

T.C.
GAZİANTEP ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI

HEDGE FONLARIN FİNANSAL PİYASALARA ETKİSİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

KEMAL ŐERBETŐI

T.C.
GAZIANTEP ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI

HEDGE FONLARIN FİNANSAL PİYASALARA ETKİSİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

KEMAL ŞERBETÇİ

Tez Danışmanı: Yrd. Doç. Dr. Mehmet CİVAN

GAZIANTEP
OCAK 2010

T.C.
GAZIANTEP ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI

Hedge Fonların Finansal Piyasalara Etkisi
KEMAL ŞERBETÇİ

Tez Savunma Tarihi: 06.01.2010

Sosyal Bilimler Enstitüsü Onayı

Yrd. Doç. Dr. Ahmet Ağır
SBE Müdürü

Bu tezin Yüksek Lisans/Doktora tezi olarak gerekli şartları sağladığını onaylarım.

Yrd. Doç. Dr. Nurettin İBRAHİMOĞLU
Enstitü ABD Başkanı

Bu tez tarafımızca okunmuş, kapsamı ve niteliği açısından bir Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

Yrd. Doç. Dr. Mehmet CİVAN
Tez Danışmanı

Bu tez tarafımızca okunmuş, kapsam ve niteliği açısından bir Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

Jüri Üyeleri:

İmzası

Yrd. Doç. Dr. Mehmet CİVAN

Yrd. Doç. Dr. Mehmet AYTEKİN

Yrd. Doç. Dr. Berna BALCI İZGİ

ÖZET

HEDGE FONLARIN FİNANSAL PİYASALARA ETKİSİ

ŞERBETÇİ, Kemal

Yüksek Lisans Tezi, İşletme Ana Bilim Dalı

Tez Danışmanı: Yrd. Doç. Mehmet CİVAN

Ocak 2010, 119 sayfa

İnsanoğlunun son yüzyılda yaşamış olduğu hızlı teknolojik ilerleme birçok alanda denetlenmesi ve kontrol edilmesi gerekirken, denetlenmeden ve kontrolden uzak bir şekilde yeniliklerin oluşmasına sebep olmuştur. Bu durum finansal piyasalarda da hissedilmektedir. Son dönemlerde denetimden ve kontrolden uzak şekilde birçok yeni finansal enstrüman gelişmiştir. Bunların arasında, ve hatta belki de en önemlisi olarak, bu çalışmanın da konusu olan hedge fonlar yer almaktadır. Finans sektöründeki bu ilerleme temel bazı faydalar gözetilerek yapılmıştır. Finansal enstrümanların sayısının artmasıyla finans sektörüne yatırım yapanların sayısı artmaya başlamış ve yatırımlar tabana yayılmaya başlamıştır. Hedge fonlara olan talep de gün geçtikçe artmaya başlamış ve finansal sistem içindeki yerleri de tartışılır hale gelmiştir. Bu çalışmada hedge fonların finansal sistem içerisindeki rolü irdelenmeye çalışıldı. Çalışmanın sonunda hedge fonların gelişmekte olan ülkelerin ekonomisine canlılık kattığı, bununla beraber hedge fonların da dahil olduğu finansal enstrümanların kontrolsüz bir şekilde çeşitliliğinin artmasının ekonomik kırılganlığın artmasına sebebiyet verdiği sonucuna varılmıştır.

Anahtar kelimeler: Hedge fon, Finansal piyasalar

ABSTRACT**THE IMPACT OF HEDGE FUNDS ON FINANCIAL MARKETS**

ŞERBETÇİ, Kemal

M. A. Thesis, Department of Business Administration

Supervisor: Assist. Prof. Dr. Mehmet CİVAN

January 2010, 119 pages

Tecnological Developments in the last century have caused many novelties to take form under no control and auditing. This situation is also seen in financial markets. Many new financial instruments have been formed without no control or auditing mechanisms. Hedge funds, which is also the topic of this work, is one of these financial instruments. These developments in financial sector have been made in order to have a number of benefits. The increase in the number of financial instruments have enabled more investors to invest in financial markets. People from low income levels and without interest to financial sector also started to invest in financial market. As the demand on hedge funds started to increase, its place in financial sector have also been started to be questioned. In this study, the place of hedge funds in financial system have been tried to be figure out. The conclusion of this study is that hedge funds have positive effects on emerging markets because they increase the activation of the financial markets in these countries. Moreover, the increase in the number of financial instrument as well as hedge funds have negative effects on the global economic system because it increases the economical breakability.

Key words: Hedge fund, Financial markets

İÇİNDEKİLER

| | |
|---|-----|
| ÖZET..... | i |
| ABSTRACT..... | ii |
| İÇİNDEKİLER..... | iii |
| ŞEKİLLERİN LİSTESİ | v |
| TABLolarIN LİSTESİ..... | vi |
| 1. BÖLÜM GİRİŞ..... | 1 |
| 2.BÖLÜM: HEDGE FONLAR VE ÖZELLİKLERİ..... | 4 |
| 1.1. HEDGE KAVRAMI | 4 |
| 1.1.1. Uzun Pozisyon Alarak Riskten Korunma (Long Hedge)..... | 6 |
| 1.1.2.Kısa Pozisyon ile Riskten Korunma (Short Hedge)..... | 7 |
| 1.2. HEDGE İŞLEMİNDE KULLANILAN FİNANSAL ENSTRUMANLAR..9 | |
| 1.2.1 Forward Sözleşmeler..... | 9 |
| 1.2.2. Futures İşlemleri..... | 11 |
| 1.2.3.Opsiyon İşlemleri | 13 |
| 1.2.4. Swap İşlemleri..... | 14 |
| 1.3.HEDGE FON KAVRAMI | 16 |
| 1.4.HEDGE FONLARIN TARİHİ..... | 19 |
| 1.5.HEDGE FONLAR HAKKINDA DEĞERLENDİRMELER | 30 |
| 1.6.HEDGE FONLARIN TÜRLERİ | 38 |
| 1.7. HEDGE FONLARIN ÖZELLİKLERİ..... | 42 |
| 1.8.HEDGE FONLARIN STRATEJİLERİ | 49 |
| 1.9.HEDGE FONLARIN KURULUŞU | 53 |
| 1.10.HEDGE FONLARIN ÜLKEMİZDEKİ ALGILANIŞI..... | 57 |
| 1.11.DÜNYACA ÖNEMLİ HEDGE FONLAR..... | 60 |
| 3. BÖLÜM: HEDGE FONLARIN HUKUKSAL ALTYAPISI..... | 66 |
| 2.1.ABD’DEKİ HUKUKSAL ALTYAPI..... | 67 |
| 2.2.AVRUPA’DAKİ HUKUKSAL ALTYAPI..... | 75 |
| 2.3.OFFSHORE MERKEZLERİ’NDEKİ HUKUKSAL ALTYAPI | 79 |
| 4.BÖLÜM: HEDGE FONLARIN FİNANSAL PİYASALARA ETKİSİ..... | 90 |
| 3.1.GEORGE SOROS EFSANESİ..... | 90 |
| 3.2.CARRY TRADING'İN FİNANSAL PİYASALARA ETKİLERİ..... | 92 |
| 3.3.ZARAR EDEN HEDGE FONLARIN KÜRESEL EKONOMİYE ETKİLERİ..... | 94 |

| | |
|--|-----|
| 3.4. 2008 YILI KÜRESEL EKONOMİK KRİZİNDE HEDGE FONLAR..... | 99 |
| SONUÇ..... | 105 |
| KAYNAKLAR..... | 111 |
| ÖZGEÇMİŞ..... | 119 |
| VITAE..... | 119 |

ŞEKİLLERİN LİSTESİ

| | |
|---|-----|
| Şekil 1.1. Hedge Kavramı | 5 |
| Şekil 1.2. Tipik Bir Hedge Fon Yapısı | 19 |
| Şekil 1.3. Hedge Fonların Gelişimi | 23 |
| Şekil 1.4. Hedge Fonların Lokasyonu | 24 |
| Şekil 1.5. Hedge Fonlara Yatırım Yapanlar | 25 |
| Şekil 1.6. Hedge Fonlarda Kurumsal Yatırımcı Payı | 26 |
| Şekil 1.7. Hedge Fonlarda Yoğunlaşma | 26 |
| Şekil 1.8. Hedge Fon Getirileri | 27 |
| Şekil 1.9. Hedge Fonların Büyüklükleri | 46 |
| Şekil 1.10. Hedge Fonların Gelir/ Büyüme İçindeki Durumu | 47 |
| Şekil 1.11. Limited Şirket Şeklinde Kurulan Hedge Fon | 55 |
| Şekil 1.12. Offshore'da Kurulan Hedge Fon | 56 |
| Şekil 1.13. Hedge Fon İşleyişi | 57 |
| Şekil 1.14. Hedge Fonlar ile Hisse Senetleri Arasındaki Karşılaştırma | 65 |
| Şekil 2.1. LTCM Hedge Fonu'nun Değer Kaybı | 69 |
| Şekil 2.2. Dünya'daki Hedge Fonların Merkez Bazında Dağılımı | 82 |
| Şekil 2.3. Offshore Merkezlerinin Dağılımı | 83 |
| Şekil 3.1. Japon Yen'inin Türk Lirası Karşısındaki Değişimi | 94 |
| Şekil 3.2. Gayrimenkul Fiyatlarının Kriz Öncesi ve Sonrası Değişimi | 96 |
| Şekil 3.3. Konut ve Konut dışı Gayrimenkul Fiyatları | 97 |
| Şekil 3.4. Altın Fiyatları (Cumhuriyet Altını) | 98 |
| Şekil 3.5. Global Hedge Fund Index | 100 |
| Şekil 3.6. Büyüme Oranları | 101 |
| Şekil 3.7. İşsizlik Oranları | 102 |
| | |
| Resim 1. Hedge Fonlara Olan Bakış | 71 |

TABLULARIN LİSTESİ

| | |
|--|----|
| Tablo 1.1. Vadeli Döviz İşlemi | 8 |
| Tablo 1.2. Vadeli Döviz İşleminden Kar Zarar | 8 |
| Tablo 1.3. Hedge Fonların Fayda Maliyet Analizi..... | 10 |
| Tablo 1.4. Hedge Fonların Kayıpları ve Nedenleri..... | 37 |
| Tablo 1.5. Kullandıkları Stratejilere Göre Hedge Fonlar | 41 |
| Tablo 1.6. Hedge Fonlar İle Yatırım Fonlarının Karşılaştırılması | 42 |
| Tablo 1.7. Hedge Fonlar ve Geleneksel Fonların Karşılaştırılması | 45 |
| Tablo 1.8. En Büyük Hedge Fonlar,2007, Milyar Dolar..... | 46 |
| Tablo 1.9. Yönetilen Hedge Fonların Ükelere Göre Dağılımları,2006..... | 47 |
| Tablo 1.10. Hedge Fonların Kaldıraç Kullanma Oranları..... | 53 |
| Tablo 1.11. Hedge Fonların Bölgesel Getirisi..... | 63 |
| Tablo 1.12. Hedge Fonların Ülke Bazında Getirisi..... | 64 |
| Tablo 2.1. Hedge Fonların Ülke Bazında Regülasyon Durumu..... | 84 |
| Tablo 2.2.Maddoff Skandalı Sonrası Kayıplar..... | 87 |
| Tablo 2.3. Hedge Fon Skandalları..... | 89 |

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞ

Son 30 yıldır tüm dünya küreselleşme olgusu ile karşı karşıya gelmiştir. Söz konusu kavram özellikle finansal piyasalarda yaşanan deregülasyonların (liberalleşmenin) gerçekleşmesi ile tüm dünyanın ilgi odağına oturmuş gibi görünmektedir. Bu kavram ile gelen yeni sosyal düzen sadece toplumların sosyal veya kültürel yaşamlarında değişikliğe sebep olmamış aynı zamanda da ekonomik açıdan bir çok gelişmenin gerçekleşmesine de sebep olmuştur.

Küreselleşme ile birlikte ortaya çıkan yeni ekonomik düzen bir çok olumlu ve olumsuz gelişmenin de yaşanmasına sebep olmuş gibi görünmektedir. Bunun yanında tüm dünyada internetin yaygınlaşması ile başlayan ve yeryüzünün enformasyon açısından bir bütün olmasını sağlayan teknolojik gelişmeler tüm dünyayı gerçek anlamda tek bir vücut haline getirmiştir.

Yukarıda belirtilen teknolojik gelişmeler ile insanlar veya kurumlar istedikleri bilgiye daha kolay ulaşmaya başlamış ve finansal işlemlerini internet şubesi gibi kanallar ile bankalara veya aracı kurumlara gitmeden gerçekleştirmeye yönelmişlerdir. Bu yapısal evrim finansal sektördeki yatırımcıların bir ülkede alım yaparken diğer bir ülkede satış yapmalarını sağlayacak kadar gelişmiştir. O nedenle bir yatırımcı önce Türkiye’de işleme başlayıp, daha sonra Avrupa borsaları ile ilgilenip bunun ardından ABD’ye yönelip geceyi Japonya’da kapatabilir hale gelmiştir. Yatırımcıların bu işi yerlerinden kalkmadan yapabilmeleri de finansal fon akışını kontrol edilmesi zor bir hale getirmiş ve kısacası teknoloji; ülkelerin veya üst otoritelerin denetim ve gözetim mekanizmalarından çok hızlı bir şekilde gelişmiştir.

Söz konusu hızlı gelişim sayesinde çok çabuk şekilde bir çok sayıda piyasada işlem yapılabilir hale gelinmiştir. Bu hızlı gelişim bir çok sektörün de doğmasına sebep olmuş ve insanlar sadece klasik finansal yatırım araçları yerine bir çok finansal enstrümana ihtiyaç duymaya başlamışlardır. Bunun üzerine adından günümüzde sıkça bahsedilen finans mühendisliği kavramı ortaya atılmış ve bir çok

finansal enstrüman geliştirilmiştir. Türev ürünlerin de türevleri yapılmış ve belki de birçoğu henüz standart bir yatırımcı tarafından duyulmamış birçok ürün geliştirilmiştir.

Yukarıda anlatılan gelişim elbette ki bazı temel faydalar gözetilerek yapılmıştır. Öncelikle çeşitliliğin artması yatırımları arttırmış, böylece yatırımlar tabana yayılmaya başlamıştır. Bu ve buna bağlı gelişmeler de özellikle likidite bolluğu içinde olan bir çok yatırımcıyı yakından etkilemiştir. Söz konusu likidite bolluğu içinde olan büyük yatırımcılar standart yatırımlar ile değil kendilerine mutlak getiri getirecek büyük yatırımlar ile ilgilenmeye başlamışlardır. Bu sebeple tarihi yarım asırdan fazlayı bulan ancak en büyük gelişimini 2000'lerin başlarında yapan hedge fonlar söz konusu yatırımcılar tarafından ciddi şekilde talep görmeye başlamıştır.

Hedge fonlara olan talep bu şekilde artmaya başladıktan sonra finansal sistem içindeki yerleri de tartışılır hale gelmiştir. Bir çok ekonomist bu fonları hızlı yer değiştirmelerinden ve çok kolayca kurulup denetimden uzak şekilde çalışabilmelerinden dolayı yoğun şekilde eleştirmişlerdir. Söz konusu eleştiriler sadece ekonomistler ile sınırlı kalmamış hükümetler ve ülkeler üstü otoriteler de bu kurumları sorgular hale gelmişlerdir. Bu kadar yoğun eleştirilerin altında bir çok krizde rol oynamaları ve ülkeleri likidite dar boğazına sokmaları sebep olarak gösterilmiştir. Yapılan eleştirilere karşı olarak da bir çok ekonomist ve fon kurucusu söz konusu fonların özellikle gelişmekte olan ülkelere olan faydalarından bahsederek yukarıdaki açıklamaların tersine demeçler vermişlerdir.

Yukarıda var olan bu eleştiriler ve olumlu tepkiler bir çok insanın bu fonların işleyişlerini ve yatırım stratejilerini merak eder hale gelmesine sebep olmuştur. İşte bu nedenlerden dolayı yapmış olduğumuz bu çalışmada temel olarak söz konusu fonlar hakkında bilgi verilmesi amaçlanmaktadır.

Bu sebeple birinci bölümde; hedge kavramı, hedge işlemlerinde kullanılan finansal enstrümanlar, hedge fon kavramı, hedge fonların tarihi, hedge fonların türleri, hedge fonların özellikleri, hedge fonların stratejileri, hedge fonların kuruluşu ve hedge fonların ülkemizde algılanışı gibi hususlardan bahsedilerek söz konusu fonlar hakkında genel bilgiler verilmesi amaçlanmıştır. İkinci bölümde hedge fonların ülkelerin mevzuatlarındaki yerleri ve hukuksal altyapısı hakkında bilgi verilmektedir. Üçüncü bölümde ise hedge fonların bugüne kadar yerel ve küresel ekonomi üzerindeki etkilerinden ve önümüzdeki dönemlerde ne gibi etkileri

olabileceğinden bahsedilmeye çalışılmıştır. Dördüncü bölümde ise tezle ilgili değerlendirme ve sonuçlara yer verilmiştir.

Bu çalışmada; hedge fonların da dahil olduğu finansal enstrümanların çeşitliliğinin artmasının ekonomik kırılganlığın artmasına sebebiyet vermekte olduğu tezi savunulmaktadır. Bununla beraber hedge fonların geliştirmekte olan ülkelerin ekonomilerini kattığı canlılıktan ve bu ekonomilere olan faydalarından bahsedilmektedir.

Söz konusu çalışmanın konuya ilgi duyanlara yararlı olmasını dilerim.

İKİNCİ BÖLÜM HEDGE FONLAR VE ÖZELLİKLERİ

Bu bölümde hedge ve hedge fon kavramından, hedge fonların tarihçesinden, olumlu olumsuz özelliklerinden, yatırım stratejilerinden, ülkemizdeki algılanışlarından, hedge fonların kurulması için gerekli yapılardan ve en sonunda da dünyada bilinen başlıca hedge fonlardan bahsedilecektir.

Öncelikle aşağıda hedge ve hedge fon kavramlarının anlatımı ile başlanacak ve sırasıyla diğer konulara göz atılacaktır. Hedge ve hedge fon kavramlarının anlatımına başlamadan önce, bu iki kavramın birbirlerinden oldukça farklı kavramlar olduğunu ifade etmekte fayda vardır.

1.1. HEDGE KAVRAMI

Hedge Fon kavramına geçmeden önde “Hedge” kelimesi ile ne anlatıldığı izah edilmeye çalışılacaktır. Temelde İngilizce olan Hedge kelimesi, Türkçe aşağıdaki anlamlara gelmektedir:¹

- Sık ağaçlardan/çalılardan oluşan çit; çalı çit.
- Etrafına çalı dikmek, çalı ile çevirmek.
- Kuşatmak, sarmak, çevirmek.
- Kaçamak cevap vermek.

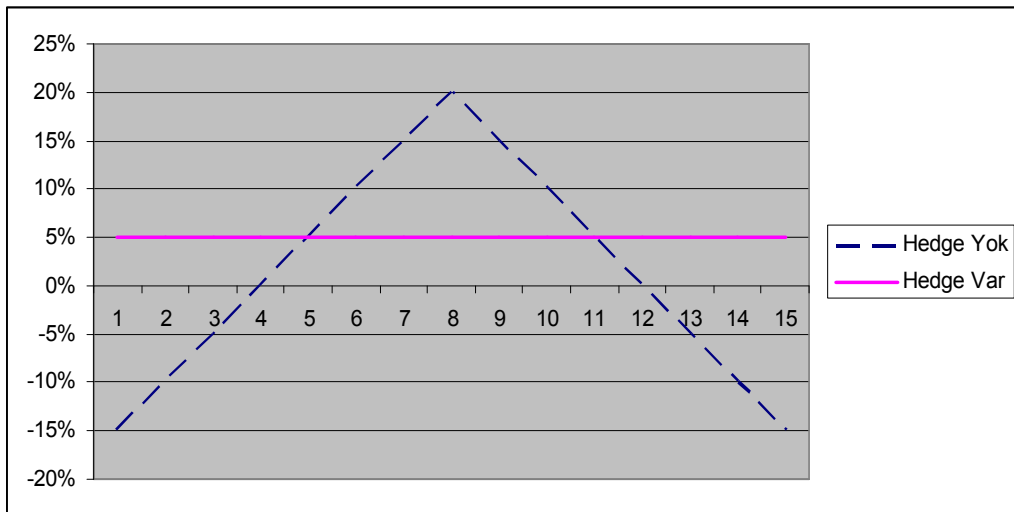
Yukarıdaki anlamları son tanım dışında yorumladığımızda, genel olarak belli bir alanı bazı tehlikelerden korumak, daha güvenli kılmak veya bu koruma işlemini yapanın içinin rahat etmesini sağlamak gibi amaçlarla koruyucu maddeler ile çevirmek, sınırlandırmak ve daha korunaklı hale getirmek gibi anlamlar çıkmaktadır.

¹ Redhouse,(2009) “Hedge”, <http://www.redhouse.com.tr/V2/Lang/Tr/Pg/DictionaryResult> (03.04.2009)

Bu durumda örneğin bir çiftçi kendisine “yukarıda gördüğün alanı diğerleri gelmeden çevirebildiğin kadar çevir” denildiğinde iki şeyi düşünecektir:

- Olabildiğince geniş bir alanı çevireyim
- Ama bunu diğerleri gelmeden yapayım aksi takdirde küçük bir alanı çevirecek kadar bile zamanı veya imkanı bulamayabilirim.

İşte hedge kelimesi de aslında bununla tamamen paralel hareket etmektedir. Hedge yapan bir şahıs önceden belirlenmiş vadede belirlenmiş bir fiyattan belirli bir finansal veya finansal olmayan bir enstrümanı almayı veya satmayı kabul etmiştir. Fakat ileride buna pişman da olabilir, karlı çıktığını görüp iyi ki yapmışım da diyebilir. Sonuçta hedge yaparak elde etmiş olduğu durum ile kaçırdığı kazanç veya korunduğu zararı aşağıdaki şekil güzel bir şekilde ortaya koymaktadır.²



Şekil 1.1 Hedge Kavramı

Buraya kadar anlatılanlar ile hedge diğer bir ifade ile finansal korunma kavramının finans literatüründe ne anlama geldiğinden bahsedecek olursak da aşağıdaki gibi tanımlayabiliriz:³

Hedge; bir piyasada pozisyon alınması sonucu oluşan risklerden diğer piyasalarda (futures, options vb.) pozisyon alarak korunma şeklidir.

Riskten korunma (hedging) bir varlık veya yükümlülükte gelecekte ortaya çıkacak bir pozisyonu şimdiden dengelemek veya mevcut bir pozisyonu oluşturmak

² Hedge Etmek. (2004). <http://www.bankacilik.net/bilgiler.php?k=Hedge+Etmek> (03.04.2009)

³ Gökhan Çözeli. (2009) Yeni Bir Alternatif Yatırım Aracı: Hedge Fon. http://paribus.tr.googlepages.com/g_cozeli2.pdf (03.04.2009)

esasına dayanmaktadır. ⁴ Finansal kuruluşlar ve finansal olmayan kuruluşlar tarafından yoğun olarak kullanılan riskten korunma yöntemi ile şimdiki ya da gelecekteki nakit akışından doğabilecek risklerin azaltılması amaçlanmaktadır. Örneğin birden fazla ülkede faaliyet gösteren çokuluslu bir firma, riskten korunma olarak değişik para birimleri arasında gelecekteki döviz kur risklerini azaltmayı veya elimine etmeyi amaçlamaktadır. Kuruluşlar için riskten korunmanın farklı türleri vardır, bunlardan en yaygın olarak kullanılanlar aşağıda açıklanmaktadır:

1.1.1. Uzun Pozisyon Alarak Riskten Korunma (Long Hedge)

Uzun pozisyon alarak riskten korunma fiyatların yükselmesine karşı yatırımcının korunması amacına yöneliktir. Yatırımcı fiyatların yükselmesine karşı gelecek piyasasında uzun, aynı zamanda spot piyasasında kısa pozisyon almaktadır. Örneğin bir inşaat firması hammadde olarak demir kullandığı için gelecekte demir almayı istemekte, fakat gelecekte demir fiyat artışı riski söz konusu olduğu için bir gelecek sözleşmesi satın alarak fiyat artışından kendini korumayı amaçlamaktadır. Yatırımcı aynı zamanda spot piyasasında kısa pozisyon aldığı varsayılmaktadır. Vade geldiği zaman gelecek sözleşmesi gelecek borsasında satılmakta ve spot piyasasında satın alınmaktadır. Her iki piyasada oluşan kar- zarar birbirinden çıkarılarak veya eklenerek yatırımcının net kar- zararı hesaplanmaktadır. Gelecek firmasında uzun pozisyon alarak riskten korunma işlemi örnekle şöyle açıklayabiliriz:

X inşaat firması, üretiminde hammadde olarak demir kullanmaktadır. X firmasının 08.09.2009 tarihinde 1000 ton demire ihtiyacı olacaktır. Bugün yani 08.05.2009 tarihinde demirin spot fiyatı 380 dolar civarındadır. X firması demir fiyatı ile ilgili risklerini bertaraf etmek için 08.05.2009 tarihinde 5 adet gelecek sözleşmesi satın almıştır. Bir gelecek sözleşmesinin büyüklüğü 200 tondur. Gelecek sözleşmesinin fiyatı, aynı tarihte ton başına 360 dolardır. 08.09.2009 tarihinde demirin spot fiyatı ton başına 420 dolara ve demir gelecek sözleşmesinin fiyatı da ton başına 440 dolara yükselmiştir. İşlem ve fırsat maliyeti ton başına 5 dolardır.

X firması 08.05.2009 tarihinde spot piyasadan piyasadan demir satın alsaydı toplam 380.000 \$ (1000 ton x 380 \$) ödeyecekti. Ancak firmanın üretim için gereken demirin tarihi 08.09.2009'dur. Dolayısıyla firma, riskten korunma işlemi

⁴ Şule Aydeniz. (2008). *İşletmelerde Gelecek (Futures) ve Opsiyon Sözleşmeleri ile Risk Yönetimi* s.81

yapmamış olsaydı 08.09.2009 tarihinde toplam 420.000 \$ (1000 ton x 420 \$) ödeyecekti. Firma, riskten korunma işleminde gelecek sözleşmesini kullanarak 80.000 \$((440–360)x 1000) kar elde etmiştir. İşlem ve fırsat maliyeti de toplam 5000 dolardır. Firma 08.09.2009 tarihinde 420.000 yerine 345.000 \$ (420.000 – 75.000) dolar ödemiştir.

1.1. 2. Kısa Pozisyon ile Riskten Korunma (Short Hedge)

Kısa pozisyon olarak riskten korunma, fiyatların düşmesine karşı yatırımcının korunması amacına yöneliktir. Bir varlığı, örneğin pirinci elinde bulunduran ve ileride satmayı düşünen bir firma, bu varlığın fiyatının gelecekte düşeceğini düşünmekte ve gelecek piyasasında kısa pozisyon olarak riskten korunma işlemini gerçekleştirmeyi amaçlamaktadır. Firma, gelecek kısa pozisyon almasına karşılık spot piyasasında uzun pozisyon almaktadır. Örneğin Türkiye’den Fransa’ya pirinç ihraç eden bir firma € karşısında TL’nin değer kazanacağını tahmin etmektedir. Dolayısıyla firma, döviz kuru riski ile karşı karşıyadır. Firma döviz kur riskinden korunmak için gelecek piyasasında sözleşme satmakta (kısa pozisyon) ve spot piyasada uzun pozisyon aldığı varsayılmaktadır. Vade geldiği zaman gelecek sözleşmesi, gelecek borsasında satın alınmakta ve spot piyasasında satılmaktadır. Bunu bir örnekle şöyle açıklayabiliriz:

Y firması 05.06.2009 tarihinde A firmasına 05.08.2009 tarihinde ödemeli 1000 ton pirinç satmıştır. Pirinç şirketinin yaptığı anlaşma yüksek olduğu için pirincin fiyatı düşerse firmanın zararı yüksek olacaktır. Pirincin bugünkü spot fiyatı ton başına 2200 dolardır. Firma, pirincin fiyatının ilerleyen tarihlerde düşeceğini tahmin etmekte ve kendisini zarardan korumayı istemektedir. Firma 05. 06. 2009 tarihinde ağustos 1000 adet gelecek sözleşmesini ton başına 2150 dolara satmıştır. Bir adet gelecek sözleşmesinin büyüklüğü 1 tondur. 05.08.2009 tarihinde gelecek sözleşmesinin fiyatı 2100 dolar ve pirincin spot piyasası da 2000 dolar olmuştur. Firma gelecek sözleşmesini 2100 dolara satın alacak ve spot piyasasında da 2000 \$’a satacaktır. Pirinç firması gelecek sözleşmesi ile riskten korunma işlemini yapmamış olsaydı 05.08.2009 tarihinde pirinci 2.200.000 \$ yerine 2.000.000 \$’a satacak ve 200.000 \$ zarar edecekti. Ancak gelecek piyasasında riskten korunma işlemini gerçekleştirdiği için gelecek piyasasında 150.000 \$ ((2150–2000) x 1000) kar elde

etmiştir. İşlem ve fırsat maliyeti ton başına 5 dolar olduğundan toplamda 50.000 dolar işlem ve fırsat maliyeti olmuştur. Firma toplam 100.000 \$ kar elde etmiştir.

Hedge kavramını biraz daha detaylandırdığımızda aşağıdaki açıklamayı görmekteyiz:⁵

“Spot piyasada sahip olunan pozisyonun aksi yönünde vadeli işlemler veya opsiyon piyasalarında işlem yapmaktır.”

Yukarıdaki açıklamalara bir örnek vermek gerekirse, örneğin mallarını sevketmiş ve ihracat bedelini beklemeye başlamış bir ihracatçı kurun düşmesinden ve dolayısı ile alacağı yabancı paranın bugünkü TL karşılığında daha düşük bir bedel ile karşılaşılabileceğini düşünebilir. Bunu düşündüğünden ve kendini korumak istediğinden (ve oluşacak muhtemel kur gelirini de ihmal ettiğinden) mal bedelinin geleceği günkü kuru bugünden sabitlemek istemektedir. Buna göre, aşağıdaki gibi bir işlem yapılabilir:

Tablo 1.1. Vadeli Döviz İşlemi

| Kur Cinsi | Kur |
|----------------------------------|--------|
| Spot kur (15 Aralık 2008) | 1,5000 |
| Vadeli İşlem kuru (31 Ocak 2009) | 1,5500 |

Böylece 1,5500 ten gelecek 100.000 USD’lık bedeli bozduracaktır. Kur’un 1,5500 dışında herhangi bir farklı şekilde hareket etmesi durumunda aşağıdaki tablo ortaya çıkacaktır.

Tablo 1.2. Vadeli Döviz İşleminden Kar Zarar

| Kur | Kar / Zarar |
|--------|--|
| 1,4500 | $(1,5500 - 1,4500) \times 100.000 = 10.000$ TL kar |
| 1,5000 | $(1,5500 - 1,5000) \times 100.000 = 5.000$ TL kar |
| 1,6000 | $(1,5500 - 1,6000) \times 100.000 = - 5.000$ TL (zarar) |
| 1,6500 | $(1,5500 - 1,6500) \times 100.000 = - 10.000$ TL (zarar) |

Bu genel bilgi verildikten sonra hedge işlemlerinde kullanılan finansal enstrümanlara da göz atmakta fayda bulunmaktadır.

⁵ Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. (2008) *Türev Araçlar Lisanslama Rehberi*. VOB, İzmir, s.63.

1.2 HEDGE İŞLEMİNDE KULLANILAN FİNANSAL ENSTRUMANLAR

1.2.1 Forward Sözleşmeler

Forward işlemler vadesi, miktarı ve fiyatı önceden belirlenmiş bir menkul kıymetin veya herhangi bir malın ileri bir tarihte teslimini öngören anlaşmalardır. Forward işlem ile; belirli bir malı, menkul değeri veya dövizini belli bir tarihte, anlaşmanın yapıldığı tarihte belirlenen fiyattan alımı veya satımı öngörülmektedir.⁶

Forward anlaşmanın vadesi ve tutarı, alıcı ve satıcı arasında pazarlık yapılarak belirlenmektedir. Bunların en önemli özelliği taraflar arasında karşılıklı görüşme sonucu ve ihtiyaca göre özel tasarlanan ürünler olmasıdır. Forward döviz kurları genellikle 30, 60, 90 gün vadeli veya 3, 6, 9, 12 aylık olarak yapılabilmektedir.⁷

Forward anlaşmaları yapılmasındaki amaç özellikle döviz kuru değişimlerine karşı korunmak veya spekülasyon yapmaktır. Forward olarak açıklanan kurlar spot kurlardan oldukça farklı olarak belirlenmektedir. Buna göre spot kurlar serbest bir ekonomide tamamen piyasa dinamikleri, iç ve dış gelişmeler ile makro ve mikro değişimler sonucunda dalgalanabilmektedir. 2001 yılının Şubat ayından itibaren ülkemizdeki durum da böyledir. Fakat forward kurlar, faiz oranlarındaki farklılıklarla bakarak belirlenmektedir. Bu sebeple forward kur denilince bir paranın yabancı paralar karşısındaki gelecekteki değeri anlamına gelmektedir.⁸ Forward işlemler tezgah üstü piyasalarda alınıp satılan sözleşmelerdir. Bu tür işlemlerde bahsedilen standartlardan aşağıda söz edilmektedir.⁹

- **Sözleşmeye Konu Ürün/Menkul Kıymet/Finansal Gösterge:** Vadeli işlem sözleşmesinin üzerine düzenlendiği pamuk/hisse senedi/endeks gibi ürünler.
- **Sözleşmenin Vadesi:** Sözleşmeye konu ürünün nakit uzlaşmasının veya fiziki takasının yapılacağı zamandır. Genellikle standart vadeler; ocak, şubat ve mart döngüleri olarak belirlenmekle birlikte, bu konuda farklı ülkelerde farklı uygulamalar olabilmektedir.

⁶ Ferdağ Maden. (2003). *Vadeli İşlemler: Türkiye Vadeli İşlemler Piyasası Uygulaması*. İstanbul, Marmara Üniversitesi Yayınları, s. 14.

⁷ Mehmet Takan. (2001). *Bankacılık Teori, Uygulama ve Yöneti.*, Ankara, Nobel Yayınları, s. 696.

⁸ Sadi Uzunoglu. (1998). *Yeni Finansman Teknikleir*. İstanbul, Strata, s.s. 52-53.

⁹ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumlar Birliği (TSPAKB).(2007). *Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları*. İstanbul, s. 48

- **Sözleşme Büyüklüğü:** Sözleşmeye konu ürünün standartlaştırılmış minimum işlem miktarıdır.
- **Teslim şekli:** Vade sonunda teslimatın fiziki teslim veya nakit uzlaşma yöntemlerinden hangisi yoluyla yapılacağını ifade eder.
- **Uzlaşma Fiyatı:** Sözleşme türü bazında belirlenen ve hesap bazında günlük kar/zarar ve teminat yükümlülüklerinin hesaplanmasında kullanılan fiyattır.
- **Son işlem Günü:** Vadeli işlem sözleşmesinin vade bitiminden önce işlem yapılabilen son işgünüdür.
- **Teminat Oranları:** Vadeli işlem sözleşmesinde pozisyon alanların, işlemin başlangıcında ve pozisyon tutulurken hesaplarında bulundurmaları gereken başlangıç ve sürdürme teminat oranlarıdır.
- **Fiyat Adımları:** Vadeli işlem sözleşmesinde, sözleşme fiyatında gerçekleşebilecek en küçük fiyat hareketidir.
- **Günlük Fiyat Hareket Limitleri:** Vadeli işlem sözleşme fiyatının bir gün içinde aşağı veya yukarı doğru hareket edeceği fiyat bandıdır.
- **Pozisyon Limitleri:** Vadeli işlem sözleşmesinde bir firmanın veya hesabın sahip olacağı maksimum pozisyon sayısıdır.

Forward işleminin daha iyi anlaşılabilmesi için bir örnek üzerinden gitmekte fayda vardır.

Örnek 1:¹⁰

24 Haziran 2003 tarihinde Dolar.in TL.ye karşı kuru bir forward kontratına göre 1.700.000 TL olarak görülmektedir. Sizin 24 Haziran 2003 tarihli kur

beklentinize göre kontrata girip girmeme konusundaki tutumunuz ne olacaktır?

Araştırmalarınıza göre;

Doların spot fiyatı 25 Nisan 2003 tarihinde 1.550.000 TL.'dir.

25 Nisan 2003 tarihinde USD yıllık mevduat faizi %5

25 Nisan 2003 tarihinde TL yıllık mevduat faizi %5

¹⁰Güray Küçükkoçaoğlu. (2009). *Uluslararası Finansa Ders Notları*.
http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/ (08.04.2009)

Bu verilere göre forward fiyat;

$$\text{Forward Fiyat} = \frac{1 + (((\text{TL Faizi}/100) \times \text{Vadeye Kalan Gün Sayısı}) / 360)}{1 + (((\text{US Faizi}/100) \times \text{Vadeye Kalan Gün Sayısı}) / 360)} \times \text{Spot Fiyat}$$

$$\text{Forward Fiyat} = \frac{1 + (((82/100) \times 60) / 360)}{1 + (((5/100) \times 60) / 360)} \times 1,550,000$$

$$\text{Forward Fiyat} = 1.750.000 \text{ TL}$$

Yukarıdaki hesaplama ışığında, forward piyasasında 1.700.000 TL'ye satılan 24 Haziran 2003 tarihli kontrat 1.750.000 TL olacaktır. Kazanç sağlamak için 24 Haziran 2003 tarihli forward kontratına alım amaçlı girmekte yarar vardır.

1.2.2. Futures İşlemleri

Future anlaşmalar yukarıda anlatılan forward işlemlerden farklı olarak belli bir standarttaki belli bir ürünün, ileri tarihte sözleşmenin yapıldığı anda sabitlenen bir fiyat üzerinden teslim edilmesi veya teslim alınması taahhüdünü içeren bir sözleşmedir.¹¹ Birbirlerine mantık olarak oldukça fazla benzeseler de future işlemler organize borsalarda işlem görürken, forward işlemler tezgah üstü piyasalarda (OTC) alınıp satılmaktadırlar.¹²

Gelecek piyasalarında işlem gören futures sözleşmeleri standart nitelikte olup, teslimat tarihine kadar alınıp satılabilir.¹³ Sözleşmeye konu olan mal, döviz ya da menkul kıymetin fiili teslimatı gerekmez. Bir karşı sözleşme veya nakit ödeme yoluyla anlaşma sonuçlandırılabilir.¹⁴ Sözleşmeler standart miktarda ürün içerirler ve teslim tarihleri forward sözleşmelerden farklı olarak standarttır. Futures sözleşmelerinde maksimum fiyat değişimi için günlük olarak tespit edilmiş sınırlar vardır. Futures sözleşmeleri, gelecek komisyoncuları veya seans işlemcileri tarafından alınır veya satılır. Gelecek sözleşmelerinde borcun ödenmemesi durumunda, takas odası aldığı depozito veya marjla ödemeleri yapar. Gelecek

¹¹ Maden, a.g.e., s. 15.

¹² Takan, a.g.e., s. 702.

¹³ Bradford Cornell ve March R.Reinganum.(1981). *Forward Futures Prices: Evidence Form The Foreign Exchange Market*. The Journal of Finance, Vol: XXXXI, No:12, December, s.1036.

¹⁴ Ramazan Aktaş ve Ercan Beyazıtılı. (t.y.) *Ticari Mal Vadeli İşlem Piyasası*. Ankara, Ankara Ticaret Odası Yayını, Kasım-Aralık, Sayı:42, s.39.

sözleşmelerine konu olacak kıymetlerin taşınması gereken bir takım özellikler vardır. Bu özellikler aşağıdaki gibi sıralanabilir:¹⁵

- Homojen kalite gruplamasına olanak vermesi,
- Hammadde özelliği taşınması,
- Fiyatların arz ve talebe göre belirlenmesi,
- Depolanabilme özelliği taşınması,
- İşlem görebilecek bollukta olması,
- Ucuz taşımaya olanak vermesi,
- Fiyatlarının dalgalanma özelliğine sahip bulunması,
- Kalite tespitlerinin kolay olması,
- Spot piyasadaki likiditelerinin yüksek olması,
- Sözleşmenin anlaşılır bir dille yazılmış olması.

Diğer tüm finansal yatırım enstrümanlarında olduğu gibi futures sözleşmelerinde de birtakım riskler ortaya çıkmaktadır Futures sözleşmelerinde ortaya çıkan riskleri dört ana grupta incelemek mümkündür. Bu riskler; temel risk, sözleşme riski, manipülasyon riski ve marjin riskidir.

Temel risk, riski sıfırlamak amacı ile satın alınan enstrümanın fiyatının futures piyasalarda alınan ve satılan sözleşmelerin fiyatı ile aynı yönde olmaması durumunda ortaya çıkan risk temel risktir. Sözleşme riski ise futures sözleşmesinin eksik ya da hatalı olmasından kaynaklanan risktir. Futures sözleşmelerinde ortaya çıkabilecek olan diğer bir risk olan manipülasyon riski büyük fiyat değişikliklerinden kaynaklanan risktir. Gelecekteki fiyatların aksi yönde hareket etmesi durumunda başlangıç marjini muhafaza etme riski olarak tanımlanan marjin riski karşılaşılması yüksek olan bir risk türü değildir.

Future sözleşmeleri kendi içerisinde dört farklı şekilde işlem görebilmektedir. Bunlardan aşağıda bahsedilmektedir:¹⁶

- Döviz Future Sözleşmeleri: Hak sahibine gelecekte belirli bir tarihte önceden belirlenmiş bir kur üzerinden belirli bir tutarda döviz alım ve satım yükümlülüğü getiren standart bir sözleşmedir.

¹⁵ Ramazan Aktaş ve Ercan Beyazıtılı, a .g.e., ss.41-42.

¹⁶ Takan, a.g.e., ss. 704-707.

- Faiz Future Sözleşmeleri: Hak sahibine faiz sağlayan veya taşıyan belli tutardaki varlığı önceden tespit edilmiş fiyat üzerinden gelecekte belirli bir tarihte alma veya satma taahhüdü getiren standart bir sözleşmedir.
- Endeks Future Sözleşmeleri: Hak sahibine belli bir borsa endeksi ile değeri belirlenen portföyün ileri tarihte fiyatı bugünden belirlenmek şartıyla alım ve satım yükümlülüğü getiren standart bir sözleşmedir.
- Emtia Future Sözleşmeleri: Hak sahibine belli emtianın ileri tarihte fiyatı bugünden belirlenmek şartıyla alım ve satım yükümlülüğü getiren standart bir sözleşmedir.

