelerine neden oldu. Geriye büyük ve orta büyüklükteki portföy yönetim şirketleri kaldı. Ve önceden tahmin edildiği gibi orta büyüklükteki portföy yönetim şirketleri pazar paylarını arttırmayı başarırken büyük şirketler, az bir pazar payı kaybı yaşadı.

Gelin rakamları bir inceleyelim... 2017 yılsonu verilerine göre emeklilik fon yönetimindeki pazar payları dikkate alındığında ilk beş şirketin (Ak, İş, Garanti, **Yapı Kredi** ve Vakıf Portföy) pazarın yüzde 74,72'sine, ikinci gruptaki beş şirketin (Ziraat, Halk, **HSBC**, ING ve TEB Portföy) ise pazarın yüzde 19,56'sına sahip olduğu görülüyor. Portföy değişiklikleri gerçekleştirildikten sonra (28 şubat 2018) verilere göre ilk beş şirket pazarın 70,82'sine, ikinci beşinse 24,79'una sahip olduğu görülüyor. İlk 10 şirket arasında yeni bir isim katılmadığı gibi sadece **HSBC Portföy**'ün 'ikinci beş' grubundan çıkarak 'ilk beş' grubuna girdiği görülüyor. Ayrıca ilk on sonrası diğer şirketlere kalan pazar payı düzenlemeden önce yüzde 5,72 iken düzenlemeden sonra yüzde 4,39'a geriliyor. Ve sadece ICBC ile **Albaraka** Portföy Yönetimi'nin yeni emeklilik fonu yönetmeye başladığı görülüyor. Kuşkusuz en çarpıcı sonuç, **HSBC Portföy**'ün pazar payını yüzde 3,85'ten yüzde 8,53'e çıkartması oldu. Emeklilik fonlarındaki stratejilerini bu tür durumlar için başından dizayn ettiklerini anlatan Genel Müdür **Namık Aksel** "İlk beş emeklilik şirketiyle çalışan tek portföy yöneticisiyiz. Küresel bir yapıya sahip olmamız ve emeklilik fonlarına verdiğimiz önem sayesinde bunu başardık" diyor.

Fon tiplerine göre portföy yöneticisi değişiklikleri ise ilginç sonuçların ortaya çıktığını gösteriyor. 2017 sonu ve 28 Şubat 2018 tarihleri baz alınarak yaptığımız fon tiplerine göre portföy şirketinin yönetimi altındaki fon büyüklükleri karşılaştırmasında değişken fonlarda Garanti Portföy'ün 3,3 milyar liralık portföy büyüklüğünü 5,6 milyar liraya, **HSBC Portföy**'ünse 343 milyon liralık büyüklüğünü 1,4 milyar liraya çıkardığını görüyoruz. Kamu iç borçlanma tipi emeklilik fonlarında Ak Portföy 4 milyar liralık portföy büyüklüğünü 8,1 milyar liraya çıkararak pazarı domine ediyor. Hisse fonlarda ise Garanti Portföy 517 milyon liralık büyük-

INTERNAL

lüğünü 2 milyar liraya, **HSBC Portföy**'ün de 391 milyondan 900 milyon liraya çıkardığı görülüyor.

Emeklilik fon yönetimlerinin rekabete açılması ilk başta önemli bir sorunu da beraberinde getiriyor: Komisyon oranlarında ki gerileme. İlk başta BES yatırımcısı için olumlu bir gelişme gibi görünüyordu ancak gerçek öyle değil çünkü gerileyen komisyon oranı, emeklilik fonundan kesilen oran değil. Eğer emeklilik şirketi müdahale etmezse FIG aynen devam edecek.

Altı aydır yapılan pazarlıklar FIG içinden portföy yönetim şirketlerinin aldığı komisyon oranı üzerinden gerçekleştirildi. Portföy yönetim şirketleri pazara girebilmek, pazar payını koruyabilmek ya da artırabilmek için gelirlerinden feragat etti. İşte bu durum gelecek için endişe yaratıyor zira komisyon oranlarında alt limit olmadan yaşanan rekabetin ne kadar yıkıcı olabileceğini aracı kurum sektöründe bizzat yaşadık. Bir fon yöneticisi "Portföy yönetim şirketinin aldığı komisyona bir alt sınır getirilmesini ve pazarlıkların bu şekilde yapılmasını istedik ancak bu gerçekleşmedi" diyor. Performans primi gibi bir sistem olmadığı için artık portföy yönetim şirketlerinin sadece portföy büyüklüğünden para kazanacağı bir dönem yaşanacak.

