

Dünyada ve Türkiye’de Hedge Fonlar Ve Uygulanabilirliği

Serkan Çankaya
Kadir Has Üniversitesi
serkan.cankaya@khas.edu.tr

Özet

Hedge Fonlar oldukça kısa bir süre içerisinde finansal piyasaların temel araçlarından biri haline gelmiştir. Bir zamanlar sadece zengin bireysel yatırımcıların kullanımına sunulan riskli alternatif yatırım araçlarından biri olarak algılanırken artık daha geniş kesimlere hitap eden oldukça cazip bir yatırım seçeneği haline gelmektedir. Dünyada oldukça yaygın halde kullanılmaya başlanan, ancak Türkiye’de fazla tanınmayan Hedge Fonların kökeni 1949 yıllarına kadar dayanmaktadır. Bu çalışmada amaç; Hedge Fonlar hakkında yapılması gerektiğini düşündüğümüz bilgilendirmeye katkıda bulunmak ve hızla gelişen Hedge Fonu kavramını olabildiğince basit bir şekilde tanımlayıp, uyguladıkları stratejileri, özellikleri, yasal düzenlemeleri, avantaj ve dezavantajlarını tarih içerisinde yaşanan örnek vakalar yardımıyla açıklamaktır. Sonuç bölümünde ise, Hedge Fonların Türkiye’deki geleceği hususunda kısa bir değerlendirme yapılmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Hedge Fonlar, stratejiler, regülasyonlar

Abstract

Hedge Funds became one of the main actors within the financial markets in a short period of time. Once perceived as one of the alternative investment tools that serves only to the wealthy individual investors now they are becoming an attractive investment alternative that addresses broader range of investor base. The roots of Hedge funds, which are not popular in Turkey as they are around the world, goes back to 1949s. In this paper, first we aim to contribute to the literature by defining; the concept of Hedge Funds in simple terms, the strategies employed, the legal regulations on Hedge Funds and pros and cons throughout the history with sample case studies. In conclusion, the paper will give a short evaluation for future prospects of Turkish Hedge Fund Industry.

Key Words: Hedge Funds, strategies, regulations

Giriş

Hedge Fonu hakkında herkes tarafından kabul gören ortak bir tanım yapmak oldukça zordur¹. Aslında Hedge Fonu teriminin Türkçe karşılığı noktasında dahi ortak bir kullanım mevcut değildir, bazıları “Korunma Fonu” olarak adlandırırken diğer tarafta özellikle SPK dokümanlarında “Serbest Yatırım Fonları” olarak kullanılmaktadır. Bu çalışmada her iki kullanımın tam olarak anlamını yansıtmadığı düşünüldüğü için “Hedge Fonlar” olarak kullanılacaktır. Hedge Fonların en belirgin ve diğer fonlardan ayrıldığı

¹ US Securities and Exchange Commission Staff Report, **Implications of the Growth of Hedge Funds**, Washington D.C USA, September 2003, s.3

özelliği, herhangi bir yasal sınırlamaya tabi olmamasıdır. Bunlardan en belirgin olan örnek ise diğer yatırım fonları açığa satış veya borçlanabilme özelliğine sahip değil iken Hedge Fonların üzerinde bu tip bir sınırlama olmamasıdır.

George Soros tarafından yapılan Hedge Fonu tanımı Hedge Fonlara ait birçok temel özelliği özetler niteliktedir²;

“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.”

Hedge Fonlarla ilgili diğer bir tanım ise SEC tarafından yapılan tanımdır³: “bu terim genellikle menkul kıymetlerden veya diğer varlıklardan oluşan bir havuzu elinde bulunduran ancak hisseleri kayda alınmadan halka arz edilen ve “Investment Company Act” Yatırım Şirketleri Kanunca Yatırım Şirketi olarak kayda alınmamış bir kuruluştur.”

1. Tarihçe

İlk Hedge Fon 1949 yılında Alfred Winslow Jones tarafından kurulmuştur. Bu fon menkul kıymetlere yatırım yapmıştır ve aynı zamanda portföyünü riske karşı korumak amacıyla açığa satış yapıp borçlanmıştır. Jones’un kurmuş olduğu bu fon *Fortune*⁴ dergisinde kuruluşundan iki yıl sonra yayınlanan makaleye kadar faaliyetini kapalı bir şekilde gözlerden ve ilgiden uzak bir şekilde sürdürmüştür. Makale sonrasında ise Jones’un fonuna olan ilgi oldukça artmıştır. SEC tarafından yapılan araştırmada bu ilginin Jones’un fonu ile sınırlı kalmadığı ve Hedge Fonu sayısının iki yıl içerisinde 1’den 140’a ulaşmış olduğu tespit edilmiştir.

Hedge Fon Endüstrisi tarihindeki ilk ciddi darbeyi 1970’lerin başlarındaki fiyat düşüşlerinin hakim olduğu dönemde almıştır ve bu dönem birçok Hedge Fonun tasfiyesi ile neticelenmiştir. Takip eden on yıllık dönemde 1980’lerin başlarına kadar Hedge Fonlar kayda değer bir talep yaratmamıştır. 1990’larda ise Hedge Fonlara olan ilgi tekrar canlanmış ve Başkanın Finansal Piyasalar Çalışma Grubunca (President’s Working Group on Financial Markets) yapılan çalışma neticesinde Hedge Fon sayısının 1998 sonuna gelindiğinde 3,500 adeti bulunduğu ve toplam varlık büyüklüğünün ise 1 trilyon dolara ulaştığı tahmin edilmekteydi. Bu tarihte yani 1998’de yatırım fonlarının büyüklüğü 5 trilyon dolar büyüklüğündeydi. Diğer bir deyişle Yatırım Fonları sektörünün ancak %20’si kadar bir büyüklüğe sahipti⁵.