1.2.3. Opsiyon İşlemleri

Opsiyonlar, alan tarafa üzerinde opsiyon yazılan mal veya kıymeti gelecekte belirli bir tarihte veya tarihe kadar, belirli bir fiyattan, belirlenen miktarda alma veya satma hakkı sağlayan sözleşmelerdir.¹⁷ Genel olarak satın alma (call option) ve satma opsiyonları (put option) şeklinde ikiye ayrılan opsiyonlar hamiline yazılı birer hak olarak bilinmektedir.¹⁸ Bu opsiyonların nasıl işlediği aşağıda açıklanmıştır:

- Call opsiyonu satın almak: Borsada bir prim ödemek suretiyle belirli bir kullanım fiyatından belirli bir miktarda bir kıymeti belirli bir vadede veya öncesinde satın alma hakkı sahibi olmak.
- Call opsiyonu satmak: Borsada anlaştığı primi tahsil etmek suretiyle belirli bir kullanım fiyatından belirli bir miktarda bir kıymeti belirli bir vadede veya öncesinde satma yükümlülüğü bulunmak.
- Put opsiyonu satın almak: Borsada anlaştığı primi ödemek suretiyle belirli bir kullanım fiyatından belirli bir miktarda bir kıymeti belirli bir vadede veya öncesinde satma hakkına sahip bulunmak.
- Put opsiyonu satmak: Borsada anlaştığı primi tahsil etmek suretiyle belirli bir kullanım fiyatından belirli bir miktarda bir kıymeti belirli bir vadede veya öncesinde alma yükümlülüğü bulunmak.

Opsiyonları bir başka şekilde de kendi arasında ikiye ayırabiliriz:¹⁹

¹⁷ Maden, a.g.e., s. 24.

¹⁸ Uzunoglu, a.g.e., ss. 52-53.

¹⁹ Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumlar Birliği, a.g.e., s. 49.

- **Avrupa Tipi Opsiyonlar:** Opsiyonu alan tarafın, sözleşmeye konu mal veya kıymeti satın alma veya satma hakkını sadece vade sonunda kullanmasını sağlayan opsiyonlardır.
- **Amerikan Tipi Opsiyonlar:** Vade sonu da dahil olmak üzere opsiyon alıcısına istediği zaman hakkını kullanma imkanını sağlayan opsiyonlardır.

Opsiyonların tanımından ve türlerinden de anlaşılacağı gibi bu sözleşmelerin beş temel özelliği bulunmaktadır:²⁰

- Opsiyon türünün belirlenmesi (alım - satım)
- Teslim edilecek malın belirlenmesi
- Malın fiyatının belirlenmesi
- Malın miktarının belirlenmesi
- Opsiyon sahibinin bu hakkını kullanacağı zaman aralığının belirlenmesi

Opsiyonların yatırımcılara maliyeti bunlar için ödenen primlerdir. Bu primler, satıcının kontratı düzenlemekle opsiyon dönemi boyunca karşılaşacağı riske karşın talep ettiği bedellerdir. Prim, kontrattaki döviz tutarının veya uygulama fiyatının belli bir yüzdesi olarak belirtildiği gibi, bir birim döviz cinsi (yabancı para) karşılığı ödenmesi gereken Amerikan Doları olarak da ifade edilmektedir. Opsiyon primi, alıcı tarafından kontrat satın alındığında peşin ödenir.²¹ Bu prim temel olarak aşağıdaki unsurlardan etkilenmektedir:²²

- Sözleşmeye konu olan kıymetin spot piyasa fiyatı
- Kullanım fiyatı
- Opsiyonu işleme koymanın son gününün tarihi
- Sözleşmeye konu kıymetin fiyat değişkenliği ve
- Risksiz faiz oranı

1.2.4. Swap İşlemleri

Swap işlemi denildiğinde; belirli bir miktar ve nitelikteki para, döviz, altın, mali araç, alacak, mal gibi varlıklarla; yükümlülüklerin, önceden belirlenen fiyat ve

²⁰ Burçin Bölükbaş.(2003). *Opsiyon Sözleşmeleri Fiyatlandırma Modelleri*, İstanbul, Yayınlanmamış yüksek lisans tezi, s. 4.

²¹ Tülin Akkum. (2000). Döviz Opsiyonları ve Opsiyon Fiyatlama Modelleri. *İ.Ü. İşletme Fakültesi Dergisi*, 29(1):47

²² Meda Çiğdem Ural. (1998). *Futures ve Opsiyon Piyasaları ve Türkiye'ye Uygulanabilirliği*, Ankara, yayınlanmamış yüksek lisans tezi, s. 90.

koşullara göre, gelecekteki bir tarihte ve banka şeklinde organize olan bir piyasada değiş-tokuşunu kapsamına alan vadeli bir işlem akla gelmelidir.²³

Görüldüğü gibi bir swap işleminde temelde değiş tokuş yatmaktadır. Bu sebeple yukarıda anlatılan finansal araçlardan daha farklı bir statüsü bulunan ve ilerleyen bölümlerde vadeli işlem sözleşmelerinin içinde değerlendirilmeyecek olan Swap işlemleri temelde aşağıdaki gibi sınıflandırılabilir:

- Döviz swapı: Bir gerçek veya tüzel kişinin ilerleyen dönemlerde döviz fiyatları hakkındaki değerlendirmeleri sonucu evvelce sahip olduğu belirli bir döviz cinsinden ödemeli bir yükümlülüğünü diğer bir gerçek veya tüzel kişinin elindeki başka bir döviz cinsinden ödemeli bir yükümlülük ile değiştirmek istemesidir. Bunun tersi de mümkündür.²⁴
- Faiz oranı swapı : Bir gerçek veya tüzel kişinin ilerleyen dönemlerde faiz oranları hakkındaki değerlendirmeleri sonucu evvelce sahip olduğu sabit faiz ödemeli bir yükümlülüğü diğer bir gerçek veya tüzel kişinin elindeki değişken oranlı yükümlülük ile değiştirmek istemesidir. Bunun tersi de mümkündür.²⁵

Bu işlemlerden döviz swapı 1960'lı yıllarda İngiltere'de uygulanmaya başlanmıştır. Faiz oranı swapı ise 1981'den itibaren uygulanmaya başlanmış ve oldukça geniş bir uygulama alanı bulmuştur.²⁶ Çünkü bir çok firmanın yanı sıra; Dünya Bankası, Avrupa Yatırım Bankası, çokuluslu şirketler ve bankalar bu işlemleri yapmaktadırlar.²⁷ Bu gelişimdeki önemli sebepler aşağıda belirtilmiştir:²⁸

- Sabit faizle borçlanma imkanı sınırlı olan gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş piyasalardan sabit faizli kredilerle swap yapabiliyor olmaları,
- Bazı para birimlerine fon sağlama imkanına karşılık diğer para birimleri ile ilgili ihtiyaçların karşılanamaması sonucu oluşan gereksinim,
- Ulusal piyasaların yatırım olanaklarına sahip olunmak istenmesi,
- Bazı finansal piyasalarda kredi vadelerinin kısıllığı sebebiyle, uzun vadede borçlanma imkanının aranması.

²³ E.Savaş Başçı. (2003). Vadeli İşlem Piyasası Aracı Olarak Swap'ın İşleyişi Ve Finansal Piyasalardaki Kullanımları. *Gazi Üniversitesi Endüstriyel Sanatlar Eğitim Fakültesi Dergisi*, 11(12):19.

²⁴ John C. Hull.(2003). *Options, Futures and Other Derivatives*, Prentice Hall, s. 40.

²⁵ Hull, a.g.e., s. 25.

²⁶ Maden, a.g.e., s. 27.

²⁷ Uzunoğlu, a.g.e., s. 81.

²⁸ Fadıl Uluşık. (1998). *Kur Riskinin Yönetimi ve Türk Bankacılık Sistemine Uygulanması*, yayınlanmamış yüksek lisans tezi, İstanbul, s. 106.

Yukarıda da bahsettiğimiz gibi swap işlemleri diğer vadeli araçlardan bir çok yönden farklıdır. Bu farklılıklar aşağıda belirtilmiştir:²⁹

- Future ve Forward’ da riske karşı korunmanın yanında, spekülative amaç ön plana çıkarken, swaplarda riske karşı korunma daha önemli görülmektedir.
- Swap işlemleri genellikle orta vadeli iken, Future ve Forward’da vadeler genelde kısadır.
- Swap işlemlerinde taraflardan her biri, aynı oranda olmasa bile, fayda sağlayabilmektedirler. Ancak Future ve Forward’da taraflardan birisi fayda sağlarken diğeri zarara uğrayabilmektedir.
- Future ve Forward işlemleri çoğunlukla kontratlar halinde düzenlenmektedir. Hatta Future işlemleri için özel borsalara ihtiyaç duyulmaktadır. Swap işlemlerinde ise çoğunlukla bir banka aracılık ederek tüm işlemleri yürütmektedir
- Özellikle faiz swaplarında sonsuz sayıda swap işlem yapma imkanı vardır.
- Future ve Forward bir alıcı ve bir satıcı arasında yapılabilmektedir. Swap işlemleri ise, çoğunlukla bir banka aracılığıyla üçüncü bir tarafla yapılmaktadır.

Görüldüğü gibi türev işlemler işletmelere riskten korunma noktasında ciddi yardımlar sağlamaktadır.

1.3. HEDGE FON KAVRAMI

Hedge fon kavramı günümüzde en çok tartışılan konulardan biridir. Hedge fonlar ile ilgili birçok tanımlama yapılmıştır. Birçok tanıma rağmen ortak kullanımda olan bir tanım mevcut değildir. Literatürdeki hedge fon tanımları incelendiği takdirde birçok farklı tanımla karşılaşmak mümkündür. Hedge fon, varlıklı kişilerden ve büyük kuruluşlardan toplanan fonları getiri sağlamaya ve sermayeyi değerlendirme amacına yönelik olarak oluşturulmuş finansal varlık alım satımında kullanan özel bir yatırım fonudur.³⁰ Diğer bir tanımlamaya göre katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan fonlar hedge fonlardır. Tanımlamada geçen nitelikli yatırımcı aynı tebliğde

²⁹ Başçı, a.g.e., s. 20.

³⁰ Nurgül Chambers. (2008). *Hedge Fonlar*. Niğde Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, 1(1):5.

“...yerli ve yabancı yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20 nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar, kamuya yararlı dernekler ile nitelikleri itibarıyla bu kurumlara benzer olduğu Kurulca belirlenecek diğer yatırımcılar ve fon katılma paylarının halka arz tarihi itibarıyla en az 1 milyon YTL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişiler...”³¹

şeklinde tanımlanmıştır.

George Soros tarafından yapılan hedge fon tanımı hedge fonlara ait birçok temel özelliği özetler niteliktedir:

“Hedge Fonlar birçok farklı yatırım faaliyetinde bulunmaktadır. Daha çok sofistike yatırımcılara hitap etmektedir ve yatırım fonlarına uygulanan yasal düzenlemelere tabi değildirler. Fon yöneticileri varlıkların belirli sabit bir yüzdesinden ziyade performanslarına göre kompanse edilmektedirler. “Performans fonları” daha doğru bir tanım olacaktır.”³²

Hedge fonlar ile ilgili yapılabilecek diğer bir tanım aşağıdaki gibidir:

“Hedge fonlar, spekülasyon amaçlı fiyat bilgisiyle ilgisi olmayan çoğu risk kaynağına karşı koruma sağlayan bilgiye dayalı fonlardır”³³

Fakat özellikle ABD yatırım fonları piyasasında oldukça hızlı bir büyüme gösteren hedge fonlar için aslında:

“Belirli kısıtlamaları en aza indirgenmiş yani mümkün olduğunca esnek bir yatırım stratejisi izleyebilen bir yatırım fonu türüdür.”³⁴

denmesi daha doğru olacaktır.

Diğer yatırım araçlarının tersine hedge fonlar, bir gösterge endeksle karşılaştırılan getiri sağlamak yerine, kesin ve sürekli getiri sağlamaya odaklanmıştır. Başka bir ifadeyle bu fonlar, sektör göstergelerine veya endeksin performansına bakmaksızın kesin getiri arayışı içindedir.³⁵

Özünde yatırım fonları gibi çalışan hedge fonlar risklilik açısından yatırım fonları ile kıyaslandığında ciddi farklılıklar göstermektedir. Hedge fonlar yatırımcılara ve fon yöneticilerine yüksek getiri sağlar. Kesin getiriye sağlayabilmek için atak stratejiler belirleyen hedge fonlar risk-getiri profilini yükseltmek için açığa satış, türev ürünlerinin alım satımı ve kaldıraç kullanma gibi pozisyonlar alırlar. Bu özellikleri ile hedge fonlar oldukça özel, değişken ve açık uçlu yapıya sahip yatırım ortaklıkları olarak tanımlanabilmektedir.

Bir hedge fon yapısında yer alan taraflar, yöneticiler (yatırım danışmanı), idareciler, birincil aracı kurumlar ve emanetçi kurumdur. Fon yöneticisi veya yatırım

³¹ Sermaye Piyasası Kurumu.(t.y.). *Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ*. Seri: VII, No:29, m:2.

³² US Securities and Exchange Commission. Selected Definitions of Hedge Funds. <http://www.sec.gov/spotlight/hedgefunds/hedge-vaughn.htm> (19.04.2009)

³³ Çözeli, a.g.e.

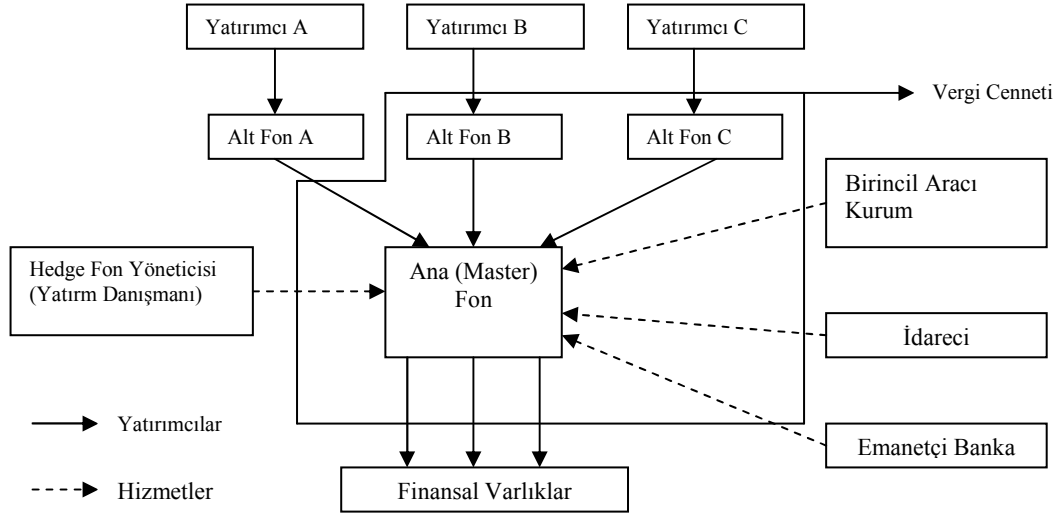
³⁴ Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği. (2003) KYD Aylık Bülten, Kasım, s.4.

³⁵ Chambers, a.g.e., s.5.

danışmanı, fonun aynı zamanda sponsoru, yöneticisi ve organizatörüdür. Fon yöneticisi; hedge fonun sponsoru olarak fonu kurar, organize eder, bir yatırım stratejisi geliştirir, fonu pazarlar; hedge fonun yöneticisi olarak fonu yönetir.³⁶ Hedge fon yöneticileri, genellikle, işlemci veya portföy yöneticisi olarak çalıştıkları büyük finans kurumu veya bankalardan kendi işlerini kurmak için ayrılmış olan profesyonellerdir.³⁷ İdareciler; varlıkların değerlemesine bağlı olarak fonların net aktif değerlerini hesaplamak, kayıtların tutulması ve muhasebe, yasal danışmanlık, raporlama ve yatırımcı işlemlerinin kaydı ve takibi gibi çeşitli görevleri sunmaktadırlar. Fonun net aktif değerinin hesaplanması, kritik bir önem taşımaktadır, çünkü hedge fonun performansı ve yatırım yöneticisinin ücreti net aktif değerine göre hesaplanmaktadır. Genellikle, offshore hedge fonlar, idarecileri kullanırken, onshore fonlar, operasyonel destek için birincil aracı kurumlarla çalışmaktadırlar. Birincil aracılar, hedge fonlara aracılık ve diğer profesyonel hizmetleri sunan bankalar ve menkul kıymet firmalarıdır. Birincil aracılık işlemleri; finansman, işlemlerin takası ve kapatılması, emanet hizmetleri, risk yönetimi ve operasyonel destek olanaklarını içermektedir. Birincil aracılar, gelirlerinin önemli bir kısmını işlem komisyonlarından, teminatlı nakit ödünç verilmesi ve açığa satış işlemini gerçekleştirmek için hisse senedi veya tahvil ödünç verilmesi gibi işlemlerden elde etmektedirler. Emanetçi kurum ise, genellikle, menkul kıymetler ve mevduatlar gibi hedge fonların varlıklarının güvenli bir şekilde saklanması görevini yerine getirmektedirler. Birincil aracı kurumlar, genellikle emanetçilik hizmetini de vermektedirler. Aşağıdaki şekilde tipik bir hedge fon yapısı görülmektedir.

³⁶ Adem Anbar, a.g.e., s.17.

³⁷ Tuba Ertugay Yıldız. (2004) *Hedge Fonların İşleyişi, Yeterlilik Etüdü*, SPK, Haziran -2004, s.8.



Şekil 1.2. Tipik Bir Hedge Fon Yapısı

(Kaynak: Adem Anbar. (2009) *Hedge Fon Sektörünün Gelişimi ve Hedge Fonların Temel Özellikleri*. Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, 8(27):18)

1.4. HEDGE FONLARIN TARİHİ

Ülkemizde yeni yeni duyulmaya başlanan hedge fonların aslında yarım yüzyıldan fazla süreli bir tarihi mevcuttur. Bilinen ilk hedge fon Alfred Winslow Jones tarafından 1949 yılında kurulmuştur.³⁸ 1923 yılında Harvard Üniversitesi'nden mezun olan ve Fortune Magazine'de muhabirlik yapmış Jones'ın konuya ilgisi 1941 yılında yazmış olduğu "Life, Liberty and Property: A Story Of Conflict And A Management Conflicting Rights" adlı kitapta Akron (Ohio) sakinlerinin büyük işletmelere bakışını araştırması ile başlamıştır.³⁹

Jones işe USD 40.000 kendine ait olmak üzere USD 100.000'lık bir portföy oluşturarak başlamıştır.⁴⁰ Jones ABD'de ilk hedge fonunu kurduğu zaman, kaldıraç (borçlanarak pozisyon alma) ve açığa satış işlemlerini birarada kullanmıştır. Jones, hisse senedi yatırımlarında karşılaşılabilecek riski:⁴¹

- Yatırım yapmak için yanlışlıkla seçilmiş hisselerden kaynaklanan riskler ve

³⁸ Stuart A. McCrary. (2004). *Hedge Fund Course*, İngiltere, John Wiley and Sons, s.3.

³⁹ Ann C. Logue. (2006). *Hedge Funds For Dummies*, ABD, s.15.

⁴⁰ Coşkun Küçüközmez. (2008). Finansal Kriz Çerçevesinde Piyasalarda Son Gelişmeler. *İİBF Semineri*, 14 Kasım, Trabzon, s.13.

⁴¹ Çözeli, a.g.e.

- Piyasalardaki değişimlerden kaynaklanan riskler

olmak üzere 2 gruba ayırmıştır. Jones, bu bağlamda piyasadaki herhangi bir düşüşten korunmak için aşırı değerli olarak gördüğü hisseleri açığa satıp, değerinden aşağı olan hisseleri satın almış ve bu işlemleri yaparken sık sık kaldıraç etkisini kullanmıştır. Açığa satış pozisyonları piyasalar düşerken kar elde etmeyi amaçlayan pozisyonlardır. Jones da bunu sık sık kullanmıştır. Fakat günümüzde hedge fonlar riskleri ortadan kaldırmak ya da azaltmaktan çok daha fazla risk alarak daha fazla kar elde etme yöntemlerinin uygulandığı kurumlar olarak karşımıza çıkmaktadır.

Jones'un ayrıca uygulamaya koyduğu yatırımcılara fon karının %20'sini dağıtma prensibi 50 yıldan fazla bir zaman sonra halen yürürlüğünü sürdürmekte ve günümüzdeki fon yöneticileri de benzer kar dağıtımları gerçekleştirmektedirler.⁴²

Jones'ın sahibi olduğu fonun büyümesi ve bunun akabinde yönetici çeşitlemesi yapılması konusundaki gereklilik, Jones'u kendi şirketini birden çok yöneticiye sahip bir hedge fona dönüştürmeye itmiştir. 1954 yılında Dick Radcliffe'i yanına alarak portföyün bir kısmının yönetimini ona bırakmış, daha sonraki yıllarda ise 8 bağımsız portföy yöneticisi daha istihdam etmiştir. Bu portföy yöneticilerine, birbirlerinin yatırımlarını kopyalamaları ve pozisyonlarının tersine pozisyon almamaları şartıyla, büyük bir serbesti getirilmiştir. Jones henüz bir başka hedge fonu mevcut değilken çok iyi çeşitlendirilmiş bir fon ailesi oluşturmuştur. Yeni hedge fonlar Jones'un ortakları tarafından oluşturulmuştur. Dick Radcliffe'ten kısa bir süre sonra Carl Jones, 1964 yılında City Associates'i kurarak Jones'tan sonra kendi hedge fonunu oluşturan ilk yönetici olmuştur.⁴³

Jones'un geliştirdiği yatırım stratejileri ile gösterdiği yüksek performans 1966 yılında 'Fortune Magazine'de yayımlanmıştır. Jones'un fonunun son on yıldaki yüksek getiri performansı ile bunun dayandığı yatırım stratejilerini anlatan söz konusu makale yayınlanana kadar böyle bir fonun varlığı kimsenin dikkatini çekmemiştir. Söz konusu makalenin yayımının ardından, benzer şekilde faaliyet gösteren fonların sayısı hızla artmaya başlamıştır.

Söz konusu makalenin yayınlanmasının ardından, hedge fonlara olan ilgi bir anda artmış ve sonraki iki yıl içerisinde bir çok hedge fon kurulmuştur. SEC (Securities and Exchange Commission), 1968 yılının sonunda yaptığı bir

⁴² Logue, a.g.e., s. 16.

⁴³ Taliye Yeşilürdü. (1998). *Yatırım Fonlarında Türev Araç Kısıtlamaları ve Hedge Fonlar*, Yeterlilik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, Ankara, Temmuz 1998, ss.47-48.

araştırmada, 215 tane yatırım ortaklığı bulunduğunu ve bunların 140 tanesinin çoğunluğu 1968 yılı içerisinde kurulmuş olan hedge fon olduğunu ifade etmiştir.⁴⁴

Bunun dışında hedge fonlar ile ilgili yaşanan önemli gelişmeler de aşağıdaki şekilde oluşmuştur:⁴⁵

- 1966 ile 1972 yılları arasında açığa satış stratejisinin önemini yitirmesi, hedge fonların hedge dışında spekülasyon yapmaya çalışmasına da sebep olmuştur. Bilindiği gibi spekülasyon, mevcut piyasa yapısının değerlendirilmesi sonrasında oluşan beklentiler dikkate alınarak ve risk üstlenilerek kazanç sağlayabilme çabasıdır.⁴⁶ Görüldüğü gibi hedge fonlar asıl amacı olan “hedge” ya da risklerin azaltılıp korunma faaliyetinden bu zaman diliminde sapmaya başlamış ve riskli yatırımlara da yönelmeye çalışmışlardır.
- 1972 yılından sonra özellikle patlayan petrol krizi ve Bretton Woods düzeninin çöküşü ile borsalarda yaşanan büyük kayıplar, hedge fonların spekülatif amaçlı yatırımlarından dolayı bu fonları da etkilemiş ve bir çok büyük hedge fon ciddi zararlar ilan etmiştir. Hatta bir çoğu yatırımlarını kaldıraç (borçlanarak) etkisi ile finanse etmeye çalıştığından söz konusu hedge fonlar iflas etmişlerdir.
- İkinci petrol şokunun atlatılması ile 1980’lerin başlarına gelindiğinde piyasalarda yaşanan rahatlama ile birlikte bugünlerde adını sık sık duyduğumuz George Soros gibi yatırımcılar özellikle spekülatif yatırımlara gitmişler ve bir çok para birimine bahis oynar gibi yüksek riskli yatırımlar yapmışlardır. Bu yatırımlardan kar elde ederken, özellikle 1990’larda fazla değerlenmiş olan Asya ülkeleri para birimlerinin değerlerini kaybedeceğini bekleyerek yaptıkları yatırımlarda haklı çıkmışlar fakat Malezya ve Endonezya hükümetleri bu düşüşten George Soros’u ve sahip olduğu hedge fonu sorumlu tutmuşlardır. Malezya Devlet Başkanı Mahatir Muhammed: “40 yılda sağladığımız ekonomik kazanımları Soros gibi bir geri zekalı 2-3 günde

⁴⁴ Adem Anbar. (2009). Hedge Fon Sektörünün Gelişimi ve Hedge Fonların Temel Özellikleri. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(27):102

⁴⁵ Logue, a.g.e., s. 16-17.

⁴⁶ Vikipedi. (2009). “Spekülasyon”, <http://tr.wikipedia.org/wiki/Spek%C3%BClasyon> (02.05.2009)

yıkıp geçiyor. Buna izin veremeyiz”⁴⁷ diyerek Soros’u ağır şekilde suçlamıştır.

- 1990’ların sonuna doğru en meşhur fakat büyük ihtimalle en anlaşılamayan hedge fon olarak LTCM (Long Term Capital Management)’de meydana gelen olaylar ve yüksek montanlı portföyün büyük zarara uğraması bu fonların riskli, saldırgan ve kumarbaz ruhlu olarak görülmelerine sebep olmuştur.⁴⁸
- 2000’li yıllara gelindiğinde, finansal piyasaların birbirlerine daha fazla entegre hale gelmesi, elektronik işlemlerin önemli şekilde artmış olması böylece piyasalar arasında yapılan işlemlerin birbiri ardına ve kolaylıkla gerçekleşmesi söz konusu fonların hızlı bir şekilde büyümesini sağlamıştır.

Gelinen son noktada hedge fonların ulaştığı son varlık toplamalarına ve hedge fon adedine baktığımızda aşağıdaki grafik bize yardımcı olabilmektedir. Yalnız şu da belirtilmektedir ki, hedge fon sektörünün büyüklüğünü ölçmede kullanılan hedge fon sayısına ve bunlar tarafından yönetilen toplam varlık değerine ilişkin kesin veriler mevcut değildir. Çünkü, hedge fonlara ilişkin zorunlu bir raporlama veya hedge fonların üye olmaları gereken bir kurum söz konusu değildir. Fakat, bazı danışmanlık ve araştırma firmaları (Center for International Securities and Derivatives Markets, Hedge Funds Research, Van Hedge Fund Advisors, EuroHedge, Lipper TASS gibi), gönüllü raporlamaya dayalı olarak hedge fon sektörüne ilişkin veri toplamaktadırlar. Tekdüze raporlama standartlarının olmaması, hedge fon sektörünün büyüklüğünü doğru bir şekilde değerlendirmeyi zorlaştırmaktadır.⁴⁹)

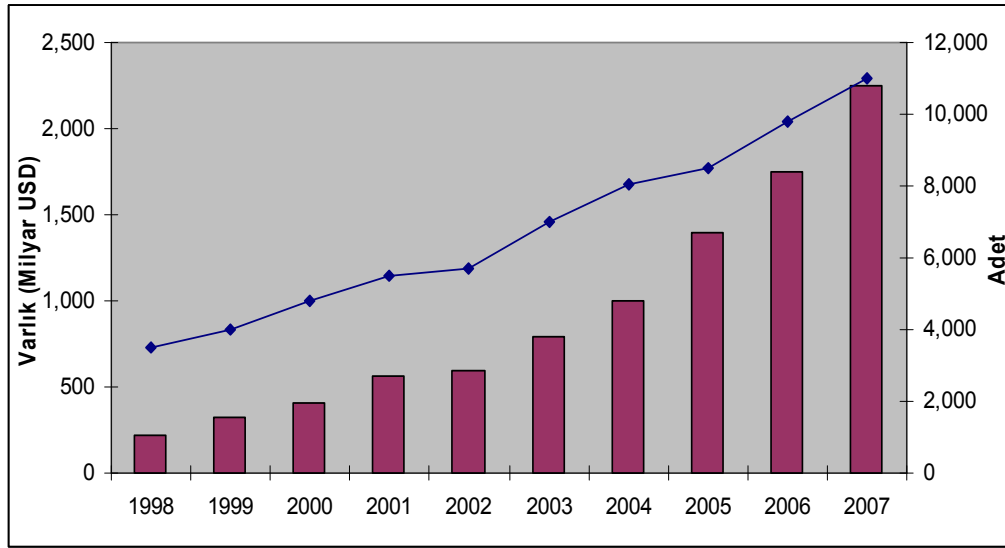
IFSL (International Financial Services London) tarafından hazırlanan aşağıdaki verilere göre 2007 yılının sonunda yaklaşık 11 bin gibi bir sayıya ve toplam varlıkları da 2,25 trilyon dolara ulaşmıştır.⁵⁰

⁴⁷ Bir Kez Daha Malezya. *Sabah Gazetesi*. 13.06.2003. s.8

⁴⁸ Kenneth S. Phillips, Ronald Surz. (2003). *Hedge Funds: Definitive Strategies and Techniques*, ABD, John Wiley and Sons, s.1.

⁴⁹ Anbar, a.g.e, s.103.

⁵⁰ IFSL. (2008). *Hedge Funds 2008*. IFSL Research, Temmuz 2008, s.1.

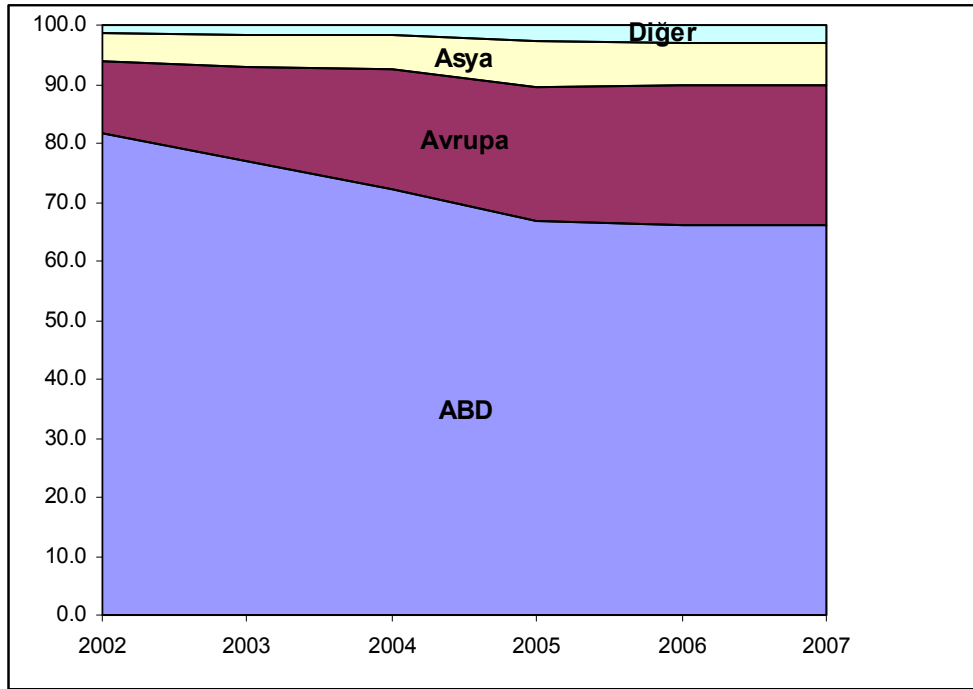


Şekil 1.3. Hedge Fonların Gelişimi

(Kaynak: IFSL, a.g.e., s.1.)

1990 yılında 40 milyar dolarlık varlığa ve 600'e yakın⁵¹ bir sayıya sahip olan hedge fonların günümüzde bu kadar yüksek seviyelere çıkması ilgi çekicidir. Yukarıdaki bilgi dışında hedge fon yöneticilerinin de nerelerden söz konusu hedge fonları yönettikleri önemli görünmektedir. Aşağıda verilen bilgilere göre, 2002 yılında hedge fonların ilk defa uygulamaya konulduğu ABD'nin tüm dünya içindeki payı %82 iken bu pay özellikle Avrupa'dan gelen yoğun talepler sonucu %67'lere gerilemiştir. Bu gerilemede sadece Avrupa'dan gelen talepler değil, 2006 yılında ABD'de başlayan ve gittikçe tüm dünyaya yayılan mortgage krizinin ve mortgage ile ilgili kağıtlara yatırım yapan bir çok hedge fonun batmasının da etkili olduğu ifade edilebilecektir.

⁵¹ Joseph G. Nicholas. (2005). *Investing in Hedge Funds: Strategies for the New Marketplace*, ABD, Bloomberg Press, s.1.



Şekil 1.4. Hedge Fonların Lokasyonu

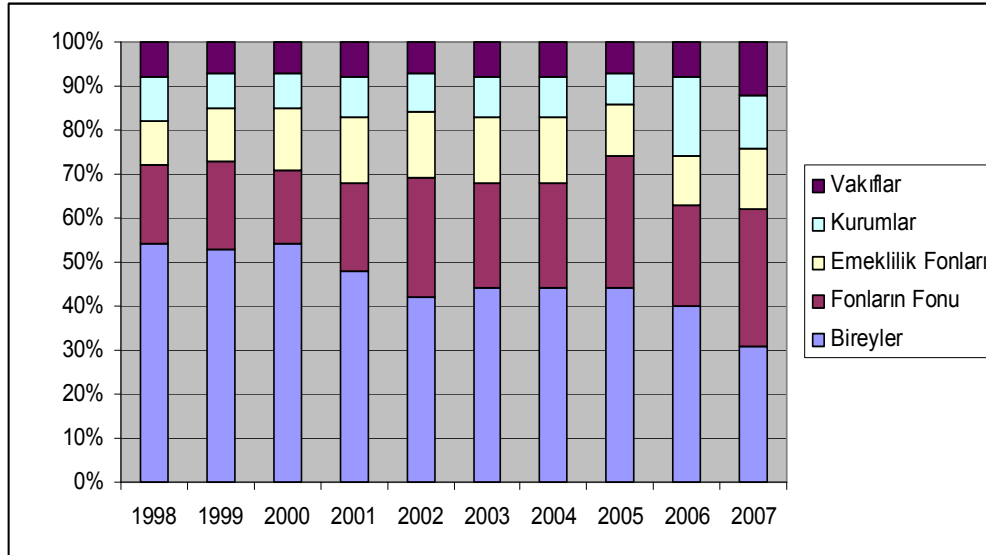
(Kaynak: IFSL, a.g.e., s.2.)

Hedge fon yatırımında bulunan kurum ya da kuruluşların neler olduğu ve yıllar bazında nasıl geliştiği de aşağıda belirtilmeye çalışılmıştır. Yatırımcıları biraz daha tanıdığımızda karşımıza aşağıdaki unsurlar çıkmaktadır:⁵²

- Bireysel yatırımcılar: Bu yatırımcılar, risk unsuruna önem vermeleri yanında daha fazla risk alabilir görünmektedirler. Bunun sebebi yatırılan varlığın sadece kendilerini veya ailelerini ilgilendirmiş olmasındandır. Muhtemelen bu kendileri için bir risk sermayesidir ve kaybedilmesi halinde büyük bir yıkım olmayacaktır.
- Kurumsal yatırımcılar: Bu yatırımcılar ise yaptıkları derin analizler doğrultusunda yatırımlarını risk / getiri dengesini en fazla gözeterek şekilde yapmaktadırlar. Söz konusu yatırımcılardan bir kısmı atıl fonlarını en iyi değerlendirebileceği ve böylece en fazla yatırımcıyı çekebileceği finansal araçlar aramaktadır. Kurumsal yatırımcılar içerisinde, emeklilik fonları, vakıflar ve fund of funds (“fund of hedge funds” veya kısaca “fonların fonu”) adı verilen kurumsal işletmeler de yer almaktadır. Bunlardan fonların fonu kuruluşları, hedge fonlarına yatırım yapan bir fondur. Hedge fonlardan farklı olarak, bu fonlar

⁵² Stuart A. McCrary. (2002). *How to Create and Manage a Hedge Fund: A Professional's Guide*. ABD, John Wiley and Sons, s.50.

genelde kayıt altında olup, bireysel yatırımcılara da satılabilirler. Bu fonlara asgari katılma payları hedge fonlara kıyasla daha düşük olup, yatırımcı sayısı sınırı da bulunmamaktadır.⁵³



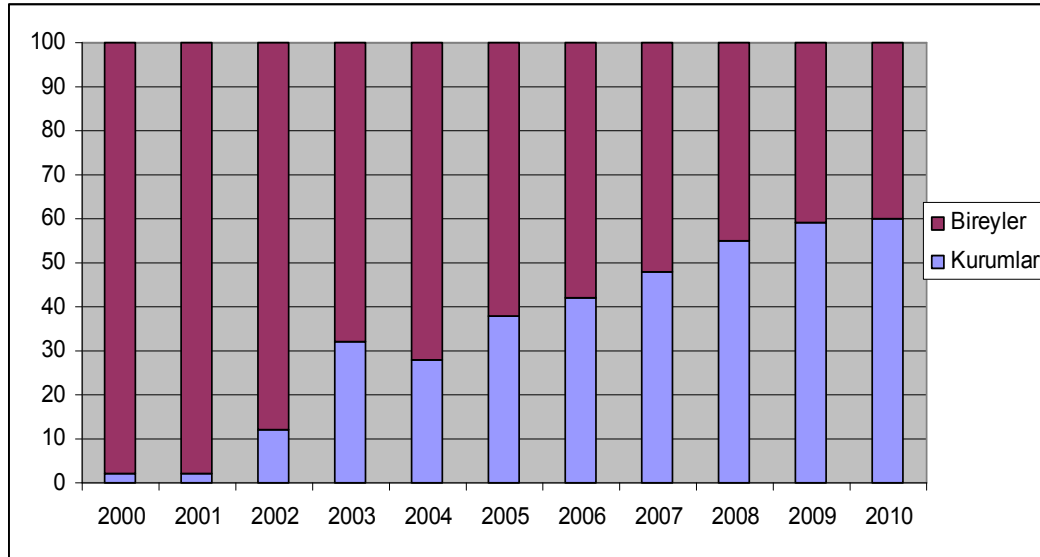
Şekil 1.5. Hedge Fonlara Yatırım Yapanlar

(Kaynak: IFSL, a.g.e., s.2.)

Söz konusu yatırımcılardan fonların fonu yatırımcılarının gittikçe paylarının arttığı görülmektedir. Bu payların artması hedge fonlara yatırım yapmak isteyen fakat asgari katılma payına sahip olamayan nispeten küçük yatırımcıların söz konusu fonlara yatırım yapabilecek olması ile ilgilidir.

Aşağıdaki şekilde ise bireyler ile kurumların hedge fonlarına olan ilgisi gösterilmeye çalışılmıştır. 2000 yılında neredeyse tamamı bireyler tarafından satın alınan hedge fon katılım payları yıllar geçtikçe kurumlar tarafından da satın alınmaya başlanmıştır. 2007 yılına geldiğimizde kurumlar ile bireyler hemen hemen aynı paya sahip oldukları hedge fonlarda ilerleyen zamanlarda kurumların payının artması yönünde beklentiler mevcuttur.

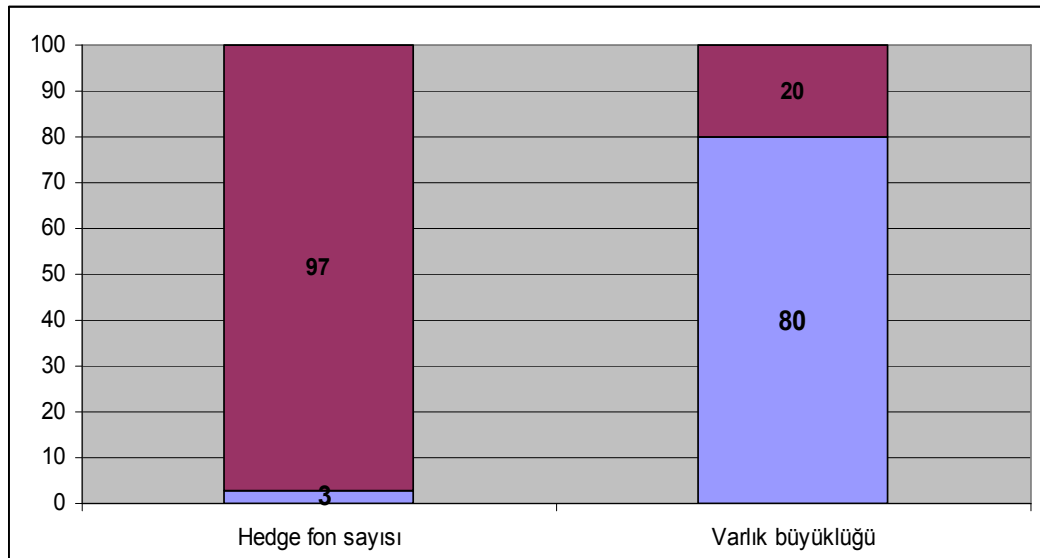
⁵³ Ekin Fıkrıkoca. (2006). Alternatif Yatırım Araçları. *Sermaye Piyasasında Gündem*, Ocak 2006, 41:10



Şekil 1.6. Hedge Fonlarda Kurumsal Yatırımcı Payı

(Kaynak: IFSL, a.g.e., s.3.)

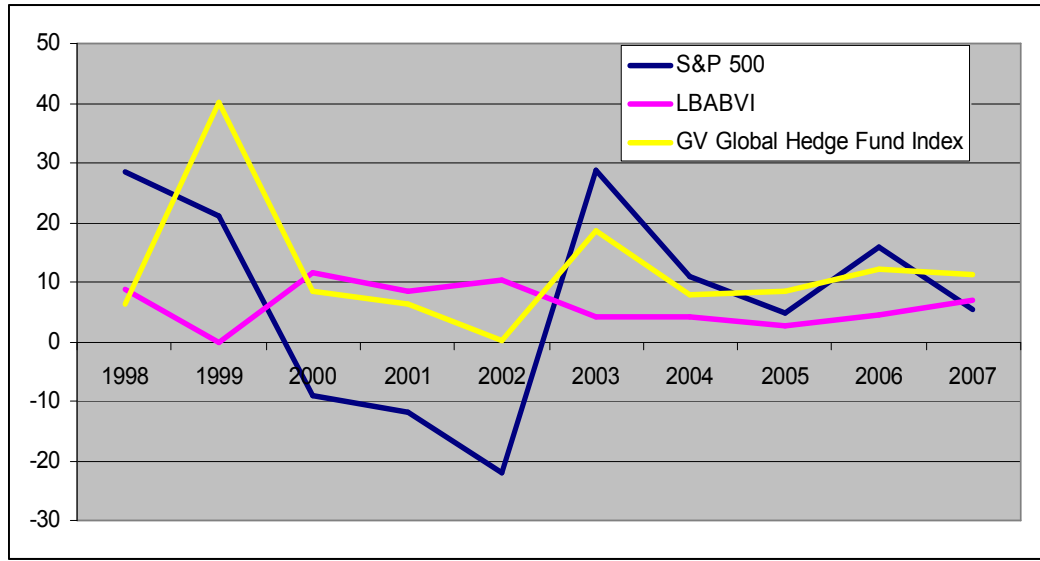
Bir başka önemli veri olarak da hedge fonlardaki varlık yoğunlaşması ele alınabilir. 2007 yılına gelindiğinde hedge fonların %3'ünün toplam hedge fon varlığının %80'nini elinde bulundurduğu söylenebilmektedir.



