

BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ (BES) VE FAİZSİZ BES'İN ANALİZİ

Kenan DEDE^a

İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş., Türkiye

Abdurrahman YAZICI^b

Ankara Sosyal Bilimler Üniversitesi, Türkiye

MAKALE BİLGİSİ

Makale Geçmişi:

Başvuru: 11 Şubat 2020

Kabul: 31 Haziran 2020

JEL Sınıflandırma:

G23

G29

E44

O16

Anahtar Kavramlar:

Bireysel Emeklilik Sistemi (BES),
Otomatik Katılım Sistemi (OKS),
Faizsiz BES,
Katılım Sigortacılığı (Tekafül),

ÖZ

Gönüllülük esaslı Bireysel Emeklilik Sistemi (BES) ve zorunluluk esaslı Otomatik Katılım Sistemi (OKS) fonlarının hızla büyümesi ile yeni finansal enstrümanlara olan ihtiyaç artmış ve faizsiz sermaye piyasalarındaki ürünlerin çeşitlilik ve miktar olarak eksikliği nedeniyle alternatif arayışlar ortaya çıkmıştır. Faizsiz BES'in Türkiye'deki BES içindeki yerinin analiz edilmesinin hedeflendiği bu çalışmada öncelikle BES hakkında bilgi verilmiş ve sistemin Türkiye'deki gelişiminden ve yapısından bahsedilmiştir. Çalışma giriş ve sonuç dışında iki ana bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde faizsiz BES'in mevzuatı fonların niteliği ve otomatik katılım sistemine geçiş ele alınmıştır. İkinci bölümde ise faizsiz BES, Türkiye'deki uygulaması çerçevesinde analiz edilmiştir. Bu çerçevede sermaye piyasalarıyla ilişkisi, girişim sermayesi ve gayrimenkul yatırımları, devlet katkısı, kira sertifikalarına ve katılım hesaplarına dayalı BES ile yer yer konunun fıkhi boyutuna değinilmiştir. Çalışma faizsiz BES'in Türkiye ekonomisi ve özellikle de Katılım Finans piyasası için önemli potansiyeller barındırdığını belirterek bu anlamda çeşitli yapısal sorunların çözümüne vurgu yapmaktadır. Özellikle mevcut haliyle büyük ölçüde kira sertifikalarına dayanan faizsiz BES sisteminin girişim sermayesi, gayrimenkul yatırım fonları gibi çeşitli sermaye piyasası enstrümanlarıyla çeşitlendirilmesini önermektedir.

^a **Sorumlu Yazar:** İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş., E-posta: kdede@takasbank.com.tr, : <https://orcid.org/0000-0001-7272-0697>

^b Doç. Dr. Ankara Sosyal Bilimler Üniversitesi, Uluslararası İslam Ekonomisi ve Finansı Uygulama ve Araştırma Merkezi, E-mail: abdurrahman.yazici@asbu.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0001-6653-8098>

Kaynak göster: Dene, K. ve Yazıcı, A. (2020). Bireysel Emeklilik Sistemi (Bes) Ve Faizsiz Bes'in Analizi. *İslam Ekonomisi ve Finansı Dergisi*, 6(1) 25-54

PRIVATE PENSION SYSTEM (PPS) AND ANALYSIS OF INTEREST-FREE PPSKenan DEDE^c*Compliance and Internal Control Department, Turkey*Abdurrahman YAZICI^d*Social Sciences University of Ankara, Turkey***ARTICLE INFO****Article history:**

Received: Feb 11, 2020

Accepted: June 31, 2020

JEL Classification:

G23

G29

E44

O16

Keywords:

Private Pension System (PPS), Auto Participation System (APS), Interest-Free PPS, Islamic Insurance (Takaful), Islamic Capital Markets

ABSTRACT

The need for new financial instruments has increased due to the rapid growth of voluntary based Private Pension System (PPS) and obligatory based Auto Participation System (APS) funds. This study aims to contribute to healthy development of interest free PPS in Turkey's PPS system. It analyses the development and structure of interest free PPS in the line with the Venture Capital and REIF in order to increase the sustainability of this system and its impact on the development of the country. In addition to introduction and conclusion, the study consists of two main sections. The first part of the study examines the interest free PPS, the nature of its' funds and the APS system. The second part of the study analyses the implementation of interest free PPS from different perspectives such as relations with Capital Market products, the role of venture capital and real estate investments, state contribution, sukuk issuances and related fiqh issues etc. The study concludes that interest free PPS has numerous potential and opportunities for Turkish economy if resolved some structural challenges and issues. In that point, the study suggests diversification of PPS instruments with alternative capital market instruments such as venture capital and real investment funds etc.

^c **Corresponding Author:** Compliance and Internal Control Department, Turkey, E-mail: kdede@takasbank.com.tr, <https://orcid.org/0000-0001-7272-0697>

^d Assoc. Professor, Social Sciences University of Ankara, International Center for Islamic Economics and Finance , E-mail: abdurrahman.yazici@asbu.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0001-6653-8098>

To cite this article: Dene, K. and Yazıcı, A. (2020). Private Pension System (Pps) And Analysis of Interest-Free PPS. *Journal of Islamic Economics and Finance*, 6(1), 25-54.

© IZU International Research Center for Islamic Economics and Finance. All rights reserved.

Sigortacılık sistemiyle doğrudan ilişkili olan Bireysel Emeklilik Sistemi (BES) yeni bir yatırım ve tasarruf aracıdır. Katılım Finansının gelişimine paralel olarak Faizsiz BES sektörü de, katılım sigortacılığı prensiplerine uygun şekilde gelişme göstererek faaliyetlerine devam etmektedir. Konunun önemine karşın faizsiz BES sisteminin Türkiye'deki uygulamaları ve yapısına ilişkin akademik çalışmaların yeterli miktarda olmadığı, mevcut çalışmaların da konuyu yeterli düzeyde incelemedikleri anlaşılmaktadır⁵. Faizsiz BES sisteminin Türkiye'deki mevcut uygulamasını katılım sigortacılığı ve Katılım Esaslı Sermaye Piyasaları prensipleri çerçevesinde analiz edilmesi amaçlanmaktadır. Faizsiz BES uygulamalarını analiz ederek sektördeki çeşitli sorunları tespit ederek yatırım portföylerini geliştirme anlamında çeşitli öneriler sunmanın yanında bu çalışma, henüz ülkemizde 15 yıllık bir geçmişi bulunan sistemin sağlıklı yürütmesine katkıda bulunmayı hedeflemektedir⁶.

Sigortacılık, kabul edilen en meşhur taksime göre (i) mal/tazminat/zarar sigortaları ile (ii) hayat sigortacılığı şeklinde iki kısımda incelenir. Mal/tazminat/zarar sigortacılığı, para ile ölçülebilen menfaatlerin güvence altına alınmasıdır. Bu sigorta türü, menkul (taşınır), gayrimenkul (taşınmaz) mal, alacak, hukuki sorumluluk, kayıp ve kaza gibi mal varlığındaki azalma veya yok olma ihtimallerini kapsamaktadır. Hayat sigortacılığı ise, insan hayatı ile ilgili olup para ile ölçülemeyen menfaatlere ilişkin risklerin sigortalanmasıdır. Her türlü hayat sigortası (birikimli hayat sigortası, ferdi kaza sigortası, gelir sigortası vb.) ile hastalık sigortası bu kapsamdadır (Paçacı 2017, 316).

Çalışmamızın konusunu teşkil eden BES'in hayat sigortacılığı kapsamındaki Birikimli Hayat Sigortası (BHS) sisteminin tamamlayıcısı olduğunu söylemek mümkün olduğu gibi Sosyal Güvenlik (SG) uygulamalarının (katılım finansı tabiriyle toplumsal tekafül =tekafül-i

⁵ Bunlar arasında şunlar sayılabilir. Mehmet Altuncuoğlu (2017)'nin "Faizsiz Bireysel Emeklilik Sisteminin İşleyişi: 2008 Sonrası Türkiye Örneği"; İbrahim Paçacı (2017)'nin "Hayat Sigortaları ve Bireysel Emeklilik Sistemi", Coşkun & Altundal (2017)'in, "Türkiye'de Yurtiçi Tasarruf Oranının Artırılmasında Faizsiz Bireysel Emeklilik Sisteminin Rolü" sayılabilir. Ayrıca konuyu İslam hukuku açısından inceleyen Mehmet Odabaşı (2018)'nin "Bireysel Emeklilik Sisteminin İslam Hukuku Açısından Değerlendirilmesi" isimli çalışması önemlidir.

⁶ Dünyadaki BES uygulamalarının ise 1800'lerin sonuna kadar gittiği görülmektedir. Nitekim ilk defa toplumun fakir kesimlerine kaynak yönlendirilmesi temelinde 1881 yılında Prusya şansölyesi Otto Van Bismark tarafından öne sürülmüştür. Dolayısıyla sistem bundan dolayı Bismarkyan Sistemi olarak da adlandırılmıştır (Arslan, Çelik, and Haykır 2019).

içtimâî) bir bileşeni olarak da görmek mümkündür. SG uygulamaları (i) zorunlu devlet güvencesi (kamu emeklilik planı), (ii) tamamlayıcı mesleki emeklilik uygulamaları (TCBM, İş Bankasının çalışanlarına sunduğu emeklilik sandıkları gibi) ve (iii) özel sigortalar ve özel emeklilik planları şeklinde üç basamaktan oluşmaktadır (Altuncuoğlu, 2017). BES'in bunlardan tamamlayıcı nitelikte özel bir sigorta türü olarak nitelendirilmesi daha uygundur. Nitekim BES Kanunu da bu çerçevede BES'i, bireylerin emekliliğe yönelik tasarruflarının yatırıma yönlendirilmesi ile emeklilik döneminde ek bir gelir sağlanarak refah düzeylerinin yükseltilmesi, ekonomiye uzun vadeli kaynak oluşturularak istihdamın yoluyla istikrar ve kalkınmaya katkıda bulunulmasını sağlayan düzenlemesi (BETYS 2001, mad. 1) olarak tanımlamaktadır. Her ne kadar sonuçları ve ülkemizde uygulanış amaçları sebebiyle bir tür tasarruf ve yatırım modeli olarak görülse de (Odabaşı 2018) sosyal güvenliğin bir parçası olma niteliğinden dolayı sigorta türü olarak öne çıkmaktadır.

BİREYSEL EMEKLİLİK SİSTEMİ (BES) VE AMAÇLARI

BES, kişilerin aktif çalışma yaşamları boyunca yaptıkları tasarrufları uzun vadeli yatırıma yönlendirerek emeklilik dönemlerinde, yaşam standartlarını koruyabilecekleri bir gelir elde etmelerine imkân sağlayan özel bir emeklilik sistemidir (BETYS 2001). BES, bir bütün olarak ekonomiye özellikle de çalışanlara, işverenlere, serbest meslek sahiplerine, sermaye piyasası ve sigorta sektörüne çeşitli açılardan fayda sağlamaktadır. BES'de kişinin kendi tasarruf ettiği tutarların yönetim kontrolü tamamen kendisine ait olup, ne kadar çok tasarruf yaparsa, birikim tutarı da oransal olarak o kadar artar. Bu nedenle tasarrufların yönlendirildiği fonların yönetimi özel portföy yönetim şirketleri tarafından yapılmakta ve kişi kendi yatırımlarını dilediği gibi yönetebilmektedir.