Bu dönemde emeklilik tarafındaki gelir kaybını diğer işleriyle kapatabilecek şirketler ayakta kalacak. Hesabını iyi yapamayan ve yok pahasına komisyonlarla alınan fonların maliyeti yüzünden sıkıntı çekecek şirketler de zamanla piyasadan çekilmek zorunda

kalacak. Bu gelir sıkıntısında kısa vadede performans nasıl artacak sorusu da ayrı bir önem taşıyor. Çünkü emeklilik şirketleri ilk hamlede en iyi kalitede servis alabilecekleri ve göreceli performansları yüksek şirketleri seçti. Bu seçim yapılırken getiriye 'iddialı' olan bağımsızlar kriterler nedeniyle devre dışında kaldı. Getiri performansının portföy yöneticisi seçiminde ön plana çıkması ve belki de en önemli kriter olması ancak herkesin bu koşullara uyum sağlayacağı bir pazarda gerçekleşecek ki bunun gerçekleşmesi de biraz zaman alacak.

Yeni sistemin emeklilik fonu yöneten portföy yönetim şirketleri açısından önemli bir etkisi daha var. Portföy büyüklüğü açısından baktığımızda yüzde 1 ile 4 arasında pazar payı olan şirketlerin artık kalmaması. Halk Portföy Genel Müdürü Alim Telci bu konuya dikkat çekerek 'orta direk'in artık kalmadığını söylüyor. Bu durum düzenlemenin etkilerinin tahmin edilenden daha uzun vadelere yayılacağını bir göstergesi. Bazı şirketler pazardan çıkmak ya da küçülmek durumunda kaldığı için bunların toparlanması ve yeniden eski güçlerini kazanması için zaman gerekiyor.

Tabii bu arada emeklilik fonlarından elde edilen gelirlerden yaşanan kayıplara direnebilenlerin bu geçişi tamamlayacağı aşikar. Orta direğin tekrar oyuna dönebilmesi için OKS fonlarının devreye girme ihtimali var ancak başlangıç aşamalarında maliyeti çok yüksek olan bu fonları yönetmek için 'orta direğin' maddi olanakları pek yeterli görünmüyor.

Her türlü eleştiriye rağmen yeni sisteme geçiş tamamlandı ve şirketler altyapılarını güçlendirdi. Emeklilik şirketleri ve portföy yönetim şirketlerinin yeni imzaladığı anlaşmalar ise süresiz... Ancak kan uyuşmazlıkları elbette yaşanacak. Gerek performans gerekse destek hizmetler gibi konularda yaşanacak aksaklıklar önümüzdeki dönemde sık sık fonların yöneticilerinin değişebileceği bir pazarın varlığına işaret ediyor. 2018'in neredeyse yarısına gelindiği için bu tür değişimlerin 2019 sonunda yoğun bir şekilde yaşanacağı tahmin ediliyor. Portföy yönetimi şirketleri için emeklilik fonlarında ekmek aslanın ağzından midesine inmiş durumda. Bu işe bel bağlayan küçük şirketler ise yeni iş planları yapmaya başladı bile... 

EMEKLİLİK FONLARI PAZAR PAYI DEĞİŞİMİ

	Portföy Büyüklüğü		Pazar Payı (%)	
	12/31/17	2/28/18	12/31/17	2/28/18
AK PORTFÖY	16.372	15.866	20,59	19,31
İŞ PORTFÖY	14.610	14.051	18,37	17,10
GARANTİ PORTFÖY	11.995	12.265	15,08	14,93
YAPI KREDİ PORTFÖY	10.396	8.999	13,07	10,95
HSBC PORTFÖY	3.059	7.013	3,85	8,53
VAKIF PORTFÖY	6.058	5.108	7,62	6,22
ZİRAAT PORTFÖY	3.971	4.016	4,99	4,89
TEB PORTFÖY	2.139	3.942	2,69	4,80
HALK PORTFÖY	3.502	3.915	4,40	4,76
ING PORTFÖY	2.884	3.389	3,63	4,12
DİĞER	4.547	3.609	5,72	4,39
TOPLAM	79.533	82.173	100	100

INTERNAL