Şekil 1.7. Hedge Fonlarda Yoğunlaşma

(Kaynak: IFSL, a.g.e., s.4.)

Son olarak da hedge fonların getirilerinin dünyaca kullanılan bazı önemli endeksler ile karşılaştırılması hedge fonların dünya ekonomisine ne getirdiklerinin görülmesi açısından yerinde olacaktır. Aşağıdaki grafikten de anlaşılacağı gibi hedge fon endeksi, hem tahvil bono hem de S&P 500 endekslerine göre daha iyi getiriler sağladığı görülmektedir.



Şekil 1.8. Hedge Fon Getirileri
(Kaynak: IFSL, a.g.e., s.5.)

Kısaca, hedge fonlar özellikle son 20 yıldır bir çok nedenden dolayı küresel finans sistemini yakından etkileyen gelişmelerin aktörü olmuşlardır. Hedge fonların bu aşamaya gelmesinin sebebi de temelde aşağıdakiler ile açıklanabilir:⁵⁴

- Fırsatlar: Küresel piyasanın büyümesi, yatırım alternatiflerinin artması, finansal serbestiye geçen ülkelerin artması, bir çok ülkede denetim mekanizmalarının yeterince iyi işlememesi ve en önemlisi bilgiye herkesin en doğru şekilde ulaşamaması bir çok fırsatı beraberinde getirmektedir.
- Yetenek ve deneyim: Yatırım konusunda deneyimli ve yetenekli personelin gittikçe önem kazanması, piyasalarda likidite bolluğuna bağlı olarak bir çok fon sahibinin yatırım alternatifleri arayışlarında yetenekli finansman aracılıklarına ihtiyaç duymaları, elektronik işlemlerin giderek yaygınlaşması vb. gelişmeler hedge fonların gelişmesi için uygun ortamlar yaratmıştır.
- Araçlar ve destek hizmetleri: Vadeli işlemlerin küresel piyasada gittikçe önem kazanması, finans mühendisliğinin giderek etkisini göstermesi ve bu vadeli işlemlerden birçok türev yatırım alternatifleri ortaya koyması, elektronik ortamda bilgiye ulaşmanın daha kolay hale gelmesi vb.

⁵⁴ Nicholas, a.g.e., s.4.

gelişmeler hedge fonların işlem esnekliklerini arttırmış ve bir çok hedge fon kurulmuştur.

- Performans: Hedge fon yöneticilerinin oldukça iyi karlar sağlayabilmesi ve bunun takdir edilmesi, söz konusu fonlara olan ilgiyi arttırmıştır. Yüksek karlar amaçlayanların söz konusu fonlara meyilleri artmıştır.

Hedge fonların tarihsel gelişimi incelendiğinde hedge fonların içinde bulunduğumuz dönem ile birlikte en çarpıcı dönemlerinden birinin de 1990'lar olduğu görülmektedir. Halen birçok ders kitabında vaka çalışması olarak okutulan John Meriwether'in Long Term Capital Management'ını (LTCM) incelemeyen hedge fonların tarihsel gelişimini tam anlamı ile tamamlamış olmak mümkün olmamaktadır.

Hedge fonu piyasası en önemli darbelerinden birini Greenwich, Connecticut'ta kurulu olan Long Term Capital Management'ın bankalar ve aracı kurumlardan oluşan bir konsorsiyum tarafından kurtarılmak zorunda kalması ile almıştır. 1990'lı yılların en büyük ve en iyi yönetilen hedge fonu olarak gösterilen LTCM Salomon Brothers'ın yöneticilerinden olan John Meriwether tarafından kurulmuş olan bir fondur. Nobel ekonomi ödülüne sahip Myron Scholes, Robert Merton ve eski FED başkan yardımcısı David Mullins'in de dahil olduğu bir ekip tarafından yönetilen LTCM 1997 yılında yatırımcılarına 2.7 milyar dolar getiri sağlamıştır ve 1998'de sermaye tabanı 4.8 milyar dolara ulaşmıştır. 31 Ağustos 1998'e gelindiğinde LTCM bilançosu 4.8 milyar dolar sermaye tabanına karşın varlıkları 125 milyar dolar gözükmektedir. Bu 25'e 1'den fazla bir kaldıraç etkisini göstermektedir.⁵⁵

LTCM'nin pozisyonu Rusya' da patlak veren tahvil krizinin etkisi ile dağılmaya başlamıştır. 1998 yılının Ağustos ayında Rusya Devleti taahhütlerini yerine getiremeyeceğini açıklamıştır. Bu açıklamanın akabinde dünyada likidite krizi başgöstermiştir. Kredi spreadlerinin de hızla artması üzerine Amerika Birleşik Devletleri Merkez Bankası FED piyasalara müdahale etmiş ve spread oranlarını aşağıya çekmiştir. Ancak yaşanan bu gelişmeler esnasında, FED'in tüm müdahalelerine rağmen LTCM kurtarılamamıştır. Bunun neticesinde Eylül 23'te FED New York'ta buluşan 14 banka ve aracı kurum LTCM'ye 3.6 milyar dolar

⁵⁵ Serkan Çankaya. (2009). *Dünyada ve Türkiye'de Hedge Fonlar ve Uygulanabilirliği*. http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Serkan_Cankaya_Dunyada_Turkiyede_Hedge_Fonlar_MFY81.pdf, s.3. (11.05.2009)

sermaye akışı sağlamayı kararlaştırmışlardır. Karşılığında LTCM'nin %90 hissesini devralacaklardır.⁵⁶ LTCM'nin kurtarılması için LTCM'ye sermaye akışını sağlayan kuruluşlar ve katılım miktarları aşağıdaki gibi maddelenebilir.⁵⁷

- 300 Milyon Dolar ile, Bankers Trust, Barclays, Chase, Credit Suisse First Boston, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, J.P.Morgan, Morgan Stanley, Salomon Smith Barney, UBS,
- 125 Milyon Dolar ile, Société Générale,
- 100 Milyon Dolar ile, Credit Agricole, Paribas.

LTCM'nin neden battığını incelemeden önce LTCM ile ilgili istatistikleri ya da bir başka deyişle LTCM'nin künyesini incelemekte yarar vardır. LTCM'nin künyesi aşağıdaki şekilde maddelenebilir.

- Tür : market neutral
- Şirket Yapısı : sınırlı ortaklık
- Faaliyet Yeri : Greenwich, Connecticut, Amerika
- Kurucusu : John Meriwether
- Getiri Profili : 1995 ve 1996'da yıllık 40'dan fazla reel getiri
- Hedef / Misyona : İstatistiksel ve matematiksel modelleri kullanarak özellikle sabit getirili varlık piyasalarında "fiyatlama anomalilerini" tespit ederek bu keşiflerinden "finansal türevler" ve kaldıraçlı yatırım menkul kıymetleri yoluyla getiri elde etmek
- Ödenmiş Sermaye : 1.3 milyar Dolar (02/1994) / 7.5 milyar Dolar (1997)
- Minimum Mevduat Miktarı : 10 Milyon Dolar
- Ana Para Çekme Yasağı : 3 Yıl

LTCM'nin künyesi incelendikten sonra LTCM'nin bu kadar yüksek özsermayeye ve minimum yatırım oranına sahipken neden battığını incelemek gerekmektedir. LTCM⁵⁸;

- Yetersiz risk yönetimi
- LTCM ile iş yapanların yetersiz risk yönetimi

⁵⁶ Serkan Çankaya, a.g.e., s.4.

⁵⁷ LTCM.(2009).

[http://www.moneyscience.com/Information_Base/Long_Term_Capital_Management_\(LTCM\).html](http://www.moneyscience.com/Information_Base/Long_Term_Capital_Management_(LTCM).html) (18.05.2009)

⁵⁸ <http://www.riskturk.com/Content/web%20pdf/KucukozmenHF20090318.pdf> (18.05.2009)

- İstatistiksel varsayımların geçerliliğini yitirmesi
- Korelasyon yapısının bozulması
- Yetersiz stress-testleri
- Şeffaflıktan yoksun olma ve bilgi vermeden kaçınma
- Yıldız kaliteye yatırım yapmanın maliyeti
- Sistematik risk

nedenlerinin oluşması sonucunda batmıştır.

Bu aşamaya kadar hedge fonların tarihi gelişimlerine değinilmiştir. Bundan sonra da hedge fonlar hakkında yapılmış olan değerlendirmeler ele alınacaktır.

1.5. HEDGE FONLAR HAKKINDA DEĞERLENDİRMELER

Hedge fonların kurulmasının ardında elbetteki hem kuranlar hem de yatırım yapanlar için büyük kar elde etme beklentileri vardır. Fakat bunun yapılabilmesi için hedge fonların fayda maliyet analizinin de detaylı olarak yapılması gerekmektedir. Aşağıda bir hedge fona yatırım yapmak ile ilgili bir fayda maliyet analizi yer almaktadır. Buna göre özellikle fon yöneticisine bağlı stratejilere sahip olması, küçük ve kurumsal olmayan organizasyonlar olmaları ve mutlak getiri hedefine ulaşabilmek için zaman zaman agresif davranmaları bu fonların farklılaşmasını sağlamaktadır.⁵⁹

Tablo 1.3. Hedge Fonların Fayda Maliyet Analizi (Kaynak: Jaeger, a.g.e, s.14.)

| | Fayda | Maliyet |
|-----------------------|---|---|
| Hedef | Mutlak Getiri Hedefi: Düşen piyasa koşullarında iyi performans fırsatı | Yükselen piyasalarda kötü performans olasılığı |
| Strateji | Fon yöneticisinin tam özgürlüğü | Yönetici bazlı risklerin yüksek olması |
| Kültürel stili | Küçük organizasyonlar, değişime hızla tepki verebilirler | Sonuçlar bir veya iki kişiye oldukça bağımlıdır |
| Ücretlendirme | Performans ücreti, yönetilen varlığın büyümesi için olan bir teşviktir. | Performans ücreti daha fazla risk almayı teşvik eder. |
| Likidite | Fon yöneticisi günlük nakit akışlarıyla uğraşmak zorunda kalmaz. | Bazı yatırımcılar varlıklarına günlük olarak ulaşmak istemektedirler. |

⁵⁹ Robert A. Jaeger. (2003). *All about Hedge Funds: The Easy Way to Get Started*. ABD, McGraw-Hill Professional, s.14.

Hedge fonlardaki gelişmeler, tarihçesi kısmında yer aldığı şeklinde olurken, bir çok yatırım aracında veya emtada ciddi fiyat hareketleri yaratmaları bu fonların bir çok olumsuz gelişmede suç odağı haline gelmelerine sebep olmuştur. Dünya'nın en büyük üçüncü ekonomisi olan Almanya'nın bürokratlarını endişeye sevk eden hedge fonlar, son dönemde meydana gelen tüm fiyat hareketlerinin kaynağı olarak gösterilmiştir. Bunlardan bir kısmına aşağıda değinilmiştir:⁶⁰

- Ham petrolün varil fiyatının önce 120 sonra da 147 dolara fırlaması,
- Altının onsunun 1.000 dolara tırmanması,
- Tonu 300 dolar civarında olan pirincin uluslararası piyasalardaki fiyatının 1.000 doları bulması,
- Birleşmiş Milletler Gıda ve Tarım Örgütü (FAO)'ne göre bu fonların yaptığı büyük hacimli alımlardan ötürü tahıl, süt ürünleri, et, şeker ve yağ fiyatları Mart 2008'de bir yıl önceye göre % 57 artması,
- 1992 ERM krizinde oynadıkları rolün çok büyük olması ve İsveç ile Finlandiya gibi ülkeleri kriz ortamına sürüklemeleri,⁶¹
- 1997 Asya Krizi ile 1998'de Rusya'yı iflasın eşiğine getiren bunalım,
- Türkiye'de 2000 ile 2001 yıllarında yaşanan kriz ile 2006 yılında gerçekleşen ani döviz dalgalanması

Hedge fonlar ayrıca, Avrupa Merkez Bankası'nın 2007 yılında yayınladığı "Finansal İstikrar Raporu"nda, dünya ekonomisinin karşı karşıya kaldığı en büyük tehlikelerden birisi olarak tanımlanmışlardır. Yine aynı yıl düzenlenen G-7 Zirvesi'nin gündeminde baş sıraya oturmayı başaran hedge fonlar, gizemli yapıları ve inanılmaz hareket kabiliyetleriyle artık sadece ekonomi bürokratlarının değil, devlet başkanlarının da korkulu rüyası haline gelmiş şekilde gösterilmektedir.

Bir çok kurum da içerdiği risklerden dolayı "hedge fon" ifadesinin doğru olmadığını ifade etmiş ve bu kurumlardan biri olan Avrupa Parlamentosu, söz konusu kavram yerine "sofistike alternatif yatırım araçları" (Sophisticated Alternative Investment Vehicles, SAIVs) terimini kullanmayı tercih etmiştir. Bu kavram, hedge fonların dışında, geleneksel kolektif yatırım araçlarından farklı olan diğer alternatif yatırım araçlarını (risk sermayesi firmaları, özel sermaye firmaları

⁶⁰ Ufuk Şanlı. (2009). "Paranın Zalim Efendileri Hedge Fonları", <http://www.tumgazeteler.com/?a=2852318> (05.06.2009)

⁶¹ Barry J. Eichengreen vd. (1998). *Hedge Funds and Financial Market Dynamic*. ABD, International Monetary Fund, s.15.

vb.) da kapsamaktadır. Basel Bankacılık Gözetleme ve Denetleme Komitesi (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) ise, “yüksek kaldıraçlı kurumlar” (Highly Leveraged Institutions, HLIs) terimini kullanmayı tercih etmiştir. Bu terim; doğrudan düzenleyici gözetim ve denetime çok az veya hiç tabi olmayan, bilgi açıklama gereksinimlerine çok az sahip olan ve çoğunlukla önemli oranda kaldıraç kullanan kurumları kapsamaktadır. Hedge fonlar da bu kurumlar içerisinde yer almaktadır.⁶²

Ülkemizdeki duruma baktığımızda ise çeşitli ekonomistlerin görüşlerinin değerlendirilmesinde fayda bulunmaktadır. Denizbank Baş ekonomisti Dr. Saruhan Özel söz konusu fonların, sermaye ihtiyacı duyan Türkiye açısından avantajlar ve dezavantajlar sunduğunu belirtmektedir. Özel’e göre:

"Bu fonlar girerken ortalığı çok cazip hale getiriyor. Ancak çıkarken de aşırı tahribata sebep oluyor. Hatta bugün Merkez Bankası'nı korkutup gereksiz yere faiz artırtan bile hedge fonların son 3 aydaki döviz talebidir."

Bir üst düzey banka yöneticisi ise bu konuda şu bilgileri vermektedir.

"Sıcak paranın yaklaşık 30-35 milyar dolarlık bölümü hedge fonlardan oluşuyor. Merkez Bankası ile Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, ortak bir izleme birimi kurup bu fonları yakın takibe alabilir. Hatta anladığımız kadarıyla 74 milyar dolarlık döviz rezervi tutulmasının altında da bu yatıyor"

diyerek takip mekanizmasının işler hale getirilmesinin gerekli olduğunu öngörmektedir.

Ülkemizde bu fonlarla ilgili tartışmalar Haziran 2006'daki büyük çıkış zamanında alevlenmiştir. O dönemde ülkemizden çıkan yaklaşık 11 milyar doların büyük bölümünün hedge fonlardan oluştuğu kamuoyuna yansımıştır. Bir Merkez Bankası yetkilisi, sıcak para olarak tanımlanan portföy yatırımlarının çok önemli bir bölümünü oluşturan bu fonların ani giriş çıkışlarının ülke ekonomisine büyük zararlar verdiğini ifade etmekteydi. Aynı yetkili, temel amacı para kazanmak olan bu fonların kesilmeyen iştahlarının politik karar vericileri baskı altına aldığına dikkat çekmekte ve "bu fonların amacı kriz çıkarmak değil, para kazanmaktır. Ama bunun için spekülatif hareketlerin dışında manipülasyona dönük hareketlerde de bulunmaları onları tehlikeli kılmaktadır" diyerek ülkelerin karşı karşıya bulunduğu tehlikeyi göz önüne koymaya çalışmaktaydı.

Ülkemiz dışında da ciddi şekilde eleştiriler yöneltilen hedge fonlar ile ilgili ABD senatosu finans komitesinin önde gelen üyesi senatör Grassley, hedge fonların

⁶² Anbar, a.g.e., s. 101

bazı terörist gruplarla ilişkisi olduğunu iddia etmiş, tartışmalara başka bir boyut kazandırmıştır.⁶³

ABD Hazinesi hedge fonların riski konusunda uyarılarda bulunmuş hazine, bu alanda “doğru olmayan algılamalarla” faaliyette bulunulmamasını ifade ederek, risk yönetiminde sofistikasyonun artmış olmasına rağmen, bu faaliyetlerden doğan sistemik (yayılmacı) riskin gerçekliğine dikkat çekmiştir.⁶⁴

Almanya Şansölye yardımcısı ve sosyal işler bakanı Franz Müntefering, hedge fonları çekirgelere benzetmiş ve regüle edilmeleri gerektiğini savunmuştur. Müntefering ayrıca bu fonların içlerinin bilinmediğinden yakınmış ve daha şeffaf olmaları konusunda bazı yasal yükümlülükler getirilmesi gerektiğini vurgulamıştır.⁶⁵ Bilindiği gibi hedge fonlar ABD’de 1940 tarihinde çıkartılan yatırım şirketi kanunu hükümlerine göre birçok düzenlemeden bağımsız hale getirilmiştir.⁶⁶

Haklarında farklı değerlendirmeler olduğu görülen hedge fonlar ile ilgili Fortis Portföy Yönetimi Genel Müdürü Alp Keler:

"Bu fonlar bizim gibi ülkeler açısından ciddi bir kaynak. Riskleri var mıdır? Evet, hareket kabiliyetleri fazla olduğu ve risk iştahları yüksek olduğu için bazı riskleri vardır, ama piyasalarımızda türev araçlar yeterince gelişmediği için bizim açımızdan fazla risk oluşturdukları söylenemez"

diyerek yukarıdaki açıklamanın zıttı bir görüş ortaya koymaktadır.

Bu yönde bir açıklama yapan Ortadoğu’nun en önemli fonlarından birisi olan Abraaj Capital’in Türkiye İcra Direktörü Selçuk Yorgancıoğlu da:

"Bu fonların çıkacağı endişesiyle Merkez Bankası’nın yüksek rezerv bulundurması gerekiyor mu? Evet, gerekiyor. Fonların burada bulunma amacı sadece para kazanmaktır. Ama Türkiye’de sermaye sorunu yaşayan şirketlere hem doğrudan hem de hisse senedi olarak yatırım yapan bu fonlar, aynı zamanda ekonominin büyümesine ve derinleşmesine dev katkı sağlamaktadır"

demektedir.

Konu hakkında uzman olanlar da, hedge fonlara ilişkin kullanılan getiri verilerinin sadece bugüne kadar gelen fonlara ait olduğuna dikkat çekerek, bu fonların müşteri kaybetmemek için batan fonlar hakkında istatistiki bilgi vermekten

⁶³ Sonnenschein. (2009). Senator Grassley Seeks to Introduce Amendment to Require Certain Hedge Fund Managers to Register as Investment Advisers with the SEC. http://www.sonnenschein.com/docs/docs_e-alert/Investment_Adviser_Regulation_Exemption.pdf (15.06.2009)

⁶⁴ Yavuz Ege. (2009). Türkiye Ekonomisine İlişkin Bazı Değerlendirmeler, http://www.ttg.org.tr/UserFiles/File/Sunumlar/GENEL_DURUM.pdf (06.06.2009)

⁶⁵ Euractiv. (2009). McCreedy Defends Decision Not to Regulate Hedge Funds. <http://www.euractiv.com/en/financial-services/mcreevy-defends-decision-regulate-hedge-funds/article-161896> (08.06.2009)

⁶⁶ Phillips ve Surz, a.g.e., s.2.

⁶⁷ Ufuk Şanlı. (2009). Türkiye, Hedge Fonlar İçin Yolgeçen Hanı. <http://www.zaman.com.tr/haber.do?haberno=690329&title=turkiye-hedge-fonlar-icin-yolgecen-hani> (09.06.2009)

kaçındıklarına dikkat çekmektedir. Hatta hedge fonların % 70'inin 3 yıl içinde, % 80'inin ise ilk 5 yıl içinde kapandığı ileri sürülmektedir. Örneğin, yönetim kurulunda Nobel ödüllü iki ekonomistin de bulunduğu ve önceki kısımlarda söz geçen Long-Term Capital Management, 1998 Rusya krizinin ardından 4,6 milyar dolar kaybetmiştir. Bu sebeple kendi varlığının yirmi beş katı kadar borçlanmış olduğu bankaları da krize sürüklemiştir. Krizin küresel bir durgunluğa yol açması ise yatırım şirketlerinden toplanan paralar sayesinde engellenmiştir. Bu zararın finansal sistemi tehdit etmemesi için, ABD Merkez Bankası öncülüğünde Amerikan bankaları, 3,65 milyar dolarlık bir kredi paketiyle fonun ayakta kalmasını sağlamıştır. Long-Term Capital Management ise tüm bu müdahalelere rağmen 2000 yılında tasfiye edilmiştir.⁶⁸

Ülkemiz piyasasında hedge fonların kullanılıp kullanılmayacağına baktığımızda ise karşımıza şu hususlar çıkmaktadır:⁶⁹

- Finans piyasasında açığa satış (short) yapılması pek mümkün değildir. Bu da sadece uzun pozisyon olarak hisse tabanlı bir hedge fon yatırım stratejisi yapılabilmesi sonucuna neden olacaktır.
- Türk finans piyasası Türk hedge fonlarını oluşturacak ve temel hedge fon yatırım stratejilerini gerçekleştirebilmek için yeterli likiditeye sahip değildir.
Türk finans piyasasında fonlama vadesi son derece kısadır. Mevduat vadeleri hem Türk Lirası hem de Döviz için hala çok kısadır. Bu çok uzun vadeli yatırım stratejilerine ulaşmayı önlemektedir.
- Türkiye'de henüz etkin ve derin bir vadeli piyasa oluşturulabilmiş değildir. En temel hedge pozisyonları için likit bir vadeli piyasanın mevcudiyeti şarttır.
- Hedge fonlardaki karmaşık stratejileri denetlemek için çok sayıda kalifiye finans çalışanı gerekmektedir. Devletin insan kaynakları politikası ile bu karmaşık denetimleri yerine elemanları uzun süre bünyesinde tutması mümkün görünmemektedir.

Görüldüğü gibi ekonomistler, hükümetler, finansal sistemi regüle edenler ve Avrupa Merkez Bankası gibi ülkeler üstü kurumlar arasında bu fonların getiri ve

⁶⁸ Kenan Şanlı. (2009). Ülkelerin Kaderi Artık Hedge Fonların Elinde.

http://www.referansgazetesi.com/haber.aspx?HBR_KOD=46457&ForArsiv=1 (15.06.2009)

⁶⁹ Burak Saltoğlu. (2009) "Hedge Fon Nedir?", <http://www.ntvmsnbc.com/news/402188.asp> (15.06.2009)

götürüleri konusunda ciddi görüş farklılıkları görülmektedir. Ayrıca ilgili fonların ülkemizde de uygulanabilirliğinin önünde ciddi engeller bulunmaktadır. Bunun iyi mi kötü mü olduğu yukarıda verilen açıklamaların belli bir sonuca bizi götürmemesi nedeniyle belirli değildir.

Hedge fonlardan dolayı birçok ülke olumsuz etkilenmiş olsa da bu fonlar da kendilerini küresel krizin dışında tutamamışlardır. Çalışmamızın yapıldığı 2009 yılına gelindiğinde ise özellikle küresel krizden etkilenerek iflas etmiş veya ciddi şekilde zarar görüp küçülmüş hedge fonlar bulunmaktadır. Bu kısmın başında da belirtildiği gibi dünyanın ilk hedge fon yöneticilerinden ve en iyilerinden biri olarak bilinen George Soros, Massachusetts Teknoloji Enstitüsü'nde yaptığı konuşmada; "Hedge fon endüstrisi bir krizden geçiyor. Tahminime göre, bu endüstrinin büyüklüğü üçte iki ya da yarısı arasında bir yere kadar küçülecek"⁷⁰ diyerek gelecek dönemdeki finansal durum hakkında ipuçları vermektedir (Hedge fonların ulaştığı son durum ikinci bölümde geniş olarak ele alınacaktır).

Yukarıda verilen bilgiler ile hedge fonların olumlu ve olumsuz özelliklerini değerlendirdiğimizde karşımıza temelde aşağıdaki maddeler çıkmaktadır. Buna göre hedge fonların olumlu özellikleri:⁷¹

- Likidite Sağlarlar: Yukarıda da belirtildiği gibi hedge fonların girdiği ülkelere yüksek sıcak para akışı gerçekleştirdikleri için hem bu ülkelerin cari açıklarının finansmanında önemli rol oynamaktadırlar hem de piyasaya sağladıkları likidite ile piyasadaki faiz oranlarının düşmesine, istihdamın artmasına ve refah seviyesinin belirli bir süre için de olsa yükselmesine yardımcı olmaktadır.
- Vadeli işlem piyasalarının gelişimine katkı: Vadeli işlem sözleşmelerine yoğun ilgi duyduklarından ve riskten korunma faaliyetini gerçekleştirmeleri gerektiğinden vadeli işlem piyasalarına işlem yaparlar. Böylece piyasanın derinleşmesine, hacminin artmasına yardımcı olurlar.
- Fiyat belirlenmesine ve enformasyonun doğru ve etkin kullanılmasına yararlar.

⁷⁰ Ntvmsnbc. (2009) "Soros: Hedge Fonlar Üçte İki Küçülecek", <http://www.ntvmsnbc.com/news/464071.asp> (18.06.2009)

⁷¹ Taliye Yeşilürdü. (2001) "Türk Sermaye Piyasalarında Serbest Yatırım Fonları", www.ku.edu.tr/ku/images/CORPORATE/taliye.ppt (18.06.2009).

- Global portföylerde çeşitlilik sağlarlar. Yatırımcı risk-getiri beklentilerine uygun yeni ürünlerin ortaya çıkması ve yatırımcı tabanının genişlemesi bu sayede sağlanmış olacaktır.
- Ülkemiz için ayrıca bir fayda sağlayacağı düşünülmektedir. Bu da hedge fonlar ile AB'ye giriş sürecinde Türk fon sektörünün hizmet kalitesinin, çeşitliliğinin ve rekabet gücünün artırılmasıdır.
- Risk yönetim ve ölçüm sistemlerinin geliştirilmesi ve etkin kullanılmasının sebeplerinden biri sayılırlar.

Bu olumlu etkilerinin yanında aşağıda belirtilen olumsuz etkileri de mevcuttur:

- Finansal stabiliteyi bozabilirler. Birçok finansal krizin başlamasında ve derinleşmesinde etkileri olduğu söylenmektedir.
- Gelişmekte olan ülkenin yerel maliye ya da para politikalarının etkinliğinin azalmasına neden olabilirler.
- Riskli bir yatırım aracı olarak görülmektedirler.⁷²
- Yatırım stratejilerine uyum sağlanamaması gibi bir risk söz konusudur.
- Bilgi eksikliği mevcut olup yetersiz şeffaflık mevcuttur.
- Kaldıraç etkisinin çok fazla kullanılması olasıdır.
- Masrafların ve ücretlerin yüksek olması beklenir.
- Regülasyonlar yetersizdir.
- Düşük likidite imkanları bulunmaktadır.
- Denetim mekanizması zayıf olduğu için bir çok yolsuzluk veya büyük zararlar ile işlemleri noktalanabilir⁷³ (Söz konusu durum ile ilgili geniş bilgi ikinci bölümde verilmiştir). Bunun örnekleri aşağıda belirtilmiştir.

⁷² Alp Keler. (2008). *Yatırım Dünyasında Yeni Ufuklar -Hedge Fonların Türkiye'de Uygulanabilirliği*. Fortis Bank Genel Müdürlüğü, 28 Mart 2008, s.5.

⁷³ Alexander M. Ineichen. (2001). The Myth of Hedge Funds: Are Hedge Funds The Fireflies Ahead of the Storm?. *Journal of Global Financial Markets*, İngiltere, Ekim 2001, 2(4):41

Tablo 1.4. Hedge Fonların Kayıpları ve Nedenleri (Kaynak: Ineichen, a.g.e., s. 41)

| Hedge Fon | Strateji | Tarih | Kayıp (Milyon \$) | Nedeni | Risk |
|--|--|-------|-------------------|---|---------------|
| Askin Capital Management | Sabit Getirili Arbitraj (Mortgage – back varlıkları) | 1994 | 420 | Hedging çalışmadı. Likidite sıkışıklığı oluştu. Margin Call karşılanamadı. Yatırımcı bilgilendirilmedi. | Piyasa |
| Argonaut Capital Management | Makro | 1994 | 110 | Piyasa kayıpları ve sınırsız sorumlu ortakların ayrılışı | Piyasa/İş |
| Fenchurh Capital Management | Sabit Getirili Arbitraj | 1994 | 700 | Strateji Değişikliği | Piyasa/İş |
| Global Systems Fund (Victor Niederhoffer) | Makro | 1997 | N/A | Piyasa kayıpları ve margin call karşılanamaması | Piyasa |
| LTCM | Sabit Getirili Arbitraj | 1998 | 3600 | Piyasa kayıpları, aşırı kaldıraç ve margin call | Piyasa/İş |
| Manhattan Investment Fund (Michael Berger) | Kısa/ Uzun Hisse Senedi (Kısa Eğilimli) | 1999 | 400 | Yöneticiler tarafından uydurma beyanname | Dolandırcılık |
| Princeton Internatioal Economics (Martin Armstrong) | Makro | 1999 | 950 | Piyasa kayıpları ve hileli satış | Dolandırcılık |
| Tiger Management | Makro | 2000 | 2600 | Hareketsiz portföy, çıkışlar | Piyasa/İş |
| Soros Fund | Makro | 2000 | N/A | Personel çıkışları ve fırsat eksikliği | Piyasa/İş |
| Ballybunion Capital Partners | Kısa/ Uzun Hisse Senedi | 2000 | 7 | Yanlış bilgilendirme | Dolandırcılık |
| Maricopa Investment Corp. David M.Mobley | Kısa/ Uzun Hisse Senedi | 2000 | 59 | Piyasa kayıpları ve yanlış bilgilendirme | Dolandırcılık |
| Cambridge Partners LLC | Kısa/ Uzun Hisse Senedi | 2000 | 45 | Hatalı denetim, vergi dökümanları ve aylık durum | Dolandırcılık |
| HL Gestion/ Volter Fund (Imad Lahoud) | Future | 2000 | 40 | Sermayenin yasal sınırın altına düşmesi (Fransız yasalarına tabi) | Piyasa |
| Ashbury Capital Partners (Mark Yagalla) | Kısa/ Uzun Hisse Senedi | 2001 | 40 | Piyasa kayıpları ve yanlış bilgilendirme | Dolandırcılık |
| ETJ Partners (E. Thomas Jung) | Relatif Değer | 2001 | 21 | Piyasa kayıpları ve yanlış bilgilendirme | Dolandırcılık |

1.6. HEDGE FONLARIN TÜRLERİ

Geleneksel yatırım fonları kullandıkları yatırım araçlarına göre sınıflandırılırlar. Hedge fonlar ise genellikle uyguladıkları yatırım stratejilerine göre sınıflandırılır. Başta gelen hedge fon türleri aşağıda sıralanmıştır.⁷⁴

- Piyasaya Duyarsız Fonlar/Hisse Senedi Hedge Fonlar: Bu tür fonların özelliği piyasaya karşı duyarsız olmalarıdır. Sermaye piyasası veya para piyasası gibi geleneksel piyasalarla bir korelasyon olmaksızın getiri sağlamayı hedeflemişlerdir. Piyasaya duyarsız stratejiler nereye ve neye yatırım yaptıklarından çok elde ettikleri getirilere göre değerlendirilir. Bu fonların temel dayanağı, düşük fiyatlanmış hisse senetlerini alıp aşırı fiyatlanmış hisse senetlerini satarak kar elde etmektir. Fiyatlar arasındaki farklılıklardan yararlanmak isterler. Bunun için hisse senetlerini aynı sektörde çift olarak seçerek piyasa riskini olabildiğince azaltmaya çalışırlar.
- Alım Satım Fonları: Alım satım fonları, şirketin ya da piyasanın görünümüne bağlı olarak belirli bir finansal varlığın alım veya satımını kapsar. Alım satım stratejileri, satın alma (long) ve satma (short) pozisyonlarının kombine edilmiş halidir.
- Belirli Durumlara Yönelen Fonlar /Özel Durum Stratejileri: Bu tür hedge fonlar yakın zamanda belirli durumlardan etkilenmiş finansal varlıklara yatırım yaparak kar elde etme fırsatları ararlar. Söz konusu finansal varlıkların geleceğe yönelik fiyat değişikliklerini öngörmeye çalışırlar. Bu fiyat değişiklikleri bir şirketin faaliyet döngüsündeki durumlara veya gelecekteki hisse senedi fiyatlarını etkileyecek haberlere dayanır. Bu durumlar; bir şirketin borçlarını ödeme güçlüğü içine düşmesi, şirket birleşmelerinden doğan arbitraj fırsatları (risk arbitrajları), şirketlerin yeniden yapılanmaları, büyük bir şirketten ayrılan ve yatırımcıların desteği ile piyasaya giren yeni küçük şirketlerin potansiyel yükseliş fırsatları, yeni hisse senedi ve tahvil ihracı, kar payı dağıtımını olarak sıralanabilir. Belirli durumlara yönelik fonlar, haberdeki uyarıyı hemen almayı ve kar elde etmek için habere hızla tepki vermeyi gerektirir. Şirket haberlerinin yani sıra makro

⁷⁴ Hedge Fonların Türleri (2008) <http://finans.ekibi.net/forum/archive/index.php/thread-843.html> (16.06.2009)

haberler ve makro değişkenlerden kaynaklanan yeni durumlar da bu tür fonların kapsamındadır.

- **Aktivist Hedge Fonlar:** Aktivist fonlar genellikle yönetim ve karar mekanizmasına katılmak amacıyla şirketin oldukça büyük bir kısmını satın alırlar. Aktivistler genellikle kısa süreli fiyat ve kar payı kazançları için uzun süreli beklentilerden özveride bulunurlar. Aktivist fonlar „yağmacı. olarak da nitelendirilebilir. Küçük fakat bazı sorunları olan bir şirkette oldukça büyük pozisyon alarak, şirket sahibini şirketi yeniden yapılandırmak veya yönetim değişikliklerine gitmek konusunda zorlayabilirler.
- **Birleşme Arbitrajları Fonu:** Birleşme arbitrajları genellikle satılan firmalardan çok birleşen firmaların ticaretini kapsar. Burada arbitraj ticaretinin yönü, birleşmeyi isteyen şirketin birleşecek hedef şirketi satın almak için piyasa fiyatının üzerinde veya altında teklifte bulunmasına göre değişir. Eğer birleşmeyi isteyen şirket hisse senetlerinin piyasa değerinin üzerinde teklif verirse ve eğer trader birleşmenin olacağına inanıyorsa, birleşmek isteyen şirkette satışa ve hedef şirkette alıma gider ve birleşme tarihindeki spread'den kar elde eder. Eğer trader birleşmenin iptal edileceğini öngörürse birleşmeyi isteyen firmada alış ve hedef firmada satış yapar. Birleşmek isteyen firma hedef şirketin değerinin altında bir teklifte bulunursa tersi durum geçerlidir. Birleşme arbitrajının risk arbitrajı altında kategorize edilmesinin nedeni birleşme spread'inin bir risk unsuru olması ve birleşmenin başarıyla sonuçlanmasının olasılık dahilinde bulunmasıdır.
- **Finansal Güçlük Arbitrajı / Sermaye Yapısı Arbitrajı:** Genellikle hedge fonlar finansal konularda uzman bir ekibe sahiptir. Bu ekip bir firmanın finansal güçlük içine düşme olasılığını değerlendirir. Uzmanlar finansal sıkıntılardan ve bununla ilgili haberlerden kurtulduktan sonra firmanın değerinin ne olacağını belirleme konusunda da oldukça iyidirler. Bu haberlere dayanarak, bir finansal güçlük arbitraj fonu yanlış fiyatlandırma sonucu düşük değerlenmiş bir hisse senedinden avantaj sağlayabilir. Diğer yaygın bir strateji şirketin adi hisse senetleri ile tahvilleri arasındaki değerle ilgilidir. Tahvil sahipleri şirketin iflası durumunda alacakları ilk olarak ödenecekler arasındadır. Bu durum

şirketin borç ve sermayesi arasında piyasada potansiyel yanlış fiyatlamalara neden olabilir. Eğer piyasada firmanın kredibilitesi hakkında kötü haberler dolaşırsa, taşıdıkları risklerin farklı olması nedeniyle hisse senetleri tahvillere göre çok daha olumsuz etkilenir. Bir trader adi hisse senetleri ile tahviller arasındaki değerlendirme farklılıklarından kar sağlayabilir.

- İstatistiksel Arbitraj: İstatistiksel arbitrajda, gelişmiş ticaret teknolojilerinin kullanıldığı karmaşık sayısal teknikleri içeren bilgisayar modellerini kapsar. Bu modeller belirli finansal veriler karşılaştığında alım veya satım sinyalleri verir. İstatistiksel arbitraj türev ürünlerin yanlış fiyatlanmasını ve bundan doğan arbitraj fırsatlarını da gösterir.

Bir hedge fon, bir veya daha fazla stratejiyi kullanabileceği gibi, farklı stratejilerin kombinasyonların oluşan melez bir strateji de kullanabilir. Dolayısıyla, hedge fonlar, bir veya daha fazla kategoriye girebilir. Ayrıca, bu stratejiler sadece hedge fonlara özgü stratejiler değildir. Ticaret bankaları, yatırım bankaları ve menkul kıymet firmaları da söz konusu stratejileri kullanabilmektedirler.⁷⁵ Kullandıkları stratejilere göre hedge fonların sınıflandırılması Tablo 1.5'teki gibidir.

⁷⁵ Adem Anbar, a.g.e., s.121.

Tablo 1.5. Kullandıkları Stratejilere Göre Hedge Fonlar

(Kaynak: Adem Anbar. (2009) Hedge Fon Sektörünün Gelişimi ve Hedge Fonların Temel Özellikleri. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi* 8(27):122)

| | | |
|-------------------------------|---|--|
| Yönlü Stratejiler | Global Makro Fonlar | Makroekonomik gelişmelere bağlı olarak hisse senetleri, tahviller, yabancı paralar, faiz oranları ve emtia fiyatlarındaki değişikliklerden kazanç sağlamak amacıyla tek yönlü pozisyon alan fonlardır. |
| | Uzun/Kısa Pozisyonlu Fonlar | Piyasa riskini azaltmak ve fonun performansını bir bütün olarak varlık sınıfının performansından izole etmek amacıyla hisse senedi ve/veya tahvil piyasasında uzun ve kısa pozisyon alan fonlardır. Alınan pozisyonlar net uzun, net kısa veya piyasa nötr olabilir. |
| | Açığa Satış Fonları | Aşırı değerli olduğuna inanılan menkul kıymetleri açığa satarak kazanç sağlamaya çalışan fonlardır. Fon, fiyatların düşeceği beklentisi üzerine işlem yapmaktadır. Bu fonlar, çoğunlukla hisse senetlerinde ve türev ürünlerde net kısa pozisyonlar almaktadırlar. |
| | Futures Piyasaları Fonları | Hisse senetleri, faiz oranları, yabancı paralar, endeks, emtia gibi çeşitli fiziki ve finansal varlıklar üzerine düzenlenen futures sözleşmelerin alım-satımında uzmanlaşmış olan fonlardır. |
| | Gelişmekte Olan Piyasalar Fonları | Gelişmekte olan ülkelerin menkul kıymetleri üzerine işlem yapma konusunda uzmanlaşmış olan fonlardır. |
| | Değiştirilebilir Menkul Kıymet Arbitraj Fonları | Bir firmanın değiştirilebilir menkul kıymetlerde uzun pozisyon ve söz konusu firmanın hisse senetlerinde kısa pozisyon olarak kazanç sağlamaya çalışan fonlardır. |
| | Sabit Getirili Menkul Kıymet Arbitrajı | Sabit getirili menkul kıymetlerin fiyatlarındaki küçük farklılıklardan ya da fiyatlama hatalarından yararlanarak kazanç sağlamaya çalışan fonlardır. |
| | Nötr-Hisse Senedi Piyasa Fonları | Piyasa riskini elimine etmek için uzun ve kısa pozisyonla eşleştirilmiş hisse senedi portföylerini elde tutan ve fiyat anomallerinden kazanç sağlamaya çalışan fonlardır. |
| Olay Bazlı Stratejiler | Risk (Birleşme) Arbitrajı Fonları | Devralınan ya da ele geçirilen firmanın hisse senetlerinde uzun pozisyon, devralan ya da ele geçiren firmanın hisse senetlerinde kısa pozisyon olarak kazanç sağlamaya çalışan fonlardır. |
| | Mali Sıkıntı İçindeki İşletme Menkul Kıymetleri Fonları | İflas, temerrüde düşme veya yeniden yapılanma süreci içinde olan bir firmanın menkul kıymetlerinde uzun veya kısa pozisyon olarak kazanç sağlamaya çalışan fonlardır. |

1.7. HEDGE FONLARIN ÖZELLİKLERİ

Hedge fonların özelliklerine geçmeden önce klasik bir yatırım fonundan ne ölçüde farklılaştıklarını göstermekte fayda bulunmaktadır. Buna göre bir hedge fon standart bir yatırım fonundan; hedef, strateji, getiri ve riskin temel kaynakları, kültürel stili, likidite, pazarlama, iş ilişkisi ve ücretlendirme açılarından farklılaşmaktadır.⁷⁶ Bu farklılıkların ne ölçüde olduğu da aşağıda yer alan tabloda gösterilmeye çalışılmıştır:

Tablo 1.6. Hedge Fonlar ile Yatırım Fonlarının Karşılaştırması
(Kaynak: Jaeger, a.g.e., s.2.)

| | Hedge Fonlar | Yatırım Fonları |
|--|---|--|
| Hedef | Mutlak Getiri | Relatif Getiri |
| Strateji | Açığa satış, kredili alım ve çeşitli hedge imkanlarının da olduğu geniş bir yelpaze | Açığa satış ve kredili alımda çeşitli sınırlamalar var |
| Getiri ve Riskin Temel Kaynakları | Fonun Stratejisi ve Fonun Yöneticisi | Piyasa |
| Kültürel Stili | Hareket kabiliyeti yüksek ve hızlı davranan | Büyük ve yavaş hareket eden |
| Likidite | Yatırım ve erken çıkış sınırlamaları var | Günlük likidite imkanı var |
| Pazarlama | Pazarlama ve satış için çeşitli sınırlamalar var | Küçük yatırımcılara satış imkanı var |
| İş İlişkisi | Fon yöneticisi ve yatırımcı ortak şeklindedir | Fon yöneticisi, yatırımcının temsilcisi şeklindedir. |
| Ücretlendirme | Yönetim ve Performans Ücreti | Yönetim Ücreti |

Hedge fonların özelliklerine değindiğimizde de bir çoğu yukarıdaki tablo ile bağlantılı olan aşağıdaki unsurların ön plana çıktığını görmekteyiz:⁷⁷

- Mümkün olan her türlü yatırım stratejisini ve yatırım enstrümanını istedikleri zaman kullanabilmektedirler. Bu açıdan bakıldığında, hedge fonlar, yatırım amaçlı olarak fonlara yatırılan büyük tasarrufları istedikleri her şekilde değerlendirebilirler, türev ürünleri kullanabilirler, açığa satış yapabilirler, arbitraj fırsatlarını kullanabilirler, kredili işlemler yapabilirler ve zor durumdaki hisselerle rahatça yatırım yapabilirler.
- Hedge fonlarda yatırımcı sayısı genelde en fazla 100 kişiyle sınırlı olmaktadır.