BES'in teşvik edilmesiyle özellikle halkın tasarrufa yönlendirilmesi amaçlanmaktadır. Gelişmiş ülkelerde tasarruf oranları %33'lerde iken, TÜİK verilerine göre hane halkları tasarruf oranı Türkiye'de maalesef %15'ler seviyesindedir (TÜİK 2019)⁷. Bu noktada bireylerin BES'e

⁷ Resmi kayıtlardaki %15'lik tasarruf oranına ilişkin birkaç noktayı belirtmek gerekir. Halkın genellikle tasarruflarını ev, arsa veya fiziki altın şeklinde yaptığı düşünüldüğünde bu yatırımların resmi olarak hesaplanan %15'lik tasarruf oranına katılmadığından yapılan tasarrufun hesaplanan tasarruf oranından daha yüksek olduğu söylenebilir. Bu oranın hesaplamasında daha sağlıklı sonuçlara ulaşmak için bu kalemlerin de bu tasarruf oranına katılması sağlanarak yeni bir oran hesaplanabilecektir. Her ne kadar yeni oranla

katılım yoluyla tasarrufa teşvik edilmesi önemli olmakla birlikte bu teşvikin ilerleyen yıllarda devlet bütçesine büyük yük oluşturması da kaçınılmazdır. Devlet tarafından yapılan bu teşvik oranı kademeli olarak azaltıldığında BES sisteminin gelir üretme cazibesinin arttırılabilmesi ve giderlerin kısılabilmesi için ek çalışmalar yapılabilir. Bu çalışmalardan en önemlisi olarak da gelir üretme noktasında gayrimenkul ve girişim sermayesi yatırım fonları gibi fonlara duyulan ihtiyaç belirtilebilir. Tasarruf yapmayan ya da az miktarda tasarruf yapan hane halkı cüzi miktarlarda da olsa teşvik sayesinde tasarruf miktarını arttırmıştır. Halkın geçim sıkıntısı çekmesi, dar gelirli olması da tasarrufu sınırlayan etmenlerin başında gelmektedir. Dolayısıyla BES ve OKS tabana daha çok hitap ettiği için, alt gelir grubu için sunulmuş çok iyi bir tasarruf teşvik sistemidir. Bu sistemdeki kaynaklar sermaye piyasalarında doğru ve planlı yönlendirildiğinde ülke ekonomisi daha çok gelişecektir. Zira tasarrufların bireysel olarak arsa veya ev olarak yapılması düzensizliği ve verimsizliği beraberinde getirebilmektedir. Ayrıca küçük tasarruflarla büyük yatırımlar yapmak imkânsız olduğundan BES yöntemiyle daha büyük ve kârlı alanlara yönlendirilebilecektir.

BES'le amaçlanan bir başka hedefin de hükümetin derinlikli, uzun vadeli ve daha uygun oranlarla borçlanabileceği bir piyasaya kavuşabilmesi olduğu görülmektedir (BETYS 2001, md. 1). 2019 yılı Aralık ayı itibarıyla, 121 milyar TL'lik BES fonlarının (BES, OKS ve Devlet katkısı tutarları dâhil) ortalama %50-60'ı kamu borçlanma araçlarına gitmekte olup bu da 60-70 milyar TL gibi bir rakama tekabül etmektedir⁸. Özel sektör firmaları, tahvil-bono veya kira sertifikası ihraç edilirken baz oran olarak alınan devletin gösterge tahvil oranının düşük olması da, özel sektörün borçlanma maliyetlerini aşağı çekecektir (Dede 2017). Özel sektörde borçlanma oranları düşünce, azalan finansman maliyetleriyle reel sektörün iş yapma olanağı daha çok artar. Böylece hem reel sektör hem finansal sektör canlanacağından kaynaklı varlık transferinin önüne geçilir ve eşitsizliğin de azalmasına yardımcı olur. Ayrıca fon performansını yükseltmek isteyen fon yöneticileri özel sektör borçlanma araçlarına

hesaplanarak bu miktar %25'lere kadar çıkabilse de olması gerekenin çok çok altında kabul edilmektedir (Dede 2017, 240; Coşkun and Altundal 2017, 262).

⁸ Devletin yıllık %1 daha düşük bir oran ile borçlanması, devletin finansman yükünü azaltacaktır. Devletin 2018 yılındaki yurtiçi TL borç stoku yaklaşık 600 milyar TL, yıllık bu borçlanmadan oluşan finansman gideri yaklaşık 50-60 milyar TL'dir. 2016, 2017 yılında düşük faiz ile borçlanıp 2018 yılında yüksek faiz ile borçlanılmıştır. Her yıl %1'lik daha düşük oran ile borçlanma, devlete yaklaşık altı milyar TL'lik finansman giderinden tasarruf etme imkânına yol açacaktır.

yatırım yapabilecek ve şirketlerin daha uygun oranlarla borçlanmasına katkı sağlayabileceklerdir. Maliyetlerin azalması mal fiyatlarının azalmasına neden olacak, bu da enflasyonun dolayısıyla faizin aşağı yöne gitmesi için bir baskı unsuru oluşturacaktır. Şen & Memiş (2001)'in de belirttiği gibi kanaatimizce de sistemin farklı açılardan katkı sunması önemli ve tabii bir durum olsa da öncelikli hedef sosyal güvenliği sağlamak olup bireylerin tasarruflarının ekonomiye kazandırılması ve uzun vadeli istihdamın artırılması ve ekonomik kalkınmaya katkı gibi unsurların bulunması ikincil bir amaç olmalıdır.

Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi (BETYS) Kanunu

BETYS Kanununun 2001 yılında çıkarılması ve 2003 tarihinde ilk emeklilik planlarının tasdiki ile emeklilik şirketleri kurularak faaliyete başlamıştır. Bu kanunla düşük seviyedeki bireysel tasarrufların artırılması, bireylere emeklilik döneminde ek gelir sağlanarak refah düzeylerinin yükseltilmesi, toplanan uzun vadeli fonları yatırıma yönlendirerek ekonomiye uzun vadeli kaynak oluşturulması ve ekonomik gelişmenin sağlanması hedeflenmiştir (BETYS 2001, mad. 1; Altuncuoğlu 2017). BES, Hazine ve Maliye Bakanlığı, SPK, Emeklilik Gözetim Merkezi (EGM), Takasbank, Bireysel Emeklilik Danışma Kurulu ve Bireysel Emeklilik Aracıları ve bağımsız denetim şirketleri gibi çeşitli kamu ve özel kurum ve kuruluşların denetim, gözetim ve kontrolü altındadır. Emeklilik şirketlerinin kuruluş ve faaliyet başvurularını denetleyen kurum olan Hazine ve Maliye Bakanlığında izin almış kuruluşlar, emeklilik şirketi kurarak fon toplayıp, bu fonları Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'dan fon yönetimi izni almış portföy yönetimi şirketlerine yönetme hakkına sahiptir.

Fonların Niteliği

Emeklilik şirketleri tarafından risk düzeyi farklı fonlar oluşturulmaktadır. Bu fonlar portföy yönetim şirketleri üzerinden para ve sermaye piyasası araçları içeren bu fonlarda değerlendirilmektedir. Emeklilik şirketleri Hazine ve Maliye Bakanlığı; portföy yönetim şirketleri ve yatırım fonları ise SPK tarafından denetlenmektedir. Ayrıca emeklilik şirketi varlıkları ile emeklilik yatırım fonu varlıkları ve yatırım fonları malvarlığı ile portföy yönetim şirketi malvarlıkları tamamen ayrıdır ve fon varlıkları Takasbank kontrolünde saklanmaktadır. BETYS Kanunu uyarınca fon malvarlığı rehin edilemez, portföye ilişkin olarak yapılan işlemler haricinde teminat

gösterilemez, üçüncü şahıslar tarafından haczettirilemez ve iflas masasına dâhil edilemez. Bu yapı portföy yönetim şirketleri ve yatırım fonları arasında da korunmuştur (BETYS 2001, mad. 18)⁹. Portföy yönetim şirketlerinin yönettiği fonlar BES fonları gibi rehin edilemez, iflas masasına konulamaz ve teminat olarak gösterilemez. Böylelikle emeklilik şirketleri veya portföy yönetim şirketleri kendi faaliyet zararları veya işlemleri kapsamında oluşan borçlar veya zararlar için müşterilerin varlıkları olan emeklilik fonları veya yatırım fonlarına hiçbir şekilde dokunamaz ve rehin edemezler. Bu fonlara ancak fon yatırımcısı müşterilerin şahsi alacaklıları başvurabilir. Bu sayede güvenli bir özel emeklilik sistemi oluşturulmaya çalışılmış, %25'lik devlet katkısı ile de sistem teşvik edilerek vatandaşların sisteme çekilmesi amaçlanmıştır (Dede 2017; EGM 2019).

Toplam asgari ücretin azami %25'i kadarı bir yıl içinde katılımcılara devlet katkısı niteliğinde teşvik verilmektedir. Örneğin yıllık asgari ücret gelirin 20.000 TL olduğu düşünülürse, devlet azami 5.000 TL katkı verecektir. Sistemde uzun süre kalanlar bu katkının tamamını alabilecektir¹⁰. Bu da portföy yöneticilerinin fon varlıklarını daha uzun vadeli yatırımlara yönlendirebilmesi imkânını ortaya çıkarmaktadır.

Otomatik Katılım Sistemine (OKS) Geçiş

OKS, kamu sektöründe ve özel sektörde istihdam edilen 45 yaş altı tüm çalışanların otomatik olarak gönüllü BES'ten ayrı olarak BES'e dahil edilen bir emeklilik ve tasarruf programıdır. 2017 tarihi ile başlayan OKS, çalışanlara ikinci bir emeklilik maaşı sağlama yanında, ekonomiye uzun vadeli kaynak yaratma, istihdamı artırma, kalkınmaya katkıda bulunma gibi amaçları da taşımaktadır (EGM 2018, 116). Yukarıda işaret edildiği üzere BES öncelikle gönüllü katılım esaslı kurulmuş, sonrasında teşviklerle tasarrufların ciddi boyutlara ulaşması ve sistemin başarıyla yakalamasından dolayı, sisteme katılımı ileride sistemden çıkma hakkını

⁹ Ek fıkra: 3/6/2007-5684/41 md.

¹⁰ Sistemde en az on yıl kalan ve 56 yaşını dolduran bireyler bu katkının tamamını alabilmekteyken, sistemde on yıl kalıp 56 yaşını dolduramayan kişiler, sistemden çıkmak istediklerinde devlet katkısının ancak %60'ına hak kazanırlar. Sistemde on yıldan az kalan ve 56 yaşını doldurmadan çıkanlar, kademeli olarak belli oranlarda - %100, %60 (10 yıl), %35 (5 yıl), %15 (3 yıl) - kaldığı süreye göre devlet katkısını almaya hak kazanır (Dede 2017, 233). Ayrıca mevzuatta belirlenen kriterlere göre elde edilen getiriler üzerinden alınan stopaj oranları da farklılaşmaktadır. Örneğin, tamamen emekli olanlardan alınacak stopaj oranı %15'lerden %5'lere düşmektedir (EGM 2019; Resmi Gazete 2012).

içercek şekilde “zorunlu BES” niteliğindeki OKS’nin oluşturulmasına gidilmiştir.