⁷⁶ Jaeger, a.g.e., s.2.

⁷⁷ Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği, a.g.e., s.4

- Her ne kadar belirli hedge fonu türleri belli varlıklara yatırım yapmayı benimsemişlerse de, genel olarak, hedge fonlar sınırsız bir şekilde varlık türlerini kullanma hürriyetine sahiptirler. Her türlü yatırım stratejisini ve ürünü kullanabilecekleri gibi aynı zamanda, hisse senedi ve tahvil/bono piyasaları ile kendi yatırımları arasındaki korelasyonu minimize edecek faaliyetlere de yönelebilirler. Buradaki amaç, piyasalardan bağımsız olarak riskleri azaltmaya çalışmaktır.
- Sadece belirli piyasalara değil, bütün dünya coğrafyası içerisindeki tüm piyasalarda yatırım yapabilirler.
- Her türlü alım satım stilini benimseyebilirler, yani makroekonomik ve mikro ekonomik bazda araştırmalara dayanarak veya daha istatistiki, kantitatif hatta teknik analizlere dayanarak işlem yapabilirler.
- Hedge fonların amaçlarından biri de, piyasa ile ilişkisi olmayan (non-market correlated) getiriler sunmaktır.
- Hedge fonlarda, klasik fonlara kıyasla daha az şeffaflık olduğu söylenebilir, çünkü birçok hedge fon özel bir grup için kurulur ve özel kanallardan satılır ve birçoğu da ülke dışında (offshore) satılabilir. Bu durumda denetleme ve düzenleme yapmak isteyen kuruluşlar daha kısıtlı hareket etmek zorunda kalabilirler.
- Bu fonlar, herkese açık olmadığından, kısacası halka arz edilmediğinden, yasal sınırlamaları daha esnektir. Kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ve diğer bildirim yükümlülükleri konusunda daha düşük yaptırımlara tabidirler. Bu sebeple de hedge fonlar hakkında düzenli ve toplu verilere erişmek zor olmaktadır. Genelde en az 1 Milyon dolardan başlayan miktardaki yatırımlarla kurulurlar ve özellikle varlıklı yatırımcılara yönelik bir yapı içerisinde hazırlanırlar.⁷⁸
- Hedge Fonlar, alındıktan sonra hemen satılacak bir yapıda olmayabilirler, bir çok fon belirli bir süre elde tutma zorunluluğu (lock up period) uygulamaktadır ve çoğunlukla bu süre 1 yıl olmaktadır.
- Genel olarak hedge fon kurucuları kendi paralarını da aynı fonda değerlendirirler ve fon yöneticileri için performansın üzerinden belirli bir komisyon verirler. Bu oran klasik fonlara kıyasla daha fazladır ve

⁷⁸ Fıkırkoca, a.g.e., s.9.

bunun dışında toplam portföy büyüklüğüne dayanan bir de genel yönetim kesintisi uygulanır.

- Birçok hedge fon oldukça uzmanlaşmış durumdadır ve bu yüzden sadece kendi rekabet üstünlükleri olan belirli alanlarda yatırım yaparlar.
- Hedge fonlar, performansa dayalı olan ücretlendirmeye verdikleri ağırlık sayesinde, sektörün en iyi fon yöneticilerini kendilerine çekebilmektedirler.
- Hedge fonları ABD’de SEC’in, Türkiye’de SPK’nın denetimine tabidir.
- Düzenlemelerin bankalara göre daha sınırlı olmasının nedeni hedge fon yatırım stratejilerinin gizliliğidir. Ne var ki, önce LTCM sonra da Amaranth’ın batışı gibi olaylar bu fonların denetimini tekrardan mercek altına alınmasına neden olmuştur.⁷⁹

Hedge fonların özelliklerinin yatırım fonları ile yapılan kıyaslama çerçevesinde incelendikten sonra, hedge fonların geleneksel fonlar ile karşılaştırıldığında ortaya çıkan farklılıkları tablo halinde incelemekte yarar vardır.

⁷⁹ Şişli Gazetesi. (2008) “Nedir Bu Hedge Fon?”, <http://www.sisligazetesi.com.tr/detay.asp?id=14409> (21.06.2009)

Tablo 1.7. Hedge Fonlar ve Geleneksel Fonların Karşılaştırılması

(Kaynak: Oliver Wyman. (2005) *Perspectives on Asset Management- Hedge Funds*. Growth Sector or Maturing Industry, June 2005)

| Hedge Fonlar | Geleneksel Fonlar |
|--|--|
| Hem kısa hem de uzun yatırım | Sadece uzun yatırım |
| Kaldıraç Kullanıyor. | Kaldıraç kullanmıyor. |
| Yüksek performans, performansa dayalı ücretlendirme. | Düşük performans, yüzdeye dayalı performans yapısı |
| Fon yöneticisi ile ortak yatırımı gerektirir. | Fon yöneticisi ile ortak yatırımı teşvik etmez. |
| Futures veya diğer türevler kullanılabilir. | Türevlerin kullanımını sınırlıdır. |
| Geniş bir yatırım aracı mevcuttur. | Sınırlı yatırım alanı vardır. |
| Büyük nakitlere sahip olunabilir. | Yatırımda kalmak için nakit gereklidir. |
| Mutlak getiri hedefler. | Nispi getiri hedefler. |
| Yatırım girişi düzenlenmiş fakat ürünün kendisi daha az düzenlemeye sahip. | Daha fazla düzenleme içerir. |

Hedge fonların geniş finansal enstrümanlar ile işlem yapabilmeleri, mutlak getiri peşinde koşmaları, portföylerinde çeşitlendirme imkanının olması, performansın hedge fonu yöneticisine bağlı olması, fonun sadece akredite olmuş ya da nitelikli yatırımcılara yönelik olması, düşük giriş-çıkış imkanları ve performans ücretleri gibi iç faktörler hedge fonların büyümesini olumlu yönde etkilemiştir.⁸⁰

Hedge fonlar 1990lı yıllardan itibaren aktif olarak büyüme eğilimine gitmiştir. 1990lı yıllardan itibaren fon sektörünün aktif büyüklüğü 46 kat artmıştır. 1990 yılında hedge fon büyüklüğü sadece 39 milyar dolar iken, 2000'de 491 milyar dolara, 2007 yılı eylül ayı itibariyle de 1,8 trilyon dolara çıkmıştır.⁸¹

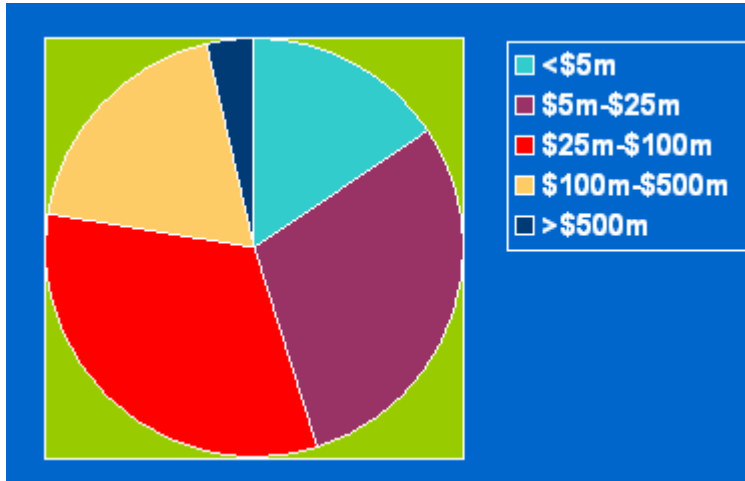
Hedge fonlar yukarıda da belirtildiği gibi büyük montanlı olarak kurulmaktadır. 2002 yılı sonu verilerine göre hedge fonların büyüklükleri ve toplam hedge fon pazarında aldıkları yer aşağıdaki şekilde belirtilmektedir. Buna

⁸⁰ Alp Keler. (2008). Hedge Fonların Türkiye'de Uygulanabilirliği. *New Horizons in the Investment Worlds*, 28 Mart 2008, Hyatt Regency Hotel, İstanbul, s.3.

⁸¹ Hedge Fund Research Inc. (2007). www.hedgefundresearch.com. (20.12.2008)

göre özellikle 25 ile 100 Milyon dolar arası büyüklüğe sahip hedge fonlar toplam pazarın %32,4'ünü oluşturmaktadır.⁸²

Hedge fonların büyüklüklerini gösteren pay grafiği Şekil 9'teki gibidir.



Şekil 1.9. Hedge Fonların Büyüklükleri

(Kaynak: Black, a.g.e., s. 7)

Hedge fonların büyüklükleri ile ilgili olarak 2007 yılında yapılmış olan bir araştırmanın sonuçlarını, hedge fonların büyüklükleri kapsamında incelemekte yarar vardır. Hedge fund intelligence tarafından yapılan araştırma sonucunda 2007 yılında en büyük hedge fonlar aşağıdaki gibidir:

Tablo 1.8. En Büyük Hedge Fonlar, 2007, Milyar Dolar

(Kaynak: Hedge Fund Intelligence. (2008). *Institutional Investor*. (26.12.2008)

| | |
|---------------------------------|------|
| JpMorgan Asset Management | 44,7 |
| Bridgewater Associates | 36 |
| Farallon Capital Management | 36 |
| Renaissance Technologies Corp. | 33,3 |
| Och- Ziff Capital Management | 33,2 |
| D.E. Shaw Group | 32,2 |
| Goldman Sach's Asset Management | 29,2 |
| Paulson & Co | 29 |
| Barclays Global Investors | 26,2 |
| GLG Partners | 23,9 |

⁸² Keith H. Black. (2004). *Managing a Hedge Fund: A Complete Guide to Trading, Business Strategies, Operations, and Regulations*, McGraw-Hill Professional, ABD, s.7.

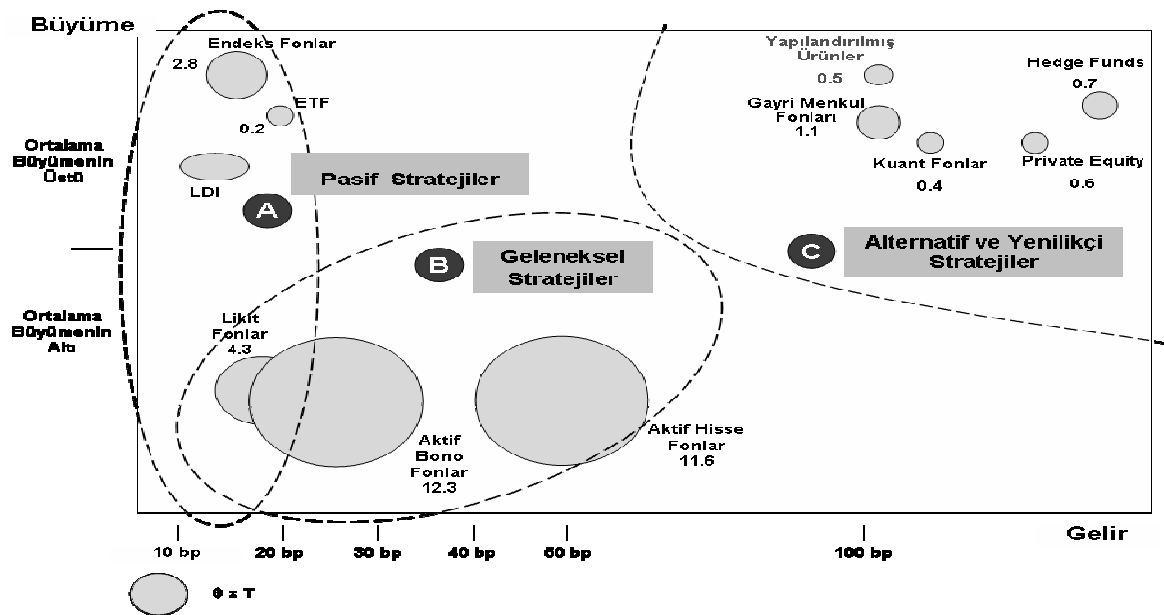
Hedge fonların büyüklükleri ülkeler bazında kıyaslandığında yönetilen en büyük hedge fon 870 milyar dolar ile A.B.D.'dedir. Amerika Birleşik Devletlerinden sonra büyüklük sıralamasında 320 milyar dolar ile İngiltere gelmektedir. Hedge fon büyüklüklerinin ülkeler bazında sıralamasını gösteren tablo aşağıdaki gibidir.

Tablo 1.9. Yönetilen Hedge Fonların Ülkelere Göre Dağılımları, 2006

(Kaynak: Adrian Blundell- Wignall. (2007). An overview of Hedge Funds and Structured Products: Issues in Leverage and Risk. *Financial Market Trends*, 92(1):42

| Ülkeler | Milyar Dolar |
|---------------------|-----------------|
| ABD | 870 |
| İngiltere | 320 |
| Avrupa | 118,4 |
| Avustralya | 47 |
| Asya(Japonya Hariç) | 34,05 |
| İsviçre | 23,10 |
| Kanada | 11 |
| Japonya | 7 |
| Toplam | 1.430,55 |

Hedge fonların büyüme potansiyelleri ve büyüklükleri ile ilgili veriler incelendikten sonra hedge fonların diğer yatırım araçlarına göre daha fazla gelir potansiyeline sahip olduğunun altını çizmek gerekir. Hedge fonlarının gelir ve büyüme potansiyelleri ile ilgili olarak aşağıdaki şeklin incelenmesinde fayda vardır.



Şekil 1.10. Hedge Fonların Gelir/ Büyüme İçindeki Durumu (Kaynak: Keler, a.g.e.,s.8.)

Hedge fonların özelliklerine değindiğimiz bu kısımda, söz konusu fonların uygulamakta oldukları komisyon yapısı ve dolayısı ile gelir elde etme yolları da açıklanacaktır. Her fon veya varlık yönetim şirketi gibi hedge fonlar da müşterilerine uygulayacakları komisyon veya fiyat politikalarını en baştan açıklamak zorundadırlar. Buna göre bir hedge fon temelde aşağıdaki yollar ile gelir elde etmektedir:⁸³

- Yönetim komisyonu: Hedge fonlar yönettikleri varlıkların üzerinden %1 veya %2 gibi yıllık komisyon almaktadırlar. Fakat bu komisyonlar genellikle aylık olarak uygulanmaktadır. Örneğin yıllık %2 uygulanıyorsa aylık $\%2/12 = \%0,167$ uygulanacak anlamına gelmektedir.
- Performans komisyonu: Hedge fonlar, kar elde etmeleri halinde yatırımcılarından kar üzerinden % 20 gibi bir performans komisyonu istemektedirler. Söz konusu komisyon her ay aylık elde edilmiş kar üzerinden alınmaktadır. Örneğin bir hedge fonun aylık karı %10 ise ve kar üzerinden %20 performans komisyonu kesiliyorsa, bu durumda aylık %2 gelir elde etmiş olduğu anlamına gelmektedir.
- Erken Çıkış Komisyonu: Bilindiği gibi hedge fonlar yatırımcılarından aldıkları fonları en az 1 yıl boyunca bünyelerinde tutmakta ve bunlar üzerinden yatırımlar yapmaktadırlar. Eğer bir yatırımcı fonunu erken talep ederse hedge fon kuruluşu o yatırımcıya erken çıkış yaptığı gerekçesi ile komisyon (ceza) uygulayabilir. Bu uygulamanın bir benzeri de bankalar tarafından kredilerini erken kapatan müşterilerine uygulanmaktadır. Eğer bu %1 olarak uygulanırsa toplam varlık üzerinden %1 komisyon veya diğer bir adıyla ceza alınacak demektir.
- Diğer komisyonlar: Hedge fonlar yaptıkları ek hizmetler karşılığında müşterilerinden başka komisyonlar da alabilmektedirler.

Hedge fonların özellikleri kapsamında hedge fonların performanslarının ne şekilde ölçüldüğüne de değinilmesinde yarar vardır. Hedge fonların performanslarının değerlendirilmesinde kullanılan geleneksel yöntemler mevcuttur. Hedge fonların performanslarının değerlendirilmesi alanında birçok çalışma bulunmasına rağmen iki performans ölçüm yöntemi değerlendirmede en çok

⁸³ McCrary. (2003). a.g.e., ss.13-14.

kullanılan yöntemler olarak karşımıza çıkmaktadır. Bunlar; Sharpe Oranı ve Jensen'in Alfa yöntemleridir.⁸⁴

Sharpe Oranı, alınan her birim risk için elde edilen risksiz faiz oranı üzerindeki getiriye gösteren oran olarak tanımlanır ve temel olarak hedge fonun risk/getiri etkinliği hakkında bilgi verir.⁸⁵ Sharpe oranının yorumlanması kolaydır. Temel olarak, iyi bir getiri elde edeceği düşünülen fonlar için Sharpe oranı yüksek çıkmaktadır.

Hedge fonların performanslarının ölçümünde kullanılan diğer bir geleneksel yöntem olan Jensen'in Alfa Yöntemi Amerikalı bir ekonomist olan Michael Cole Jensen tarafından geliştirilmiştir. Bu yöntem, hedge fonun getirisinin portföydeki tüm fonların beklenen getiri ile kıyaslamaya yarayan bir yöntemdir. Bu aşamaya kadar hedge fonların genel özelliklerine değinilmiştir. Gelecek kısımda da hedge fonların stratejileri konu edilecektir.

1.8. HEDGE FONLARIN STRATEJİLERİ

Hedge fonların yönetilmesinde bir çok strateji bulunmaktadır. Bunlardan belli başlı olanları aşağıda gösterilmektedir.⁸⁶

- Piyasadan bağımsız stratejiler: Piyasadan bağımsız stratejilerde fon yöneticisi, genel piyasa hareketlerinden kaynaklanan fiyat dalgalanmalarını ortadan kaldırmayı ister. Piyasa riskini almak istemez. Bunlardan en önemli olanlar aşağıda gösterilmiştir:
 - Hisse Senedi Piyasasından Bağımsız: Fon yöneticisi, fiyat artışı beklediği hisse senetlerinde uzun, fiyat düşüşü beklediği senetlerde ise kısa pozisyon tutar. Böylece, net hisse senedi pozisyonu küçük olduğundan, portföy piyasa volatilitesinden en az düzeyde etkilenir. Diğer bir deyişle, piyasa riskini ortadan kaldırıp, hisse senedinin spesifik riskini baz alacak şekilde yatırım yapılır.
 - Olay Bazlı: Fon yöneticisi, fiyatı kısa vadede önemli ölçüde değiştirebilecek bir olayın olacağını düşündükleri menkul

⁸⁴ Gaurav S.Amin, Harry M.Kat. (2003). Hedge Fund Performance 1999 -2000: Do the "Money Machines" Really Add Value?. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, Washington, 38(2):253

⁸⁵ Engin Kurun v.d. (2008). Yatırım Fonlarının Performans Analizinde Kullanılan Risk Bazlı Ölçüm Teknikleri ve Türk Yatırım Fonları Üzerinde bir Uygulama., *T.C. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Yüksekokulu Uluslararası Finans Sempozyumu* , s.175.

⁸⁶ Fıkrkoca, a.g.e., s.9-10.

kıymetlere yatırım yapar. Bu olaylar, yeniden yapılandırmalar, birleşmeleri satın almalar, tasfiyeler, iflaslar olabilir. Benjamin Graham'ın birkaç on yıl önce durumu tehlikede olan Amerikalı tren yolları işletmelerine yaptığı yatırım buna örnek olarak görülebilir.⁸⁷

Olaya dayalı stratejiler arasında aşağıdakiler yaygındır:

- Sorunlu Menkul Kıymetler: Fon yöneticisi, yakın gelecekte iflas etmesi beklenen bir şirkette borç veya özsermaye yoluyla kısa veya uzun vadeli pozisyon alabilir. Örneğin, iflas beklentisi olan bir şirketin borcunu yüksek bir iskontoyla satın alıp, şirketin tasfiyesinde bu borcu aldığından daha yüksek bir değerle elinden çıkarabilir. Veya, şirket iflas yerine başarılı bir şekilde yeniden yapılanmaya giderse, artan karlılıktan faydalanabilir.
- Birleşme Arbitrajı: Birleşmesi beklenen iki şirkete yatırım yapılabilir. Fon yöneticisinin, satın alınacak şirkette uzun pozisyon alıp, satın alan şirkette kısa pozisyon alması sık rastlanan bir stratejidir.
- Arbitraj: Fon yöneticisi, piyasadaki dengesizlikleri tespit ederek, uzun ve kısa pozisyonlar alarak bunlardan faydalanabilir. Bu stratejide de temel olarak uzun pozisyonlar karşılığında kısa pozisyonlar yaratılır ve piyasa riski ortadan kaldırılır. Arbitraj stratejileri arasında aşağıdakiler bulunmaktadır.
 - Dönüştürme Arbitrajı: Fon yöneticisi, bir şirketin hisse senedine dönüştürülebilir menkul kıymetini alıp, o şirketin hisse senedini açığa satabilir. Bu şekilde, hisse senedine dönüştürülebilir menkul kıymetin fiyatının, hisse senedi fiyatına göre gerçekleşen sapmalardan faydalanmayı amaçlar.
 - Sabit Getirili Menkul Kıymet Arbitrajı: Fon yöneticisi, sabit getirili menkul kıymetler ile bunlara dayalı türevler üzerinde karşıt pozisyonlar alarak, menkul kıymetle türev arasındaki fiyat sapmalarından faydalanır.
 - İstatistikî Arbitraj: Fon yöneticisi, belirli menkul kıymetlerin tarihi fiyat verilerini göz önüne alarak matematiksel bir model

⁸⁷ Alexander M. Ineichen. (2003). *Absolute Returns: The Risk and Opportunities of Hedge Fund Investing*, John Wiley and Sons, ABD, s. 251.

oluşturur. Menkul kıymetin piyasa fiyatı ile modelin hesapladığı “olması gereken” fiyat arasında oluşan farka göre alım/satım kararı verir.

- Uzun/Kısa Pozisyonlu Hisse Senedi Stratejileri: Bu bölümdeki stratejiler hisse senedi yatırımlarını baz almaktadır. Bunlardan en önemlileri aşağıda gösterilmektedir:
 - Agresif Büyüme: Bu stratejide hisse başına karlılığını hızla artıran veya artırması beklenen şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapılır. Yatırım kararı temel analiz bazlıdır, fakat yatırım zamanlamasında teknik analiz kullanılabilir.
 - Fırsatçı: Fon yöneticisi, sabit bir yatırım politikası ve hisse senedi seçme prosedürüne bağlı kalmaz. Bu sebeple bir stratejiden bir diğerine zaman zaman geçebilir.⁸⁸ Mevcut piyasa koşullarından ve yatırım fırsatlarından azami derecede faydalanmayı amaçlar. Bunun haricinde, yatırım yapılacak araç kısıtı vs. bulunmaz.
 - Açığa Satış: Fon yöneticisi, düzenli olarak aşırı değerlendirilmiş hisse senetlerini tespit etmeye çalışır ve fiyatının düşeceğini tahmin ettiği menkul kıymetleri açığa satarak kar elde etmeyi hedefler. Böylece satış yaptığı zaman brokerından ilgili hisse senetlerini ödünç alır ve fiyatları düştüğü zaman da bunları satın alarak yerine koyar.
 - Değer Bazlı: Fon yöneticisi, kendi değerlendirme modelini kurar ve hisse senetlerinin “olması gereken” değerini hesaplar. Buna göre, değerinin artacağını düşündüğü menkul kıymette uzun, değerinin düşeceğini düşündüğü menkul kıymette kısa pozisyon alır.
- Piyasa Yönü Bazlı Stratejiler: Bu strateji grubunda fon yöneticisi, menkul kıymetleri değerlendirmekten ve menkul kıymet bazında fiyat hareketlerini tahmin etmeye çalışmak yerine, genel piyasanın yönünü tahmin etmeye çalışır ve ona göre pozisyon alır. Bu stratejilerin en çok kullanılanları aşağıda gösterilmiştir:
 - Vadeli İşlemler: Fon yöneticisi, global hisse senedi, faiz, döviz ve emtia piyasalarının yönü hakkında tahminlerde bulunur.

⁸⁸ Daniel A. Strachman. (2005). *Getting Started in Hedge Funds*, Wiley-IEEE, ABD, s.181.

Beklentileriyle uyumlu olarak vadeli işlem kontratlarını kullanarak pozisyon alır ve kar etmeye çalışır.

- Makro: Fon yöneticisi, global ekonomik beklentiler çerçevesinde yatırım kararı alır. Her ne kadar beklentiler bu strateji de önemli olsa da bazı zamanlar hedge fon yöneticileri bahis oynar gibi yatırımlar da yapabilmektedir. Hisse senedi türevleri, faiz, yabancı paralar ve emtia üzerine işlem yapılabilir.
- Piyasa Zamanlaması: Fon yöneticisi, genel piyasanın kısa vadeli yönü konusunda bir tahminde bulunur. Beklentilerine göre yatırımlarını, çeşitli piyasalar veya piyasa bölümleri arasında değiştirir. Genel olarak, yatırım fonları ile para piyasası araçları arasında değişimler yapılır. Burada tahmin edilmesi gereken en önemli unsur, hangi piyasaların yukarı veya aşağı doğru hareket edeceğidir.⁸⁹
- Özel Stratejiler: Yukarıdaki stratejilere girmeyen bu son strateji grubunda temelde aşağıdaki alt stratejiler bulunur:
 - Gelişmekte Olan Piyasalar: Fon yöneticisi, Türkiye, Rusya, Brezilya vb. gibi gelişmekte olan ülkelerin piyasalarında, her türlü yatırım aracıyla yatırım yapar.
 - Sektör Bazlı: Fon yöneticisi, belirli bir sektörde tüm yatırım araçlarıyla işlem yapar. Hedge fonlara yatırım yapan kişiler yatırımlarını istedikleri anda geri alamamaktadırlar. Pek çok fonda, ilk yatırım yapıldıktan sonra belirli bir süre yatırılan tutar geri çekilememektedir. Bu stratejiye bir başka örnek olarak da teknoloji işletmelerine yapılan yatırımları gösterebiliriz. Hedge fon yöneticileri zaman zaman portföylerinin %50'sini yeni teknoloji geliştiren işletmelerin hisse senetleri üzerine yoğunlaştırabilmektedirler.⁹⁰

Yukarıdan da anlaşılacağı gibi hedge fonlar çok değişik stratejiler ile karlılıklarını arttırmaya çalışmaktadırlar. Bu stratejileri izlerken de ihtiyaç duydukları finansmanı her zaman fonun sermayesinden karşılamak yerine kaldıraç mekanizmasını kullanmaya gayret etmektedirler. Aşağıdaki tablodan da görülebildiği

⁸⁹ Nicholas, a.g.e., s.40.

⁹⁰ Strachman, a.g.e., s.182.

gibi kaldıraç kullanma oranı 2001 yılından itibaren gittikçe artmış ve 2006 sonunda %161'e kadar gelmiştir.

Tablo 1.10. Hedge Fonların Kaldıraç Kullanma Oranı (Varlıkların %'si)
(Kaynak: IFSL, a.g.e., s.4.)

| Yıl | % | % Değişim |
|------|-----|-----------|
| 1998 | 125 | - |
| 1999 | 159 | 27,20 |
| 2000 | 138 | -13,21 |
| 2001 | 117 | -15,22 |
| 2002 | 121 | 3,42 |
| 2003 | 141 | 16,53 |
| 2004 | 148 | 4,96 |
| 2005 | 155 | 4,73 |
| 2006 | 161 | 3,87 |
| 2007 | 150 | -6,83 |

1.9. HEDGE FONLARIN KURULUŞU

Yukarıda belirtilen hacimlere ve ülkelerin finansal sistemlerini bile etkileyebilecek bir üne sahip olan Hedge fonların kuruluşu aslında hiç de zor değildir. Bir hedge fon kurmak için gereken bazı faktörler aşağıda belirtilmektedir:⁹¹

- Hedge fon kurucusunun sahip olduğu girişimcilik ruhu
- Yine hedge fon kurucusunun piyasa deneyimi (aslında kurumsal yatırımcılar hedge fonların en az 3 senedir çalışıyor olduklarını ve performanslarının yeterince iyi olduğunu görmek istemektedir. Fakat deneyimli ve kendini bu konuda ispat etmiş bir hedge fon yönetici söz konusu süreyi azaltabilir) ve itibarı.
- Kurucusunun yaratıcılığı
- Kurucusunun yüksek karlı işlemleri yapabilir olması
- 25.000 ile 50.000 dolar arası öz sermaye

⁹¹ Strachman, a.g.e., s.49.

Yukarıdan da anlaşılacağı gibi hedge fonların kuruluşu neredeyse tamamen hedge fon kurucusuna bağlıdır. Sektörde deneyimli ve popüler olan kurucular için yatırımcı toplamak oldukça kolay olacaktır. Bu fon yöneticilerinin hedge fonun performansı üzerindeki etkisi yadsınamayacak kadar fazladır. Tek ortaklı bir şahıs şirketi gibi işleyen hedge fonlar için kurucu veya yöneticisinin toplam hedge fon performansı üzerinde %90 gibi bir etkisi olduğu iddia edilmektedir.

Ayrıca bir hedge fon kurmak için gereken sermayenin de 25 bin dolar gibi düşük rakamlar olduğu göz önüne alındığında yüksek kaldıraçla neden çalışmaları gerektiği anlaşılmaktadır. Özellikle yüksek kaldıraçlı işlemlerin hedge fonun giderlerini (faiz giderlerini) arttırması ve piyasada yaşanabilecek herhangi bir dalgalanmada yanlış pozisyon almış olan bir hedge fonun muhtemel zararının bu giderler ile daha da büyük rakamlara ulaşmasına sebep olabilecektir.

Bir hedge fonun faaliyetlerinde herhangi bir aksaklık meydana gelmesi, aşağıdaki olumsuz sonuçları doğurabilecektir:

- Ortakların zarar etmesi
- Yatırımların erimesi
- Borç veren bankaların kredilerinin batması
- Kurucusunun piyasada itibar kaybına uğraması
- Yatırımcıların yüksek kar beklerken anaparalarını dahi kurtaramayacak şekilde zarar edebilmeleri

Her ne kadar hedge fonlar yukarıda belirtildiği gibi kolay ve kurucusuna bağımlı olarak kurulabiliyor olsa da bir hedge fon kurmanın diğer bazı yolları da bulunmaktadır.⁹²

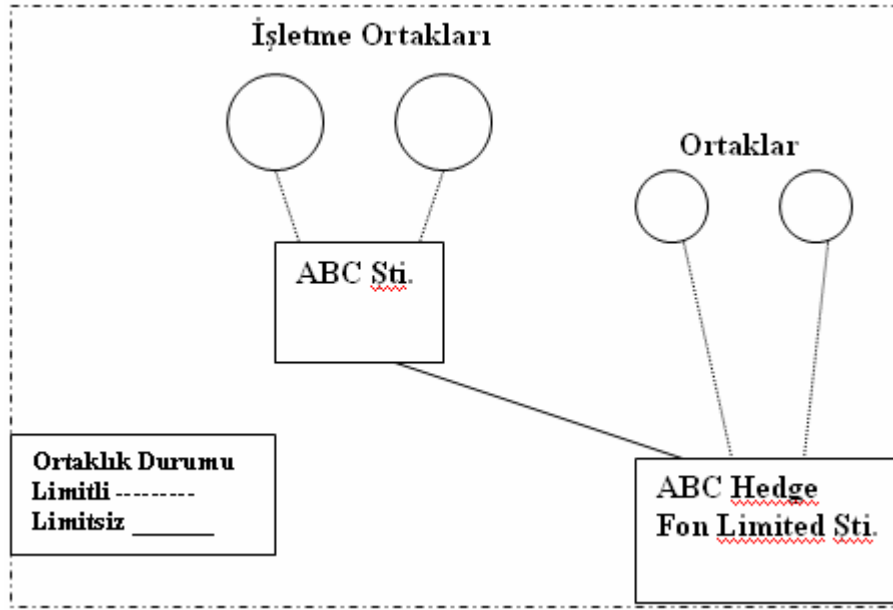
Öncelikle hedge fonlar; “yerel” ve “offshore” olmak üzere iki şekilde kurulabilmektedir. Hedge fonlar, kazancın vergilendirilmesi yönünde avantajlar sağlamak üzere, vergi cennetleri olarak bilinen ülkelerde kurulmaktadır. Cayman Adaları, Bermuda, Chanel Adaları, Bahamalar, Lüksemburg gibi ülkelerde kurulup off-shore bankacılıkta olduğu gibi kazancın vergilendirilmesinde avantaj oluştururlar. Yasal kuruluş prosedürü kolay ve maliyetler minimum düzeyde olup yasalar da büyük bir esnekliğe sahip bulunmaktadır.⁹³ Hedge fonların yarısından

⁹² McCrary, (2003). a.g.e., s.73-74.

⁹³ Ufuk Şanlı. (2007). Paranın Zalim Efendileri Hedge Fonları.
<http://www.tumgazeteler.com/?a=2852318>

fazlası offshore bölgelerde kayıtlıdır. Offshore bölgeleri dışında hedge fonların en popüler olduğu yer, hedge fonların yaklaşık üçte birinin bulunduğu Amerika'dır. Offshore dışındaki bölgelerdeki hedge fonlar 'Limited Ortaklık' şeklinde kurulurlar. Bu yapılanmada fon yöneticisi baş ortak, yatırımcılar ise sınırlı ortak olarak yer almaktadır.

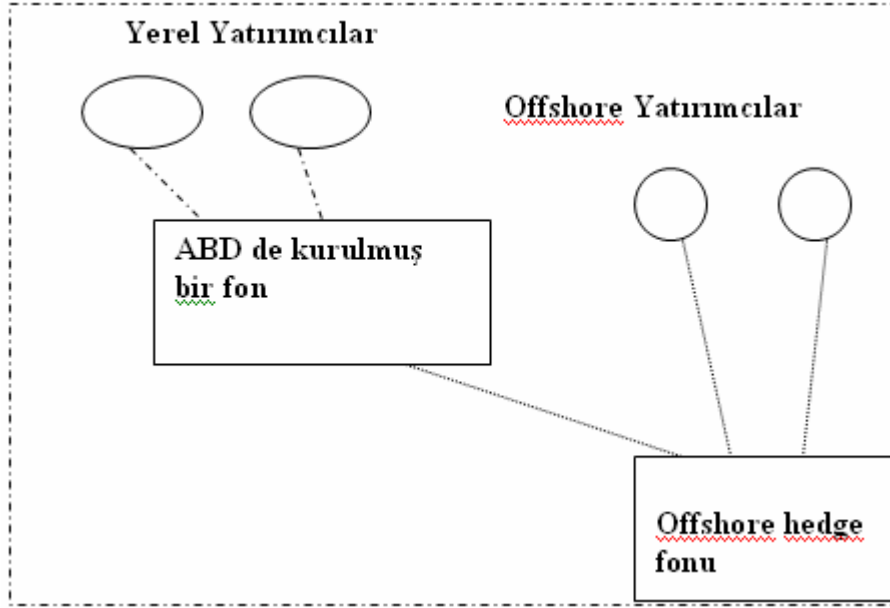
Örneğin bir hedge fon limited şirket şeklinde aşağıda belirtildiği gibi kurulabilir.



Şekil 1.11. Limited Şirket Şeklinde Kurulan Hedge Fon
(Kaynak: McCrary, Hedge Fund Course, s.81.)

Bu durumda ABC Şirketi kurucusu ve yöneticisi olduğu ABC Hedge Fon LTD şirketine limitsiz yükümlülükte bulunmaktadır. ABC Hedge Fon LTD şirketine de yatırım yapanlar da koydukları fon seviyesince bu yatırımdan sorumlu olmaktadır.

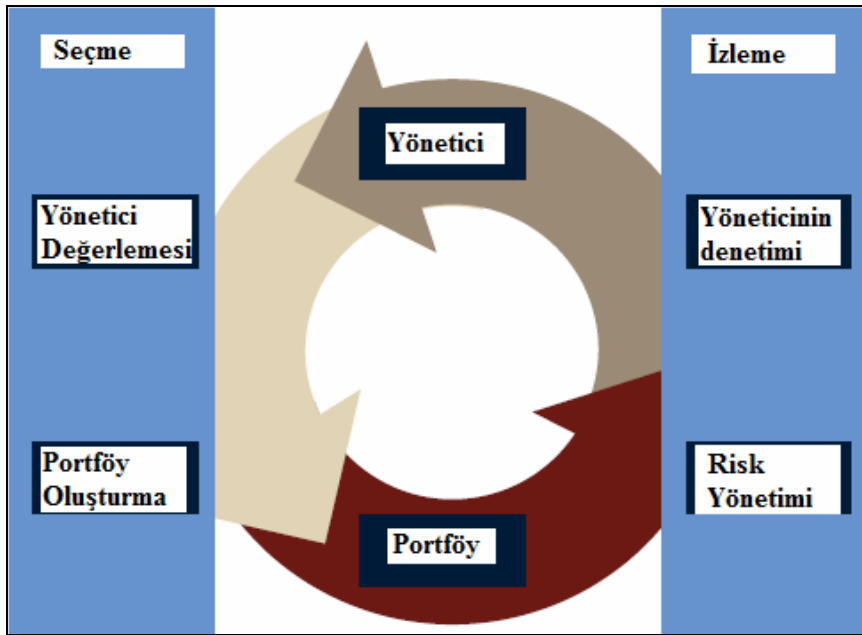
Bir başka kuruluş şekli de offshore hedge fonu olarak kuruluşur. Bununla ilgili şekil de aşağıda gösterilmektedir. Görüldüğü gibi yükümlülükler hep limitli yani sınırlıdır.



Şekil 1.12. Offshore’da Kurulan Hedge Fon

Bir hedge fon kurulduktan sonra da temelde aşağıda belirtildiği gibi işlemektedir. Buna göre yukarıda da belirtildiği şekliyle en önemli ve kilit nokta deneyimli ve bilgili bir yöneticinin varlığıdır.⁹⁴ Aşağıdaki işleyişten de anlaşıldığı gibi bir yönetici müşterileri için oluşturulacak portföylerin belirlenmesi, bunların değerlendirilmesi, risk yönetimi prensiplerinin ortaya konulması ve bunların yakın olarak izlenmesinden sorumludur.

⁹⁴ AIMA (Alternative Investment Management Association). (2008). *AIMA’s Road Map to Hedge Funds*, AIMA, s.41.



Şekil 1.13. Hedge Fon İşleyişi
(Kaynak: AIMA, a.g.e., s.41.)

1.10. HEDGE FONLARIN ÜLKEMİZDEKİ ALGILANIŞI

Bu aşamaya kadar hedge fonlar hakkında tanımlamalar ve genel özellikleri hakkında bazı bilgilendirmeler yapılmıştır. Bu kısımda da özellikle ülkemizde söz konusu fonların nasıl algılandıklarından bahsedilecektir.

Ülkemizde söz konusu alanda yapılmış olan bir anket çalışmasına burada değinilecektir. Türkiye’de hedge fonların potansiyelini ortaya çıkartmak, doğru olarak konumlanmasını sağlamak, piyasa katılımcılarının bu fonlardan beklentilerinin karşılanıp karşılanamayacağına ışık tutmak ve hedge fonların Türkiye’de uygulanabilirliğini ortaya çıkarmak amacıyla gerçekleştirilen anket temelde 43 adet yatırım fonu sektöründe görev yapan piyasa profesyoneline yöneltilmiştir.⁹⁵ Bu ankete katılanların genel özellikleri de aşağıda belirtilmektedir:

- %42’si orta düzey yönetici unvanına sahip
- %79’u 5 yıldan fazla iş tecrübesine sahip
- %56’sının hedge fon bilgisi yüksek, çok yüksek
- %9’u alternatif varlıklar alanında görev almış

olduğu raporlanmıştır.

⁹⁵ Keler, a.g.e., s.10.

Ayrıca ankete katılanların görev dağılımlarına bakıldığında da aşağıdaki tablo ile karşılaşılmaktadır:

- %42 si müdür veya direktör
- %28'i müdür yardımcısı veya yetkili
- %12'si uzman
- %11'si genel müdür yardımcısı
- %7'si ise genel müdürdür.

Görüldüğü gibi konusunda oldukça deneyim sahibi olan ve sektör hakkında bilgisi bulunan bireyler tercih edilmeye çalışılmıştır. Elde edilen sonuçlara bakıldığında da aşağıdaki maddeler elde edilmiştir:

- Sektör çalışanlarından %47'si 3-5 yıl içerisinde (2010 yılı ve sonrası), %33'ü 1-3 yıl içerisinde (2008 yılından itibaren) bu fonların Türkiye'de gelişmesini ve ön plana çıkmasını beklemektedir.
- Hedge fon tebliğinde de belirtilen, bu fonların sadece nitelikli yatırımcılara satılması maddesi ile ilgili olarak sektör çalışanlarının %72'si olumlu görüş bildirmiştir.
- Ancak bu %72 içerisinde %35'i tebliğde yer alan 1.000.000 TL kısıtlamasının fazla olduğunu ve düşürülmesi gerektiğini düşünmektedir.
- Sektör çalışanlarının %14'ü nitelikli yatırımcılara, herhangi bir para sınırı olmadan bu mesleği profesyonel olarak yapan, çeşitli lisans sahibi, yatırım tecrübesi yüksek kişilerin de dahil edilmesi gerektiği yönünde görüş bildirmişlerdir.
- Türkiye'de hedge fon yatırımcılarının bu fonları satın alırken "fonun taşıdığı riskleri bildiğine dair" bir döküman imzalamalarını sektör temsilcilerinin %93'ü uygun bulmuştur.
- Portföy Yönetimi sektörü çalışanlarının %65'i mevcut yasal düzenlemelerin fazla veya çok fazla regülasyona tabi olduklarını düşünmektedir.
- Hedge fon sektörünün daha hızlı gelişmesi ve büyümesi için regülasyonların biraz düşürülmesi veya "yönetici şirket içi regülasyona" (self-regulation) ağırlık verilmesi gerekmektedir.

Aynı katılımcılar hedge fon piyasasının gelişmesinin önündeki engelleri de aşağıdaki gibi açıklamışlardır:

- Piyasaların yeterince (VOBAS, OTC, Açığa Satış imkanları vs.) gelişmemiş olması,
- Türkiye’de yatırımcıların eğitim düzeyinin ve bu ürünlere talebin yetersiz olması,
- Düşük regülasyona ve düşük vergi rejimine sahip offshore ülkelerde hedge fon kurmanın cazipliği,
- Türkiye’de yetkin hedge fon yöneticilerinin sayısı olarak az olması,
- Türkiye’de hedge fonlar için mevcut yazılımların yetersiz olması.

Söz konusu katılımcılar ayrıca hedge fonların kurulması durumunda kimlere hitap etmesi beklendiğini de aşağıdaki gibi belirtmişlerdir:

- Varlıklı bireysel yatırımcılar ve hedge fonlara yatırım yapan fonlara (funds of hedge funds) hitap etmesi beklenilmektedir.
- İlk aşamada kurulacak hedge fonların, emeklilik fonlarına ve vakıflara fazla hitap etmeyeceği beklenilmektedir.
- Hedge fonların küçük bireysel yatırımcılara hitap etmesi beklenilmemektedir.
- Hedge fonların, çeşitli “risk-yönetim stiline göre karakter özelliklerine sahip yatırımcı grupları” arasında kendine güvenen, yani risk alabilen ve düşünme sonucu karar alan yatırımcılara hitap etmesi beklenilmektedir.

Ülkemizde kurulacak olan bir hedge fonun taşıması gereken özellikler de aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

- Risk: Sektörde en yüksek riskler, yatırım ve yönetici riski (%72) ile piyasa riski (%69) olarak görülmektedir. Bunun nedeni ülkemizde bu fonların dünyaya göre daha riskli olarak algılanmasıdır. Diğer riskler likidite riski (%56), kredi ve karşı kurum riski (%49) ve operasyonel risktir (%46).
- Ücretlendirme: Türkiye’de hedge fonların başarılı olabilmeleri için sektör çalışanları %81 oranında düşük bir yönetim ücreti ve yüksek bir performans ücreti alınması gerektiğini belirtmiştir.

- Lock-up period: Türkiye’de Hedge Fonlar için kabul edilebilir minimum fonda kalış süresini (lock-up period), sektör çalışanlarının %42’si 6 ay, %23’ü 3 ay şeklinde cevaplandırmıştır.
- Giriş-Çıkış Periyotları (Likidite İmkanları): Sektör çalışanlarının %51’i aylık, %19’u 3 aylık, %19’u 6 aylık, %11’i günlük periyotlarda giriş-çıkışın uygulanabilir olabileceğini belirtmişlerdir.

Söz konusu ankete katılanların hedge fonlar hakkında az veya çok bir bilgi sahibi olduğu bilindiğine göre asıl sorulması gereken sorulardan biri, bu fonların başka kesimlerce ne ölçüde bilindiğidir. Yapılan araştırmaya göre:

- Finans sektörü çalışanlarının %37’si hedge fonları bildikleri,
- Yatırımcıların %98’inin ise bu fonlar hakkında bilgi sahibi olmadıkları,
- Basın ve medya çalışanlarının ise sadece %5’inin bu fonları bildikleri ortaya çıkmıştır.

Görüldüğü gibi söz konusu fonlar ülkemizde yeterince tanınmayan ve sadece belli sektörler tarafından izlenen fonlar olarak ortaya çıkmaktadır.

1.11. DÜNYACA ÖNEMLİ HEDGE FONLAR

Bilindiği gibi hedge fonlar sayıları dünyada geçtiğimiz yıla kadar sürekli artan bir yapı göstermekteydiler. Burada tamamına değinilemeyecek olan hedge fonlar için dünyada en önde gelenleri aşağıda belirtilmektedir. Söz konusu fonlar da; Alfred Winslow Jones, Bill Fleckenstein, Bruce Kovner, David Gerstenhaber, David Shaw, David Tepper, Doug Kass, Edward Lampert, Edward O. Thorp, Eric Mindich, Estlander & Ronnlund, Glenn Rosewall, George Soros, Jeff Senecal, Jim Cramer, Jim Simons, Joel Greenblatt, Julian Robertson, Kenneth C. Griffin, Michael Steinhardt, Seth Tobias, Stanley Druckenmiller, Stephen Peak ve Steven A. Cohen gibi birçok tanınmış hedge fon yöneticisi veya kurucusu tarafından idare edilmekte veya edilmiştir.⁹⁶

- Andor Capital Management: Bu fon 2001 yılında kurulduktan sonra kısa sürede 7,5 milyar dolar gibi bir aktif büyüklüğüne ulaşmış fakat daha sonra bu rakam 2 milyar dolara kadar gerilemiştir. 2008 yılında ise fon kapanacağını açıklamıştır.

⁹⁶ Bankacıyız Biz. (2008). *Aktif Büyüklüğü 1 Trilyon Dolar Olan Hedge Fonlar Dünyayı Titretiyor*. <http://www.bankaciyiz.biz/modules.php?name=News&file=print&sid=1314> (02.05.2009)

- Angelo, Gordon & Co.: Bu işletme 1988 yılında kurulmuş olup 15 milyar dolar gibi bir varlık büyüklüğüne ulaşmıştır.⁹⁷
- Black River Asset Management: Black River Asset Management Limited Şirketi 2003 yılında kurulmuştur. Söz konusu fon günümüzde 7,5 milyar dolar varlık büyüklüğüne ulaşmıştır.⁹⁸
- Bridgewater Associates: Söz konusu fon 1991 yılından beridir varlık yönetimi gerçekleştirmekte olup, toplam yönetilen varlıklarının toplamı 80 milyar dolar seviyesindedir. Fonun 650 de çalışanı bulunmaktadır.⁹⁹
- Citadel Investment Group: Bu hedge fon 1990 yılında Kenneth C.Griffin tarafından Chicago’da kurulmuştur. 15 milyar dolar gibi bir varlığın yönetildiği işletmede 1400’e yakın çalışan istihdam edilmektedir.¹⁰⁰
- Clinton Group: 1991 yılında New York’ta kurulmuş olan bu fon yerli ve yabancı müşterilerine ait 1,1 milyar dolar seviyesindeki varlıkları yönetmektedir.¹⁰¹
- D. E. Shaw: 1988 yılında kurulan ve global bir yatırım şirketi olan bu fon, 1600 çalışanı ile 2009 başı itibariyle 30 milyar dolar gibi bir varlık yönetmektedir.¹⁰²
- Everest Capital: 1990 yılında kurulmuş olan bu fon, 50 çalışanı ile 1,5 milyar dolar seviyesinde bir varlık yönetmektedir.¹⁰³
- Farallon Capital: Bu fon Thomas F. Steyer tarafından 1986 yılında San Fransisco’da kurulmuş olup, günümüzde 150 çalışanı ile faaliyet göstermektedir.¹⁰⁴
- Eclectica Asset Management: Odey Varlık Yönetimi şirketi eski ortakları tarafından 2005 yılında faaliyete geçen şirket günümüzde 650 milyon dolar tutarında fon yönetmektedir.¹⁰⁵
- JP Morgan Asset Management: JP Morgan Chase’in bir iştiraki olan şirketin 150 yıllık bir tarihi bulunmaktadır.

⁹⁷ Angelo Gordon. (2009). Creativity, Expertise. <http://www.angelogordon.com/> (22.06.2009).

⁹⁸ Black River. (2009). Homepage. <http://www.black-river.com/> (22.06.2009).

⁹⁹ Bridge water. (2009). HomePage. www.bwater.com (22.06.2009).

¹⁰⁰ Wikipedia. (2009). Citadel Investment Group http://en.wikipedia.org/wiki/Citadel_Investment_Group (22.06.2009).

¹⁰¹ Clinton Group. (2009). Welcome. <http://www.clinton.com/> (22.06.2009).

¹⁰² DE Shaw.(2009). Who We Are. <http://www.deshaw.com/WhoWeAre.html> (22.06.2009).

¹⁰³ Everest Capital. (2009). About Everest Capital. <http://www.everestcapital.com/> (22.06.2009).

¹⁰⁴ Farallon Capital. (2009). Who We Are. <http://www.faralloncapital.com/farallon/> (22.06.2009).

¹⁰⁵ Eclectica. (2009). Home. <http://www.eclectica-am.com/template.aspx?target=home> (22.06.2009).

- Peloton Capital: İsrail menşeli olan bu işletme de hem İsrail hem de yabancı piyasalarda işlemler gerçekleştirmektedir.
- Pequot Capital Management: Arthur J. Samberg tarafından 1998 yılında kurulan bu fon ABD’de kayıtlı bir işletmedir.¹⁰⁶
- Permal: 30 yıldan fazladır varlık yönetimi yapan bu şirket bir çok işletmeye göre de ciddi bir deneyim sahibidir. Bu fon yönettiği 25 milyar dolara varan varlıkları ve 200’den fazla çalışanı ile büyük bir fon görüntüsü çizmektedir.¹⁰⁷
- Perry Capital: 1988 yılında New York’ta kurulmuş olan bu fonun sahipleri çalışanlarıdır.¹⁰⁸
- Prosperity Capital Management: Rusya’da 1996 yılında kurulan bu fon günümüzde 5 milyar dolar büyüklüğünde bir varlık yönetmektedir.¹⁰⁹
- Renaissance Technologies: James Simpson tarafından 1982 yılında kurulmuş bir varlık yönetim şirketidir. Bu şirket günümüzde 300’e yakın çalışan istihdam etmekte ve 20 milyar dolar gibi bir varlığa sahip bulunmaktadır.¹¹⁰
- SAC Capital Advisors: Steven Cohen tarafından 1992 yılında ABD’de kurulmuş olan bu fon 800 civarında çalışan istihdam etmekte ve 16 milyar dolar büyüklüğünde bir varlık toplamını yönetmektedir.¹¹¹
- Soros Fund Management: Bu işletme George Soros tarafından kurulmuş olan ve meşhur Quantum fonu gibi bir çok fonun yönetildiği bir varlık yönetim şirketidir. Kara Çarşamba olarak bilinen 16 Eylül 1992 tarihine kadar Soros yapmış olduğu İngiliz Pound’u satışı ve Alman Markı alıştı ile 1,8 milyar dolar kar elde etmiş ve kendisine “İngiliz Merkez Bankası’nı batıran adam” denmeye başlanmıştır.¹¹²

¹⁰⁶ Pequot Capital.(2009). Home. <https://www.pequotcap.com/> (22.06.2009).

¹⁰⁷ Permal. (2009) About Permal. <http://www.permal.com/> (22.06.2009).

¹⁰⁸ Perry Capital.(2009). Perry Capital.

<http://investing.businessweek.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=22397> (22.06.2009).

¹⁰⁹ Prosperity Capital. (2009). About Us, <http://www.prosperitycapital.com/> (22.06.2009).

¹¹⁰ Wikipedia.(2009). Renaissance Technologies.

http://en.wikipedia.org/wiki/Renaissance_Technologies (22.06.2009).

¹¹¹ Wikipedia. (2009). SAC Capital Partners, http://en.wikipedia.org/wiki/SAC_Capital_Partners (22.06.2009).

¹¹² Wikipedia. (2009). Soros Fund Management

http://en.wikipedia.org/wiki/Soros_Fund_Management (23.06.2009).

- Superfund Group: Christian Baha tarafından 1995 yılında kurulmuş olan bu fon günümüzde 20 ülkede yaklaşık 50 bin yatırımcıya hizmet vermektedir.¹¹³
- Tudor Investment Corporation: Paul Tudor Jones tarafından 1980 yılında kurulmuş olan bu fon özellikle 1987 yılında kurucusu tarafından Kara Pazartesinin tahmin edilmesi sebebiyle almış olduğu kısa pozisyonlar ile büyük karlar elde etmiştir. Jones günümüzde 18 milyar dolara yakın bir fon yönetmektedir.¹¹⁴
- Vision Investment Management: Hong Kong'ta 2000 yılında kurulmuş olan bu varlık yönetim şirketi, 30'dan fazla profesyonel çalışanı ile müşterilerine hizmet vermektedir.¹¹⁵

Söz konusu fonların da bulunduğu hedge fonların 2008 ile 2007 yılları performansları da aşağıdaki tablolarda gösterilmektedir. Evvelce de belirtildiği gibi yaşanan son kriz ortamı hedge fonların önemli zararlar ilan etmelerine ve bir çoğunun iflas etmesine sebep olmuştur.

Buna göre ilk olarak bölgesel anlamda performanslara bakıldığında 2008 yılında özellikle orta doğu ve kuzey afrika bölgesi fonlarının ciddi şekilde değer kaybettiği görülmektedir. 2007 yılında elde edilen yüksek getiriler ciddi anlamlarda zarara dönüşmüş gibi görünmektedir.

Tablo 1.11. Hedge Fonların Bölgesel Getirisi

(Kaynak: HFN Real Time. (2009).

http://www.hedgefund.net/hfn_public/marketing_index_new.aspx?template=realtime.html
(23.06.2009).)

| Bölge | Aktif Fon Sayısı | 2008 | 2007 |
|---------------------------|------------------|---------|--------|
| Avrupa | 691 | -17.39% | 7.52% |
| Global | 4.532 | -14.75% | 10.00% |
| Latin Amerika | 112 | -23.49% | 23.63% |
| Orta Doğu ve Kuzey Afrika | 35 | -38.13% | 36.35% |
| Kuzey Amerika | 217 | -22.60% | 9.10% |

¹¹³ Superfund. (2009). Superfund. http://www.superfund.com/HP07/Superfund_Fonds.aspx
(23.06.2009).

¹¹⁴ Wikipedia.(2009). Paul Tudor Jones. http://en.wikipedia.org/wiki/Paul_Tudor_Jones (23.06.2009).

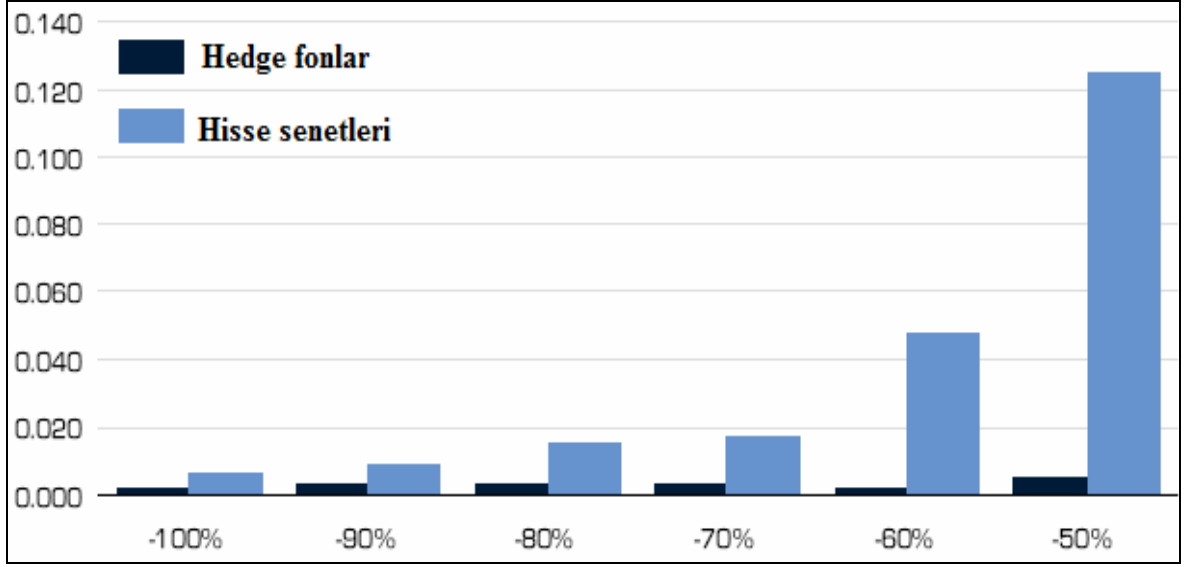
¹¹⁵ Vision Investment. (2009). About Us. <http://www.visioninvestment.com/html/eng/front/main.asp>
(23.06.2009).

Bölgesel anlamda yapılan değerlendirmeden sonra da ülke bazında hedge fonların getirileri analiz edilecektir. Buna göre en ciddi kayıpların Hindistan ve Rusya'da gerçekleştiği açıkça görülmektedir.

Tablo 1.12. Hedge Fonların Ülke Bazında Getirisi
(Kaynak: "HFN Real Time", a.g.e. s.y.)

| Ülke | Aktif Fon Sayısı | 2008 | 2007 |
|-------------|------------------|---------|--------|
| Avusturalya | 36 | -10.31% | 10.70% |
| Brezilya | 59 | -23.43% | 33.33% |
| Çin | 66 | -37.36% | 50.36% |
| Hindistan | 48 | -58.96% | 51.79% |
| Japonya | 177 | -17.64% | -3.53% |
| Rusya | 57 | -58.27% | 22.81% |
| ABD | 1696 | -15.46% | 9.17% |

Her ne kadar hedge fonların ciddi kayıplar yaşattığını görsek de Ocak 2007 ile Mart 2008 tarihleri arasında (özellikle bu tarihler arasında medya hedge fonları yaşanmakta olan ve etkileri henüz yeterince açığa çıkmamış krizin sorumlusu olarak göstermekteydi) hedge fonlar ile Russell 3000 endeksini oluşturan kağıtlar arasında hangisinin aylık bazda ne kadar zarar ettiği konusunda aşağıdaki şekil oldukça yararlı olacaktır. Bu şekilden de anlaşılacağı gibi hisse senetlerindeki kayıplar hedge fonlardaki kayıpların oldukça üzerindedir.



Şekil 1.14. Hedge Fonlar ile Hisse Senetleri Arasındaki Karşılaştırma
(Kaynak: AIMA, a.g.e., s.140.)

Bu aşamaya kadar hedge fonlar hakkında genel bilgiler verilmesine çalışılmıştır. Bundan sonraki bölümde ise hedge fonların dünya hukuki ve ekonomik sistemi içerisindeki yerleri analiz edilmeye çalışılacaktır.

İKİNCİ BÖLÜM

HEDGE FONLARIN HUKUKSAL ALTYAPISI

Birinci bölümde genel olarak tanımından bahsedilen hedge fonlar ile ilgili ülke ekonomileri üzerindeki etkilerine ve ulaştıkları finansal büyüklüklere genel anlamda değinilmişti. Bu bölümde ise söz konusu etkinin daha detaylandırılması ve bu fonların hangi hukuksal alt yapılardan etkilendiğinin tesbiti amaç edinilecektir.

Evvelce de belirtildiği gibi hedge fonlar hukusal alt yapıları olan fakat denetime yeterince tabi olmayan finansal işletmeler olarak bilinmektedirler. Bu özellikleri, hedge fonların uluslar arası piyasadaki hareket kabiliyetlerini kolaylaştırmaktadır. Söz konusu durumları hakkında birinci bölümde de belirtilen bir çok eleştiri almalarına rağmen bu özelliklerini halen devam ettirmektedirler.

Bu kısımda da söz konusu fonların hukuksal alt yapıları hakkında bilgi verilirken hangi ülkelerde ne şekilde hukuki tabanlara oturtuldukları gösterilmeye çalışılacaktır. Bu yapı içerisinde ABD, Avrupa, offshore merkezleri ve Türkiye’de hangi hukuksal çerçevede ele alındıklarından bahsedilecektir.

Hukusal boyut ele alınırken en fazla tartışılan konu olarak şeffaflık karşımıza çıkacaktır. Bu konu, hedge fon sektöründe tartışmalara yol açan bir konudur. Bazı kişi ve kurumlar, hedge fonların faaliyetlerinden kaynaklanabilecek olası riskleri değerlendirebilmek ve izleyebilmek amacıyla, hedge fonların yatırım stratejilerine ve pozisyonlarına ilişkin bilgilerin düzenleyici kurumlara rapor edilmesini istemektedirler. Bazıları ise, hedge fon sektöründeki şeffaflığın arttırılmasının pek kolay olmadığı gibi, bunun fazla bir faydasının da olmayacağını ifade etmektedirler. Bir hedge fonun sağlayacağı bilgi, bilgi alıcısının bir yatırımcı, karşı taraf, düzenleyici kurum veya genel bir piyasa üyesi olmasına göre değişkenlik gösterecektir. Hedge fonlar, zaten, kendi yatırımcılarına ve karşı taraflarına gerekli bilgileri sunmaktadır. Burada asıl tartışma konusu, hedge fonların düzenleyici kurumlara ve piyasaya karşı olan şeffaflığıdır. Genel kabul gören görüş; hedge

fonların raporlama ve açıklama yapmalarını zorunlu kılacak doğrudan düzenlemeler yerine, hedge fon karşı taraflarına ve hedge fonlara ödünç verenlere yönelik denetim ve risk yönetim sürecini geliştirerek dolaylı yoldan hedge fonların düzenleme altına alınmasıdır.¹¹⁶

Bu genel bilgilerden anlaşılacağı gibi hedge fonlar üzerinde tartışmalar hukuki anlamda halen devam etmektedir. Bu tartışmaların boyutu da aşağıdaki kısımlarda detaylı şekilde açıklanmaya çalışılmaktadır.

2.1. A.B.D.'DEKİ HUKUKSAL ALTYAPI

ABD'deki hukuksal alt yapıya geçmeden önce söz konusu fonlar hakkında yeterli regülasyonların bulunmadığı konusunda tartışmaların devam ettiğini söylemeliyiz. Özellikle birinci bölümde bahsedilen LTCM ve Amaranth gibi büyük hedge fonların iflas etmesi bu konudaki tartışmaları daha da alevlendirmiştir. Son ekonomik kriz ile de hedge fonların daha fazla regülasyona tabi tutulması gerektiği savunulmaktadır.

Hedge fonların regülasyonlara tabi tutulmaması prensibi temelde aşağıda belirtilen 4 düzenlemeye bağlanmaktadır.¹¹⁷

- 1940 tarihli Yatırım Firmaları Kanunu'nda (Investment Company Act) belirtilen kayıt altına alınamama durumu,
- 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu'nda (Securities Act) belirtilen söz konusu fonların yatırım yaptığı varlıkların kayıt altına alınamama durumu,
- 1940 tarihli Yatırım Danışmanları Kanunu'nda (Investment Advisors Act) söz konusu fon yöneticilerinin kayıt altına alınamama durumu,
- 1934 tarihli Menkul Kıymet Takası Kanunu'nda (Securities Exchange Act) belirtilen söz konusu fonların raporlama yapmaktan muaf tutulması durumu,

SEC (ABD Sermaye Piyasası Kurulu) ve FED (ABD Merkez Bankası) gibi düzenleyici denetleyici kamu otoriteleri yukarıdaki kanunlar belirtilen muafiyetlere rağmen daha fazla regülasyon isterlerken, fon yatırımcısı büyük piyasa oyuncuları regülasyonlara şiddetle karşı çıkmaktadır. Büyük yatırımcılar, küçük yatırımcıların

¹¹⁶ Anbar, a.g.e., s. 118.

¹¹⁷ Theodor Baums, Andreas Cahn. (2004). *Hedge Funds: Risks and Regulation*. Walter de Gruyter, ABD, s.33.

hedge fonlara yatırım yapmasının zaten yasal olarak mümkün olmadığını dolayısıyla küçük yatırımcıların korunması bahanesiyle düzenleyici kuralların getirilmesinin de gereksiz olduğunu savunmaktadırlar.

SEC ve diğer denetim veya gözetim amaçlı kurumların kamunun veya küçük yatırımcıların korunmasına ve piyasanın adil rekabet esaslarına göre çalışmasına ilişkin düzenleme ve denetim felsefesine göre çalışmakta olduklarını ifade eden hedge fonlar yukarıda da belirttikleri gibi müşterilerinin ne kamu ne de küçük yatırımcılar olduklarını söylemektedirler.¹¹⁸

Düzenleyici ve denetleyici kuruluşlar ise yukarıdaki iddialara; sermaye piyasasının karmaşık bir biçimde birbirine bağlı kurumlardan oluştuğunu, hedge fonların portföy büyüklükleriyle sermaye piyasasının işleyişinde önemli unsurlar olduklarını ve dolayısıyla iflaslarının diğer sermaye piyasası kurumlarını ve toptekun sermaye piyasasını tehdit ettiğini savunmaktadırlar.¹¹⁹

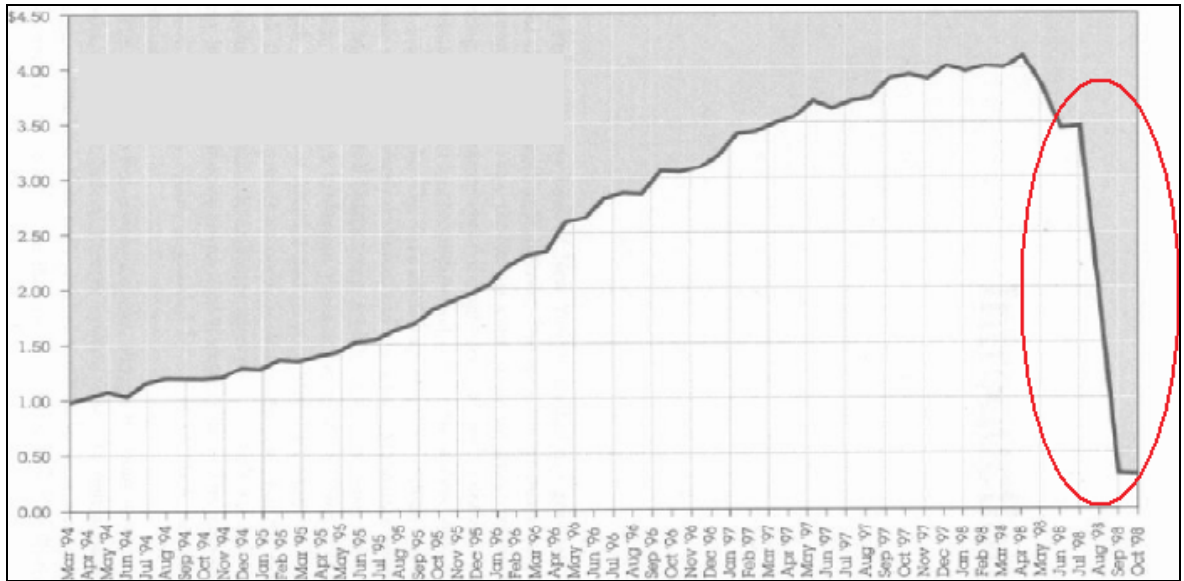
Denetleyici kurumların bu iddiasının temelinde aslında 1998 yılında çok kısa zamanda ciddi kayıplar yaşayan ve 2000 yılında iflas eden LTCM'nin büyük etkisinin bulunduğunu söylemek gerekmektedir.

LTCM 1994 yılında Salomon Brothers'ın yöneticilerinden John Meriwether tarafından kurulmuş ve oldukça iyi tanınan akademisyenlerden Nobel Ekonomi Ödüllü Myron Scholes, Robert Merton ve eski FED başkan yardımcısı David Mullins'in de dahil olduğu bir ekip tarafından yönetilmiştir. Söz konusu durum LTCM'ye hedge fon piyasasında oldukça hızlı bir yükseliş ve prestij sağlamıştır. 1997 yılında yatırımcılarına 2,7 milyar dolar getiri sağlamış 1998'de sermaye tabanı ise 4,8 milyar dolara ulaşmıştır. 31 Ağustos 1998'e gelindiğinde ise LTCM bilançosu 4,8 milyar dolar sermaye tabanına karşın varlıkları 125 milyar dolar olarak gözükmektedir. Bu da 25'e 1'den fazla bir kaldıraç etkisini ifade etmektedir.

Şekil 2.1.'teki grafikten de rahatlıkla anlaşılacağı gibi söz konusu hedge fon Temmuz 1998 ile Eylül 1998 arasında sadece 2 ayda 3,50 dolar seviyesinden 0,35 dolara gerilemiş ve iflasın eşiğine gelmiştir.

¹¹⁸ Coşkun Küçüközmen. (2008). Finansal Kriz Çerçevesinde Piyasalarda Son Gelişmeler. *İİBF Finans Topluluğu Etkinliği*, 14 Kasım, Trabzon, s.21

¹¹⁹ Doğan Alantar. (2008). Hedge Fonlar'da Regülasyon Zamanı. *Yaklaşım Dergisi*, Ankara, Aralık, s.22.



Şekil 2.1. LTCM Hedge Fonu'nun Değer Kaybı
(Kaynak: AIMA, a.g.e., s.140.)

Ancak Rusya tahvil krizi etkisiyle LTCM'nin pozisyonu dağılmaya başlamıştır. Ağustos 1998'de Rusya Devleti'nin taahhütlerini yerine getiremeyeceğini (default) ilan etmesi ile Dünya çapında bir likidite krizi ortaya çıkmıştır ve kredi spreadleri hızla artmıştır. FED bu dönemde altı ay içerisinde üç defa müdahale ederek oranları aşağıya çekmesine karşın LTCM'yi kurtarmayı başaramamıştır. Bunun neticesinde Eylül 23'te FED, New York'ta buluşan 14 banka ve aracı kurum LTCM'ye 3,6 milyar dolar sermaye akışı sağlamayı kararlaştırmışlardır. Karşılığında LTCM'nin %90 hissesini devralmayı kabul etmişlerdir.¹²⁰

O dönemde LTCM'ye fon aktaran bankalar ve fon miktarları aşağıda belirtilmektedir:¹²¹

- 300 milyon dolar: Bankers Trust, Barclays, Chase, Credit Suisse First Boston, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, J.P.Morgan, Morgan Stanley, Salomon Smith Barney ve UBS,
- 125 milyon dolar: Societe generale,
- 100 milyon dolar: Credit Agricole, Paribas
- Katılmayı reddedenler ise Lehman Brothers ve Bear Stern bankalarıdır.

¹²⁰ Mark J.P. Anson. (2002). *The Handbook of Alternative Assets*. John Wiley & Sons. ABD, s.14.

¹²¹ Money Science. *Long Term Capital Management (LTCM)*.

[http://www.moneyscience.com/Information_Base/Long_Term_Capital_Management_\(LTCM\).html](http://www.moneyscience.com/Information_Base/Long_Term_Capital_Management_(LTCM).html)
(25.06.2009).

1998 yılında finansal sonuçları açısından yaşatılmasına karar verilen LTCM, FED tarafından desteklenerek iflası önlenmiş fakat ancak 2000 yılına kadar şirket dayanabilmiştir. Bu olay finansal sisteme olan bir diğer güvensizlik mekanizması olan “batmak için çok büyük” (too big to fail) kuralının maalesef halen geçerli olduğunu göstermiştir.

LTCM'nin söz konusu zararları ilan etmesi üzerine hazine sekreteri Robert Rubin özellikle offshore hedge fonların daha şeffaf bir yapıya kavuşmaları konusunu tartışmaya açmış ve kendisinin destekleyen bir çok insan bulmuştur. Fakat bunun yanında bir çok insan tarafından da eleştirilmiş ve eğer bu tarz bir uygulamaya gidilirse hedge fonların üzerlerinde daha fazla baskı hissetmeleri nedeniyle daha fazla offshore oluşumuna gidecekleri ve bunun akabinde ABD hükümetinin kontrolünden tamamen çıkacakları vurgulanmıştır.¹²²

LTCM'den sonra 2006 Eylül'ünde ise, Amaranth adlı çok önemli hedge fonun batış haberiyle dünya piyasaları çalkalanmıştır. 32 yaşındaki parlak hedge fon yöneticisi Brian Hunter geçmişte çok önemli finansal yatırım başarılarına imza atmış olsa da emtia fiyatlarındaki ani düşüşün yatırım portföyünde oluşturacağı zararları öngörememiştir. Kısa bir sürede Amaranth fonlarındaki varlıkların % 65'i erimiş ve yatırımcılarını 6 milyar dolarlık zarara uğratmıştır.¹²³

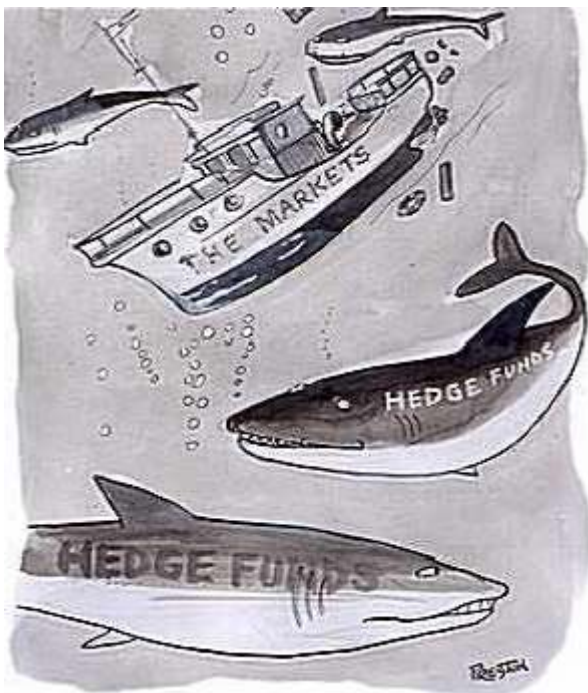
Amaranth, enerji bölümü başkanı Hunter'in yönetiminde 2005 yılına kadar enerji yatırımlarından ortalama % 30 oranında kar etmiştir. Hunter sonraları daha spekülâtif davranarak doğalgaz future sözleşmelerine yatırım yapmaya başlamıştır. 2005 yılında ABD'deki büyük kasırgaların doğalgaz üretimini azaltmasıyla doğalgaz fiyatlarının hızlı bir şekilde artması fonun lehine olmuştur. Bu dönemde fon 1 milyar doların üzerinde kazanç sağlamıştır. Hunter 2006 yılında da aynı stratejiyi tekrar kullanmıştır. Hunter yeni kasırgaların olacağı beklentisiyle doğalgaz fiyatlarının yükselmesine oynamıştır. Ama doğalgaz stok arzının artması ve şiddetli bir kasırga tehdidinin azalmasıyla piyasa aşağı doğru inmeye başlamıştır. 2006 Eylül'ünde doğalgaz sözleşmeleri iki haftada % 20 düşmüş, böylece Amaranth'ın zararı da 6 milyar doları bulmuştur.¹²⁴

¹²² Kevin Dowd. (2001). *Money and the Market: Essays on Free Banking*. Routledge, ABD. s.162-166

¹²³ Burak Saltoğlu. (2008) “Hedge Fon Nedir?”, <http://www.ntvmsnbc.com/news/402188.asp> (23.06.2009)

¹²⁴ Doğan Alantar. (2008) Hedge Fonlara İyi Bir Başlangıç İçin Dünyadaki Başarısız Örnekler http://www.referansgazetesi.com/haber.aspx?HBR_KOD=97861&_KOD (24.06.2009).

Yukarıdaki olumsuz örnekler ve bu fonların özellikle piyasalar düşerken kar elde etmeye çalışma prensipleri, düzenleyici ve denetleyici kurumlarda söz konusu fonlar tarafından manipülasyon yapılabileceğinin ve haksız getiriler elde edilebileceğinin düşünülmesine yol açmıştır. Hatta bu o kadar yaygın halde düşünölmeye başlanmıştır ki, bazı çizerler bile kendilerine aynı zamanda köpek balığı fonları adı verilen bu fonları aşağıdaki gibi karikatürize etmişlerdir. Çok açık şekilde anlaşılabilirceği gibi, bu fonlar piyasaların düşmesini beklemekte ve ona göre pozisyon almaktadırlar, şeklinde kamuoyunda bir kanı mevcut olup, buna da yanlış denemeyecektir.



Resim 2.1. Hedge Fonlara Olan Bakış
(Kaynak: Preston, www.cartoons.com (25.06.2009))

Bu tartışma devam ederken mevcut durumdan bahsetmekte yarar bulunmaktadır. Hedge fonların ilk kurulmaya başlandığı ve en büyük aktivitesinin mevcut olduğu ABD'ye baktığımızda halka açık olan yatırım firmalarının SEC'e kaydolmalarının gerekli olduğu bilinmektedir. Kayıt olma ve sürekli raporlama zorunluluklarının yanında, yatırım firmalarının açığa satış ve borçlanma konusunda da birçok sınırlamaya tabi oldukları görölmektedir. Halka açık yatırım firmalarının yöneticilerinin ise teşvik primi ve performans bedeli gibi ücret tahakkuk ettirilmesinin yasaklanması da dahil olmak üzere çeşitli kısıtlamalarla bağlı oldukları da bilinmektedir.

Hedge fonlar da esas itibariyle yatırım firması tanımı içinde yer almaktadırlar. Fakat yukarıda getirilen kısıtlamalardan bağımsız olarak; bu fonlara yatırım yapmanın belli yatırımcılarla sınırlandırılmış olması ve özel bir karakter taşımaları, söz konusu fonların kayıt yükümlülüğünün dışında kalmalarını sağlamıştır. Yani hedge fonlar diğer yatırım firmalarından farklı olarak SEC'e kaydolmak zorunda değildirler.¹²⁵

Söz konusu muafiyetler 1940 tarihli Yatırım Firmaları Kanunu'nda aşağıdaki şekillerde belirtilmektedir:

- Eğer fonun yatırımcı sayısı 100'den az ise SEC'ye kayıt zorunluluğu yoktur. Bu fonlar müşterilerine performans ücreti ve teşvik primi tahakkuk ettirebilir.¹²⁶
- Yatırımcıları "nitelikli alıcı" olarak kabul edilen fonların da kayıt zorunluluğu yoktur.¹²⁷ 5 milyon dolardan fazla mali varlığı olan yatırımcılar "nitelikli alıcı" olarak tanımlanmıştır. Fonun bütün müşterileri nitelikli alıcı olsa bile yatırımcı sayısı 499'u geçerse SEC'ye kaydolması gerekir. Bu tip fonlar da müşterilerine performans ücreti ve teşvik primi tahakkuk ettirebilir.

Hedge fonların yukarıda sayılan iki şarttan birini taşımaları halinde akredite olmayan yatırımcılara arz edilmesi teorik olarak mümkündür, ancak Yatırım Firmaları Kanunundaki muafiyetler, Menkul Kıymetler Kanunu'nda yer alan ve Regülasyon D olarak adlandırılan bir dizi sınırlamalar ile beraber düşünüldüğünde hedge fonların sadece akredite yatırımcılara (Akredite yatırımcı, en az 1 milyon dolar varlığı bulunan veya son iki yıldaki yıllık geliri en az 200 bin dolar olan ve içinde bulunulan yılda da en az bu kadar gelir elde etmesi beklenen gerçek kişileri ifade etmektedir. Bankalar ve şirketler için akredite olmanın koşulu ise mali yatırımlarının değerinin en az 5 milyon dolar olmasıdır) arz edilmesi gerekmektedir.¹²⁸

Hedge fonları yatırım danışmanlarına kayıt zorunluluğu getirerek bir tür dolaylı kontrole tabi tutmak için çeşitli girişimler olmuştur. SEC tarafından önerilen mevzuat değişiklikleri genellikle hedge fon yöneticilerinin SEC'e kaydedilmeleri ve teşvik ödemesinin sadece belirli koşullara sahip nitelikli yatırımcılardan alınması gibi doğrudan hedge fonun faaliyetlerini sınırlamayan bazı değişiklikleri içermektedir.

¹²⁵ Alantar, a.g.e., s.22.

¹²⁶ 1940 Tarihli Yatırım Şirketleri Kanunu. (1940). ABD, Bölüm: 3, Madde: c/1

¹²⁷ 1940 Tarihli Yatırım Şirketleri Kanunu. (1940). ABD, Bölüm: 3, Madde: c/7.

¹²⁸ Alantar, a.g.e., s.23.

Böylece hedge fonlar daha az müşteriye sahip olacaklar ancak açığa satış ve kaldıraç gibi yatırım stratejileri çok fazla ve sınırlandırılmayacaktır.

SEC'in özellikle 2000 yılından sonra ciddi şekilde büyümeye başlayan hedge fonlar için talep ettiği değişiklikler ve sonuçları aşağıda irdelenmektedir.¹²⁹

- Hedge fonların temel özelliklerinden biri sermaye piyasası mevzuatının sınırlayıcı kurallarına tabi olmamaları olduğundan, sermaye piyasaları için çok önemli hale gelmiş olan hedge fonları ürkütmek istemeyen SEC doğrudan hedge fonları düzenleme altına almak yerine, hedge fonların yöneticilerini (yatırım danışmanlarını) düzenleme altına almayı tercih etmiştir. Amaç hedge fonların yatırım stratejilerine karışmak, yatırım alanlarını sınırlamak, faaliyetlerini şeffaflaştırmak değil, küçük yatırımcıların dolandırılmasını önlemektir. Bu kapsamda, 2004 yılının Aralık ayında SEC Yatırım Danışmanlığı Kanunu'na dayanarak "Hedge Fon Kuralları"nı yayınlamıştır. Bu kurallar özü itibariyle yatırım danışmanlarının SEC'e kayıtlı olması zorunluluğunu öngören, ancak 15 kişiden az sayıda müşteriye hizmet veren yatırım danışmanlarını bu yükümlülükten müstesna kılan Yatırım Danışmanlığı Kanunu'ndaki "müşteri" ifadesinin yorumunda bir farklılık yaratmaktaydı. O güne kadar her bir hedge fon SEC tarafından tek bir müşteri olarak kabul edilmekteydi. Örneğin bir yatırım danışmanı 14 ayrı hedge fonun danışmanı (yöneticisi) olsa bile SEC'e kayıtlı olmak zorunda değildi. 2004 yılında getirilen kural ile 2 yıldan daha kısa bir lock-up süresi bulunan hedge fonlarda pay sahiplerinden herbirinin ayrı bir müşteri addolunması esası benimsenmiştir. Dolayısıyla, hemen hemen tüm hedge fonu yöneticileri (lock-up süresini en az 2 yıl olarak belirleyenler hariç) SEC'e kayıtlı olmak zorunda bırakılmıştı. Kayıt altında olmak bazı sınırlamalar (örneğin, performansa dayalı yönetim ücreti uygulanabilmesi için yatırımcıların herbirinin belirli bir malvarlığına sahip nitelikli yatırımcı olması gibi) ve bazı ek yükümlülükler (örneğin, SEC'nin incelemesine tabi olmak gibi) getirmekteydi. Böylelikle SEC, hedge fonların küçük tasarruf sahiplerine pazarlanmasının önüne geçilmesini hedeflemekteydi.

¹²⁹ Umurcan Gago. (2008) Hejettin bey ve fonları - 2. bölüm
http://www.ozdogrular.com/index2.php?option=com_content&do_pdf=1&id=1755 (24.06.2009)

- Haziran 2006'da Philip Goldstein V., SEC davasına ilişkin kararı ile istinaf mahkemesi SEC'nin Hedge Fund Kuralları'nı iptal etmiştir.¹³⁰ Mahkeme SEC'nin "müşteri" kelimesini dilediği gibi yorumlama yetkisinin bulunmadığına, müşteri kelimesinden anlaşılması gerekenin hedge fonların yatırımcıları değil, öteden beri olduğu gibi her bir hedge fonun bizzat kendisi olduğuna hükmetmiştir. Bu kararın ardından SEC Başkanı Christopher Cox yeni bir düzenleme için çalışmaların başladığını ilan etmiştir. Karar son birkaç yılda sağlanmış olan düzeni bir anda bozmuştur. Tam bunların yaşandığı sırada yüksek borçlanma oranlarına bağlı olarak 6,5 milyar dolar zarar açıklayan Amaranth Advisors LLC yaraya tuz basmıştır.
- Aralık 2006'da SEC "akredite bireysel yatırımcı" tanımını ağırlaştıran bir öneri ile ortaya çıkmıştır.