Yürürlükteki BES’lerden farklı olarak takip edilecek bu sistemde, çalışanlar dilerse mevcut BES’lerin yanında ikinci bir BES yaptırabilirler veya iki ay içinde OKS’lerini (zorunlu BES) iptal ettirebilirler. Sisteme katılımın kademeli olarak yürürlüğe girdiği bu yapı ile hem konvansiyonel hem de faizsiz emeklilik fonlarının daha fazla büyüklüğe ulaşmasını sağlayarak finansal piyasaların derinleşmesine katkı sunması planlanmıştır. Zira OKS ile sisteme daha çok vatandaşın çekilmesi daha fazla tasarrufun sağlanması bir nevi devlet eli ile zorunlu kılınmaktadır. Ancak şirketlerin çalışan sayısına göre kademeli olarak sisteme girdiği ve girişlerin çoğunlukla 2018 yılında tamamlandığı veriler dikkate alındığında, sisteminden çıkış oranının %60’ların üzerinde olduğu görülmektedir. Buradan hareketle istenen başarının yakalanmadığını söylemek de mümkündür. Ekonomik olarak zor şartların olduğu döneme denk gelmesiyle tasarrufun zorunlu olması ve bireylerin tasarruf edememeleri gibi etkenler çıkış oranını yükseltmiştir. Ayrıca bu sistemde faizsiz emeklilik fonlarını tercih edenlerinin oranı %60’ın üzerindedir. Yani sisteme giren her 10 kişiden altısı faizsiz sisteme dayalı fonları tercih etmiştir (EGM 2018, 122). Bu veri de vatandaşların faizsiz sisteme olan duyarlılığını göstermekte ve bu sistemin daha çok tabana yayılması için mevcut katılım bankacılığına ilave yeni ve köklü düzenleme ve değişiklikler yapılması gerektiğini göstermektedir.

FAİZSİZ BES’İN ANALİZİ

Faizsiz BES ve Sermaye Piyasaları

BES’e yatırılan katkı payları katılımcıların tercihine uygun emeklilik yatırım fonlarında değerlendirilmektedir. Bu fonlar; kira sertifikası (sukuk) vb. faizsiz borçlanma araçları, kıymetli madenleri içeren sermaye piyasası araçları, katılım endeksine ve katılım finans prensiplerine uygun hisse senetleri, faizsiz menkul kıymet yatırım fonları (girişim sermayesi yatırım fonu, gayrimenkul yatırım fonu vb.) gibi finansal varlıkları içermektedir (EGM 2018, 75). Tercih edilen fon varlıklarının kazanç ya da kayıpları katılımcıların birikimlerini belirlemektedir. Örneğin, hisse senedi ağırlıklı bir emeklilik yatırım fonuna yatırım yapılması ve borsanın değer kazanması ya da kaybetmesi durumunda, katılımcıların fonları da portföylerinde yer alan hisse senetlerine bağlı olarak değer kazanacak ya da kaybedebilecektir. Bu da katılımcıların birikimlerine yansyarak daha

çok ya da az kazanç elde etmesine yol açacaktır. Ancak riskleri belirleme katılımcıların elindedir. Güvenli yatırım için daha az getiriye razı olup, az risk içeren fonlara ağırlık verebilir veya fazla risk alarak fazla getiri sağlama ihtimali olan fonları seçebilirler. Ayrıca katılımcılar fon dağılım değişikliği hakkını kullanarak fonları değiştirebilirler.

Faiz hassasiyeti olan katılımcılar için BES'te faiz içermeyen enstrümanlara yatırım yapma imkânının olduğu belirtilerek İslami finans kurallarına ve katılım finans prensiplerine uygun fonlar sunduğu ifade edilmiştir. Emeklilik Gözetim Merkezi (EGM), bu konuda “ilgili emeklilik şirketinin danışma kurulu onayından geçmiş, alım satımının İslam dinine göre caiz olduğuna karar verilmiş, faizsiz ve katılım finans ilkelerine uygun olduğu konusunda görüş alınmış enstrümanlara yatırım yapmaktadır.” (EGM 2018, 74) ifadelerini kullanmaktadır. Fakat, piyasadaki emeklilik fonlarına bakıldığında çok az sayıda faizsiz temelli emeklilik şirketi olmasına karşın (18 şirketten bir şirket katılım finans esaslarına göre kurulmuştur), faizsiz emeklilik fonlarının çok büyük kısmının konvansiyonel emeklilik firmaları tarafından kurulduğu ve toplanan fonların %95'inden fazlasının da faizli esaslara göre kurulan portföy yönetim şirketleri tarafından yönetildiği görülür. Bir başka ifadeyle sermaye piyasası ürünleri hem faizli hem faizsiz ürünler bazında aynı çatı altında işletilmekte ve yönetilmektedir. Bu yapı gerektiği şekilde denetlenmez ve uygun şekilde yönetilmezse sistemde istikrarsızlık meydana getireceği gibi güven kaybına da sebep olacağı açıktır. Bazı durumlar sistemin fon portföyünde katılım finansı ilkelerine aykırı işlemlerin yapılmasına sebebiyet vermektedir. Bunun için faizsiz işlemlerin danışma kurulunun varlığıyla ve danışma kurulunca fon portföyünden yapılan işlemlerin düzenli olarak kontrolüyle fonların aynı çatı altından yönetilmesi gerekmektedir. Piyasanın standardize edilmesi adına katılım finansı kriterleri konularak düzenli şekilde fonlar kontrol edilmelidir (Dede 2017, 234)¹¹.

¹¹ İslami finans merkezi denilince ilk akla gelen merkezlerin başında Londra gelmektedir ki, bu işlemlerin orada tamamen profesyonel ve belli kurallara bağlı olarak yapılmasından kaynaklanmaktadır. Buna ilave olarak faizsiz yatırım fonları piyasasında da yine bir Avrupa ülkesi olan Lüksemburg başı çekmektedir. Dolayısıyla bu alanın hem konvansiyonel hem de faizsiz finans tarafında yapılması sistemin gelişmesi ve tabana yayılması açısından iyi olsa da, işlemlerin ve sistemin standardize edilmesi olmazsa olmaz bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Zira gayrimüslimlerin çoğunlukta bulunduğu ve faiz hassasiyetinin bulunmadığı ülkelerde işlemlerin faizsiz finans kriterlerine uygun ve standart bir şekilde yapılması neticesinde faizsiz fonlar veya faizsiz bankacılık oldukça yaygın ve gelişmiş konuma gelmiştir.

Faizsiz BES ile ilgili bir diğer sorun da faizsiz emeklilik yatırım fonlarının portföy dağılımlarına bakıldığında yüzde %63'ünü, faizsiz devlet katkısı fonlarının portföyünün % 96'sını kira sertifikalarının oluşturduğu görülür (EGM 2018, 81, 100). Mevcut piyasa verileri ışığında BES piyasası incelendiğinde, Tablo-1 ve Şekil-1'de de görüleceği üzere, devlet teşviki sayesinde emeklilik yatırım fonlarının hem faizsiz hem de konvansiyonel tarafta büyük bir büyüme kat ettiği söylenebilir. Emeklilik sisteminin yapısı gereği uzun vadeli fonlar uzun vadeli kaynak olarak değerlendirilebilmektedir. Sistemin uzun vadeyi teşvik etmesiyle sermaye piyasalarına hem istikrar hem de derinlik kazandırabilir. Ancak bu fonların yatırım yapabileceği, potansiyel gelişme gösterebileceği alanların çok ve çeşitli olması önem arz etmektedir. Katılım Finansı açısından bu fonlar katılım finansın özüne daha uygun müşareke ve mudarabe gibi yatırım amaçlı ürünlerde kullanılabilir. Getirileri makul ve istikrarlı olduğu müddetçe müşterilerin emekliliğe kadar çıkması düşük bir ihtimaldir. Zaten katılım finans yatırım alanlarının kısıtlı olması ve topladıkları fonların belli bir büyüklüğe ulaşmasından sonra ister istemez hisse senetleri ve kira sertifikalarından başka alternatif yatırım araçları aramak durumunda kalınacaktır. Katılım finans ilkelerine uygun yatırım yapabilecek hisse senedi adedi hem sınırlı hem de bu hisse senetlerinin toplam piyasa değeri ve işlem hacimleri yeteri kadar büyük ve derin değildir. Çok hızlı bir şekilde büyüyen BES fonlarının bu alanlara yatırım yaparak talebi arttırması hisse senetlerinin değerinden yüksek fiyatlamasına neden olabilir. Dolayısıyla getirisi de düşük olacağından BES fonlarının getirisine olumsuz yansiyabilir. Katılım finansın asli ürünlerinin sermaye piyasalarındaki karşılığı olan girişim sermayesi veya gayrimenkul yatırım fonları gibi alanlara yönelme hem sistem açısından hem de ülke menfaati açısından fayda getirecektir. Dahası emeklilik sistemine çok farklı bir yenilik getirerek sistemi sabit getiri darboğazından kurtararak rahatlatılabilir. Ayrıca girişim sermayesi yatırımları kısmında, fonların sağlıklı yönetilmesi de çok daha önemlidir. Zaten yatırımcılar yani emeklilik fonu müşterileri sistemde çok uzun süre kalacaklarını düşünecekleri için uzun vadede para kaybettikleri durumda, sistemden veya bu tür emeklilik fonlarından çıkacaklardır. Vade ve kaynak sıkıntısı olmadan bu tür ticari işlemlere nitelikleri yüksek, işin ehli, güvenilir personel ile girilirse girişimlerde başarılı olma olasılığı artar. Yeter ki makul seviyede kâr üretebilen işlemler ve yatırımlar yapılabilin. Ülkemizin geçmişte oluşturduğu ve olumsuzluğunu yaşadığı birikimli hayat sigortacılığı da bunun kanıtı olarak gösterilebilir (Dede 2017, 235).

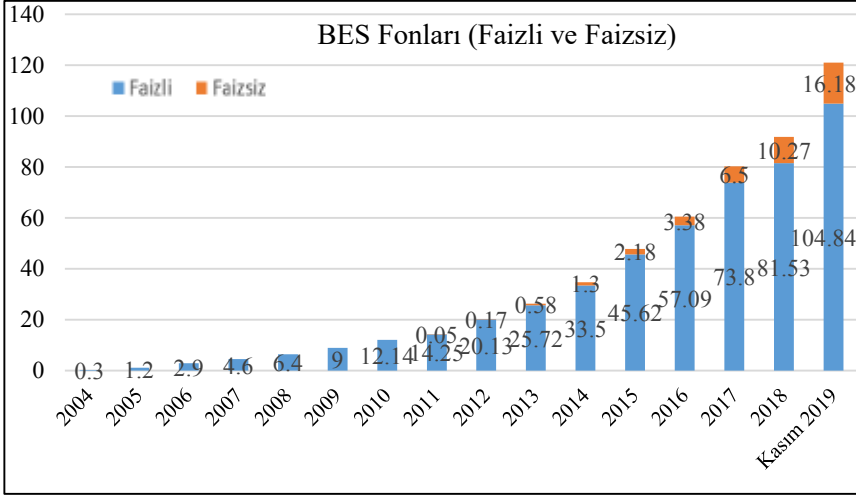
BES sisteminin bu kadar hızlı büyümesinin ana nedeni %25 devlet katkısı sebebiyle müşterilerin bu alana daha fazla yönelmesidir. Fon getirileriyle de sisteme katılım arttırılarak daha cazip hale getirilebilir. Katılım finans ve faizsiz sermaye piyasaları açısından ise BES fonları daha çok büyüdükçe daha fazla ve çeşitli sayıda finansal araçlara ihtiyaç duyulacaktır. Bu darboğazın önüne geçebilmek adına girişim sermayesi ve gayrimenkul yatırım fonu işlemlerine yönelerek, ilerde karşılaşılabilecek sıkıntıların şimdiden önüne geçilmiş olur. Banka bünyesinde müşareke veya mudarebe yapılarak fona yansıtılması katılma hesapları ile mümkün olsa da bu oran çok sınırlı kalacaktır. Ayrıca bu işlemlerin katılım bankası bünyesinde yapılmasının teknik olarak zorluğu nedeniyle (sermaye yeterlilik rasyosunu çok daha fazla etkilemesi, katılım hesapları vadesi vs), bu ürünlerin sermaye piyasası ürünü olarak karşılığı olan girişim sermayesi ve gayrimenkul yatırım fonları ile bu sorunun önüne geçilebilir ve katılım bankacığı da kendi özü olan işlemleri yapmış olur.

Tablo 1. BES ve OKS Fon Büyüklüğü – Kasım - 2019

	Tür	Toplam (Milyon)	
BES	Faizsiz	10.021	113.146
	Faizli	86.647	
	Devlet Katkısı	16.478	
OKS	Faizsiz	4.978	7.875
	Faizli	2.897	
	Genel Toplam		121.021

Emeklilik yatırım fonlarının büyüklüğü şekil-1’de görüleceği üzere özellikle son yıllarda yüksek tutarlı portföy rakamlarıyla kıyaslandığında dahi hızlı büyümesini devam ettirmesi tasarruf anlamında olumludur. Kanaatimizce bu sistemin sermaye piyasalarına katkı sağlaması ve ileride girişim sermayesi yatırım fonları gibi alanlara da katkı sunması olumlu neticelere yol açabilecektir.

Şekil 1. BES ve OKS Fon Büyüklüğü



Kaynak: SPK

BES ve Girişim Sermayesi - Gayrimenkul Yatırımları

BES uzun vadeli tasarruflar üzerine kurulduğundan bu kaynakların girişim sermayesi ve gayrimenkul yatırımları gibi üretimi ve yatırımı arttırmaya yönelik alanlarda kullanılması uzun vadede kalkınmayı olumlu etkileyecektir. Girişim sermayesi üzerinde yapılacak yatırımlar ticareti, dolayısıyla üretimi ve istihdamı arttıracaktır. Dolayısıyla piyasaların Katılım Finansının özüne de daha uygun çok yeni ürünlere kavuşabilmesinin önü açılmış olacaktır. SPK (2013b)'nın ilgili tebliğleriyle mevzuata kavuşan gayrimenkul yatırım fonları ve girişim sermayesi yatırım fonlarının oluşturulması BES ve OKS fonları ile daha kolay hale gelmiştir. Zira girişim sermayesi ve gayrimenkul yatırım fon türleri uzun vadeli yatırım isteyen, paranın kısa vadede geri çekilmemesini gerektiren, getiri garantisi vermeyen, riskin dağıtılabileceği bir yapıya sahiptir. Fakat BES fonlarının bu sisteme aktarılmasında önce fonları yöneten firmaların iyi denetlenmesi ve riskin tamamen yatırımcılara yüklenmemesi gibi sorunların çözülmesi önem arz etmektedir.

GSYF altında yatırım yapılarak kurulan firmaların gelecek vaad etmesi, şirket yöneticilerinin bu şirketlere sahip çıkarak yönetmesi, işlerin ehline verilmesi ve bu tür firmalarda savurganlığın önüne geçecek yapıların kurulması önem arz etmektedir. Ayrıca bu alanlara yatırım yapan BES fonlarını zarara uğratabileceğinden BES'in bütününe zarar vermesi muhtemeldir. Aynı durum GYF için de geçerlidir. Fon kurucularının

ederinden fazla değer biçilmiş gayrimenkulleri fon portföyüne dâhil etmemeleri, gayrimenkullerin rayicinde kiraya verilmesi veya projelerin zamanında tamamlanıp, gayrimenkullerin değerinde satılması gerekmektedir. Zira kontrolünün zor ve göreceli işlemlerin varlığı sebebiyle sistemin suiistimale açık olma durumu söz konusudur (Dede 2017, 236–37). GSYF'daki kaybetme riskini en aza indirmek amacıyla ilk etapta fon portföylerine özel sermaye (private equity) yatırımlarının eklenmesi, fondaki olası kayıp risklerinin büyük olasılıkla önüne geçecektir. Girişim sermayesi yatırımları; mevcutta işleyen bir teşebbüse yapılan yatırımlardır. Burada yatırımcı makro riskler haricinde riskleri öngörebilmekte ve firmanın gelir ve giderini hesaplayarak stratejik projeksiyonunu çıkarabilmektedir. Finansal teknoloji yatırımları bu tür yatırımlara örnek olarak gösterilebilir. Bu tarz yatırımlar kuluçka evresinden geçip belli bir aşamaya getirilen projeler piyasaya sürülür ve piyasada varlığını sürdürerek faal bir şirket haline gelir¹².

Gelişmekte olan ülkelerde bu tür girişim sermayesi yatırımlarının karşılığını almak gelişmiş ülkelere nazaran zordur. Ayrıca bu tür yatırımların %10'undan azının başarılı olma olasılığı, yatırımcı çekmeyi zorlaştırma yanında faiz oranlarının çok yüksek olduğu, 3-4 yıl içinde anaparanın risksiz faiz oranı ile geri alınabileceği bir ortamda bu tür yatırımlara girişmek maalesef zordur. Dolayısıyla riski yüksek girişim sermayesi (venture capital) yatırımların öncelikle özel sermaye (private equity) yatırımlarında başarı sağlayan portföy yönetim şirketleri tarafından yapılmasına izin verilmeli ve tüm girişim sermayesi yatırımlarında başarılı olan portföy yönetim şirketlerinin bu alandaki işlemleri daha çok kolaylaştırılmalıdır. Nitekim bu tür yatırımlar gerçek manada bir girişim sermayesi yatırımı olup özel sermaye (private equity) yatırımlarından tamamen farklılaşmaktadır.

¹² Amazon, Google gibi yatırımlar bu tür girişim sermayesi yatırımlarına örnek gösterilebilir. Bu tür yatırımlarının çoğu Amerika'da başta Silikon Vadisi olmak üzere çeşitli üniversitelerde veya yatırım merkezlerinde kurulmuş teknoloji üstlerinden çıkmaktadır. Türkiye'de ise İstanbul Teknik Üniversite'sinde Arıkent'te kurulmuş bir kuluçka merkezi bulunmakta olup diğer üniversiteler de bu yapıya benzer tesisler kurmaya başlamışlardır. Buradan çıkan yatırımlar başta Amerika olmak üzere yurtdışına gitmeden Türkiye'de geliştirilip, Türkiye'den çıkarılması ülke menfaati açısından çok daha büyük önem taşımaktadır. Ancak yatırımcı bulma sorunu, Amerika'dan çıkan bir girişim şirketinin doğrudan dünyaya hitap edebilecek rol alabilmesi, Türkiye'de ise bölgesel kalınmasından ve yatırımcının (kaynak) zor çekilmesi gibi nedenlerden dolayı bu tür yatırımlar gelişmiş ülkelere gitmektedir.

BES, Teşvikler ve Devlet Katkısı

BES için devletin yaptığı en önemli teşvik vergi uygulamaları ile sağlanan teşvikler olup bunlar da üç gruba ayrılır: (i) Katkı payı, (ii) Katkı paylarının yatırıma yönlendirilerek fon getirilerinin kurumlar vergisinden istisnası (iii) Katılımcıların sistemden ayrılmalari döneminde uygulanan teşvikler (Büyükkara and Balci 2014, 5-7). Devlet katkısı, işverenler tarafından ödenenler hariç katılımcı adına bireysel emeklilik sözleşmesine ödenen katkı paylarının %25'i oranında devlet tarafından ödenen tutardır. Hak kazanım, sözleşmenin sistemde geçirdiği süreye göre belirlenmekte olup katkı hesaplaması Emeklilik Gözetim Merkezi (EGM) tarafından yapılmaktadır (EGM 2018, 65). BES fonlarının getirilerine bakıldığında, devlet katkısı olmadan kar elde etmek ve tasarruf yapılamayacağı aşikârdır. Zira hem emeklilik şirketlerinin hem de fon yönetiminden kaynaklı ücretlerden dolayı getiriler iyice düşmektedir. Katılımcıların sisteme aktardığı fonların kazançlarından devletin kaynaktan kestiği stopaj indirimi (yılına göre stopaj oranı %15'lerden %5'lere düşmektedir) bile devlet katkı payı olmadan bu sisteme girme noktasında anlam ifade etmeyeceği ve avantaj sağlamayacağı açıktır. BES ürünü satımında emeklilik şirketi, portföy yönetim şirketi, dağıtım kanalı (banka-acente) gibi şirketlerin fazla olması nedeniyle kesintiler az yapılırsa bile toplamda yüklü miktarda olmaktadır¹³. Bu durum sistemin yapısal probleminden kaynaklanmakta olup sistem de performans odaklı çalışmamaktadır. Ayrıca hemen hemen her bankanın kendi emeklilik şirketi, aracı kurumu ve portföy yönetim şirketi olması nedeniyle, toplanan her emeklilik fonunun gideceği portföy yönetim şirketi sorgusuz sualsiz belli olmaktadır. Bir banka, fonların performansı iyi olsun kötü olsun, toplanan fonları kendi iştiraki dışındaki portföy yönetimi şirketine yönettirmesi çok zordur. Bu durum da fonların kötü performans sergileme nedenlerinden biri olabilmektedir. Sonuç olarak ücretlendirme performansa bağlı yapılabilir veya üçlü yapı yerine portföy yönetim şirketi/emeklilik şirketi ile banka gibi ikili yapıyla sistemin maliyetleri azaltılabilir (Dede 2017, 237).

2018 yılında Hazine Müsteşarlığının (yeni adı ile Hazine ve Maliye Bakanlığı) alıp sonrasında uygulamaya geçen bir kararla, her emeklilik şirketi, BES ve OKS sisteminde topladığı fonların en fazla %40'ını sadece bir portföy yönetim şirketine verebilecektir. Bu da emeklilik şirketinin en az üç portföy yönetimi şirketi ile çalışarak fon performanslarına daha fazla

¹³ Mevzuatta tanımlanan kesinti türleri temelinde (i) giriş aidatı, (ii) yönetim gider kesintisi ve (iii) fon işletim gider kesintileri şeklindedir (EGM 2018, 48).

dikkat edeceğini göstermektedir. 2017 yılında yürürlüğe giren “Otomatik Katılım Sistemi (OKS)” ile bazı yasal tedbirlerle, BES’te oluşan fon yönetim ücreti, sisteme giriş ücreti, emeklilik şirketine katkı ücreti gibi bazı yüksek maliyetlerin önüne geçilerek sistemdeki katılımcıların daha çok korunması sağlanmıştır. İlk etapta emeklilik şirketlerinin karlılık noktasında aleyhine görünse de OKS sisteminin zamanla büyümesi ile ilerleyen yıllarda bu yapı hem portföy yönetim şirketleri hem de emeklilik şirketleri için karlı hale gelebilecektir.