ABD'deki duruma kısa bir özet yapılmak istenirse henüz tatmin edici anlamda bir yol alınmış olmadığı ortaya konulabilecektir fakat son yaşanan global krizde hedge fonların önemli bir payının olduğu düşüncesi Kasım 2008 tarihinde toplanan kongrede John Paulson, George Soros, Citadel'den Ken Griffin, Harbinger Capital'dan Philip Falcone ve Renaissance Technologies'den James Simons hedge fonların finansal piyasaların erimesi konusunda sorgulanması sonucunu doğurmuştur.

Kongrede ayrıca bu finansal çalkantının ve kriz boyutlarına gelen gelişmelerin sorumlularının kim olduğunun bulunmasına çalışılmış ve regülasyonların kaçınılmaz olduğu vurgulanmıştır. Söz konusu fon yöneticileri de yaptıkları faaliyetleri savunmuşlar fakat uygun bir regülasyon yapısına da açık olacaklarının sinyallerini vermişlerdir. Özellikle Simpson'un kredi derecelendirme kuruluşlarını eleştirmesi söz konusu kurumların da ileride tartışılır hale geleceğini göstermektedir. Simpson kısaca yaptıkları yatırımlarda elde edilen zararların ve hedge fonlardaki bu kaybın temelde dercelendirme kurumlarının yaptığı nesnellikten uzak değerlendirmeler sebebiyle olduğunu belirtmiştir.¹³¹

¹³⁰ Scott Frush. (2007). *Understanding Hedge Fund*. McGraw-Hill Professional, ABD, s.68

¹³¹ Euromoney. (2008). *Financial Crisis and Hedge Funds: Top Five Report to Congress*, *Euromoney*, 39(476):25

2.2. AVRUPA'DAKİ HUKUKSAL ALTYAPI

ABD'deki hukuksal altyapıya baktıktan sonra Avrupa'ya göz atmak da fayda bulunmaktadır. Bilindiği gibi Avrupa hedge fonların faaliyet gösterdiği en önemli yerlerden bir tanesidir. Bu kısımda Avrupa'daki hukuksal altyapıyı incelerken incelemeyi İngiltere ve Almanya şeklinde ikiye ayırmak yerinde olacaktır.

İngiltere'den incelememize başladığımızda, söz konusu ülkenin Avrupa'daki hedge fon yönetim merkezlerinin başında geldiğini görmekteyiz. İngiltere, hedge fon yönetimi alanında ABD'den sonraki ikinci büyük merkez olarak ön plana çıkmaktadır. Küresel hedge fonların yaklaşık %15-20'lik kısmı İngiltere'deki hedge fon yöneticileri tarafından yönlendirilmektedir.

İngiltere'de önerilen bir düzenleme ile hedge fonların bundan sonra şirketlerde gizli hisse sahibi olamamaları istenmektedir. Diğer yandan, FSA (İngiltere Sermaye Piyasası Kurumu) fonlara türev ürünlerle ilgili katı bildirim yükümlülükleri getireceğini açıklamıştır. Diğer yandan İngiltere'de yaygın olarak kullanılan ve yatırımcılara oy hakkı tanımazken onları hisse senedi fiyat hareketleri nedeniyle ciddi risklere maruz bırakan "fiyat farkı kontratları"na sahip hedge fonlara bu hisse senetlerine gerçekten sahipmiş gibi bildirim zorunluluğu getirilmesi planlanmaktadır.¹³²

Almanya'daki hukuksal altyapıya bakıldığında ise Almanya'nın daha kuralcı bir yapı sergilediği bilinmektedir. Bu aslında Alman kültüründen gelen doğal bir sonuçtur. Örneğin muhasebe sistemlerinde de görülebilmektedir. Bu sebeple, Almanya'nın tarihsel olarak İngiltere ve ABD gibi ülkelere (Anglo Saxon) nazaran ekonomiye daha çok müdahale ettiği bilinmektedir.¹³³ Bu nedenle Almanya; ABD, Kanada ve İngiltere'ye göre daha muhafazakar bir hedge fon geleneğine sahiptir. Ocak 2004'te yürürlüğe giren Alman Yatırım Kanunu ve Alman Vergi Kanununda yapılan düzenlemeye kadar ülkede hedge fon kurulması önünde önemli sınırlamalar mevcuttu. Alman vatandaşlarının uluslararası hedge fonlara yatırım yapması da mümkün değildi. Bu kanunlarla Alman hedge fonları ve uluslararası hedge fonlarla ilgili düzenlemeler yapılmıştır. Söz konusu yenilikler ile, bu fonların satışı ve pazarlanması ile uluslararası fonların vergilendirilmesine ilişkin düzenlemelere yer

¹³² Alantar, a.g.e., s.24.

¹³³ G. Thomas Sims. (2007) *Germany Fights Lonely Battle To Rein In Hedge Funds*. <http://www.iht.com/articles/2007/05/17/business/hedge.php>, s.y. (24.06.2009).

verilmiştir. Yatırım kanununda hedge fonlar “bağımsız bir varlık sınıfı” olarak tanımlanmıştır. Risk çeşitlendirmesi ilkesine uygun olarak bu fonların ek riskler alabilecekleri, yatırım yapacakları varlıkların seçiminde serbest oldukları ve açığa satış ve kaldıraç kullanabilecekleri hükme bağlanmıştır.¹³⁴

Almanya özellikle 2007 yılında ABD ve İngiltere gibi ülkeleri hedge fonlar konusunda daha kuralcı olmaları konusunda uyarmıştır. Fakat ABD, Japonya, İngiltere ve Kanada yeni regülasyonlar konusunda fazla istekli olmamışlar; Fransa, İtalya ve Rusya da söz konusu hususta Almanya’ya ya çok az bir destek vermişler ya da destek vermemişlerdir.¹³⁵

Her ne kadar durum böyle olsa da gerek Almanya’nın artan baskısı ve gerekse de hedge fonların son ekonomik krizde bir çok finansal olumsuzluğa sebep olmaları, genellikle Avrupa’da nispeten gevşek düzenlemelere tabi tutularak desteklenen hedge fonların, küçük yatırımcıların daha iyi korunabilmesi adına giderek daha fazla şeffaflık kazanmaları ve söz konusunun fonlar üzerinde gözetimin artırılmasını sağlayacak belli düzenlemelerin yapılmaya başlanması gereği gözle görülür bir gerçektir.

Yukarıdan da anlaşılacağı gibi Amerika ve İngiltere hedge fonların regüle edilmesini yavaş olarak ele almakta, ancak Almanya bu konuda ısrarcı davranmaktadır. Bu tartışmalar devam ederken 2007 yılı içerisinde iki önemli gelişme yaşanmıştır:¹³⁶

- Birincisi dünyadaki en büyük özel sermaye fonlarından Blackstone Group, New York borsasına kote olmuştur. Dolayısıyla aslında kendi rızalarıyla regülasyona girmeleri iyi bir örnek teşkil etmiş ve bir anlamda “hedge fonların kendi rızalarıyla regülasyon” savını destekleyen ABD ile İngiltere’nin istediği doğrultuda bir adım atılmıştır.
- Goldman Sachs, Private placement (özel kota alımı) uygulamasını 2007 Mayıs ayında başlatıp, ardından da Nasdaq Ağustos ayında bir portal oluşturmuştur. Tezgahüstü piyasalarda gerçekleşen bu gelişmeler sonrası en az 100 milyon dolar aktif varlığı olan ve 500 hissedardan

¹³⁴ Alantar, a.g.e., s.25.

¹³⁵ Sims a.g.e., s.y.

¹³⁶ Güler Manisalı Darman. (2007). Ayın Konuğu, <http://www.tkyd.org/tr/content.asp?PID={3D165F71-8BCC-406E-A370-3A446A062A9D}> (26.06.2009).

daha az hissedarı olan kurumsal yatırımcılar bu portaldan hisse alımı yapabilecek duruma gelmişlerdir. Bu da şeffaflığı ve merkezileşmeyi getirmiştir. İşlem olup bittikten sonra değil olurken yatırımcılar fikir sahibi olabileceğinden, sadece halka açık şirketler değil bunların hissedarı olan kurumsal yatırımcıların da nasıl faaliyet gösterdikleri biraz daha takip altına alınabilmesi yönünde bir imkan doğmuştur.

Her ne kadar ABD’de yukarıdaki gelişmeler yaşansa da Almanya’nın asıl istediği zorunlu bazı regülasyonların getirilmesiydi. Bu açıdan son dönemde Avrupa ülkelerinde yaşanan en önemli gelişme de 1 Kasım 2007 tarihi itibarıyla uygulamaya giren Avrupa Birliği’nin Finansal Ürün Piyasaları Direktifi (MIFID - Markets In Financial Instruments Directive) dir.¹³⁷ Bu direktif, AB Finansal Hizmetler Eylem Planı’nın bel kemiği şeklinde görülmektedir. Avrupa’da rekabetin artırılması ve tüketicinin daha etkin korunmasını amaçlayan MiFID’i 31 Ocak 2007 tarihine kadar kendi kanunlarına ve düzenlemelerine uyarlayan AB ülkeleri, bu direktifi de 1 Kasım 2007 tarihinden itibaren uygulamak durumunda kalmışlardır.

Yeni direktifin uygulamaya girmesiyle birlikte, mevcut Yatırım Hizmetleri Direktifi (ISD-Investment Services Directive) yürürlükten kalkmıştır. MiFID, AB çapında işlemleri kolaylaştıracak, ürün çeşitliliğini artıracak ve işlemleri şeffaflaştıracak gibi görünmektedir. Bunların yanında, finansal kurumların faaliyet ve organizasyonlarında uymak zorunda olacakları yeni ve kapsamlı kuralları beraberinde getirmektedir.

MiFID, kurumların sunduğu yatırım hizmetleri ve faaliyetlerini yeniden tanımlayarak kapsamını genişletmiştir. Düzenlemenin kapsamını genişlettiği en önemli alan ise türev ürünler olarak göze çarpmaktadır. Ayrıca bu düzenleme ile emtiaya dayalı türev ürünler, ilk defa finansal ürün olarak tanımlanmaktadır.¹³⁸

Bu direktif ile yatırımcılar da üç katmanlı bir sisteme göre sınıflandırılmaktadır.

Bunlar:

- Profesyonel müşteriler,
- Bireysel müşteriler ve

¹³⁷ FSA. (2008) The Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)
<http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/What/International/mifid/index.shtml> (27.06.2009)

¹³⁸ TSPAKB. (2007). AB sermaye piyasası yeni düzenlemeye hazırlanıyor!. Basın Bülteni, 6 Şubat, s.1.

- Kurumun sermaye piyasasında işlem yapabileceği “karşı taraf” olarak adlandırılan kurumlar.

Düzenleme bireysel müşterilere en yüksek korumayı sağlamakta ve bu müşterilerle ilgili ilave kurallara uyulmasını istemektedir. Profesyonel müşteriler için daha esnek kurallara uyulması gerekirken, “karşı tarafla” olan ilişkilerde uyulması gereken kurallar minimum seviyede tutulmaktadır.

Yeni düzenleme ile de hisse senedi işlemlerine daha kapsamlı raporlama zorunluluğu getirilmektedir. İşlem öncesi açıklama yapma zorunluluğu, organize piyasalar ve alternatif işlem sistemleri için, işlem sonrası açıklama yapma zorunluluğu ise tüm kurumlar için geçerli olacaktır. Böylece yeni düzenleme üç yeniliği de beraberinde getirmektedir.¹³⁹

- Birincisi yatırım kuruluşlarına ilk defa işlem sonrası açıklama yapma zorunluluğu,
- İkincisi borsa dışında (tezgah üstü piyasada) yapılan işlemler için açıklama yükümlülüğü ve
- Üçüncü olarak da, borsa dışı piyasada likit hisse senetleri için normal seans saatlerinde düzenli ve sürekli bir biçimde kotasyon verilebilecek olması.

Söz konusu direktif ile hedge fonlar için de önemli bazı kurallar ve yükümlülükler getirilmiş durumdadır. Aslında bu yükümlülükler yukarıda bahsedilen açıklamalardan da kısmen anlaşılabilir. Eğer hedge fonlar ile ilgili getirilen düzenlemeleri özetlersek aşağıdaki şekilde belirtebiliriz.¹⁴⁰

- Çıkar çatışması bulunan hususların belirlenmesi ve yatırımcılara açıklanması,
- Bunların önüne geçilmesi için etkin yöntem ve usullerin belirlenmesi ve bunların kayıt altında tutulması,
- Şirket bünyesinde bağımsız ve etkin "mevzuata uygunluk" ve "risk yönetimi" işlevlerinin oluşturulması,
- Bunlara ilişkin yöntem ve usullerin belirlenmesi,
- İlişkili kişilerle yapılan işlemlerde uygulanacak yöntemlerin belirlenmesi,

¹³⁹ TSPAKB, a.g.e, s.2.

¹⁴⁰ Alantar, a.g.e., s.25.

- Kayıt tutma yükümlülüğü,
- Yöneticilerin yatırımcılar adına gerçekleştirdikleri işlemlerin gerçekleştirilmesinde yatırımcıların çıkarlarını en iyi şekilde gözetecek uygulamaları tercih etme yükümlülüğüne tabi tutulması.

Fransa, Almanya kadar bu konuda ısrarcı olmasa da son yaşanan çalkantıda Fransa Cumhurbaşkanı Nicolas Sarkozy, dünya borsalarında yaşanan değer kayıplarının sorumlusu olarak hedge fonları göstermiştir. Sarkozy ayrıca, küresel finansal sisteminin yeni inşa edilmesi için kasım ayında yapılması beklenen dünya zirvesi öncesinde, ABD Başkanı George W. Bush ile görüşeceğini de açıklamıştır.¹⁴¹

Avrupa Merkez Bankası Başkanı Jean-Claude Trichet ise, küresel mali piyasaları özellikle hedge fonları ve kredi değerlendirme kuruluşları için yeni düzenlemelerde, ülkeler arasında daha iyi koordinasyon sağlanması çağrısında bulunmuştur. Trichet, Londra'da 2009 yılının Nisan ayında yapılacak G20 zirvesinde yeni düzenlemenin çerçevesinin kararlaştırılabileceğini ifade etmiştir.¹⁴²

Avrupa'da durum görüldüğü gibi ABD'deki kadar yol alınamamış değildir. Örneğin 23 Ocak 2008 tarihinde İngiltere'deki en büyük 14 Hedge Fon kendi rızalarıyla, gönüllü olarak bilgi verme konusunda girişimde bulunmuşlardır. Bilgilendirme standartları hedge fonların yatırım stratejileri, riskleri ve varlık değerlendirme konusunda daha fazla bilgi vermeye yönelik tasarlanmışlardır. Elbette Hedge Fon endüstrisinin kendiliğinden bu tip bir davranışta bulunulmasının ardındaki sebep, gelecekte tek taraflı olarak, düzenleyici otoriteler tarafından belirli standartlara uymaları yönünde gelebilecek düzenlemelere karşı bir nevi tedbir olarak yorumlanmıştır.¹⁴³

2.3. OFFSHORE MERKEZLERİNDEKİ HUKUKSAL ALTYAPI

Offshore merkezlerdeki hukuksal yapıya geçmeden önce bu tip yerleri tanımlamakta yarar bulunmaktadır. Offshore terimi kelime anlamı itibariyle, ülke dışı veya kıyı ötesi demek olup önceleri A.B.D. dışında oluşturulan ortak fonları ifade etmek üzere kullanılmıştır. Daha sonraları da vergi cenneti olarak nitelendirilen

¹⁴¹Haberler. (2008) Dünya Hedge Fon Depremi İle Sarsıldı. <http://www.haberler.com/dunya-hedge-fon-depremi-ile-sarsildi-haberi/> (03.07.2009)

¹⁴² Haber 7.(2009) Trichet'ten Hedge Fon Uyarısı. <http://www.haber7.com/haber/20090223/Trichetten-Hedge-fon-uyarisi.php> (03.07.2009)

¹⁴³ Serkan Çankaya. (2009). Dünyada ve Türkiye'de Hedge Fonlar ve Uygulanabilirliği. http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Serkan_Cankaya_Dunyada_Turkiyede_Hedge_Fonlar_MFY81.pdf (03.07.2009)

bölgelerde vergilerin yüksek olduğu ülke vatandaşları ya da finans kuruluşlarının oluşturdukları yatırım fonları olarak anlaşılmaya başlanmıştır.¹⁴⁴

Özellikle bankacılık ile sık sık bağdaştırılan söz konusu terimin bankacılık açısından ne anlama geldiğine baktıktan sonra bazı çıkarımlarda bulunarak konumuza dönmeyi amaçlamaktayız. Buna göre, Bankacılık Kanunu'muzda yer aldığı şekliyle offshore bankacılık kıyı bankacılığı olarak isimlendirilmekte ve

“Bankacılık faaliyetleri, kurulu bulunulan ülke harici ile sınırlı tutulan veya ülke genelinde uygulanan ekonomik ve mali mevzuata tabi olmayan ya da kurulu bulunulan ülkede yerleşik olanlardan mevduat ve fon kabulünün yasaklandığı bankacılık”

olarak tanımlanmaktadır. BDDK da bu açıklamaya bir ekleme yapmakta ve ülkelerin siyasi sınırları içinde olmakla birlikte, ülke genelinde uygulanan idari, mali ve ekonomik mevzuatın kapsamı dışında tutulan veya bankacılık ve vergi mevzuatı başta olmak üzere farklı ve imtiyazlı düzenlemelerin geçerli kılındığı özel bankacılık merkezleri ile özel bir farklılaştırmaya gidilmeksizin ülke genelinde uygulanan mevzuatın kıyı bankacılığı merkezleri ile rekabet edecek tarzda düzenlendiği ülkelere ait toprakların tamamını, Offshore olarak nitelemektedir.¹⁴⁵

Yukarıdaki tanımlamalardan da anlaşılacağı gibi offshore bankacılığın bazı avantajları bulunmakta ve müşterileri temelde bu tür bankacılığa yönelten de bu avantajlar olmaktadır. Kıyı bankaları özel bir banka çeşidi olmayıp, temel olarak diğer bankalar gibi mevduat toplamakta, kredi vermekte ve güvene dayalı işlemler yapmaktadırlar. Kıyı bankalarını diğer bankalardan ayıran başlıca özellikler de aşağıdaki gibidir:¹⁴⁶

- Kıyı bankaları buldukları ülkede geçerli olan para birimi dışındaki bir para birimi ile işlem yaparlar.
- Kıyı bankaları şart olmasa da esasen yerleşik olmayan kişiler ve kurumlarla işlem yaparlar.
- Kıyı bankaları genellikle yurt içi finans piyasasının tabi olduğu yasaların, sınırlamaların ve kontrollerin çoğundan muaftır.

¹⁴⁴ Türkben Pedük. (2007). Kıyı Bankacılığı (Off Shore Banking) Merkezlerinin Yapısal Şartları. <http://www.mmd.org.tr/eserler/53-KIYI%20BANKACILIK%20YAPISAL%20SARTLARI.doc> (11.07.2009)

¹⁴⁵ BDDK. (2003). Bankaların Kredi İşlemlerine İlişkin Yönetmelik. http://www.bddk.org.tr/turkce/Mevzuat/Bankacilik_Kanununa_Iliskin_Duzenlemeler/1702Bankalarin_Kredi_islemlerine_iliskin_yonetmelik_01112006_EK1.pdf (11.07.2009)

¹⁴⁶ Ali Cimat ve Mahir Taş. (2004). Türkiye’de ve Dünyada Kıyı Bankacılığı Uygulamaları ve Vergi Cennetleri Üzerine Bir Değerlendirme. *Mevzuat Dergisi*, 80(7):22

- Birçok kıyı bankacılığı merkezlerinde çok sıkı biçimde sır saklama ilkesi uygulanmaktadır.

Kıyı Bankacılığının gelişmesinde, bu bankalara tanınan serbestlikler oldukça önemlidir. Genel olarak bu serbestlik ve muafiyetler aşağıdaki gibidir:¹⁴⁷

- Faiz oranlarının belirlenmesinde serbestlik,
- Belli bir likidite, dispoñibilite oranı uygulanmaması, munzam karşılık yatırılmaması,
- Dolaysız vergi olarak alınan gelir veya kurumlar vergisinin kaldırılması ya da çok düşük seviyelere çekilmesi,
- Bankaların müşterilerine ödeyecekleri faizden veya interbank işlemlerinden doğacak faizlerden stopaj kesilmemesi, yurt içi bankaların tabi olduğu kambiyo sınırlamalarına tabi tutulmaması.

Yukarıdaki açıklamalardan da açıkça anlaşılabilceği gibi offshore merkezler bankacılığı bir çok yönden kolaylaştırmaktadırlar. Bu sadece bankalar için değil o bölgelerde faaliyet gösteren yatırım şirketleri, yatırım fonları, varlık yönetim şirketleri ve bunun gibi bir çok finansal işletme yanında hedge fonlar için de geçerlidir.

Önceki bölümlerde de yeri geldiğince bahsedildiği gibi birçok offshore merkezi hedge fonları teşvik etmektedir. Bunun için birçoğu profesyonel hizmet, düşük vergiler ve iş yapmayı engellemeyen hatta kolaylaştıran bir bürokratik çevre vaat etmektedirler. En büyük hedge fon merkezleri ise aşağıda belirtilmektedir:¹⁴⁸

- Cayman Adaları,
- Dabilin,
- Lüksemburg,
- Virgin adaları ve
- Bermudadır.

Cayman Adalarının tek başına dünyadaki hedge fonların % 75'ine ev sahipliği yaptığı sanılmaktadır. Hedge fonlar buldukları bu offshore merkezlerinin düzenlemelerine göre kayıtlarını tutmakta ve faaliyetlerini yürütmektedirler. Örneğin Dabilin'de fonun bireysel yatırımcılara açık olması zorunluluğu mevcuttur.

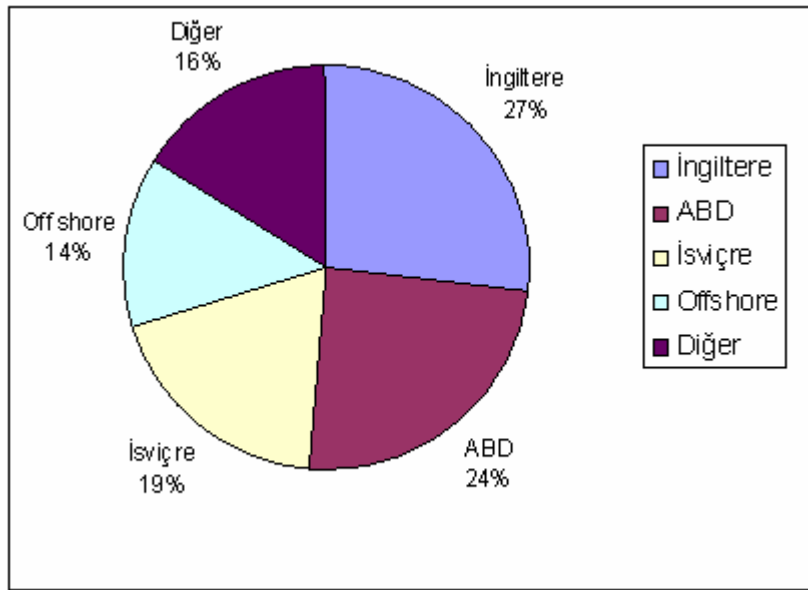
¹⁴⁷ Cimat ve Taş, a.g.e., s.22.

¹⁴⁸ Alantar, a.g.e., s.25.

Lüksemburg'da müşteri gizliliğinin korunması ve fonun fon yöneticilerinden bağımsız olması esastır.¹⁴⁹

Görüldüğü gibi offshore merkezlerdeki hukuki yapı ABD ve Avrupa'daki yapıdan farklıdır. Buradaki hedge fonlar ABD ve Avrupa'daki düzenlemelerin bile etkisini yaşamamaktadırlar. Dünyada hedge fonların denetimi, gözetimi ve regülasyonlara tabi olması gerektiği tartışılırken offshore merkezlerindeki bu rahat ve denetimden uzak yapı, söz konusu fonların önemli bir kısmının buralara yönelmesine sebep olmuştur. İşte bu nedenlerden dolayı hedge fonların daha fazla regülasyona tabi tutulması ile evvelce belirtilen LTCM, Amaranth gibi hedge fon vakalarının önüne geçilmesi zor görülmektedir. Çünkü ABD veya Avrupa'da kurulamayan hedge fonlar buralara yöneleceklerdir.

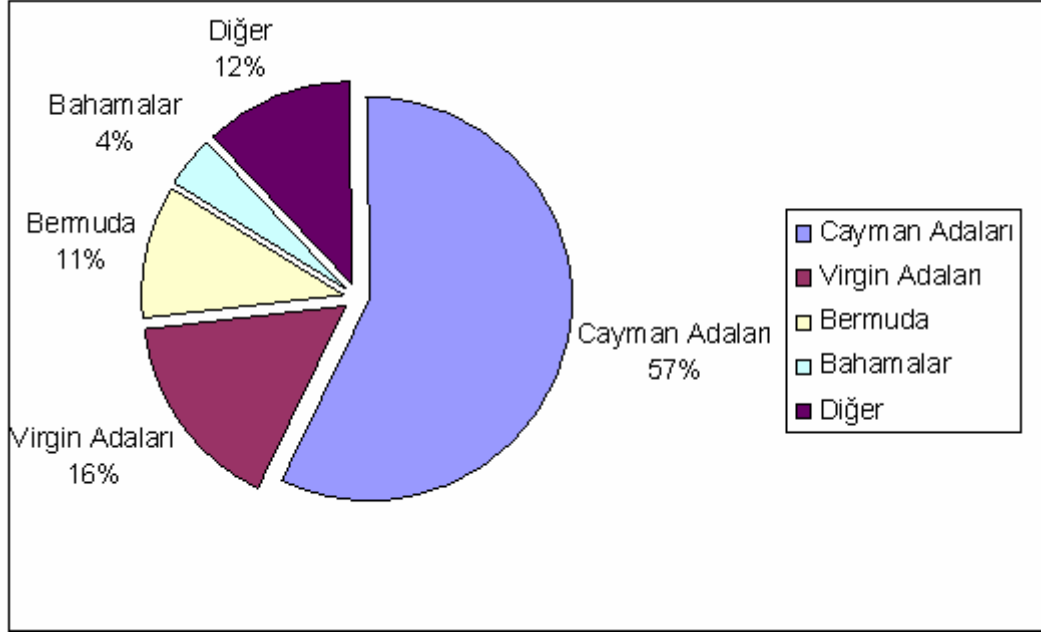
Şekil 2.2'de de dünyada yönetim merkezi offshore merkezlerde olan hedge fonların toplam içindeki payı gösterilmektedir. Buna göre dünya toplamı içerisinde offshore ların aldığı pay %14 civarındadır.



Şekil 2.2. Dünya'daki Hedge Fonların Merkez Bazında Dağılımı
(Kaynak: IFSL, a.g.e., s.7.)

Söz konusu merkezlerin kendi içerisindeki dağılım ise aşağıda gösterilmektedir. Görüldüğü gibi merkezlerin %57'sinin Cayman Adaları'nda olduğu, bunu da Virgin Adaları'nın takip ettiği bilinmektedir. Cayman Adaları ABD yönetiminde olup Virgin Adaları ise İngiltere hakimiyet bölgesi içindedir.

¹⁴⁹ Alantar, a.g.e., s.25.



Şekil 2.3. Offshore Merkezlerinin Dağılımı
(Kaynak: IFSL, a.g.e., s.8.)

Bilgi amaçlı olarak Price Waterhouse and Coopers'ın ülkelerin hedge fonlara nasıl yaklaştıklarına dair raporu Tablo 2.1.'de özetlenmiştir.

Tablo 2.1. Hedge Fonların Ülke Bazında Regülasyon Durumu

(Kaynak: PWC. (2007). *Under the Spotlight: The Regulation, Taxation and Distribution of Hedge Funds Around the Globe*, ABD, s. 49-54)

| Ülke | CISDM ve HFN Verilerine göre fon sayısı | Hedge Fon Yöneticisi olarak işlem yapabilmek için gerekli minimum sermaye gerekliliği | Bankalar | Fon Dağıtım Şirketleri | Wrapper | Blok Satış | Yatırım Yöneticileri | Diğer düzenlemeye tabi finansal hizmetler kurumları | Düzenlemeye Tabi Olmayan Finansal Araçlar | Toplam Pazarlama Kanalları |
|--------------------|---|---|----------|------------------------|---------|------------|----------------------|---|---|----------------------------|
| ABD | 1455 | 0 \$ | | | | ✓ | | | | 1 |
| ABD Virgin Adaları | 6 | 500.000 \$ | ✓ | | | ✓ | ✓ | | | 3 |
| Almanya | N/A | 730.000 € | ✓ | | | | | ✓ | ✓ | 3 |
| Avustralya | 2 | 0 \$ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | 6 |
| Avusturya | 2 | Değişken | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | 6 |
| Bahamalar | 19 | 25.000 \$ | | | | ✓ | ✓ | | | 2 |
| Bermuda | 76 | 0 \$ | ✓ | | | ✓ | ✓ | | | 3 |
| Brezilya | 6 | 362.000 \$ | ✓ | ✓ | | ✓ | ✓ | ✓ | | 5 |
| Cayman Adaları | 372 | 500.000 \$ | ✓ | | | ✓ | ✓ | | | 3 |
| Channel Adaları | 4 | 44.077 \$ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | 7 |
| Çin | 1 | 0 \$ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | 6 |
| Danimarka | N/A | Toplam varlık büyüklüğü min. 3.4 milyon € | ✓ | | | ✓ | ✓ | | | 3 |

Tablo 2.1. Hedge Fonların Ülke Bazında Regülasyon Durumu (Devam)

| Ülke | CISDM ve HFN Verilerine göre fon sayısı | Hedge Fon Yöneticisi olarak işlem yapabilmek için gerekli minimum sermaye gerekliliği | Bankalar | Fon Dağıtım Şirketleri | Wrapper | Blok Satış | Yatırım Yöneticileri | Diğer düzenlemeye tabi finansal hizmetler kurumları | Düzenlemeye Tabi Olmayan Finansal Araçlar | Toplam Pazarlama Kanalları |
|--------------------------|---|---|----------|------------------------|---------|------------|----------------------|---|---|----------------------------|
| Finlandya | N/A | 125.000 \$ | ✓ | ✓ | | | ✓ | | | 3 |
| Fransa | 8 | 168.750 \$ | | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | | 4 |
| Hollanda | 1 | 303.750 \$ | | | ✓ | | ✓ | ✓ | | 3 |
| Hollanda Antileri | 6 | 0 \$ | | | | ✓ | | | | 1 |
| Hong Kong | 1 | 2.275.000 \$ | ✓ | ✓ | | ✓ | ✓ | ✓ | | 5 |
| İngiltere | 20 | 67.500 \$ | ✓ | | ✓ | ✓ | ✓ | | | 4 |
| İngiltere Virgin Adaları | 97 | 500.000 \$ | ✓ | | | ✓ | ✓ | | | 3 |
| İrlanda | 24 | 635.000 \$ | ✓ | | | ✓ | ✓ | ✓ | | 4 |
| İsviçre | 2 | 4.300.000 \$ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | ✓ | | 6 |
| İtalya | N/A | 1.000.000 \$ | | | | ✓ | ✓ | | | 1 |
| Japonya | 2 | 0 \$ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | 6 |
| Kanada | 20 | 0 \$ | ✓ | ✓ | ✓ | ✓ | | ✓ | | 6 |
| Liechtenstein | N/A | Değişken | ✓ | | | | | | | 1 |
| Luxemburg | 9 | 168.750 \$ | | | | | ✓ | ✓ | | 2 |

Yukarıdaki tabloda belirtildiği gibi ülkelerin ve offshore merkezlerinin son durumu regülasyon ve pazarlama anlamında bu şekildedir.

Buraya kadar anlatılanları özetlediğimizde, hedge fonların denetime tabi olmadıkları sebebiyle serbestçe yatırım yapabildikleri, hızlı yer değiştirdikleri ve kontrol altına alınamadıkları ortaya çıkmaktadır. Her ne kadar kendileri ile ilgili çeşitli regülasyon talepleri yasalaştırılmaya çalışılsa da bu şu ana kadar başarılı olmuş gibi görünmemektedir. Hatta Amerikan hazinesi yaptığı bir açıklama ile hedge fonların kontrol edilebilmesi amacıyla geliştirilmiş olan “Hedge Fon Standartları Kurulu”nun sadece 34 hedge fon tarafından imzalandığını fakat imzalaması gereken en az 1.000 ‘in üzerinde hedge fon bulunduğunu kabul etmektedir. Bir anlamda ABD’de söz konusu durumda çaresiz kalmaktadır.¹⁵⁰

Denetleme mekanizmasının bu kadar aciz kalması da bir çok operasyonel riski (sahtekarlık da içeren) de beraberinde getirmektedir. Son dönemde yaşanmış olan Bernie Madoff skandalı bunun en önemli ve en güncel örneği olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bernie Madoff New York kökenli bir Yahudi olup finans piyasasının en önde gelen isimlerinden birisi olarak bilinmektedir. Nasdaq endeksinin kurucusu ve ilk başkanı olmasının yanı sıra, hayırsever bir vatandaş olarak da bilinen hatta Kongre’nin finans sektörünün denetlenmesi konusunda görüşüne başvurduğu en itibarlı isimlerinden birisidir. Yahudi olması ve Yahudi kurumlarını desteklemesi nedeniyle de ABD’nin başta New York olmak üzere Yahudi topluluğunun parasını güvenererek yatırdığı bir sembol isim olarak bilinmekteydi. Ancak ABD’de başlayan ve tüm dünyayı saran ekonomik kriz Madoff’un da sonunu getirmiş ve belki de krizden daha da büyük bir şaşkınlık yaratmıştır. Aslına bakılırsa Madoff skandalının ortaya çıkma nedeni finansal krizin yapısal etkilerinden ziyade Madoff’un saadet zincirini çevirecek nakit akışını sağlayamaması gibi bir nedene dayandığı ortaya çıkmıştır.¹⁵¹

Olayın özüne değinildiğinde ise karşımıza şu tablo çıkmaktadır. Madoff 50 yıllık itibarı ile topladığı paraları hedge fonlarda değerlendiriyormuş gibi yaparak aslında bir titan zinciri kurmuştu. Hedge fonların denetlenememesi sebebiyle Madoff da yatırımlarını hedge fonlarda tuttuğuna herkesi inandırmayı başarmıştı. Aslında

¹⁵⁰ Leah Milner. (2009). *Hedge Funds Shun Standards' Scheme*. Money Marketing, ABD, s.3

¹⁵¹ Hasan Özel. (2008). Madoff Skandalının Anlamı. <http://www.haber10.com/makale/13873/> (12.07.2009).

yatırım yapmıyor ya da risk almıyor tersine yeni gelenlerden aldığı parayı eskilere kar payı olarak dağıtıyordu. ABD’de “Ponzi scheme” olarak bilinen bu yöntemin Madoff gibi karmaşık finansal oyunun kurucularından biri tarafından yapılabilecek olması elbette hiçbir zaman ihtimal dahilinde görülememiştir.

Fakat Madoff’un oyunu çok uzun süren, çok geniş alanlara ulaşan ve tarihteki benzer zincirlerden çok daha derin etki eden, 50 milyar doları aşan boyutlara varan bir duruma erişmiş ve bu şema yaklaşık bir yüzyıl önce ismini veren Bostonlu dolandırıcı Charles Ponzi’nin cılız bölgesel hırsını tamamen bastıran dünya çapındaki ilk saadet zinciri olarak sonuçlanmıştır. Madoff vakasında zarar elde edenler ve zararları aşağıda gösterilmektedir.

Tablo 2.2. Madoff Skandalı Sonrası Kayıplar (Kaynak: Zaman, “Madoff, Suçunu Kabul Etti”, <http://www.zaman.com.tr/haber.do?haberno=824698&title=madoff-sucunu-kabul-etti>)

| YER | TUTAR |
|---|---------------------------|
| Danışmanlık şirketi Fairfield Greenwich Group | 7,5 milyar dolar |
| İspanya'dan Santander bankası | 3 milyar 200 milyon dolar |
| İngiliz HSBC | 1 milyar dolar |
| Fransız Natixis bankası | 617 milyon dolar |
| İngiliz RSB bankası | 612 milyon dolar |
| Fransız BNP Paribas bankası | 480 milyon dolar |
| İspanya BBVA bankası | 452 milyon dolar |
| Yatırım grubu Man Group | 360 milyon dolar |
| İsviçreli Reichmuth bankası | 332 milyon dolar |
| Japon Nomura Holdings | 304 milyon dolar |
| Japonya'da Aozora bankası | 137 milyon dolar |
| İtalyan Unicredit | 103 milyon dolar |
| İsviçreli Benedict Hentsch & Cie bankası | 48,3 milyon dolar |
| Fairfield kenti çalışanları | 41,9 milyon dolar |
| Emlak zengini Mortimer Zuckerman | 30 milyon dolar |
| Phoenix Holdings | 15 milyon dolar |
| Sigorta ve finansal hizmetler şirketi Harel | 14,3 milyon dolar |
| Fransız Societe Generale bankası | 13,7 milyon dolar |
| Fransız Credit Agricole bankası | 13,7 milyon dolar |
| Robert I. Lappin Vakfi | 8 milyon dolar |

Madoff örneğinin orijinal tarafı ise skandalın etkisinin reel sektörü anında etkilemiş olmasıdır. Zira yıllar süren güven inşası neticesinde birikimlerini Madoff fonunda değerlendiren başlıca Yahudi kuruluşları anında zarara uğramıştır. Sayısız Yahudi bireyi ve kuruluşu ciddi bir zarara uğramış ve sonuçta Amerikan Yahudi topluluğu üzerinde Hitler’in ilk Yahudi pogromu olan “kristal gece”nin etkisini

yaşamıştır. Madoff da 12 Mart 2009 tarihinde çıkartıldığı mahkemede yapmış olduğu işin yanlış olduğunu ve dolandırıcılık yaptığını kabul etmiştir.

Madoff vakasında çıkartılabilecek dersler aşağıda listelenmiştir.¹⁵²

- Hedge fonlar üzerinde denetim eksikliği ortaya çıktı.
- Ekonominin temeli olan güvenin bu sefer Madoff lehine ve yatırımcılar aleyhine döndüğü ancak yine de en temel etken olduğu ortaya çıktı.
- Hiç kimsenin gerçekten güvenilir olma özelliğine sahip olmadığı ortaya çıktı.
- Yahudi topluluğu Madoff skandalından sonra iç sorgulamaya yöneldi. Bir kısım Yahudiler davaları için ahlaksızlık yapmanın şart olduğunu savunsa da Madoff skandalının bir çok ihtiyaç sahibini de olumsuz etkilemesi hedge fonların Yahudiler açısından da ahlaki bir eleştiriye tabi tutulmasına yol açtı.

Yukarıdaki yolsuzluk olayı dışında Manhattan Capital vakasının da incelenmesinde yarar bulunmaktadır. Söz konusu hedge fonun yöneticisi olan Michael Berger müşterilerini yanıltarak birkaç yüz milyon dolar zarar etmelerine sebep olmuştur. Bu vaka SEC tarafından 2004 yılında hedge fonların denetlenmesine yönelik tekliflerinde kullanılmak üzere ciddi bir argüman olarak ortaya konulmuştur.¹⁵³

Hedge fon skandallarını özetlemek istersek Tablo 2.3. bize yardımcı olabilecektir.

¹⁵² Özel, a.g.e.

¹⁵³ Chidem Kuras. (2009). *Does Regulation Prevent Fraud? The Case of Manhattan Hedge Fund.* The Independent Review, 13(3):325

Tablo 2.3. Hedge Fon Skandalları

(Kaynak: Matthew Goldstein. The Humbling Of Hedge Funds. *Business Week*, 12/29/2008)

| Hedge Fon | Tahmini Zarar | Tarih |
|---|----------------|-------------|
| Bernard L. Madoff Investment Securities | \$ 20 Milyar | Aralık 2008 |
| Petters Group | \$ 3.5 Milyar | Eylül 2008 |
| Bear Stearns Asset Management | \$ 1.6 Milyar | Temmuz 2007 |
| Manhattan Capital Management | \$ 393 Milyon | Ocak 2000 |
| Bayou Management | \$ 350 million | Eylül 2005 |

Görüldüğü gibi son zamanlarda mortgage krizinin etkisini arttırması ve bir çok finansal işletmenin özellikle hedge fonlara yaptığı yatırımdan dolayı önemli miktarda zarar açıklaması, ayrıca ortaya çıkan yolsuzluklar; ABD'deki üst otoriteleri bu konuda daha hassas davranmaya yöneltmiştir. Kuzey Amerika Menkul Kıymet İdarecileri Birliği (The North American Securities Administrators Association) 30 Ocak 2009 tarihinde yaptığı bir açıklamada Kongreyi hedge fonların regüle edilmesi konusunda göreve çağırmıştır. Düzenlemeye tabi işlemler için 2004 ile 2007 yılları arasında 8.300 civarında yaptırım uygulanmış olan ABD'de 178 milyon dolar ceza kesilmiştir. Usulsüz işlemler için de 2.700 yıla kadar hapis cezaları istenebilmiştir.¹⁵⁴ Fakat hedge fonlar konusunda yapılamayan düzenlemeler söz konusu cezai yaptırımların hedge fonlar için geçerli olabilmesini engellemektedir.

İşte yukarıda belirtilen nedenler ve aşağıda ekonomik etki kısmında bahsedilecek olaylardan dolayıdır ki, Alternatif Yatırım Yöneticileri Birliği (Alternative Investment Managers Association-AIMA) genel sekreteri Andrew Bake yaptığı açıklamada hedge fonların birer imaj problemleri olduğunu kabul etmektedir.

155

¹⁵⁴ Andrew Ackerman. (2009). *Securities Administrators Urge Regulation of Derivatives, Hedge Funds*. Bond Buyer, s.5

¹⁵⁵ Milner, a.g.e., s.4

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

HEDGE FONLARIN FİNANSAL PİYASALARA ETKİSİ

Hedge fonların finansal sistem içinde artan ağırlıkları söz konusu fonların makro ekonomik veriler üzerinde de etkili olması sonucunu doğurmuştur. Bu fonların risk iştahlarının fazla oluşu, özellikle kısa zamanlarda büyük karlar elde etmek zorunda oluşları, yaptıkları işlemler sonucunda bir ülkede yaşanabilecek politik veya siyasal gelişmeleri umursamaz tavırları hükümetlerin söz konusu fonlara hep tereddütlü yaklaşımlarına sebep olmuştur. Kısa zamanda yer değiştirebilme özellikleri de hükümetlerin sıcak paranın ülke dışına çıkabileceği endişesi yaşamasına sebep olmuş ve bu fonların üzerine gidip düzenlemeye tabi tutmayı görmezden gelmişlerdir. Fakat bu fonlar ülke içindeki likiditenin en büyük temin edicilerinden gibi görünseler de zaman zaman en büyük eriticilerinden de olabilmektedirler. Meksika, Malezya, Türkiye gibi birçok ülke kısa zamanda dışarı çıkan büyük montanlı sıcak paradan dolayı likidite krizine girmişlerdir. Bu dalgalanmaların ardında da bu fonların yer almış olması söz hedge fonların zararlı yönlerine yapılan eleştirilerindeki haklılığı güçlendirmektedir.