Kira Sertifikaları ve Katılım Hesaplarına Dayalı BES

Katılım hesapları banka faiz getirilerinin gerisinde kaldığı için, getiri bakımından piyasayı yakından takip edebilen kira sertifikalarına yatırım yapılması kârlı ve efektif görülmektedir¹⁴. Katılım bankalarındaki katılma hesaplarının azalmaması, operasyonel iş yükü ve halka arz süresinin fazlalığı nedeniyle kira sertifikaları (halka satılmayarak) nitelikli yatırımcılara satılmaktadır. Dolayısıyla faize duyarlı kesim tasarruflarını daha düşük oranlarla katılma hesaplarında değerlendirmek zorunda

¹⁴ Kira sertifikaları ve katılma hesapları üzerine kurulan bir emeklilik yatırım fonu için gelir ve giderleri hesaplandığında, örneğin kişinin yıllık 24.000 lirasını emeklilik sistemine aktardığını düşünürsek, %25 devlet katkısı ile 6.000 TL net bir kazanç elde edecektir. Kira sertifikaları ve katılma hesaplarının yıllık getirisinin %20 olduğu düşünüldüğünde (2018 yılı için ortalama getiri oranı %20 idi), tahmini 2.400 TL anapara getiri elde edilecektir. Aylık 2.000 TL ödeme olduğunda, her ay yatırılan anaparamın getiri olacaktır, son ay yatırılan katkının yıllık değil aylık getiri olacaktır, aynı şekilde altıncı ay yatırılan paranın getiri altı aylık olacaktır. Ancak emeklilik şirketinin aylık yatırılan katkıdan (2.000 TL) almış olduğu ortalama %2’lik emeklilik şirketi payı kesintisi (dağıtıcı banka/kuruluş ile paylaşılabilir), portföy yönetim şirketi ile emeklilik şirketinin paylaşmış olduğu ortalama %2’lik fon yönetim ücreti kesintisi ve fon giderlerinin fona yansıtılması nedeniyle kira sertifikası ve/veya katılma hesaplarından elde edilecek getiri %20’den %16’nın daha aşağısına düşebilmektedir. Devlet katkısı olmasa, bireyin bu tasarruflardan sağlayacağı getiri yıllık %16’dan daha az olacaktır. Müşterinin kendisi bu parayı yatırıma yönlendirdiğinde alabileceği yıllık getiri ortalama %20 olabilecektir, yani daha kârlı görülmektedir (Dede 2017, 238). Bu taslak hesaplamadaki %2’lik emeklilik şirketinin yönetim gider kesintisi, 2016 yılında yürürlüğe giren yönetmelikle tamamen farklı bir hal almıştır ve yıllık kesinti oranı asgari ücretin %8,5’ini geçmeyecek şekilde tasarlanmış ve 5 yıldan sonra yönetim gider kesintisi altında kesilen bu ücretler beşinci yılın sonunda katılımcıya kademeli olarak iade edilecektir. Bu yöntem ile katılımcının sistemde kalması teşvik edilmekte ve katılımcının sistemden elde edeceği getiri oranı biraz daha iyileştirilmektedir. Ayrıca OKS’de emeklilik şirketinin %2’lik veya yeni yöntemle yıllık asgari ücretin %8,5’una denk gelen yönetim gider kesintisi olmamakta, dolayısıyla getiri oranı daha yüksek hesaplanabilmektedir.

kalmaktadır. Yatırımcı emeklilik sistemindeki bu paraya 10 yıl boyunca dokunmazsa, uygulanacak stopaj oranı %10, on yıl ve 56 yaşını dolduruncaya kadar dokunmazsa elde edilen getiri üzerinden uygulanacak stopaj oranı %5'e düşecektir (Resmi Gazete 2012). Vergisel avantaj olsa bile, ferdi olarak değerlendirmek daha kârlı gözükmektedir.

Tablo 2. BES Getiri Hesaplama Çizelgesi

Gelir Kalemleri	Gelir	Gider	Gider Kalemleri
Sisteme Aktarılan	24.000	480	Yıllık %2 Emeklilik şirketi kesintisi
Devlet Katkısı	6.000	0	
Sisteme aktarılanın getirisi (%20 getiri oranı üzerinden)	2.400	48	Yıllık %2 Emeklilik Şirketi ve Portföy Yönetim Şirketi Yönetim Ücreti
Devlet Katkısı getirisi	600	2	Yıllık %0.35 Emeklilik Şirketi ve Portföy Yönetim Şirketi Yönetim Ücreti
	9.000	530	8.470 TL yıllık kazanç, yıllık %35,3 net kazanç

Kaynak: Emeklilik Gözetim Merkezi (EGM), 2019

* %2'lik emeklilik şirketinin yönetim gider kesintisinin yeni yöntem ile uzun vade kalan yatırımcıya çoğunun iade edildiği düşünüldüğünde getiri oranı %37-38'lere kadar çıkmaktadır.

Devlet teşviki olmadığına sistemden emekli olmak ya da tasarruf yapmak yerine kişinin kira sertifikasına yatırım yapması daha kazançlıdır. Ancak BES yoluyla insanlar cüzi de olsa tasarrufa teşvik edilmektedir. Getiri bakımından hisse senedi fonlarının da diğer fonlarla hemen hemen aynı kaderi paylaştığı aşikârdır. Kaldı ki yetkili otorite, emeklilik şirketinin vatandaşın sisteme aktardığı her dönemsel tasarruftan aldığı yüksek kesinti oranını önce %8'lerden aşağı çekerek %2 ile sınırlamış sonrasında ise bu kesintiyi iade edilebilecek bir yapıya sokarak aylık asgari ücretin azami %8,5'u ile sınırlamıştır. Fonlardan kesilen yönetim ücreti, saklama ücreti, işlem maliyetleri gibi fon toplam giderlerine ise fon türlerine göre belli bir tavan sınırlaması getirilmiştir. Zira eski oranlar yatırımcı aleyhine bir durum teşkil etmekle birlikte bu sınırlamalar emeklilik firmalarının ve portföy yönetim şirketlerinin kazançlarını sekteye uğrattığı için, emeklilik şirketi sektörünü riski çok düşük ve çok kârlı bir alan olmaktan çıkarmıştır. İşaret edilmesi gerekli bir nokta da "BES'in müşterilere sunulmasında (i) bankalar, (ii) emeklilik şirketleri ve (iii) portföy yönetim şirketleri şeklinde üç aracıya ihtiyaç duymasındadır. Mevcut yasal

düzenlemeler düşünüldüğünde, BES'in bankaların asli işlevi olmaması, portföy yönetim şirketlerine kanunda böyle bir yetki verilmemesi mecburen üçlü bir yapıyı ortaya çıkarmakta ve aracılardan fazla olması da maliyetleri artırmaktadır.

BES'in hızlı büyümesine bağlı olarak devletin ödediği katkı miktarı da katlandığından ilerde bu katkıların/teşviklerin devlet bütçesine bir yük oluşturması beklenmektedir. 2013 Ocak ayında başlayan devlet katkısı teşvikinde, her emeklilik şirketi bu teşvike has özel devlet katkısı fonu kurarak, toplanan fonların devlet katkısı tutarları ayrı olarak kurulan bu fonlarda değerlendirmektedir. Fon varlıkları da kamu finansal enstrümanlarına yönlendirilmektedir ki yıllık kazanç ortalama devlet tahvilinin/kira sertifikasının faizi/getirisi kadar olmakta ve yıllar itibari ile de piyasa oranları ile eş zamanlı değişebilmektedir (Dede 2017, 239). 2014 yılında bu fonların getiri oranı %10 iken, 2018 yılında piyasa oranları ile hareket ederek %20'lere yaklaşmıştır (2019 yılı aralık ayı itibari ile bu oran %12'ler seviyesindedir). Ancak piyasa faiz oranlarının yükselmesinden dolayı, fon içindeki varlıklar değer kaybettiği için getirisi mevcut orandan daha düşük olmakta (2018 yılı için), piyasa faiz oranları düştüğü için getiri oranları getiri oranları çok daha fazla olmaktadır (2019 yılı için). Ayrıca bu fonlarda yönetim ücreti oranı azami %0,35 ile sınırlandırılmıştır. Devletin sistemi bu şekilde sübvansane etmesi ilerleyen yıllarda verilen teşvikleri iyice zorlaştırabileceği gözükmektedir. Dolayısıyla bu oranın devlet bütçesine ilave yük getirmemesi adına kademeli olarak ilerleyen yıllarda azaltılması kaçınılmazdır¹⁵.

Fon Değeri ve Değer Hesaplamaları

Emeklilik Fonları ve yatırım fonlarının birim değer hesaplamaları fonun portföyündeki varlıklara göre günlük hesaplanabilmektedir. Fon portföyüne dâhil edilen kira sertifikası, hisse senedi, altın, gümüş, tahvil-bono gibi varlıkların günlük değerleri hesaplanabildiği/alım-satıma konu olabildiği için, fonun günlük değeri bu fiyatlar üzerinden hesaplanıp alım-satıma konu edilmektedir. Fon portföyündeki katılma hesapları ise aylık veya azami 12 aylık bağlanmakta ve katılım bankalarının günlük açıkladığı oranlara göre hesaplanıp birim değer bulunmaktadır. Dolayısıyla fondaki her bir varlığın birim değeri üzerinden, fonun değeri günlük olarak

¹⁵ 2013 yılından 2019 yılına kadar devlet katkısında biriken tutar devlet katkısı fonunun getirisi ile beraber 16 milyar TL'yi aşmıştır. Bu faizli ve faizsiz devlet katkısı fonlarının toplam tutarı 2013 yılında bir milyar TL, 2014 yılında üç milyar TL, 2015 yılında beş milyar TL iken, 2018 yılında 11 milyar TL iken, 2019 Aralık ayında 16,5 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

hesaplanabilmektedir. Ancak gayrimenkul ve girişim sermayesi yatırım fonlarında fonun günlük değerinin hesaplanması hemen hemen imkânsız veya çok maliyetli olacağı için BES ya da normal yatırım fonları portföylerine bu tür finansal araçların dâhil edilmesi fon fiyatının hesaplanmasını aksatabilir (Dede 2017, 240–41). Bu tür fonların fiyatları yasal olarak yılda en az bir defa hesaplanmalıdır. Ancak hesaplama yapılırken girişim sermayesi yatırım fonu portföyünde firma/proje olacağı için, firmanın her türlü varlık ve borçları değerlendirmeye, gayrimenkul yatırım fonları için ise gayrimenkuller eksper işlemine tabi tutulmalıdır. Bu işlemlerin hem operasyonel yük olması hem de maliyetli olması nedeni ile mevcut kurulu fonlara bu varlıkların dâhil edilmesi oldukça zor gözükmektedir. Ayrıca fonlar üç ya da altı ayda bir değerlendirmeye tabi tutulduğu takdirde fon değerlendirme aşamasında sisteme ya da fona giren veya çıkanların aleyhine veya lehine bir durum oluşması nedeni ile haksız kayıp veya kazançlara yol açması muhtemeldir. Günlük tahmini getiri üzerinden iç iskonto uygulanarak fon değerinin hesaplanması da problemlili olabilir. Çünkü değerlendirme günlerinde tahminlerin ötesinde kâr ya da zarar oluşması durumunda fona önce veya sonra girenler için değerlemenin durumuna göre lehte veya aleyhte durumlar oluşabilir. Ancak BES fonlarının uzun vadeli olması, fon katılımcılarının çok fazla değişmemesi, girişim sermayesi veya gayrimenkul yatırımlarının fon varlıklarının yasa ile fon portföyünün belli bir oranı ile sınırlı tutulması gibi nedenlerden dolayı oluşabilecek aksaklıklar azaltılmıştır.