Örneğin, 1990'ların başındaki en büyük hedge fonlardan birisi olan George Soros'un yönetimindeki Quantum adlı hedge fonun İngiliz ekonomisi üzerindeki derin etkisinden bahsedebiliriz.

3.1. GEORGE SOROS EFSANESİ

George Soros Quantum Fonu'nu 1969'da kurdu. 1992' ye gelindiğinde dünyanın en büyük yatırımcısı olarak isim yapmış bir milyarderi ve hayır işlerinde gösterdiği cömertlik ve yaratıcılıkla ün kazanmıştı. İş dünyasında yalnızca para kazanmakla yetinmiyor aynı zamanda kendisine ün kazandıracak bir darbe arıyordu. Bu ününü iş dünyasıyla ilgili olmayan risk işlerini desteklemekte kullanabilecekti. Bu fırsatı o yaz İngiltere'nin içinde bulunduğu durumda buldu. İngiltere 1990'da

birleşik Avrupa parası yolunda bir istasyon olması hedeflenen bir sabit kur sistemi olan Avrupa Para Sisteminin Döviz Kuru Mekanizması'na (European Monetary System's Exchange Rate Mechanism – ERM-) katılmıştı. Ancak İngiltere, izlemeye zorlandığı bu para politikasından hoşlanmamıştı. Avrupa'nın bir merkez bankası olmadığı bu dönemde ülkeler arasında yasal bir simetri kurgusu olmasına rağmen pratikte herkes Almanya'nın Bundesbank'ına uyum sağlıyordu. Ve Almanya gerçekten Avrupa'nın geri kalanından farklı bir yerdedi: iki Almanya yeni birleşmişti ve Doğu Almanya'daki yeniden inşa girişimine büyük miktarlar harcamak zorundaydı. Bundesbank bu harcamaların enflasyonist olabileceğinden korkarak ekonomisinin fazla ısınmasını önlemek için faiz oranlarını yüksek tutuyordu. Bu arada ERM'ye her koşulda çok yüksek olan bir bedelle giren İngiltere derin bir durgunluk yaşıyordu ve hükümeti halkın giderek büyüyen memnuniyetsizliğiyle karşı karşıyaydı. Yetkililer yoğun bir şekilde ERM'den ayrılmayı düşünebileceklerini inkar ediyorlardı ancak gerçekten böyle yapıp yapamayacakları konusunda rahatsız edici bir kuşku vardı.

Durum bir para krizi için hazırды ve Soros hem böyle bir krizin üzerine oynamaya hem de böyle bir kriz kışkırtmaya karar verdi. Oyunun mekaniği, detayları fazlasıyla karmaşık olsa da, kavramsal olarak basitti. İlk aşamada dikkat çekmeme siyaseti uygulanacaktı. Quantum fonu bu aşamada sessizce kendine 15 milyar dolar tutarında İngiliz Poundu ödünç alma ve tutarı istediği zaman dolara dönüştürme olanağı sağlayan bir kredi hattı kurdurdu. Sonra fon önemli tutarda long dolar ve short pound pozisyonuna sahip olduğunda, hücum sesli yapılacaktı. Soros Short pound satışına mümkün olduğu kadar dikkat çekecek, finans gazetelerine poundun kısa süre sonra devalue edileceğine dair düşünceleri konusunda röportajlar verecek ve bu böyle sürecekti. Her şey yolunda giderse, bu diğer yatırımcıların da pounddan kaçmasına yol açacak, bu kaçış İngiltere hükümetini teslim olarak devalüasyon yapmaya zorlayacaktı.

Plan işe yaradı. Soros Ağustos'ta yüksek sesle Pounda hücum etmeye başladı. Birkaç hafta içinde İngiltere poundu korumak için döviz piyasalarında yaklaşık 50 milyar dolar harcadı, ama bir yararı olmadı. Eylül ortasında hükümet parayı korumak için faiz oranlarını yükseltti ancak bu hareket siyasal olarak kabul görmedi. Yalnızca üç gün sonra İngiltere ERM'den ayrıldı ve pound dalgalanmaya bırakıldı. Soros yalnızca hızla milyarlarca dolar kazanmakla kalmadı, aynı zamanda

kendini dönemin en önemli spekülâtörü haline getirdi.¹⁵⁶ George Soros, 1992 yılında Sterlin’de aldığı pozisyonlarla oldukça yüksek kazanç elde etmiştir. Finans tarihinde tartışmalara konu olan ve literatüre “Kara Çarşamba” olarak geçen bu çalkantıda söz konusu fonun payı oldukça büyük olmuştur.¹⁵⁷

Ayrıca Malezya’da yaşananlar ve Malezya liderinin Soros hakkında sarfettiği sözler hedge fonların ülke ekonomileri üzerinde ne kadar etkili olduğunu göstermek açısından oldukça manidardır. Malezya Başbakanı Mahatir göreve geldiği günden itibaren ülkesine büyük yararlar ağlamış bir yöneticiydi. Ülkesinde ekonomik ve politik açılardan birçok reform yapmış ve ülkesi onun yönetimi altında Asya mucizesini bütünüyle yaşamıştı. Ancak aniden şok edici bir hızla her şey kötü gitmeye başladı. Disiplinsiz komşuları bir para krizi yaşıyordu ve Malezya’da da para değer kaybetmeye başladı ve paranın değer kaybetmesine izin vermekle faiz oranlarını yükseltmek gibi, ikisi de zor koşullarda oluşturulan işletmeleri yoğun mali sıkıntılara sokacak seçeneklerden birini tercih etmek zorunda kaldı. Bu olaylar karşısında Başbakan Mahatir, Soros’u sorumlu tuttu ve basın toplantılarında, konuşmalarında Soros’a saldırmayı sürdürdü.. Gerçekten de Soros’un sahip olduğu Quantum fonu son birkaç yıldır Güneydoğu Asya paralarıyla spekülasyon yapıyordu. Ancak Başbakan Mahathir, Soros’a saldırmaya devam ettikçe ülkesinin ekonomisi gerçekten tehlike çanları vermeye başladı. Bundan sonra Mahathir, Soros’a saldırmaktan vazgeçti ve geri adım attı. Ancak geri adım atması ülkesini kurtarmaya yetmedi, çünkü Soros bu defa Hong Kong’u gözüne kestirmişti ve Hong Kong’un sürüklediği Asya Krizi, Malezya ekonomisinin de ciddi yara almasına sebep oldu.

3.2. CARRY TRADING’İN FİNANSAL PİYASALARA ETKİLERİ

Yukarıda da bahsedildiği gibi yüksek kar elde etme beklentileri ile birçok hedge fon yatırım yaparken ucuz maliyetli dövizleri seçerek bunlar üzerinden borçlanmakta ve gelişmekte olan ülkelerdeki yatırımlara yönelmektedirler.

“Carry trading” yani taşıma ticaret adı verilen bu sistem ile düşük maliyetli bir döviz cinsi seçilip bunun üzerinden borçlanılır. Buna örnek vermek gerekirse, Japon Yeni borçlanılıp ve bu parayla Amerikan Hazine Bonosu satın alınabilir. Japon bonusu %0,5 faiz vermesine rağmen ABD bonusu %5 faiz taahhüt ediyorsa kar %4,5

¹⁵⁶ Paul Krugman.(2001). *Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü*. İstanbul Sanayi Odası, 2001, ss. 130 -133

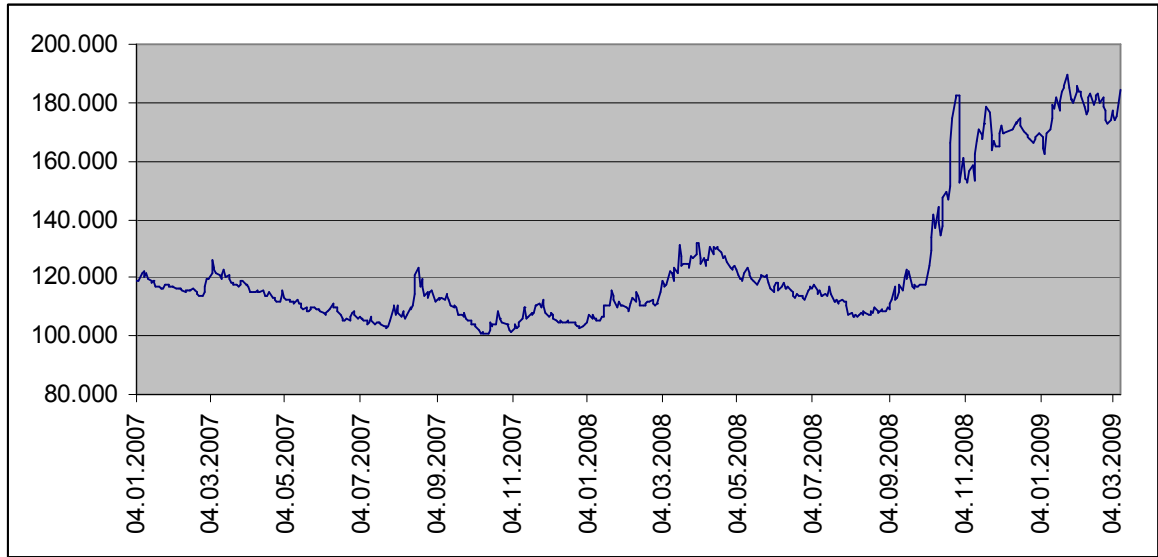
¹⁵⁷ Wikipedia. (2009). Hedge Fund. http://en.wikipedia.org/wiki/Hedge_fund (13.07.2009).

olacak demektir. Hatta ABD bonosundan daha yüksek faiz veren ülkelerin bonolarının alındığı düşünülürse (özellikle Türkiye’de bono faizlerinin %20’ler seviyesinde olduğunu düşündüğümüzde) o zaman kar gerçekten çok yüksek bir seviyeye ulaşabilmektedir.

Carry trade, piyasalarda genelde yen üzerinden yapılmaktadır. Çünkü Japon Yeni faizlerinin bilindiği üzere çok düşük olması, Japon Merkez Bankası’nın eskiden beri içinde bulunduğu deflasyondan çıkamaması ve faiz artışı için bir belirti göstermemesi carry trade piyasalarda borçlanmanın Yen’den yana olmasını sağlamaktadır. Fakat Japon Merkez Bankası’ndan gelebilecek herhangi bir faiz artırımını ciddi para akımlarına neden olabilmektedir. Bu yüzden tüm dünya Japon piyasalarını izlemekte ve o piyasadaki en ufak değişimler global çalkantılara yol açabilmektedir.

Konuya hedge fonlar açısından baktığımızda ise bir çok fon diğerleri gibi Japon Yen’i üzerinden borçlanarak TL bazlı yatırımlara girmiş ve aralarındaki %20’ye varan faiz farkından yararlanmaya çalışmıştır. Diğer bir tabirle JPY ile TL arasında carry trade yapmıştır. (Belirtilen politikalar 2002 sonrasında ülkemizde TL’ye olan talebi arttırmış ve TL hep talep gören ve fiyatı diğer para birimlerine göre değerli kalan bir para birimi olarak göze çarpmıştır. Bu da TL’nin beklenenin üzerinde bir değer kazanmasına ve bir TL balonu oluşmasına sebep olmuştur.)

İzlenen bu politikalar hemen herkesin aklına döviz riski sorununu getirmektedir. Fakat uzun zamandır yerinde sayan JPY’nin özellikle Japonya Merkez bankası tarafından faizlerin arttırılmayacağı beklentisi ile ileride de bu şekilde bir seyir izleyeceği zannedilmiştir. Bu şekilde devam etmesi halinde yaklaşık %20 getiri (iki ülke hazine bonoları arası faiz farkı) elde edilmesi beklenirken TL’nin dünyadaki önemli para birimleri karşısında değer kaybetmesi sebebiyle JPY’nin TL karşısındaki değeri aşağıdaki grafikte de gösterildiği gibi 2008 yılının son çeyreğinde %50 civarında artmıştır. Bu sebeple JPY borçlanan ama TL yatırımlar yapan hedge fonlar da söz konusu durumdan ciddi zararlar açıklamışlardır.



Şekil 3.1. Japon Yen'inin Türk Lirası Karşısındaki Değişimi

(Kaynak: TCMB. (2009). "Japon Yeni", [http://evds.tcmb.gov.tr/cgi-bin/famecgi?cgi=\\$ozetweb&DIL=TR&ARAVRIGRUP=bie_dkdovizgn.db](http://evds.tcmb.gov.tr/cgi-bin/famecgi?cgi=$ozetweb&DIL=TR&ARAVRIGRUP=bie_dkdovizgn.db) (06.07.2009).)

Aslında sadece hedge fonlar değil benzer fikre sahip olan yatırımcılar da söz konusu zararları ilan etmişlerdir. Elbette hedge fonların yatırımlarını kendi yatırımların örnek alan yatırımcılar üzerinde hedge fonların etkisi daha büyük olmuştur.

3.3. ZARAR EDEN HEDGE FONLARIN KÜRESEL EKONOMİYE ETKİLERİ

Bilindiği gibi finansal piyasalarda yaşanan olumsuzluklardan hedge fonların varlıklarının da etkilenmesi ve söz konusunun fonların zarar etmeleri halinde büyük bir itibar ve gelir kayıplarına uğrayacakları aşikardır. Bilindiği gibi hedge fonların evvelce de belirtildiği üzere iki temel gelir kalemi vardır. Bunlar; performans primleri ile yönetim komisyonlarıdır. Zarar eden bir hedge fonun varlıklarının azalacağı beklenebilecektir. Bu durumda varlıklar üzerinden alınan komisyon getirisinde ciddi bir düşüş yaşanacaktır. Aynı zamanda kar elde edemeyen hedge fonlar performans primi de alamayacaklardır. Bu da önemli bir kayıptır.

Yukarıda belirtilen durumlar ile karşılaşan hedge fonlar müşterilerini kaybetmemek için çeşitli yollara başvurabilmektedirler. Bunlardan ilki Renaissance Technologies adlı hedge fonun yaptığı gibi 3 milyar dolar seviyesinde zarar eden varlıklarından %1'lik yönetim komisyonunu almamaya gitmek olabilmektedir. Her ne kadar bu aksiyonlar alınsa da hedge fonlar bunları kamuoyuna açıklama

yapmadan gerçekleştirmek istemektedirler. Örneğin Renaissance Technologies hedge fonu söz konusu durum ile ilgili hiç bir yorum yapmamıştır.¹⁵⁸

Sorunun özeline inildiğinde ise karşımıza mortgage kredileri çıkmaktadır. 2006 yılından sonra ABD’de yaşanmaya başlanan ve 2 yıl içinde ülkemiz ile birlikte tüm dünyayı saran mortgage krizi hedge fonların da sıkıntıya girmesine sebep olmuştur. Bilindiği gibi bankalar ve finans kurumları ABD’de özellikle likidite bolluğu ve hükümetin konut edindirme konusundaki teşvikleri sebebiyle bir çok kredi kullandırmıştır. Söz konusu kredilerin faizlerinin oldukça düşük olması, hemen herkesin ev sahibi olmaya çalışması ve sürekli üretim gerçekleştirilmesi ve bunun sonucunda bir çok yatırımın gayrimenkul bazlı olması durumunu doğurmuştur. Bu dönemde özellikle gayrimenkule büyük yatırımlar yapan hedge fonlar da söz konusu sektöre yatırım yapmışlar ve bir gayrimenkul balonu oluşmasına sebep olmuşlardır.

Oluşan bu kriz ortamının arkasında sadece gerçekleşen bir gayrimenkul fiyatları balonu değil aynı zamanda ciddi şekilde analiz edilmeden ve riskin her koşulda fiyatlanabileceği beklentisi ile verilen kredilerin de rolü büyük olmuştur. ABD’de yaşanan bu kriz özellikle müşterilerin segmentasyonu yapıldıktan sonra bankaların alt gelir grubu olarak tanımladıkları sub-prime müşteri grubuna kredi verme konusunda aldıkları karar sebebiyle büyümüştür.

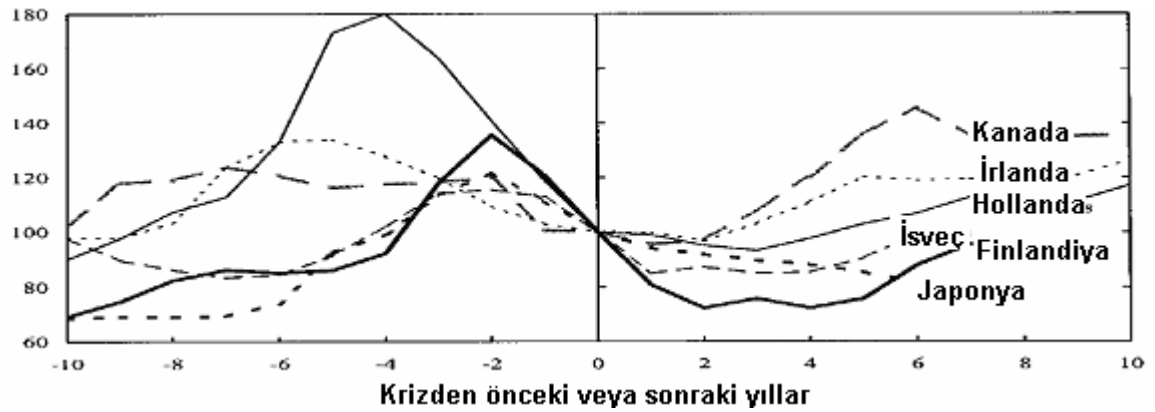
ABD’de konut kredisi talep eden kesimi 3 segmente ayırmak mümkündür. Bunlar; Subprime (alt gelir grubu), Near Prime (orta gelir grubu) ve Prime (üst gelir grubu) müşteri segmentleridir. ABD’de kriz çıkmadan önce, kişiler gelirleri doğrultusunda segmentlere ayrılmakta ve ona göre belirlenen risk primlerinin eklenmesi ile ortaya çıkan faiz oranları üzerinden bu kesimlere krediler açılmaktaydı. Özellikle “Ninja” (no income no job assets) olarak da adlandırılan subprime krediler, bu yönde izlenen politikalar sonucunda 10 trilyon dolarlık mortgage piyasasının 1,5 trilyon dolarlık (yaklaşık % 14) kısmına kadar ulaşmıştır.¹⁵⁹

İşte temelde bu şekilde açılan kredilerde ilerleyen dönemlerde yaşanan geri ödeme problemleri önce ülkedeki emlak piyasasını etkilemiş sonra da Avrupa başta olmak üzere tüm dünyada emlak fiyatlarının geriye gitmesine sebep olmuştur. 2004’ten sonra başlayan likidite bolluğu sebebiyle faizlerin düşmesi ve bunun akabinde yatırım seçeneklerinin azalması hedge fonların özellikle mortgage kredileri

¹⁵⁸ Gerelyn Terzo. (2009). Re-Starting A Hedge Fund?. *Investment Dealers' Digest*, 75(2):21

¹⁵⁹ Ali Hepşen.(2008) ABD Mortgage Krizi; Dünyü, Bugünü. http://emlakkulisi.com/304_ABD-mortgage-krizi;-dunu-bugunu_m.asp (16.07.2009).

ile oluşturulan varlıklara (varlığa dayalı menkul kıymetlere) ve hisse senetlerine yatırım yapmalarına sebep olmuş ve bu dönemde yukarıda belirtilen nedenlerden dolayı ciddi zararlar ilan etmişlerdir. Bu olumsuzluk derinleştikçe emlak fiyatları daha fazla düşer hale gelmiştir. En sonunda da 2008 yılının son çeyreğinde olduğu gibi kriz ile sonuçlanmıştır. Bu krizin ne kadar süreceğini ve hedge fonların ne kadar daha zarar yazmaya devam edeceklerini anlamak için aşağıdaki şekil bize bazı ipuçları verebilecektir.

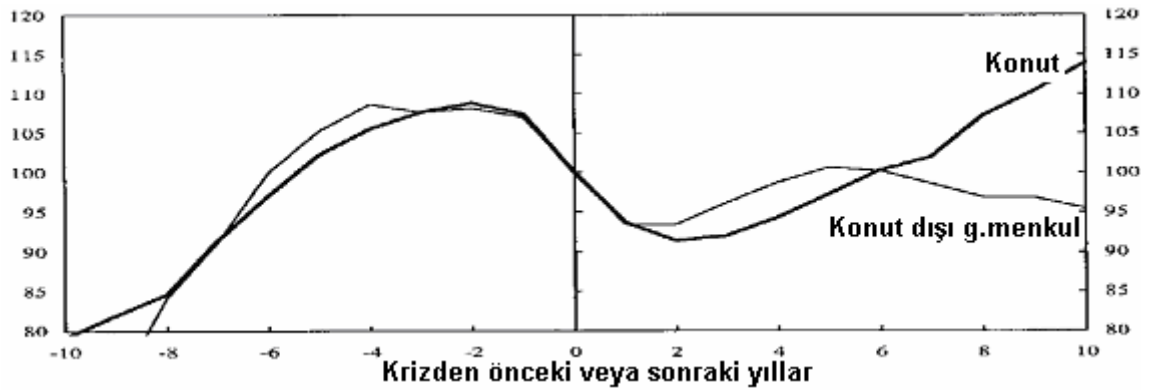


Şekil 3.2. Gayrimenkul Fiyatlarının Kriz Öncesi ve Sonrası Değişimi
(Kaynak: Hilbers vd. a.g.e, s.4.)

Bilindiği gibi emlak fiyatlarındaki bu geriye gidiş de ülkeler için önemli bir kriz sinyali olarak kabul edilmektedir. O sebeple emlak sektörünün çok iyi bir kriz indikatörü olduğu söylenebilir.¹⁶⁰ Örneğin yukarıdaki şekilde değişik ülkelerin krize girmeden önceki gayrimenkul fiyatları ile krizden sonraki fiyatları karşılaştırmalı olarak sunulmaktadır.

Görüldüğü gibi bir çok ülkede finansal krizin oluşumuna kadar geçen süre zarfında gayrimenkul fiyatlarında bir gevşeme ve bunun ardından da bir iyileşme görülmektedir. Bu analizi biraz daha derinleştirdiğimizde ise aşağıdaki Şekil 3.3. ile karşılaşmaktayız.

¹⁶⁰ Paul Hilbers vd. (2009) Real Estate Market Developments and Financial Sector Soundness. *IMF Working Paper*, 01/129, s.3-4



Şekil 3.3. Konut ve Konut dışı Gayrimenkul Fiyatları

(Kaynak: Hilbers, Lei ve Zacho, a.g.e, s.5.)

Mortgage kredilerindeki olumsuzluklar ile başlayan ve tüm dünyanın resesyona gireceği beklentisi ile sert düşüşe geçen petrol fiyatları (petrolde son yıllarda yaşanan fiyat artışı bir ölçüde dünyadaki talep artışı, petrol üreten bazı ülkelerdeki iç karışıklıklar ile açıklanabilse de hedge fonların bir petrol balonu oluşturdukları da gözden kaçmamaktadır) kendisine yatırım yapan hedge fonları da vurmuştur. Ayrıca global durgunluk korkusunun petrol dışında hisse senetleri piyasasına da yansması sonucu hedge fonlar zor duruma düşmüşlerdir. Hedge fonların ardı ardına pozisyon kapatmaya başlaması piyasalardaki dalganın boyunu büyütülmüştür.

Küresel krizin etkisiyle dengesi bozulan piyasalarda sıkıntılı seyrin varlığı yanında döviz piyasasında hedge fonların alımları 2008 yılının sonlarında doların değer kazanmasına neden olmuştur. Yıl sonlarına doğru bilançolarını kapatan hedge fonlar, tahvil ve hisse senedi piyasalarından çıkmakta ve bir çok ülkeyi terk etmektedirler.¹⁶¹

2009 yılının ilk çeyreği bitmeden merkez bankalarından birbiri ardına gelen sıfır faiz politikalarının sonrasında dövizden kar sağlayamayacak hale gelen hedge fonların yeni hedefi altın olarak göze çarpmaktadır.¹⁶² Diğer yatırım araçlarında olduğu gibi altında da spekülasyon hareketleri beklenebilecektir. Bu da diğer yatırım araçlarında gerçekleşen balon durumu ile karşılaşma riskimizi arttırmaktadır. Özellikle son dönemde altın fiyatlarının değişiminde görülen büyük hareketlilik bunun bir kanıtı

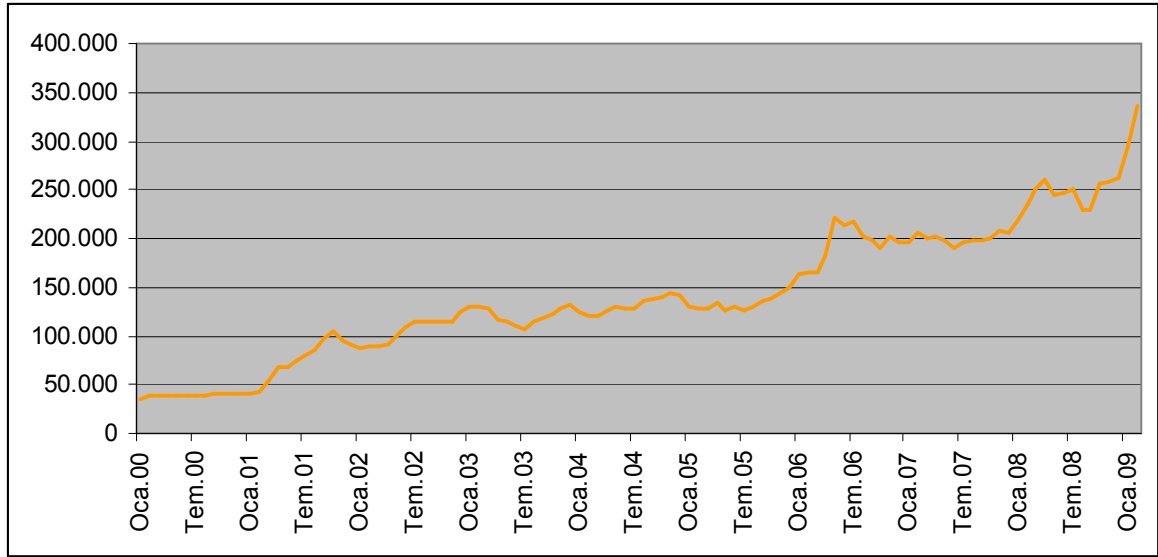
¹⁶¹ Habertürk. (2008). Hedge Fonlar Doları Fırlattı.

<http://www.haberturk.com/ekonomi/haber/104016-redirect.aspx> (12.07.2009).

¹⁶² Haber Türk. (2009). Hedge Fonlar Şimdi de Altın Balonunu Şişiriyor.

<http://www.haberturk.com/ekonomi/haber/133433-Hedge-fonlar-simdi-de-altin-balonunu-sisiriyor.aspx> (15.07.2009).

olarak düşünülebilir. Tezin basım aşamasına girdiği süreçte altının onz fiyatının 1200'lu dolar seviyelerine kadar yükselmesinde hedge fonların etkisi büyüktür.



Şekil 3.4. Altın Fiyatları (Cumhuriyet Altını)

(Kaynak: TCMB. (2009). Cumhuriyet Altını. <http://evds.tcmb.gov.tr/> (22.07.2009).)

Hedge fonların belirtilen yatırımları bilinen yatırım araçları dışında başka alanlara da kayabilmektedir. Buna en çarpıcı örnek olarak hayat sigortalarına yatırım yapan hedge fonları gösterebiliriz. Bilindiği gibi bir çok hayat sigortası poliçesine sahip olanlar aylık veya yıllık prim ödemek ile mükellef olmaktadır. Bu da özellikle işsizliğin arttığı, ödeme gücünün azaldığı ekonomilerde insanlar üzerinde finansal bir baskı yaratmaktadır. Bu sebeple bir çok yatırımcı daha fazla prim ödemek istemeyen veya anlaşmasını erkenden bozmak isteyen sigortalıların elindeki sigorta poliçelerini ucuz fiyata satın almaktadır. Poliçeyi satın alan yatırımcı ise sigortalı vefat edene kadargeriye kalan pirimlerini ödemekle mükellef olmaktadır. Sigortalı öldükten sonra o ana kadar toplanan para yatırımcının eline geçmektedir. Sigortalı ne kadar erken vefat ederse yatırımcı daha az prim ödeyeceği için daha fazla kar etmiş olmaktadır. Hayat sigortası ödemesi sektöründe faaliyet gösteren aracı şirketler ise bu poliçeleri hedge fonlara ya da yatırım bankalarına satmakta ve bu işlemler üzerinden komisyon ücreti almaktadır. Banka ya da hedge fon genel olarak 200 adet poliçe topladıktan sonra bu poliçeleri "ölüm tahvilleri" olarak da bilinen varlığa dayalı yatırım araçlarına dönüştürerek kendi yatırımcılarına satmaya başlamaktadır. Üstelik ölüm tahvilleri hisse senetleri, tahvil ya da emtia piyasalarına hiç bir şekilde bağlı olmadıkları için getirileri de % 8 gibi bir oran üzerinden sabit

olmaktadır.¹⁶³ Kredi derecelendirme kuruluşu Fitch'e göre 2002'de 300 milyon doları bulmayan ölüm tahvili ihraçları 2006'ya gelindiğinde 5 milyar doları aşmıştır.

3.4. 2008 YILI KÜRESEL EKONOMİK KRİZİNDE HEDGE FONLAR

Sonuç olarak son dönemde geri dönmeyen mortgage kredileri ile başlayan ve konut fiyatlarının düşüşü ile devam eden dalgalanmalar hem kontrolsüz hedge fonlar tarafından derinleştirilmiş hem de fonları önemli zararlarla yüz yüze bırakmıştır (kısacası hem finansal piyasaları olumsuz etkilediler hem de kendilerine zarar verdiler). 2008 yılının şubat ayında gelişmekte olan piyasalar için önemli bir erken uyarı olarak algılanan İzlanda'da finans sistemini tehdit ettikleri gerekçesiyle hedge fonlara müdahale edilmesi gündeme gelmiştir (yasal düzenlemeler anlatıldığında diğer ülkelerde neler yaşandığından bahsetmeye çalışmışık)

2005 yılında bir rekor kırarak 848 sayısına ulaşmış olan tasfiye olan hedge fon adedi 2008 yılında 920 adete (hedge fonların %12'si) çıkarak yeni bir rekor kırmıştır.¹⁶⁴ Bu bilindiğine göre, Renaissance Technologies adlı hedge fonun yaptığı gibi diğer hedge fonların da tavizler vermesi ve müşterilerini hedge fonlardan çıkmamaya razı etmeleri gerekecektir. Aksi takdirde yüksek kaldıraçlar ile çalışan hedge fon sektörünün dünya ekonomisinin de çok ciddi bir resesyona gireceği beklentisi ile tamamen (yaklaşık 2 trilyon dolarlık büyüklüğünde oldukları biliniyor) yok olma tehlikesiyle karşı karşıya olduğu da ihtimaller arasındadır.

Hedge fonlar ekonomik anlamda sıkıntılar yaşamaya devam ederken, beklendiği gibi bazı çalışanları ile yollarını ayırıp maliyetlerini azaltmaya çalışmaktadırlar. Bir çok hedge fon mevcut iş güçlerinde %10 ile %50 arasında bir indirim gitmeyi tasarlamaktadır.¹⁶⁵ Geline son durumda bir çok hedge fon zararlarına rağmen pozisyonlarını kapatmış ve likidite sağlamaya çalışmaktadır.

Sektör bu durumda iken hedge fonların yukarıda belirtildiği gibi iş gücünde indirim gitmeleri olasıdır. New York merkezli Options Group'un tahminlerine göre hedge fonlar 2009 yılında dünya genelinde işgücünün % 14'ü olan 20 bin kişiyi işten çıkarabilecek gibi görünmektedir. 2007 yılında söz konusu sektörde çalışan sayısı 155 bin kişi ile zirve yaparken 2008 yılında ise hedge fon sektöründe 10 bin kişinin

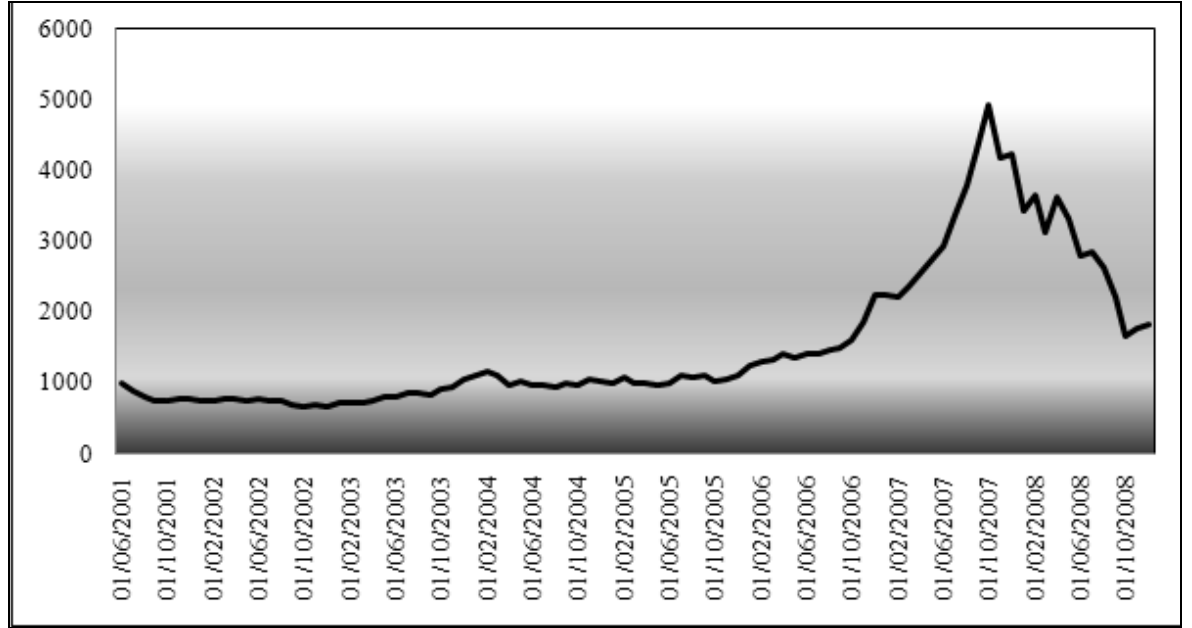
¹⁶³ Referans. (2007). ABD'de Ölüm Tahvilleri Kapış Kapış.
http://www.referansgazetesi.com/haber.aspx?HBR_KOD=116478 (25.07.2009).

¹⁶⁴ Terzo, a.g.e, s.21.

¹⁶⁵ IDD. (2008). Ramius Shuttters Four Hedge Funds. Investment Dealers' Digest; 74(47):14

işini kaybettiği tahmin edilmektedir.¹⁶⁶ Böylece hedge fonlar global ekonomiye yeni işsizler kazandıracak gibi görünmektedir.

Hedge fonlar için milat kabul edilen olay Lehman Brothers'ın konkortado ilanır. Bu iflastan sonra yatırımcılar arsında panik havası hakim olmuş ve yatırımcılar hedge fonlardan paralarını çekmeye başlamıştır. Son gelinen durumda "Global Hedge Fund" Endeksinin durumu da aşağıda gösterilmektedir.

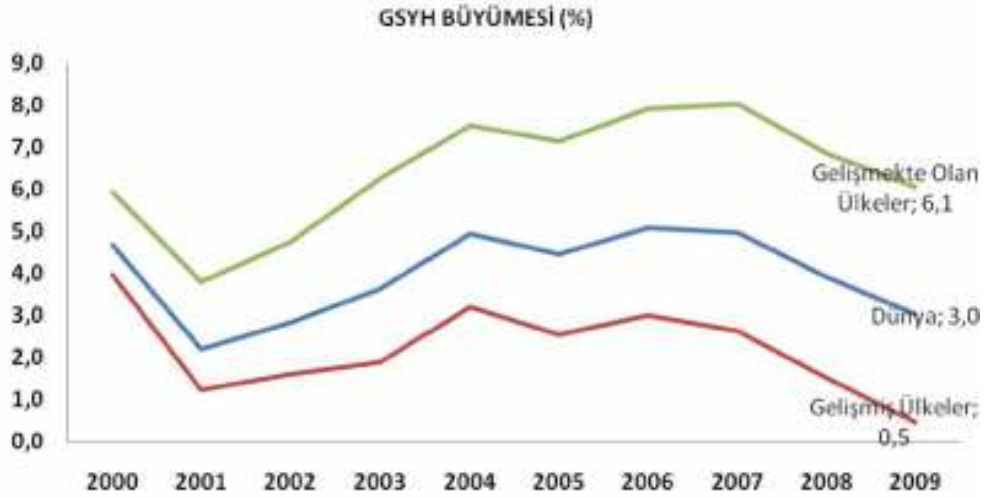


Şekil 3.5. Global Hedge Fund Index
(Kaynak: Bloomberg, Global Hedge Fund Index.)

Yukarıdaki şekilden de rahatlıkla anlaşılabilir ki, 2007'nin son çeyreğinden itibaren hedge fonların değeri düşmektedir. 2008'in son çeyreğine gelindiğinde ise son 2.5 yılın en düşük seviyelerine inmişlerdir.

2008 yılında başlayan finansal krizden tüm dünya ülkeleri ve finansal piyasalar olumsuz etkilenmiştir. Finansal krizin en önemli sonuçlarından biri büyüme oranlarındaki düşüşler olmuştur. Büyüme oranlarındaki düşüş gelişmiş, az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülke ayrımı yapmamıştır. Finansal krizden önce ve finansal krizden sonra oluşan büyüme oranları ile ilgili grafik Şekil 3.6.'taki gibidir.

¹⁶⁶ Finanstrend. (2008). Hedge Fonlar 20 Bin Kişiyi İşten Çıkarabilir.
http://www.finanstrend.com/haber_detail.asp?haber_id=21365 (25.07.2009).



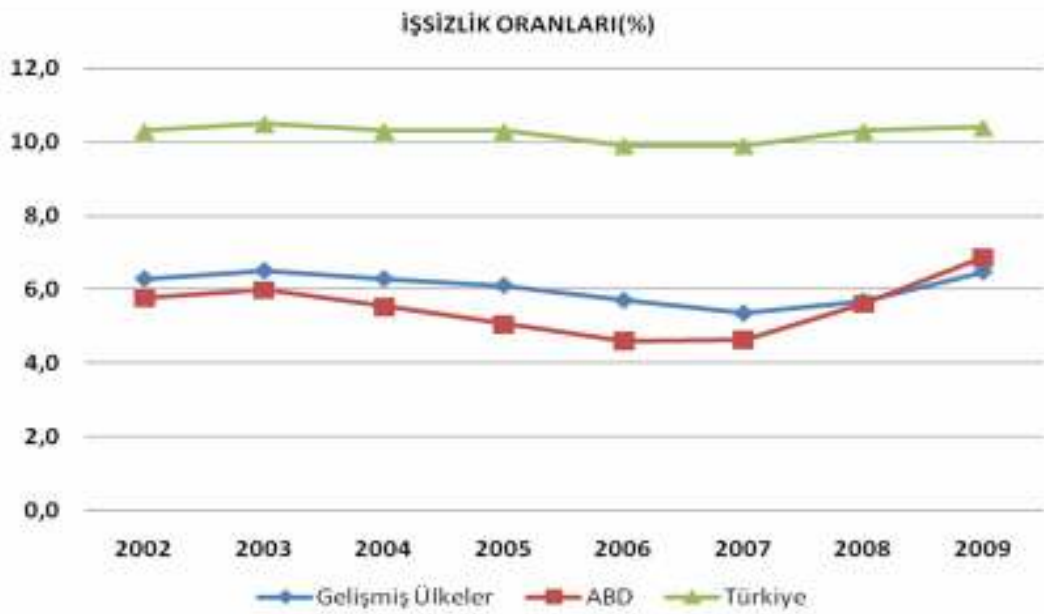
Şekil 3.6 Büyüme Oranları

(Kaynak: Doğan Alantar. (2009). Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme. <http://www.finanskulup.org.tr> (27.07.2009).)

Küresel ekonomik kriz sonucunda Euro bölgesinde reel GSYİH yıllık bazda %5,9 daralmıştır. Japonya’da ise bu daralma %12,7 olmuştur.

Küresel ekonomik kriz sonucunda iflaslar artmış ve zora giren iş dünyası küçülme ya da kilit vurma yoluna gitmiştir. Bu durumda işsizlik oranının artması kaçınılmaz olmuştur. İktisat teorilerinde yer alan anlamıyla işsizlik; iş gücü talebinin mevcut iş gücünden az olmasıdır. Ya da bireyler açısından işsizlik kavramına bakacak olursak; çalışma isteği ve yeteneği olduğu halde cari ücret haddinden iş bulamama durumu olarak ta tanımlanır. Ama makro ekonomik verileri değerlendirmek açısından asıl önemli kavram işsizlik oranıdır.¹⁶⁷ İşsizlik oranları ile ilgili olan grafik Şekil 3.7.’teki gibidir.

¹⁶⁷ Rotahaber. (2009). <http://www.rotahaber.com/haber/20090226/Kuresel-krizin-sonuclarindan-biri-issizlik.php> (27.07.2009).



Şekil 3.7. İşsizlik Oranları

(Kaynak: Doğan Alantar, 'Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme', <http://www.finanskulup.org.tr>)

Uzmanlara göre küresel krizin etkileri önümüzdeki birkaç yıl daha devam edecektir. Dolayısıyla işsizlik oranlarının artması da korkulan bir gerçektir.

Konuya hedge fonların ötesinde yatırımcılar açısından da bakılması gerekmektedir. Daha önce de belirtildiği gibi hedge fonlar özellikle nitelikli yatırımcılara yönelik varlık yönetimi hizmetleri verdikleri için bunların zarar etmesi veya iflas etmesi kendilerine yatırım yapan bankaları, yatırım şirketlerini, devlet kurumlarını, büyük bireysel yatırımcıları, tasarruf kurumlarını vb. direkt olarak etkileyecektir. Söz konusu işletmeler de hedge fonlar ile birlikte ya zarar edecekler ya da iflas tehlikesi ile karşı karşıya gelebileceklerdir.

Yukarıda belirtilen yatırımcıların yatırım yaptıkları hedge fonların 2008 yılı içerisinde varlıklarının %39'unu kaybetmeleri söz konusu yatırımcılar ve elbette ki dünya finansal sistemi için ciddi bir tehlikeyi beraberinde getirmiştir. Bunlar yanında aynı yıl içerisinde hem uzun hem de kısa vadeli pozisyon alan hedge fonlar ile arbitraj ile olay bazlı stratejiler izleyen hedge fonların varlıklarının sırasıyla %36 ve %43 düşmesi de benzer bir risk ile yatırımcıları karşı karşıya bırakmıştır.¹⁶⁸

Ülkemizde 2007 yılında BDDK Başkanı Tefik Bilgin şu açıklamayı yapmıştır:

¹⁶⁸ Charles Gradante. (2009). Hedge Funds Lost \$782B Last Year. *Investment Dealers' Digest*. 75(4):26

“Bir global takip ve düzenleme yapılmaması halinde, haklarında detaylı çok zor bilgi edinilen, şeffaflığın az olduğu, sınırlı resmi düzenlemelere tabi olan, genelde off-shore ve daha çok yüksek kar amacı ile çalışan Hedge Fonlar nedeni ile dünyadaki merkez bankaları ve bankacılık otoritelerinin piyasaları yönlendirmedeki güçlerini kaybedeceklerdir.”¹⁶⁹

Bu aslında oldukça yerinde ve günümüzdeki gelişmeleri özetleyen bir açıklamadır. Temelde risk yönetimi yapan BDDK'nın başkanından da bu tür bir açıklama beklenebilirdi.