Fon Portföyleri ve Fıkhî Niteliği

BES fonlarına ilişkin fıkhî veya sabit getiriye dayalı olumsuzlukları azaltmak / gidermek için BES-OKS fonlarının fon portföylerine girişim sermayesi ve gayrimenkul yatırım fonları dâhil edilebilir. Bu tür fonlara periyodik olarak (GYF ve GSYF'lerin değerlendirme dönemleri) giriş ve çıkış imkânı tanınarak, fondaki katılımcıların yaşayabilecekleri olumlu / olumsuz etkiler azaltılabilir. Bu fonlara özel sermaye (private equity) fonları veya düzenli kira getirisi olan gayrimenkul yatırım fonları dâhil edilerek emeklilik yatırım fon fiyatlarının kolay hesaplanabilmesi yoluyla fon alım-satım işlemlerindeki sorunlar azaltılabilir. Bu sistemde başarılı olan emeklilik ve portföy yönetim şirketlerine ilave ayrıcalık verilerek girişim sermayesi (venture capital) tarzındaki girişim sermayesi yatırım fonlarına yönelmeleri teşvik edilerek kolaylıklar sağlanabilir. Ancak bu tarzdaki riskli ürünler ilk etapta emeklilik fon portföyünde az oranda yer verilirse, bu yatırımlarla ilgili olası olumsuzluk durumunda emeklilik fonunun getirisinde aşırı oynaklığın önüne geçilmiş olur. Ya da fon

portföyünde fon fiyatına çok fazla etki etmeyecek cüzi yatırımlar şeklinde yer verilebilir. Fonlar yeteri kadar büyük olduğunda fondaki bu tür yatırımların cüzi oranı bile büyük tutarlara ulaşabilir. Portföy yönetim şirketlerine bu alanda ana ortağı olan bankaların hem maddi hem de eğitilmiş kadroları ile sistem/teknik yönden destek vermeleri, iş ve işlemleri kolaylaştıracaktır.

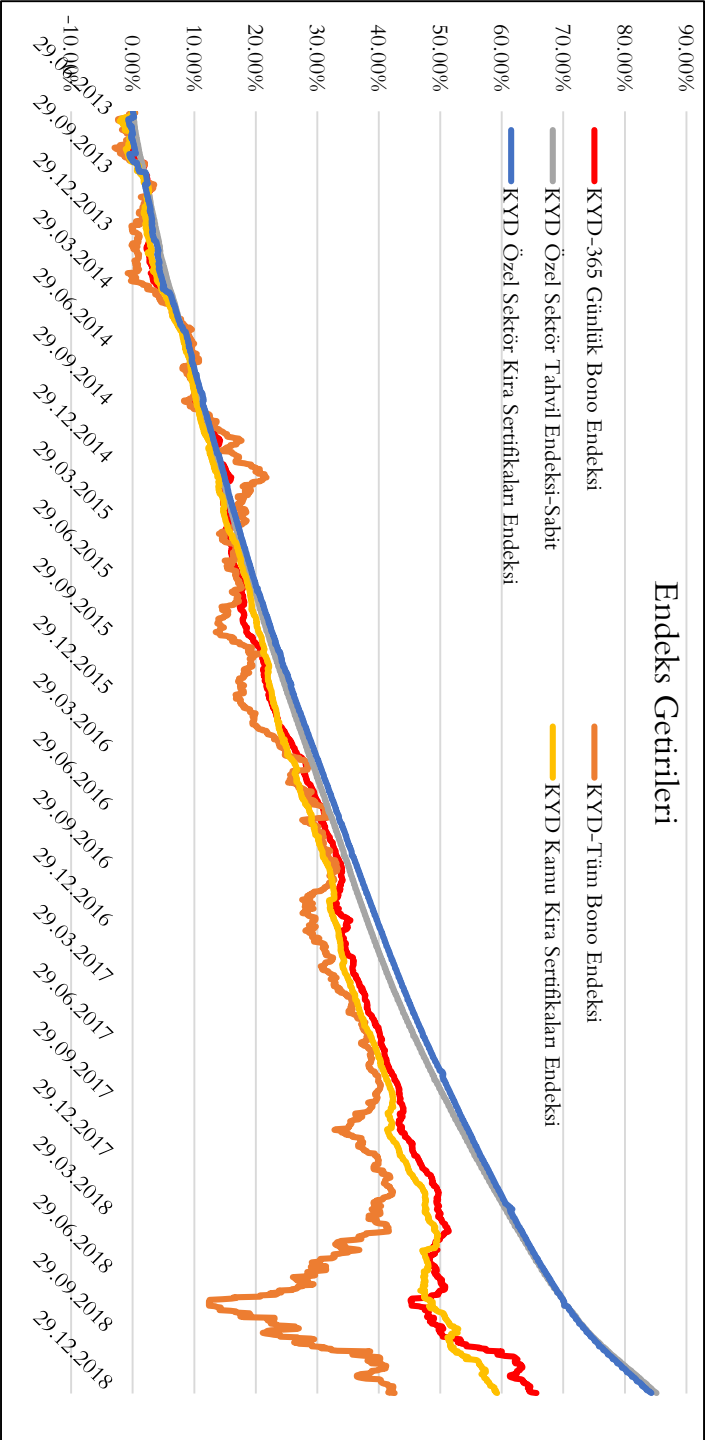
BES ve OKS fonlarında faizli ve faizsiz fon yapıları ve getirileri kıyaslandığında katılım bankalarının fon kullandırma ve kira sertifikası ihraçları yönünden piyasa ile benzeştiği söylenebilir. Bunun nedeni faizsiz fonlara dâhil edilen varlıklarında konvansiyonel bankalar ile getiri yönünden benzer olmasıdır. Kira sertifikası getiri oranları piyasa faiz oranlarını anlık takip ederken, katılma hesapları oranları ise piyasayı 5-6 ay gibi bir süre ile gecikmeli takip edebilmektedir (fon getirilerinin yükselişi yönünde bu durum söz konusu iken, getiriler düştüğünde bu süre çok daha kısa olduğu gözlemlenmiştir). Çünkü murabaha enstrümanlarının vadelerinin ortalama süresi 7-8 aydır. Hisse senetleri getirilerinde ise belli başlı paylara yatırım yapılması ve bu paylarında genellikle BİST-100 içindeki spekülasyon olmayan endeks hisselerinden oluşmasından dolayı genellikle piyasa getirileri ile benzerlik göstermektedir. Fakat banka hisselerinden dolayı getiriler hem kazanç hem de kayıp yönünden sapmalar gösterebilmektedir. Altın ürününün piyasa ile aynı olması, fon portföyündeki günlük atıl kalan paranın vadeli işlemleri ile (nakit varlıkların forward işlemi ile günlük repo gibi değerlendirilmesi) cari piyasa oranları ile değerlemesinden dolayı piyasadaki konvansiyonel BES-OKS fon getirileri yönünden fark yaratacak sapa göstermemektedir.

BES-OKS katılımcıların çok büyük kısmı hem faizli hem de faizsiz standart fonları seçmektedirler. Standart / başlangıç fonlarının da çok büyük kısmı kamu tahvil-bonosu, mevduat ya da kira sertifikaları ile katılım hesaplarından oluşmaktadır. Ürünlerin getiri yönünden benzerliği sebebiyle faizli ve faizsiz fon yapılarının da birbirine yaklaştığı görülmektedir (EGM 2018, 70). Faizsiz BES ve OKS fonlarındaki bu yapının konvansiyonel taraftan ayrışabilmesi önemlidir. Dolayısıyla işin özüne uygun girişim sermayesi yatırım fonlarının başarılı bir şekilde sisteme dâhil edilmesi kaçınılmaz bir unsur olarak görülmektedir. Bu yolla aktif ve efektif yönetim yönünden ve sektörden ayrılabilmek adına ülke ekonomisine katma değer üretilecektir. Hem sermaye piyasalarının gelişimine katkı sağlanacak hem de sektörün sabit getiri üzerine dayalı olan finansal ürünlerin kısır döngüsünden çıkması sağlanacaktır.

BES fonlarının %10'u altın, % 7-8'i hisse senedi ve geri kalan çok büyük kısmı ise başta kamu olmak üzere özel sektör borçlanma araçlarına dayanmaktadır. OKS'de toplanan fonların ise %95'inden fazlası başlangıç ve standart fonlarda değerlendirilmektedir, diğer bir ifade ile tamamı sabit getirili menkul kıymetlerde (tahvil, bono, kira sertifikaları, mevduat ve katılma hesapları) değerlendirilmektedir. Bu da vatandaşın sisteme devlet katkısı ile girdiğini sistemdeki banka, emeklilik şirketi ve portföy yönetimi şirketlerinin sadece aracılık yaptığını göstermektedir (OKS sistemi yaygınlaşıp, fon çeşitleri arttığında bu yapının ve oranın değişmesi beklenebilir) .

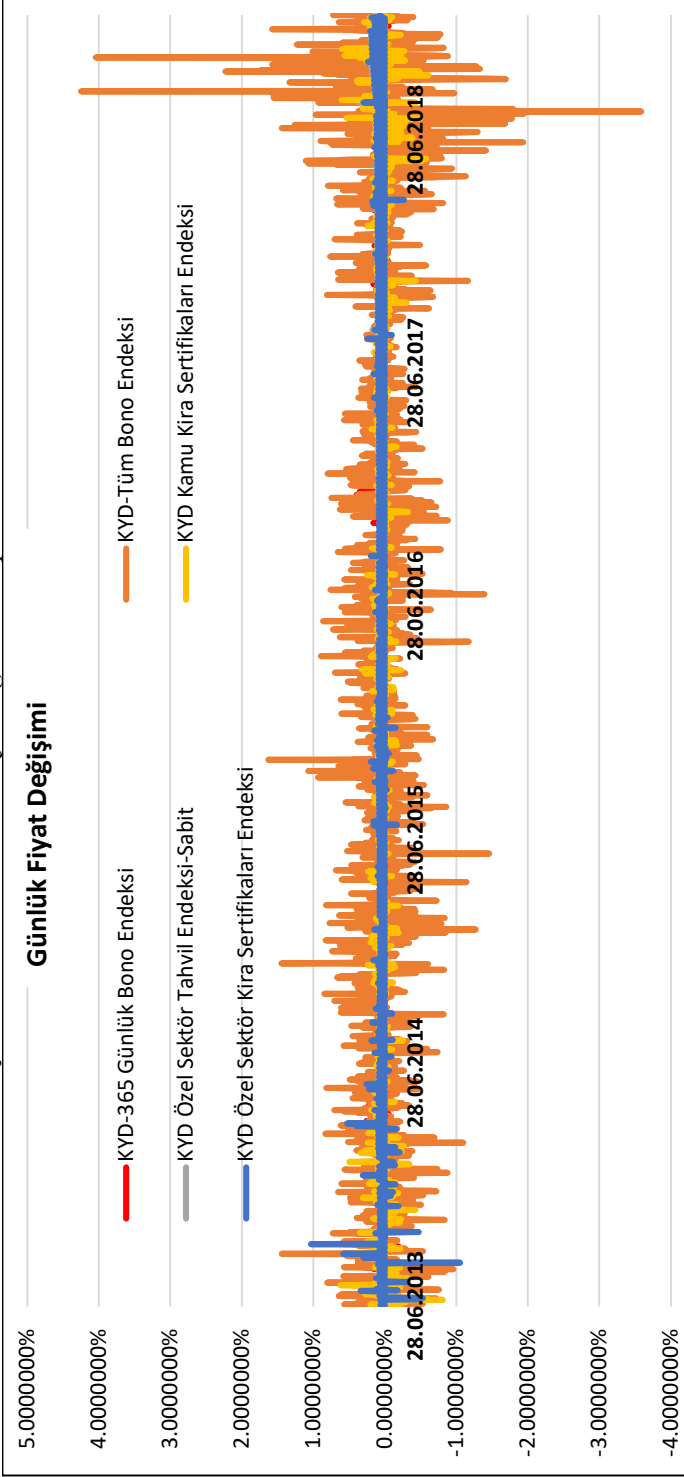
Faizsiz esaslara göre oluşturulan kira sertifikası endeksleri benzer ürünlerin endeks kıstasları ile karşılaştırıldığında getiri yönünden benzeştiği ancak oynaklık yönünden kira sertifikasının muadillerine göre daha az dalgalı olduğu gözlemlenmektedir. Bunun nedeni ise kira sertifikası arzının piyasa talebini karşılayamaması, sığ piyasaya sahip olması, yatırımcıların vadesine kadar beklemesidir. Ayrıca ikinci el piyasada çok işlem görmekte veya görmemekte, dolayısıyla kira sertifikası fiyatı iç verim oranına göre ilerletilmektedir. Özel sektör kira sertifikaları ise hemen hemen hiç oynak değildir, ihraçların büyük çoğunluğunun ya nitelikli yatırımcılar tarafından karşılanması ya da portföy yönetim şirketleri BES-OKS-Yatırım Fonlarının fon portföylerine almalarından dolayı vadesine kadar bekletilmektedir. Özel sektör tahvilleri ise, bazı şirketlerin ihraç borçlarını ödeyememesi veya batmasından dolayı ikinci el piyasada güven eksikliğine neden olarak işlem görememiş, hatta yeni ihraçların da yapılmasına engel olmuştur. Şekil-2 ve Şekil-3'de kira sertifikası endeksi ve fiyatlarının hesaplanmaya başlamasından itibaren muadil ürünleri tahvil ve bono getirileri ve getirilerin oynaklıkları ile karşılaştırmalı olarak gösterilmiştir. Kamu kira sertifikaları dahi kamu tahvil-bonosuna göre fiyat yönünden çok daha az oynak olduğu grafiklerden tespit edilebilmektedir.