Eczacıbaşı Holding Başekonomisti Erkan Şahinöz de Ekim 2008 sonlarında yaptığı açıklamada;

“Son iki üç haftadır yaşanan hareketin arkasındaki ana neden, hedge fonların sıkışıklığa girmiş olması. Hedge fonlardan dünya genelinde çok ciddi para çıkışları var. Geçmişte bu tip çıkışlar olduğunda hedge fonlar dönüp kredi alıyor ve talepleri karşılayabiliyordu. Ama şimdi kredi piyasaları kurudu ve bunu yapamıyorlar. Mecburen ellerindeki varlıkları satmaya başladılar. Hedge fonların aralarında Türkiye, Brezilya ve Meksika gibi ülkelerin olduğu gelişmekte olan ülkelerde önemli varlıkları var. Fonlar Türkiye'deki hisselerini ve bonolarını satıp dolarını alıp gidiyor... Yaşanan yükseliş de buradan kaynaklanıyor”¹⁷⁰

diyerek bu fonların ülke ekonomileri üzerinde ne kadar büyük bir etki yarattıklarını ortaya koymaktadır.

Akbank Başekonomisti Fatma Melek de,

“2008 başına göre Türk lirası, Brezilya realı ve Güney Afrika randının sırasıyla % 35, %26 ve %55'lik değer kaybı yaşamıştır. Son günlerde Türkiye dahil gelişmekte olan ülkelerin para birimlerinde yaşanan bu değer kaybının önemli bir sebebi, ellerindeki menkul değerlerden ve yatırımcı çıkışlarından zarar yazan hedge fonların kısa vadeli para piyasalarından borçlanma olanakları kısıtlı olduğundan gelişmekte olan ülkelerdeki pozisyonları kapatmak için dolar talep etmeleridir. Ayrıca, azalan risk alma iştahı gelişmekte olan ülkelere daha fazla çıkışları beraberinde getirmektedir.”

demektedir.

Avrupa Birliği Yatırımcılar Fonu Genel Sekreteri Jean Pierre Paelinck ise hedge fonların kısa dönemdeki karlarını maksimize etmek için firmalara saldırdığını ifade etmektedir. Paelinck yaptığı açıklamada,

“firmalarla artık diğer yatırım ortaklıkları, yatırım fonları çok fazla ilgilenmediği için bunlardan korkmaya başladık. Çünkü onlarla ilgilenen tek bunlar. Onlar firmalara saldırıyorlar, kısa dönemde karlarını sıçratıp hisse senedi fiyatlarını artırmaya çalışıyorlar. Bu, uzun dönemde firmanın zararına olan, bizim istemediğimiz bir şey”¹⁷¹

demektedir. Görüldüğü gibi hedge fonlar sadece; gayrimenkul, altın, döviz,

TL, petrol gibi yatırım araçlarında balon oluşturabildikleri gibi firmaların hisse senetlerinde de balonlar meydana getirebilmektedirler.

¹⁶⁹ Korkmaz İlkorur. (2007). Yeni bir uyarı: Hedge Fonlar.

<http://www.radikal.com.tr/haber.php?haberno=215410> (11.06.2009).

¹⁷⁰ Hürriyet.(2009) İşte Dolardaki Yükselişin Sorumlusu.

<http://www.hurriyet.com.tr/ekonomi/10180736.asp> (11.06.2009).

¹⁷¹ Hedge Fonlar Mafyavari Yapılanma İçinde. (2009)

<http://d.scribd.com/docs/cavy9uv8os31978nw97.pdf> (15.06.2009).

Yukarıda belirtilen yatırım araçlarına yatırım yapıp balon oluşturabildikleri gibi bir ülkeyi terk ederken de yerel para biriminin konvertibl olmaması durumunda dövize dönüp başka ülkelere gidebilmektedirler. 2009 yılı Mart ayının ilk haftasında yaşanan dolardaki yükseliş de aslında temelde hedge fonların ülkemizden ayrılmaları ile ilgilidir. Para çekeceklerini ülkemizde 45 gün önceden belirten hedge fonlar Rusya’da yaşanan ekonomik sarsıntı ve sonrasında neredeyse tüm sektörlerin oldukça ucuzlaması sebebiyle yatırımlarını bu ülkeye yönlendirmişlerdir. Bu sebeple son 2 haftada dolar 1.65’lerden 1.82’lere kadar dayanmıştır.

Söz konusu durum ile ilgili üç hedge fon üzerinde dikkatler yoğunlaşmıştır. Bunlar; UBS, JP Morgan ve Credit Suisse’dir. Credit Suisse yayınladığı raporunda Türkiye’deki portföyünü azaltıp parayı Rusya’ya yatıracağını açıklamış, buna gerekçe olarak da Rusya borsasının Türkiye’ye oranla çok geride kaldığını belirtmiştir. Raporda ayrıca “Küresel risk iştahı geri döner de alım başlarsa bir numaralı favorimiz yine Türkiye olacak. Çünkü bankacılık bu ülkede çok sağlam” denilmiştir.¹⁷² Görüldüğü gibi hedge fonların risk iştahı günümüz ortamında bile devam etmektedir.

Her ne kadar yukarıdaki gelişmeler hedge fonların ülke ekonomileri ve global ekonomide ne kadar etkili olduklarını kanıtlamış ve hedge fonlara karşı daha dikkatli olunmasını gerektiriyor olsa da ülkemizde 2008 yılında bir çok hedge fon kurulmasına yönelik ilk girişimler başlamıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu, fon paylarının kurul kaydına alınması talebiyle başvuru yapan ilk serbest yatırım fonu olan İş Yatırım Menkul Değerler’in 30 milyon TL başlangıç tutarlı fon payını kurul kaydına almıştır. Bunun dışında kuruluş işlemlerini tamamlamış olan ancak kurul kaydına alınma talebiyle başvuru yapmayan Garanti Bankası’nın bir adet ve Oyak Yatırım Menkul Değerler’in iki adet fonu da dahil olmak üzere, toplam 4 adet serbest yatırım fonu bulunmaktadır.¹⁷³

Yukarıdaki gelişmelerden anlaşıldığı kadarıyla ülkemiz hedge fonların yıkıcı etkilerinin gerçekleştiği ülkelerde yapılacak olan düzenlemelerden ve oluşacak denetim mekanizmasından faydalanabilirse hedge fonların nimetlerinden faydalanabilecektir. Aksi takdirde oluşacak yeni bir kriz ortamında ülkemiz de kendisini krizin göbeğinde bulabilecektir.

¹⁷² Yeni Şafak. (2009). Üç fon paraları dışarıya kaçırınca dolar fırladı. <http://yenisafak.com.tr/Ekonomi/?t=07.03.2009&c=3&i=173538> (21.06.2009).

¹⁷³ Türkiye’de İlk Hedge Fon Kayda Alındı. (2008). <http://www.tumgazeteler.com/?a=4028483> (21.06.2009)

SONUÇ

Hedge fonlar finansal aracılarn yeni bir çeşidi olarak gelişmiştir. Günümüz finansal piyasalarında son derece önemli role sahip olan hedge fonlar düşük risk ile yüksek getiri elde etmeyi amaçlayan agresif yatırım araçlarıdır. Özellikle türev piyasası araçları kullanan hedge fonlar kontrolden uzak yapıları ile bilinmektedirler.

Bu çalışmamızda hedge fonlar hakkında genel bilgilerin verilmesine ve ulaşılabilen hedge fon verileri ile analizin detaylandırılmasına çalışılmıştır. Çalışmanın başında da belirtildiği gibi hedge kelimesi aslında korumak, korunmak gibi anlamlara gelmekte olup finansal anlamda da riskin oluşması durumunda oluşacak kaybın azaltılmasına yönelik tedbirlerin alınması anlamına gelmektedir. Hedge kacamı ve hedge fon kavramlarının birbirinden oldukça farklı anlamlar ifade ettiğini belirtmekte yarar vardır.

Hedge denilince insanların aklına vadeli işlem sözleşmeleri yaparak ileride oluşabilecek kaybın veya kazancın bugünden sabitlenmesi gelmektedir. İster yatırım ister tasarruf yapmak istesinler, kurumlar ve bireyler gelecekte bugünden öngörülemeyen gelişmelere karşı risk altındadırlar. Bunun üstesinden gelmek için finansal sigorta bağlamında olan vadeli işlem piyasalarına yönelmektedirler. Aslında asırlar önce kullanılmaya başlanan bu işlemler, ancak son yarım asırdır gerçek anlamda bir gelişme göstermektedir. Bu sebeple gelişimleri çok hızlı olmuş ve halen de büyük değişimler geçirmektedirler.

Her ne kadar hedge kavramı yukarıda belirtilen vadeli işlem sözleşmeleri ile birlikte anılsa da aslında gerçek böyle değildir. Hedging sadece vadeli işlem sözleşmeleri ile olmamakta bunun yanında insanların veya kurumların varlıklarını sigorta ettirmeleri, riskli gördükleri işlere hiç girmemeleri gibi girişimler de aslında birer korunma yolu olarak karşımıza çıkmaktadır.

Hedge olgusu insanların aslında ne kadar risk toleranslı olduklarına göre de değişmektedir. Örneğin bir birey çok risk duyarlı olabildiği halde diğer bir birey riski

görmeksizin yatırım yapabilmektedir. Örneği derinleştirdiğimizde ise evli olanlar ile bekar olanlar arasında da benzer farklılıkların mevcut olduğunu ifade edebiliriz. Henüz bekar olanların risk alabilirliği evli olanlara göre düşük kalmaktadır. Bunun sebebi evli olanların daha fazla sorumluluk sahibi olmaları fakat bunun yanında bekar bireylerin riskli sermayelerinin kendileri için çok da önemli olmayışıdır.

Risk ve hedge kavramları arasında bu ilişkiye değindikten sonra çalışmamızdan çıkan sonuca daha derinlemesine bakma şansımız olmaktadır. Öncelikle bir varlığın ileride oluşabilecek durumlara göre bugünden korunmuş olması onun riskinin az olacağını fakat büyük getiri olasılığının da azalmış olacağını bir göstergesidir. Fakat konumuz olan hedge fonlar da hem korunma hem de yüksek getiri amaçlanmaktadır. Teorik olarak oluşması zor görünen bu durum hedge fonların izledikleri stratejiler ile gerçekleştirilmeye çalışılmıştır. Bu yapılırken hedge fonların vadeli işlem sözleşmeleri ile ileriye dönük yatırımlar gerçekleştirdikleri gözlemlenmiştir (Bununla ilgili bilgi de ilk bölümde hedge fonların stratejileri kısmında detayları ile açıklanmıştır). İleriye dönük yatırımlar yapan hedge fonlar ilerleyen zamanlarda oluşmasını bekledikleri gelişmeler üzerine pozisyonlar almışlardır. Örneğin; Çin, Hindistan ve diğer gelişmekte olan ekonomilerde 2002 ile 2006 yılları arası gerçekleşen görülmemiş büyüme oranları söz konusu ekonomilerin enerji bağımlılıklarını arttıracak ve dolayısı ile petrol fiyatlarının yükseleceğini öngörmüşler ve petrole dayalı emtia sözleşmelerine ciddi yatırımlar yapmışlar ve buradan büyük karlar elde etmişlerdir.

Bir başka örnek olarak da gayrimenkul yatırımlarını verebiliriz. Bilindiği gibi yüksek likidite ve düşük faiz politikası bir çok gelişmekte olan veya gelişmiş ülkede gayrimenkul edinimini kolaylaştırmış, insanlar ya da kurumlar uzun vadeli finansman ile gayrimenkul sahibi olmuşlardır. Bu zaman dilimi içerisinde benzer yatırımlar yapan hedge fonlar da bir çok gayrimenkul yatırım fonu satın almış ve özellikle gelişmekte olan ülkelere kar elde etmeyi beklemişlerdir. 2007 sonuna kadar bunda da başarısız oldukları söylenemeyecektir. Fakat sonrasında mortgage kredilerinde ortaya çıkan sorunlar, gayrimenkul fiyatlarında oluşan balon sonrası bir gayrimenkulün “refinansman” yani tekrar finansman yolu ile birden fazla krediye teminat oluşturması ve gayrimenkul balonunun sönmeye başlamesi sonrası bir çok kredinin teminatsız kalması sebebiyle söz konusu sektöre yoğun yatırımlar yapan işletmeleri de zora sokmuştur. Bu işletmeler arasında elbetteki hedge fonlar da mevcuttur.

Görüldüğü gibi her ne kadar adları hedge fon olsa da yaptıkları işlemler açısından spekülâtif hareketler yaparak kar elde etmeye çalışan, büyük yatırımcılara (örneğin ülkemizde katılım payları 1 Milyon TL'den başlıyor) 1 yıl gibi bir sürede büyük karlar sağlamak zorunda olan (sağladıkları kar üzerinden %20 performans primi ve yönettikleri varlık üzerinden de %1-2 arası komisyon aldıkları için kar ve varlık büyüklüğü ne kadar fazla olursa karlılıkları o kadar artacaktır) aksi takdirde söz konusu yatırımcılarını kaybetme tehlikesi ile karşı karşıya bulunan bu işletmeler oldukça büyük riskler almışlar ve literatürdeki tabirleri ile risk iştahları oldukça fazla olmuştur.

Bu fonların bir diğer özelliği de yoğun olarak yatırım yaptıkları sektör veya emtialarda balonlar oluşturmuş olmalarıdır. Yukarıda belirtilen gayrimenkul sektöründe oluşturdukları balon gibi petrol, altın, yerel para birimleri (son 4 yılda TL'nin aşırı değerlendirildiği herkes tarafından kabul edilmekteydi), seçilmiş bazı işletmelerin hisse senetleri (bunların betasının 1'e yakın olduğunu düşündüğümüzde borsaların da bu hisselerde yaşanan harekete benzer hareket sergilediği görülmektedir) ve bazı emtialar (özellikle gayrimenkul yapımında kullanılan demir, çimento, aliminyum vb) üzerinde de spekülâtif hareketler gerçekleştirmişler ve büyük balonların oluşmasına sebep olmuşlardır.

Yukarıda değinilen özellikleri ülke ekonomilerinin volatilitésinin yüksek olmasını, istikrarın sağlanamamasını, yerel para birimlerinin gereğinden fazla değerlenmesinden dolayı ihracat ithalat dengesinin ithalat lehine gelişmesi gibi bir durumun ortaya çıkmasını, reel sektörün dövizdeki baskı (yerel para birimine olan talep sebebiyle döviz kurunda yukarıya doğru bir hareket olmaması) sebebi ile genel olarak döviz borçlanmayı tercih etmesini ve sonradan döviz kurundaki artış sebebiyle reel sektörün iş göremez hale gelmesi durumunu ortaya çıkarmış ve hükümetler birçok açıdan bu fonları eleştirmişlerdir.

Malezya devlet başkanının 1997 yılında Malezya Rinngit'inde yaptığı spekülâtif hareketler sonrası George Soros hakkında sarfettiği sözler, İngiltere'nin yaşadığı Kara Çarşamba olayı, ülkemizin 2001 krizi ve 2006 dalgalanması, 1992'deki ERM krizi, 1994'deki Meksika krizi vb. gelişmeler hep hedge fonlar ile birlikte anılmıştır. İş öyle boyutlara varmıştır ki, hedge fonlar karikatüristler tarafından köpek balığı fonu veya katil balina fonu olarak nitelendirilmiş veya resmedilmiştir. Son yaşadığımız ekonomik krizde de hedge fonlar başrolü oynamış

ve hedge fonlar ekonomik krizle sürekli olarak aynı cümle içinde telafuz edilmeye başlamıştır.

Her ne kadar yukarıda belirtilen olumsuzluklar yaşansa da söz konusu fonların global ekonomiye özellikle de gelişmekte olan ekonomilere yararları yok değildir. Zaten bu sebeple bugüne kadar varlıklarını sürdürebilmişlerdir. Örneğin, hedge fonlar gelişmekte olan bir ekonomi için en acil fon kaynağıdır. Bu fonlar genel olarak carry trade mekanizması ile yurt dışından ucuza borçlanıp (özellikle Japon Yeni üzerinden) bu paraları yerel para birimine çevirip (örneğin TL'ye dönüştürüp) yerel para birimi bazlı bazı yatırımlar gerçekleştirmektedirler. Örnek vermek gerekirse JPY olarak borçlanıp Türkiye'de TL bazında hazine bonosu yatırımları yapmaktadırlar. Bu sebeple sürekli TL talebi yaratmakta ve TL'nin değerlenmesine sebep olmaktadır. Bu çalışma tarihi itibarıyla IMKB'nin de %70'inin yabancıların elinde olduğunu düşündüğümüzde söz konusu fonların ülkemiz üzerindeki ağırlığını anlama noktasında daha doğru sonuçlara varabiliriz.

Bu hedge fonların yatırım yaptıkları ülkeler sıcak parayı ekonomiye çekmekte ve bu paralar daha sonra ülke insanlarına ucuz krediler olarak kullanılmakta ve ülkedeki yatırımların önü açılmaktadır. Bilindiği gibi son 5 yıl içinde likiditenin fazla oluşu sebebiyle kurumsal ve bireysel anlamda oldukça ucuza fon kullanılmıştır. Böylece bir çok kurum yeni tesis ve makine yatırımı yapmış, bir çok müteşebbis hayal ettiği işyerine veya ticari araca sahip olmuş ve bireyler başlarını sokabilecekleri bir eve sahip olmuşlardır.

Görüldüğü gibi yararları da azımsanamayacak olan bu fonlar konusunda tam anlamıyla zararlı veya yararlı demek doğru olmayacaktır. O sebeple hükümetlerin bu tip fonların zararlı etkilerinden vatandaşları ile yatırımcılarını korumaları gerekmektedir. Bunun için denetim ve gözetim mekanizmaları gündeme alınmış fakat bugüne kadar gerçek anlamda bir denetim mekanizması henüz ortaya konulamamıştır. Bunun ardında hedge fonların şeffaflığa karşı olan tavırları önemli rol oynamaktadır. Bu fonlar yatırımcılarının mal varlıklarının ifşa edilmemesi gerektiği sebebiyle denetime ve gözetime girmek istememektedir. Bir çoğu off shore merkezlerde olan bu hedge fonlar, zaten bu ülkelerde denetimin veya gözetimin yasal olarak bulunmadığını eğer denetim ve gözetim mekanizmasının off shore dışındaki ülkelerde uygulamaya konulması durumunda hedge fonların off shore merkezlere yöneleceklerini savunmakta ve söz konusu mekanizmanın var olduğu düşünülen sorunlara çare olamayabileceğini öngörmektedirler.

Fakat bu fonların hızlı hareket edişleri, bir gün bir ülkede iken diğer bir gün başka bir ülkeye gidebilmeleri söz konusu fonların denetime tabi olması gerektiği sonucunu doğurmaktadır. Böylece hedge fonların yaşamış olduğu sıkıntıların da büyümeden engellenebileceği vurgulanmaktadır. Hatta yaşanan son krizle birlikte bu tür bir düzenlemeye ihtiyaç duyan SEC gibi bir çok finans otoritesi bu durumdan faydalanıp regülasyonların oturtulmasına çalışmaktadır.

Hedge kavramı her ne kadar bahisleri, yatırımları, vb. dengeleyerek kayıpları önlemeye çalışmak veya azaltmak anlamına gelse de hedge fon kavramı bu tanıma uymamaktadır. Çünkü hedge fonların yaptığı bunun tam tersine, piyasaların en fazla dalgalanmasını oluşturmaktır. Çünkü hedge fonlar bu dalgalanmaların oluşması ve hedge fonun bu dalgalanmanın şekline göre pozisyon alması sonucunda kar etmektedirler. Bu dalgalanmada etkin rol oynadıkları için de hedefledikleri mutlak getiri amaçlarına çoğu zaman ulaşmaktadırlar.

Denetim ve gözetim mekanizması gelsin veya gelmesin, düzenlemeler yapılsın veya yapılsın hedge fonların dünya üzerindeki aktivitelerinin artık güncel hayatımızın bir parçası olmaya başladığı açık bir gerçektir. Hatta hedge fonların adını duymamış olan sıradan bir Türk vatandaşı bile hedge fonların ülkeden hızlıca çıkış yapmak istediği bir anda yükselen döviz kurlarından dolayı zarar edebilmektedir. Bu da tüm ekonomik sistemin aslında risk altında olduğunu göstermektedir.

Bu riskin ortadan kaldırılması mümkün olmasa da en azından azaltılması konusunda ilerleyen dönemlerde adımlar atılacağı kesin gibidir. Özellikle yeni düzenlemelerin peş peşe yürürlüğe sokulduğu bir döneme girmeye başlayacak gibi görünmekteyiz. Her ne kadar hedge fonların “yapılacak tüm düzenlemelerin, hedge fonların işlemlerinin off shore merkezlere kaydırılması ile birlikte ölü doğacağını” iddia etmelerinin arkasında mantıklı bir sebep bulunsa da off shore merkezlerinin de artık eskisi kadar güçlü ve serbest olamaması durumunun hesap edilmeden söylenmiş olduğu da bir gerçektir. Özellikle kara para aklama konusunda haklarında ciddi şekilde eleştiriler bulunan bu merkezlerin ilerleyen dönemlerde ne tür bir yapı içine girecekleri bugünden belli değildir.

Sonuç olarak hedge fonlar riskli yatırımlar yapabilen ve kısa zamanda yer değiştirmeleri sebebiyle ekonomilerde tahribatlara yol açabilen ve spekülatif fiyat hareketlerine sebep olabilen, bundan dolayı da büyük eleştiriler alabilen yapılardır. Hedge fonların da içinde bulunduğu finansal enstrumanların sayısının artması,

küresel bazda ekonomik kırılganlığın artmasına sebebiyet vermekte olduğu yadsınamaz bir gerçektir. Son yaşanan krizle birlikte varlıklarının önemli bir kısmı erise ve önemli orandaki çalışanları ile yollarını ayırmak zorunda kalsalar da bu fonlar ilerleyen dönemlerde de adlarından sıklıkla bahsettirecekler gibi görünmektedirler. Hatta bu krizde ciddi karlar yazan hedge fonlar da bulunmaktadır. Görünen o ki, önümüzdeki dönemlerde düzenleyici ve denetleyici finans otoriteleri söz konusu fonların finansal sistem içindeki durumunu ve bu fonların sorumluluklarını yeniden tanımlayacak ve sonrasında da eskisinden farklı olarak daha sağlam bir hedge fon sistemi kurulabilecektir.

KAYNAKLAR

- Ackerman, A. (2009). *Securities Administrators Urge Regulation of Derivatives, Hedge Funds. Bond Buyer*, p.5
- AIMA (Alternative Investment Management Association). (2008). *AIMA's Road Map to Hedge Funds*. AIMA, ss.41-140
- Akkum, T. (2000). Döviz Opsiyonları ve Opsiyon Fiyatlama Modelleri. *İ.Ü. İşletme Fakültesi Dergisi*, 29(1):47.
- Aktaş R., Beyazıtlı E. Ticari Mal, Vadeli İşlem Piyasası. , Ankara Ticaret Odası Yayını, Ankara, Kasım- Aralık, Sayı:42 ss. 5–42
- Alantar, D. (2008a). Hedge Fonlar'da Regülasyon Zamanı. *Yaklaşım Dergisi*, Aralık, ss. 21–26
- Alantar, D. (2008b). Hedge Fonlara İyi Bir Başlangıç İçin Dünyadaki Başarısız Örnekler.
http://www.referansgazetesi.com/haber.aspx?HBR_KOD=97861&_KOD
 (24.06.2009)
- Amin,G. S., Harry M.K. (2003). Hedge Fund Performance 1999 -2000: Do the “Money Machines” Really Add Value?. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 38(2):248–255
- Anbar, A. (2009). Hedge Fon Sektörünün Gelişimi ve Hedge Fonların Temel Özellikleri. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(27): 16-123
- Angelo Gordon. (2009). Creativity, Expertise. <http://www.angelogordon.com/>
 (22.06.2009).
- Anson, M.J.P. (2002). *The Handbook of Alternative Assets*, John Wiley & Sons, ABD, s.14.
- Aydeniz, Ş.(2008). *İşletmelerde Gelecek (Futures) ve Opsiyon Sözleşmeleri ile Risk Yönetimi*, İstanbul, ss.14-88

- Bankacıyız Biz. (2008). Aktif Büyüklüğü 1 Trilyon Dolar Olan Hedge Fonlar Dünyayı Titretiyor.
<http://www.bankaciyiz.biz/modules.php?name=News&file=print&sid=1314>
 (02.05.2009)
- Başçı, E.S. (2003) Vadeli İşlem Piyasası Aracı Olarak Swap'ın İşleyişi Ve Finansal Piyasalardaki Kullanımları. *Gazi Üniversitesi Endüstriyel Sanatlar Eğitim Fakültesi Dergisi*, 11(12):18-22
- Baums, T. ve Andreas C. (2004). *Hedge Funds: Risks and Regulation*, Walter de Gruyter, ABD. s.33
- BDDK. (2003). Bankaların Kredi İşlemlerine İlişkin Yönetmelik.
http://www.bddk.org.tr/turkce/Mevzuat/Bankacilik_Kanununa_Iliskin_Duzenlemeler/1702Bankalarin_Kredi_islemlerine_iliskin_yonetmelik_01112006_EK1.pdf (11.07.2009).
- Black River. (2009). Homepage. <http://www.black-river.com/> (22.06.2009).
- Black, K.H.(2004). *Managing a Hedge Fund: A Complete Guide to Trading, Business Strategies, Operations, and Regulations*, McGraw-Hill Professional, ABD, s.7
- Blundell, A. (2007) An overview of Hedge Funds and Structured Products: Issues in Leverage and Risk. *Financial Market Trends*, 92(1):42
- Bölükbaş, B. (2003). *Opsiyon Sözleşmeleri Fiyatlandırma Modelleri*, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, s.4
- Bridge water. (2009). HomePage. www.bwater.com (22.06.2009).
- Chambers, N. (2008). Hedge Fonlar. *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, 1(1):5-55
- Cimat, A. ve Mahir T.(2004). Türkiye'de ve Dünyada Kiyi Bankacılığı Uygulamaları ve Vergi Cennetleri Üzerine Bir Değerlendirme. *Mevzuat Dergisi*, 80(7):22
- Clinton Group. (2009). Welcome. <http://www.clinton.com/> (22.06.2009).
- Cornell, B. and Reinganum, M.R. (1981). Forward Futures Prices: Evidence From The Foreign Exchange Markets, *The Journal Of Finance*, 41(12):1036
- Çankaya, S. (2009). *Dünyada ve Türkiye'de Hedge Fonlar ve Uygulanabilirliği*.
http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Serkan_Cankaya_Dunyada_Turkiyede_Hedge_Fonlar_MFY81.pdf, s.3. (11.05.2009)
- Çözeli G. (2009). Yeni Bir Alternatif Yatırım Aracı: Hedge Fon.
http://paribus.tr.googlepages.com/g_cozeli2.pdf (03.04.2009)

- Darman,G. (2007). Ayın Konuğu,
<http://www.tkyd.org/tr/content.asp?PID={3D165F71-8BCC-406E-A370-3A446A062A9D}> (26.06.2009).
- DE Shaw.(2009). Who We Are. <http://www.deshaw.com/WhoWeAre.html>
 (22.06.2009)
- Dowd, K.(2001). *Money and the Market: Essays on Free Banking*, Routledge, ABD, ss.22-23
- Eclectica. (2009). Home. <http://www.eclectica-am.com/template.aspx?target=home>
 (22.06.2009).
- Ege, Y. (2009). Türkiye Ekonomisine İlişkin Bazı Değerlendirmeler,
http://www.ttgiv.org.tr/UserFiles/File/Sunumlar/GENEL_DURUM.pdf
 (06.06.2009)
- Eichengreen, B. J., Donald J. M. ve Bankim C.(1998). *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, International Monetary Fund, ABD, s.15
- Euractiv. (2009). McCreevy Defends Decision Not to Regulate Hedge Funds.
<http://www.euractiv.com/en/financial-services/mccreevy-defends-decision-regulate-hedge-funds/article-161896> (08.06.2009)
- Euromoney. (2008). Financial Crisis and Hedge Funds: Top Five Report to Congress, *Euromoney*, 39(476):25
- Everest Capital. (2009). About Everest Capital. <http://www.everestcapital.com/>
 (22.06.2009).
- Farallon Capital. (2009). Who We Are. <http://www.faralloncapital.com/farallon/>
 (22.06.2009).
- Fıkırkoca, E. (2006). Alternatif Yatırım Araçları. *Sermaye Piyasasında Gündem*, Ocak 2006, 41:10.
- Finanstrend. (2008). Hedge Fonlar 20 Bin Kişiyi İşten Çıkarabilir.
http://www.finanstrend.com/haber_detail.asp?haber_id=21365 (25.07.2009).
- Frush, S.(2007). *Understanding Hedge Funds*, McGraw-Hill Professional, ABD, s.68
- FSA. (2008). The Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)
<http://www.fsa.gov.uk/Pages/About/What/International/mifid/index.shtml>
 (27.06.2009)
- Gago, U. (2008). Hejettin bey ve fonları - 2. bölüm.
http://www.ozdogrular.com/index2.php?option=com_content&do_pdf=1&id=1755 (24.06.2009)

- Gradante, C. (2009). Hedge Funds Lost \$782B Last Year. *Investment Dealers' Digest*, 75(4):26
- Haberler. (2008) Dünya Hedge Fon Depremi İle Sarsıldı.
<http://www.haberler.com/dunya-hedge-fon-depremi-ile-sarsildi-haberi/>
 (03.07.2009)
- Haber 7.(2009) Trichet'ten Hedge Fon Uyarısı.
<http://www.haber7.com/haber/20090223/Trichetten-Hedge-fon-uyarisi.php>
 (03.07.2009)
- Habertürk. (2008). Hedge Fonlar Doları Fırlattı.
<http://www.haberturk.com/ekonomi/haber/104016-redirect.aspx> (12.07.2009).
- Haber Türk. (2009). Hedge Fonlar Şimdi de Altın Balonunu Şişiriyor.
<http://www.haberturk.com/ekonomi/haber/133433-Hedge-fonlar-simdi-de-altin-balonunu-sisiriyor.aspx> (15.07.2009).
- Hedge Etmek. (2004). <http://www.bankacilik.net/bilgiler.php?k=Hedge+Etmek>
 (03.04.2009)
- Hedge Fonlar Mafyavari Yapılanma İçinde. (2009)
<http://d.scribd.com/docs/cavy9uv8os31978nw97.pdf> (15.06.2009).
- Hedge Fonların Türleri (2008)
<http://finans.ekibi.net/forum/archive/index.php/thread-843.html> (16.06.2009)
- Hepşen, A.(2008) ABD Mortgage Krizi; Dünyü, Bugünü.
http://emlakkulisi.com/304_ABD-mortgage-krizi;-dunu-bugunu_m.asp
 (16.07.2009).
- Hilbers, P., Qin L. and Lisbeth Z.(2009). Real Estate Market Developments and Financial Sector Soundness. *IMF Working Paper*, 01/129, ss.3-6
<http://www.riskturk.com/Content/web%20pdf/KucukozmenHF20090318.pdf>
 (18.05.2009)
- Hull, J. C.(2003). *Options, Futures and Other Derivatives*, Prentice Hall, ABD. s.25
- Hürriyet.(2009) İşte Dolardaki Yükselişin Sorumlusu.
<http://www.hurriyet.com.tr/ekonomi/10180736.asp> (11.06.2009).
- IFSL. (2008). *Hedge Funds 2008*. IFSL Research, Temmuz 2008, s.1
- Ineichen, A. M. (2001). The Myth of Hedge Funds: Are Hedge Funds The Fireflies Ahead of the Storm?. *Journal of Global Financial Markets*, İngiltere, Ekim 2001, 2(4):20-23

- Ineichen, A. M. (2003). *Absolute Returns: The Risk and Opportunities of Hedge Fund Investing*, John Wiley and Sons, ABD, ss. 41-251
- İlkorur, K. (2007). Yeni bir uyarı: Hedge Fonlar.
<http://www.radikal.com.tr/haber.php?haberno=215410> (11.06.2009).
- Jaeger, R. A. (2003). *All about Hedge Funds: The Easy Way to Get Started*, McGraw-Hill Professional, ABD, ss. 2-16
- Keler, A.(2008). *Yatırım Dünyasında Yeni Ufuklar -Hedge Fonların Türkiye’de Uygulanabilirliği-*, Fortis Bank Genel Müdürlüğü, 28 Mart 2008. ss.2-11
- Krugman, P.(2001). *Bunalım Ekonomisinin Geri Dönüşü*. İstanbul Sanayi Odası, ss.108-138
- Kurdas, Chidem (2009). Does Regulation Prevent Fraud? The Case of Manhattan Hedge Fund. *The Independent Review*, 13(3):325.
- Kurun,E, Akçay B, v.d. (2008). Yatırım Fonlarının Performans Analizinde Kullanılan Risk Bazlı Ölçüm Teknikleri ve Türk Yatırım Fonları Üzerinde bir Uygulama., *T.C. Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Yüksekokulu Uluslararası Finans Sempozyumu* , s.175
- Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği. (2003). KYD Aylık Bülten, Kasım, s.4
- Küçükkocaoğlu, G. (2009) *Uluslararası Finansa Ders Notları*.
<http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/> (08.04.2009)
- Küçüközmen, C. . (2008). Finansal Kriz Çerçevesinde Piyasalarda Son Gelişmeler. *İİBF Finans Topluluğu Etkinliği*, 14 Kasım, Trabzon, s.21
- Logue, A. C.(2006). *Hedge Funds For Dummies*, ABD, ss.12.-18
- LTCM,(2009)
[http://www.moneyscience.com/Information_Base/Long_Term_Capital_Management_\(LTCM\).html](http://www.moneyscience.com/Information_Base/Long_Term_Capital_Management_(LTCM).html) (18.05.2009)
- Maden, F.(2003). *Vadeli İşlemler: Türkiye Vadeli İşlemler Piyasası Uygulaması*. İstanbul, Marmara Üniversitesi Yayınları, s. 14-29
- McCrary, Stuart A.(2002). *How to Create and Manage a Hedge Fund: A Professional’s Guide*, ABD, John Wiley and Sons, ss.13-50
- McCrary, Stuart A.(2004). *Hedge Fund Course*, İngiltere, John Wiley and Sons, ss.03-75
- Milner, L. . (2009). *Hedge Funds Shun Standards' Scheme*. Money Marketing, ABD, ss.3-5

- Nicholas, J.G.(2005). *Investing in Hedge Funds: Strategies for the New Marketplace*, Bloomberg Press, ABD,ss.1-42
- Ntvmsnbc. (2009) “Soros: Hedge Fonlar Üçte İki Küçülecek”,
<http://www.ntvmsnbc.com/news/464071.asp> (18.06.2009)
- Özel, H. (2008). Madoff Skandalının Anlamı.
<http://www.haber10.com/makale/13873/> (12.07.2009).
- Pedük, T. (2007). Kıyı Bankacılığı (Off Shore Banking) Merkezlerinin Yapısal Şartları. [http://www.mmd.org.tr/eserler/53-KIYI%20BANKACILI%C4%9EI%20\(OFF%20SHORE%20BANKING\)%20MERKEZLER%C4%B0N%C4%B0N%20YAPISAL%20%C5%9EARTLARI.doc](http://www.mmd.org.tr/eserler/53-KIYI%20BANKACILI%C4%9EI%20(OFF%20SHORE%20BANKING)%20MERKEZLER%C4%B0N%C4%B0N%20YAPISAL%20%C5%9EARTLARI.doc) (11.07.2009)
- Pequot Capital.(2009). Home. <https://www.pequotcap.com/> (22.06.2009).
- Permal. (2009) About Permal. <http://www.permal.com/> (22.06.2009).
- Perry Capital.(2009). Perry Capital.
<http://investing.businessweek.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=22397> (22.06.2009).
- Phillips, K. ve Ronald S. (2003). *Hedge Funds: Definitive Strategies and Techniques*, ABD, John Wiley and Sons,ABD ss.1-3
- Prosperity Capital. (2009). About Us, <http://www.prosperitycapital.com/> (22.06.2009).
- Redhouse,(2009) “Hedge”,
<http://www.redhouse.com.tr/V2/Lang/Tr/Pg/DictionaryResult> (03.04.2009)
- Referans. (2007). ABD’de Ölüm Tahvilleri Kapış Kapış.
http://www.referansgazetesi.com/haber.aspx?HBR_KOD=116478 (25.07.2009).
- Bir Kez Daha Malezya. *Sabah Gazetesi*. 13.06.2003. s.8
- Saltoğlu, B. . (2009) “Hedge Fon Nedir?”,
<http://www.ntvmsnbc.com/news/402188.asp> (15.06.2009)
- Sonnenschein. (2009). Senator Grassley Seeks to Introduce Amendment to Require Certain Hedge Fund Managers to Register as Investment Advisers with the SEC.
http://www.sonnenschein.com/docs/docs_ealert/Investment_Adviser_Regulation_Exemption.pdf (15.06.2009).

- Sermaye Piyasası Kurumu.(t.y.). Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ. Seri: VII, No:29, m:2.
- Strachman, D. A.(2005). *Getting Started in Hedge Funds*, ABD, Wiley-IEEE, ss. 48–183
- Superfund. (2009). Superfund.
http://www.superfund.com/HP07/Superfund_Fonds.aspx (23.06.2009).
- Şanlı, K. (2009). Ülkelerin Kaderi Artık Hedge Fonların Elinde.
http://www.referansgazetesi.com/haber.aspx?HBR_KOD=46457&ForArsiv=1
 (15.06.2009)
- Şanlı, U. (2009). “Paranın Zalim Efendileri Hedge Fonları”,
<http://www.tumgazeteler.com/?a=2852318> (05.06.2009).
- Şanlı, U(2009). Türkiye, Hedge Fonlar İçin Yolgeçen Hanı.
<http://www.zaman.com.tr/haber.do?haberno=690329&title=turkiye-hedge-fonlar-icin-yolgecen-hani> (09.06.2009)
- Şişli Gazetesi. (2008) “Nedir Bu Hedge Fon?”,
<http://www.sisligazetesi.com.tr/detay.asp?id=14409> (21.06.2009)
- Takan, M. (2001). *Bankacılık Teori, Uygulama ve Yönetim*, Ankara, Nobel,ss.696-707
- Terzo, G. (2009). Re-Starting A Hedge Fund?. *Investment Dealers' Digest*, 75(2):21
- Thomas, S. G. . (2007) *Germany Fights Lonely Battle To Rein In Hedge Funds*.
<http://www.iht.com/articles/2007/05/17/business/hedge.php>, s.y. (24.06.2009).
- TSPAKB. (2007). AB sermaye piyasası yeni düzenlemeye hazırlanıyor!. Basın Bülteni, 6 Şubat, s.1.
- Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumlar Birliği. (2007). *Menkul Kıymetler ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları*, İstanbul. ss. 47–49
- Türkiye’de İlk Hedge Fon Kayda Alındı. (2008).
<http://www.tumgazeteler.com/?a=4028483> (21.06.2009)
- Uluişik, F.(1998). *Kur Riskinin Yönetimi ve Türk Bankacılık Sistemine Uygulanması*, yayınlanmamış yüksek lisans tezi. İstanbul, s.81
- Ural, M. Ç.(1998). *Futures ve Opsiyon Piyasaları ve Türkiye’ye Uygulanabilirliği*, , 1998, yayınlanmamış yüksek lisans tezi, Ankara s.90
- Us Securities and Exchange Comission. (2006) Selected Definitions of Hedge Funds,
<http://www.sec.gov/spotlight/hedgefunds/hedge-vaughn.htm> (11.05.2009)
- Uzunoglu, S. (1998). *Yeni Finansman Teknikleri*. İstanbul, Strata, s.s. 52-53

- Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. (2008) *Türev Araçlar Lisanslama Rehberi*.
VOB, İzmir, s.63.
- Wikipedi. (2009). “Speküstasyon”, <http://tr.wikipedia.org/wiki/Spek%C3%BClasyon>
(02.05.2009)
- Vision Investment. (2009). About Us.
<http://www.visioninvestment.com/html/eng/front/main.asp> (23.06.2009).
- Wikipedia. (2009). Citadel Investment Group
http://en.wikipedia.org/wiki/Citadel_Investment_Group (22.06.2009).
- Wikipedia. (2009). Hedge Fund. http://en.wikipedia.org/wiki/Hedge_fund
(13.07.2009).
- Wikipedia.(2009). Paul Tudor Jones. http://en.wikipedia.org/wiki/Paul_Tudor_Jones
(23.06.2009).
- Wikipedia.(2009). Renaissance Technologies.
http://en.wikipedia.org/wiki/Renaissance_Technologies (22.06.2009).
- Wikipedia, “SAC Capital Partners”,
http://en.wikipedia.org/wiki/SAC_Capital_Partners
- Wikipedia, “Soros Fund Management”,
http://en.wikipedia.org/wiki/Soros_Fund_Management
- Yatırım Şirketleri Kanunu, (1940), ABD, Bölüm: 3.
- Yatırım Şirketleri Kanunu,(2007), ABD.
- Yeni Şafak. (2009). Üç fon paraları dışarıya kaçırınca dolar fırladı.
<http://yenisafak.com.tr/Ekonomi/?t=07.03.2009&c=3&i=173538> (21.06.2009).
- Yeşilürdü, T. (1998). *Yatırım Fonlarında Türev Araç Kısıtlamaları ve Hedge Fonlar*,
Yeterlilik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi,
Ankara, Temmuz 1998, ss.47-48.
- Yeşilürdü, T. (2008) “Türk Sermaye Piyasalarında Serbest Yatırım Fonları”,
www.ku.edu.tr/ku/images/CORPORATE/taliye.ppt (18.06.2009).
- Yıldız, T.E. (2004) *Hedge Fonların İşleyişi, Yeterlilik Etüdü*, SPK, Haziran -2004,
s.8
- 5411 sayılı Bankacılık Kanunu. (2005).Türkiye.

ÖZGEÇMİŞ

Kemal Şerbetçi 1982 yılında Gaziantep’te doğdu. İlk orta ve lise öğretimini Gaziantep’te okuduktan sonra üniversite öğrenimini İstanbul Bilgi Üniversitesinde Siyaset Bilimi Bölümünü burslu okuyarak 2005 yılında tamamladı. 2006 yılında Gaziantep Üniversitesi’nde İşletme yüksek lisansına başladı. Kemal Şerbetçi ileri düzeyde İngilizce bilmektedir. 2006 yılından beri kendi sahibi olduğu tekstil firmasında yönetici olarak çalışmaktadır.

VITAE

Kemal Şerbetçi was born in 1982 in Gaziantep. After completing elementary and high school in his hometown, he started university in Istanbul Bilgi University at Political Science department with scholarship. After graduating in 2005 he started Master’s of Art in Gaziantep University at Business Administration. Kemal Şerbetçi speaks English very well. He is working as an administrator in his own textile company since 2006.