Şekil 2. Tahvil ve kira sertifikası getirilerinin kıyaslaması



Kaynak: KYD Endeksleri

Şekil 3. Tahvil ve kira sertifikası getirilerinin oynaklıkları



Kaynak: KYD Endeksleri

2012 yılına kadar faize duyarlı kesim sadece katılım hesapları, altın, döviz ve belli kriterleri sağlayan faizsiz hisse senetlerini içeren emeklilik yatırım fonları veya normal yatırım fonlarına (bu üründe çok sınırlı ve dağıtım ağı geniş değildi) yatırım yapabiliyor iken, sukuk yani kira sertifikasının piyasaya sunulması ile bu ürüne ve bu ürüne dayalı kurulan fonlara da yatırım yapılabilir hale gelmiştir. 2019 Aralık ayı itibarı ile faizsiz emeklilik fonları (16.2) ve yatırım fonların (5.2) büyüklüğü 21 milyar TL'yi aşmış olup fonlar her yıl katlanarak büyümesine devam etmektedir. Döviz veya altın olarak yastık altı kaynaklar hem BES hem de yatırım fonları sayesinde küçük miktarlarda da olsa ekonomiye kazandırılmıştır. Bunda da en büyük payı sukuk almakta olup ihraç kolaylığı, müşterilerin talep etmesi, katılım bankalarının yönlendirmeleri ve sistemsel yapıdan dolayı tahvil-bono gibi işlem görmesi nedeniyle (fiyatlaması sabit getirili menkul kıymetlerle hemen hemen aynıdır) kısa sürede yaygınlaşmıştır. Faizsiz esaslara dayalı BES-OKS fonları da konvansiyonel bankalardaki yapıya benzer şekilde genelde kamu ve katılım bankası ihraçlı kira sertifikalarına dayanmaktadır.

Türkiye'de özel bir uygulaması bulunan BES'in gerek fonların yönetimi, idaresi, niteliği ve muhtevası yönüyle fikhi açıdan yeterince tartışılarak bir sonuca ulaşılamadığını söylemek mümkündür. Her ne kadar BES/OKS sisteminde getiri garantisi verilemeyeceği aşikâr olsa da ve BES sistemindeki şirketin bir tür katılımcıların vekili niteliğinde olduğu kabul edilse de (Odabaşı 2018, 174–75) özellikle fonların içeriği ve fonların işletilmesi fikhi açıdan sakıncalar taşımakta olup yerince açıklığa kavuşturulmamıştır. Bu çerçevede faizsiz BES'in yatırımlarının yönlendirildiği katılım hesaplarının niteliği, hisse senetlerinin durumu, kira sertifikası (sukuk) ve para mübadele işlemleri gibi durumlara ilişkin standartlar oluşturularak denetim mekanizmasının artırılması gerekir. Bazı sukuk tür ve yapıları üzerinde fikhi yönden sakıncalar olduğu bilinmektedir (Abdelrahman 2019, 6–7). Benzer şekilde kira sertifikalarının Türkiye'deki sözleşme yapıları uygulamalarının fikhî açıdan kabul edilemez yönlerinin olduğu da bilinmektedir (Bayındır 2007, 215 vd.; Samar 2019, 330). Nitekim Din İşleri Yüksek Kurulu tarafından da şartlı olarak cevaz verildiği görülmektedir (Din İşleri Yüksek Kurulu 2017, 503).

Kira Sertifikası (Sukuk) ile Faizsiz BES Fonları Arasındaki İlişki

Faiz hassasiyeti olan insanların elinde bulunan kaynakların sermaye piyasalarına kazandırılabilmesi için sukuk, BES-OKS fonları, katılım hesapları gibi benzeri finansal araçların artırılması ve yaygınlaşması önem arz etmektedir. Veriler, faiz hassasiyeti bulunan kesimin sermaye piyasalarına yatırım yapmada isteksizken uygun faizsiz ürünler sunulduğunda veya inandığında rahatça bu alanlara

yönlenebilmektedirler¹⁶. Tablo-3'de görüldüğü üzere kira sertifikalarının piyasa oranlarını yakından takibi, alım-satım yönünden esnekliği, yatırımcının ihtiyacını daha çok karşılaması gibi nedenlerden dolayı rağbet görür hale gelmiştir. Katılım bankaları ve özellikle faizsiz BES-OKS-Yatırım Fonlarının hızlıca büyümesi ile kira sertifikalarının ihraç sayıları ve miktarları da çok hızlı şekilde artmıştır. Nitekim mevcut fonların artması ile bu ihraçların daha çok artacağı aşikârdır.

Kira sertifikası ihraçlarının bağımlı, katılım bankaları ve BES-faizsiz fonlarının büyümesini bağımsız değişken kabul edilerek regresyon analizi yapıldığında anlamlılık düzeyinin yüksek olması ve %95 güven düzeyinde anlamlı çıktığı görülür. Bu da sukuk ihraçlarının katılım bankalarının özellikle de faizsiz fonların büyümesine bağlıdır. Dolayısıyla BES ve OKS fonlarının sadece katılma hesapları ve kira sertifikası ürünleri temelinde kurgulanmasının önüne geçilmesi, sukuk ihracı için kullanılacak varlıkların yetersiz bir noktaya ulaşmadan sukuka alternatif, esnek ve verimi yüksek ürünler geliştirilmesi elzem bir hal almaktadır (Analiz çeyreklik veriler üzerinden yapılmıştır).

Tablo 3. Regresyon Analizi (Kira Sertifikaları, Faizsiz BES ve Katılım Bankaları Üzerine)

Regresyon Verileri	
Multiple R	0,90225736
R Square	0,814068343
Adjusted R Square	0,796360567
Standard Error	1080,9255
Observations	24

Tablo 3. Devam

ANOVA	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	2	107428211,8	53714105,92	45,97236295	2,12917E-08
Residual	21	24536398,65	1168399,936		
Total	23	131964610,5			

Tablo 3. Devam

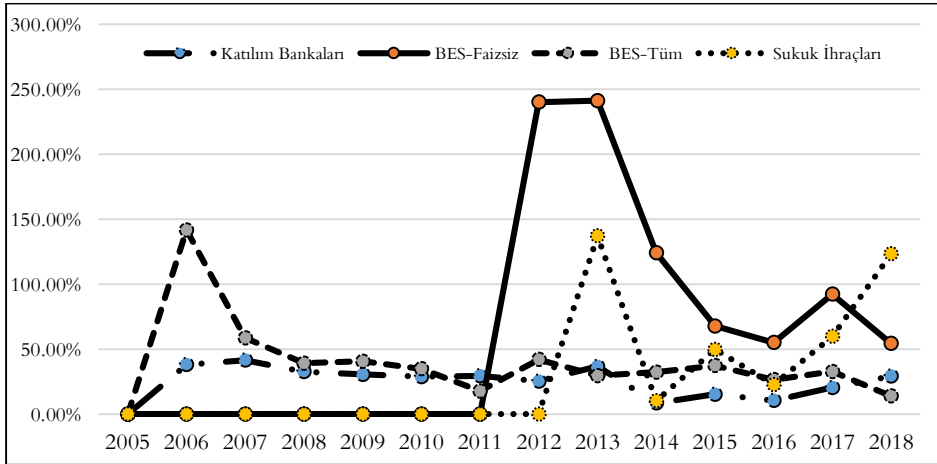
	Coefficient	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	5233,51	3974,46	1,31	0,202	-3031,84	13498,87	-3031,84	13498,87
X Variable 1	-0,05636	0,04456	1,26	0,219	-0,14904	0,03631	-0,14904	0,03631
X Variable 2	1,35888	0,51790	2,62	0,015	0,28183	2,4359	0,28183	2,43593

¹⁶ Bunu sukuk, BES, faizsiz fonlara ilave olarak; Eminevim, Birevim, Fuzulev gibi elbirliği sistemine dayalı faizsiz finansman yöntemleri ile ev almış on binlerce vatandaşımızda rahatça görebiliriz. Çünkü katılım bankaları haricinde buralara aktarılan kaynaklar on milyarlarca TL'yi aşmıştır.

Tablo 4. Bankacılık, BES ve Sukuk Büyüklükleri (Milyon TL)

Yıllar	Katılım Bankaları	Bankacılık Sektörü	BES Faizsiz	BES Tüm	Sukuk İhraçları
2005	9.945	406.915	-	1.200	-
2006	13.729	498.587	-	2.900	-
2007	19.435	580.607	-	4.600	-
2008	25.769	731.640	-	6.400	-
2009	33.628	833.968	-	9.000	-
2010	43.339	1.006.672	-	12.140	100
2011	56.076	1.217.711	50	14.300	-
2012	70.279	1.370.614	170	20.300	1.625
2013	96.086	1.732.413	580	26.300	3.853
2014	104.319	1.994.329	1.300	34.800	4.245
2015	120.253	2.357.453	2.180	47.800	6.357
2016	132.874	2.730.942	3.380	60.470	7.798
2017	160.136	3.257.819	6.500	80.300	12.455
2018	206.806	3.867.135	10.027	91.486	27.809

Kaynak: www.kap.gov.tr, www.tkbb.org.tr. *USD ve MYR bazlı sukuk (kira sertifikası) ihraçları dâhil edilmemiştir.

Şekil 4. Katılım Finansı Kurum ve Ürünlerinin Büyüme Seyri

Kaynak: TKBB, 2019.

SPK (2013a)'nın Kira Sertifikaları Tebliği sonrasında katılım bankaları ve kamu yardımıyla büyüyen kira sertifikaları pazarı katılım bankalarına ve faizsiz sermaye piyasalarına canlılık sağladığı gibi SPK (2014b; 2014a)'nın GSYF'na ilişkin Esaslar ile Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğiyle bu ürünler tüm finansal kesime yeni bir soluk getirir. Bu ürünler aslı itibari ile katılım finansının özüne uygun ürünler olup başta katılım bankaları olmak üzere tüm finansal kesim elini taşın altına koyup öncülük etmeleriyle piyasanın

gelişmesini sağlama yanında piyasayı sabit getiri kıskacından kurtaracak ve ekonomik faaliyetleri hızlandıracaktır.

Tablo 5. BES-OKS Fon Getirileri (%) – Aralık 2018

	1 Ay	3 Ay	6 Ay	1 Yıl	Yılbaşı	3 Yıl	5 Yıl
Katılım Fonu - Altın	1,47	-12,03	10,86	38,60	35,33	104,06	143,10
Konvansiyonel - Altın	1,52	-12,11	10,67	38,20	34,95	104,18	144,71
Katılım Standart Fon	2,02	4,23	7,23	10,67	9,85	27,91	47,56
Standart Fon (Konvansiyonel)	0,45	11,62	6,63	5,23	3,85	23,15	38,38

Kaynak: www.tefas.gov.tr

Tablo 5. Devam

	1 Ay	3 Ay	6 Ay	1 Yıl	Yılbaşı
Başlangıç Katılım Fonu	1,83	5,14	8,85	15,07	14,44
Başlangıç Fonu (Konvansiyonel)	1,68	5,73	10,23	17,43	16,66

Kaynak: www.tefas.gov.tr

Tablo 5. Devam

	1 Ay	3 Ay	6 Ay
OKS Katılım Standart Fon	2,18	4,99	8,62
OKS Standart Fon (Konvansiyonel)	1,05	6,82	8,18

Kaynak: www.tefas.gov.tr

Tabloda görüldüğü üzere faizli ve faizsiz fon getirileri hemen hemen aynıdır. Standart fondaki katılım fonları lehine sapma ise tamamen kamu borçlanma araçları tahvil ve bonodaki aşırı oynaklıktan kaynaklanmaktadır. Katılım fonlarının kamu kira sertifikaları yerine ağırlıklı olarak kısa vadeli katılım bankalarının ihraç ettiği iç verim oranına göre ilerletilen kira sertifikalarına yatırım yapmaları nedeniyle piyasa getiri oranlarından ve olumsuz yönde değerlemelerden konvansiyonel fonlar kadar etkilenmemiştir. Ayrıca katılım bankalarının ihraç ettikleri kira sertifikalarının ortalama vadesinin ortalama 180 gün olması, kamu ve özel sektör kira sertifikalarının ikinci elde çok az alınıp satılması veya işlem görmemesi nedeniyle iç verim oranından fiyatın ilerletilmesi veya kira sertifikasına yatırım yapanların kira sertifikasının vadesine kadar elinde tutulmasından dolayı 2018 yılındaki faizlerin aşırı yükselmesinden kaynaklı anapara kayıpları fonlara çok az yansıdığı için muadili olan konvansiyonel fonların getirilerine göre daha az dalgalanmıştır.

SONUÇ

Katılım Finansıyla faizsiz fon pazarı hızlıca büyümekte ve faiz hassasiyeti bulunan kesim tasarruf yaparak yatırımlarını bu alanda değerlendirmektedir. Katılım bankaları gelişmelerinin hemen hemen tamamına yakınına murabaha veya finansal kiralama yoluyla sağlamakta olup, buradan gelen geliri müşterileriyle mudarebe temelinde paylaşmaktadır. Kullandırılan fonlar karşılığında alınan teminatlarla riskler asgari düzeye inmektedir. Benzeri durum faizsiz sermaye piyasalarında da mevcut olup ağırlık kira sertifikaları ürünleri üzerinden gelişme ve büyüme devam etmektedir. Kira sertifikalarının tahvil-bono gibi işlem görecektir şekilde süreçlerin ilerletilmesi, piyasadaki bu ürünlerin birçoğunun operasyonel olarak kolaylık sağlaması nedeniyle yönetim sözleşmesine dayalı ihraç edilmesi, katılım bankalarındaki murabaha yani sabit getiri üzerine inşa edilen yapının buraya taşınmasına vesile olmuştur. Nitekim fon toplama ve kullandırmada piyasa oranlarının yakın takibi, müşterilerin sabit getiriye dayalı risksiz finansal araçları tercih etmesi, bu sistemin yapısına çok da uygun olmayan kısa vadede müşterilerin talepleriyle onların varlıklarını çekebileceği yapıların oluşturulması gibi nedenlerinden dolayı konvansiyonel finansa benzer yapılarla karşılaşmak kaçınılmaz hal almıştır.

Bir diğer nokta da kira sertifikası gibi ürünlerin Türkiye'deki uygulamasının çeşitli fikhî problemler barındırmasıdır. Bu noktada, BES'in gerek fonların yönetimi, idaresi ve portföylerinin niteliği ve muhtevası yönüyle fikhî açıdan yeterince incelenip tartışılmasından sonra bir konsensüsün oluşmasına gayret edilmesi önemlidir.

Bu olumsuz duruma karşın önerilecek yöntem, Katılım Finansının özüne uygun girişim sermayesi ve gayrimenkul yatırım fonları üzerine ağırlıklı olarak inşa edilecek faizsiz sermaye piyasası araçları olacaktır. Bu iki finansal yatırım aracının katılım bankalarının mevcut yapıları nedeniyle banka içinde uygulanması inkânsız hale gelmiştir. Bu ürünlerin sermaye piyasalarının asli oyuncularından olan portföy yönetim şirketleri tarafından piyasaya sürülerek, bu ürünleri katılım bankalarının veya onların BES kapsamındaki dağıtım kanalları üzerinden yan ürün olarak müşterilerine satmak amacıyla kurulan (BES-OKS) emeklilik fonları ile destek sağlanması yerinde olacaktır. Hiç şüphesiz bu alanda gösterilecek başarıda katılım bankaları üzerinden daha çok yatırımcının ve atıl kaynağın ekonomiye kazandırılması sağlanabilecektir.

Katılım bankalarının desteklediği bu tarz ürünlerde sağlanacak başarının ticari bankacılık ürünlerine de yansıma ihtimalinin yüksek olması nedeniyle, üretime dayalı, sabit getiriden uzak, risk paylaşımının yüksek olduğu bir ekonomik sistemin temellerinin atılması için bir mihenk taşı olacaktır. Hali hazırda hem ticari bankacılık alanında hem de katılım bankacılığı alanında bu ürünler üzerine çalışmalar ve projeler devam etmekte olup bunun ülke

ekonomisini gelişerek sağlam zemin üzerine oturtulmasına, toplumun refah seviyesinin yükseltilmesine ve gelir paylaşımının adil dağıtılmasına olumlu katkı yaratacağı muhakkaktır.

KAYNAKÇA

- Abdelrahman, Abdelrahman Yousri. 2019. "Sukuk: A Critique of Experience, and Their Possible Role in Muslim Countries Development." *International Journal of Islamic Economics and Finance Studies*, March, 1–19.
<https://doi.org/10.25272/ijisef.473269>.
- Altuncuoğlu, Mehmet. 2017. "Faizsiz Bireysel Emeklilik Sisteminin İşleyişi: 2008 Sonrası Türkiye Örneği." Bahçeşehir Üniversitesi.
http://www.tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/Mehmet_Altuncuoglu_Faizsiz_Bireysel_Emeklilik_Sisteminin_Isleyisi_2008_Sonrasi_Turkiye_Ornegi.pdf.
- Arslan, Seçkin, Mehmet Sinan Çelik, and Özkan Haykır. 2019. "Dünyada ve Türkiye’de Bireysel Emeklilik Sistemi Uygulamaları Üzerine Bir İnceleme." In *II. Uluslararası Multidisipliner Çalışmaları Kongresi*. Adana.
https://www.researchgate.net/publication/330359288_DUNYA'DA_VE_TURKIYE'DE_BIREYSEL_EMEKLILIK_SISTEMI_UYGULAMALARI_UZERINE_BIR_INCELEME.
- Bayındır, Servet. 2007. "Menkul Kıymetleştirme Uygulamaları ve Fıkıhtaki Yeri." *İstanbul Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi* 16: 249–73.
<https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/10230>.
- BETYS. 2001. *Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi (BETYS) Kanunu*. Ankara: Resmi Gazete (RG).
- Büyükkara, Gökür, and Mehmet Balcı. 2014. "Bireysel Emeklilik Sisteminde Eski ve Yeni Teşvik Düzenlemeleri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme." *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi İİBF Dergisi* 1 (1): 1–17.
- Coşkun, Metin, and Vahdet Altundal. 2017. "Türkiye’de Yurtiçi Tasarruf Oranının Artırılmasında Faizsiz Bireysel Emeklilik Sisteminin Rolü." *Route Educational and Social Science Journal* 4 (8): 260–74.
http://www.ressjournal.com/Makaleler/1962343574_20_Vahdet_ALTUNDAL.pdf.
- Dede, Kenan. 2017. *Katılım Bankalarında Hazine Ürünleri ve Sermaye Piyasası Uygulamaları*. İstanbul: TKBB Yayınları.
<http://www.tkbb.org.tr/Documents/Yonetmelikler/sermayepiyasalaruygulamaları.pdf>.
- Din İşleri Yüksek Kurulu. 2017. *Fetvalar*. Ankara: Türkiye Diyanet Vakfı Yayınları.
<https://kurul.diyaret.gov.tr/Cevap-Ara/966/bireysel-emeklilik-caiz-midir->
- EGM. 2018. "Bireysel Emeklilik Sistemi Gelişim Raporu 2017." İstanbul.
https://www.egm.org.tr/Sites/1/upload/files/2017_YGR_TR_BASKI-933.pdf.
- . 2019. "Devlet Katkısı Rehberi." İstanbul.

- https://www.egm.org.tr/Sites/1/upload/files/DevletKatkisiRehberi_012019-917.pdf.
- Odabaşı, Mehmet. 2018. "Bireysel Emeklilik Sisteminin İslam Hukuku Açısından Değerlendirilmesi." *Yüzyüncü Yıl Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi İslam Kongre*: 173–94.
- Paçacı, İbrahim. 2017. "Hayat Sigortaları ve Bireysel Emeklilik Sistemi." *Mütefekkir Aksaray Üniversitesi İslami İlimler Fakültesi Dergisi* 8 (4): 313–38.
- Resmi Gazete. 2012. *Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu ile Bazı Kanun ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun*.
- Samar, Mahmut. 2019. "Fikhî Açından Altın Tahvili ve Altına Dayalı Kira Sertifikası İhracı." *İslam Hukuku Araştırmaları Dergisi (IHAD)* 33: 307–36.
<https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/527053>.
- Şen, Murat, and Tekin Memiş. 2001. "Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanununa Eleştirel Bir Yaklaşım." *Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* 5 (1–4): 485–512.
http://hukukdergi.erkincan.edu.tr/wp-content/uploads/2015/10/2001_V_24.pdf.
- SPK. 2013a. *Kira Sertifikaları Tebliği*. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK).
<https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/06/20130607-14.htm>.
- . 2013b. *Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği*. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK).
- . 2014a. *Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği*. Vol. 3/1/2014 t.
- . 2014b. *Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği*.
<http://mevzuat.spk.gov.tr/MevzuatDosya.aspx?nid=134524&dt=2>.
- TÜİK. 2019. "Kurumsal Sektör Hesapları 2017, 2018 Raporu." Ankara.
<http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=30894>.