Günümüzde ise Hedge Fund Research tarafından hazırlanan raporlarda 2008 Temmuz ayı itibariyle sayılarının 10,000’e ulaştığı ve toplam büyüklüğünün ise yaklaşık 1.93 trilyon dolar olduğu tahmin edilmektedir. Ancak bu rakam yaşanan Global Kredi

² US Securities and Exchange Commission , **Selected Definitions of Hedge Funds**, <http://www.sec.gov/spotlight/hedgefunds/hedge-vaughn.htm> (Erişim 18 Ağustos 2008)

³ US Securities and Exchange Commission Staff Report, 2003. s.3

⁴ Carol Loomis, “The Jones Nobody Keeps Up With,” *Fortune*, April 1966, pp. 237–247

⁵ Report of The President’s Working Group on Financial Markets, **Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management**, April 1999, s.1-2

krizinin de etkisiyle Ekim 2008 itibariyle 1.72 trilyon dolar seviyelerine gerilemiştir. Bu rakam Hedge Fon Endüstrisinin tarihinde bir çeyreklik dönemde yaşanan en hızlı düşüş olarak kaydedilmektedir. Temmuz ile Eylül arası Hedge Fonların getirisi %8.85 düzeyinde düşmüştür. Yıl geneline baktığımızda ise getirinin %18 oranında düştüğü belirtilmektedir. Bu düşüş trendinin yılın kalan bölümünde de devam edeceği ve beklide Hedge Fon Endüstrisi'nin tarihindeki en kötü yılı geçirmesi beklenmektedir⁶. Günümüz itibariyle sahip olduğu büyüklüğe ve piyasalardaki etkinliğine karşın oldukça bölünmüş bir yapı arz etmektedir ve henüz olgunluk aşamasına ulaşmadığı görülmektedir.

Hedge Fonların tarihçesini incelediğimizde içinde bulunduğumuz dönem ile beraber en çarpıcı dönemlerden biri 1990'lardır. David Askin'in Granite Capital, Victor Niederhoffer'un Global Systems fonları⁷ ve özellikle hala birçok ders kitabında vaka çalışması olarak okutulan John Meriwether'in Long Term Capital Management ilk akıllara gelenidir.

1.1 Long Term Capital Management (LTCM)

Hedge Fonu piyasası 1970'ler sonrasında ikinci ciddi darbeyi 1998 yılında Greenwich, Connecticut'ta kurulu Long Term Capital Management'ın bankalar ve aracı kurumlardan oluşan bir konsorsiyum tarafından kurtarılmak zorunda kalmasıyla almıştır. O dönemde LTCM en büyük ve en iyi yönetilen Hedge Fon olarak gösterilmektedir.

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 yönetilmektedir ve bu LTCM'ye Hedge Fon piyasasında oldukça hızlı bir yükseliş ve prestij sağlamıştır. 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 göstermektedir⁸.

Tablo 1
LTCM Çöküş Süreci Tarih ve Olayları

Olay Tarihi	Olay Tanımı
31.Ara 97	LTCM \$2.7 milyar getiri açıklamıştır. Toplam net varlık değeri \$4.67 milyara ulaşmıştır.
20.Tem 98	LTCM krizi hakkındaki Wall Street Journal'da ilk manşeti
17.Ağu 98	Rusya yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğini açıkladı (default)
21.Ağu 98	LTCM'nin 1 günlük işlem zararı \$550 milyon
31.Ağu 98	LTCM net varlık değeri \$2.3 milyara düştü
02.Eyl 98	LTCM yönetimi tarafından yatırımcılarına kayıpları hakkındaki ilk mektup (sermayesinin %52'sini kaybettiğini açıkladı ve fona yeni yatırım çağrısında bulundu)

⁶ USATODAY, "Hedge Fund assets drop 11% inQ3, biggest quarterly loss ever", 10/17/2008

⁷ Lavinio, Stefano. *Hedge Fund Handbook.*, Blacklick, OH, USA: McGraw-Hill Professional Book Group, 1999. s. ix.

⁸ Mark J.P. Anson , "The Handbook of Alternative Assets", Frank Fabozzi (Ed.), John Wiley & Sons Inc. New York, 2002, s.14

Eylül başı 1998	LTCM ortakları FED'den yardım istedi
18.Eyl 98	LTCM konusuna FED'in dahil oluşu
23.Eyl 98	LTCM'yi kurtarmak için FRB New York tarafından alacaklı bankalarla düzenlenen toplantı
24.Eyl 98	14 konsorsiyum bankası tarafından LTCM'ye \$3.6 milyar sermaye akışı sağlanması

Kaynak: M. Humayun Kabir ve M. Kabir Hassan, "The near-collapse of LTCM, US financial stock returns, and the FED", *Journal of Banking & Finance*, 29, 2005, s. 446 ve U.S Government Accountability Office, *Long-Term Capital Management: Regulators Need to Focus Greater Attention on Systematic Risk*, GGD-00-3, October 29,1999, s.39-40

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. Federal Reserve Bank (FED) bu dönemde altı ay içerisinde üç defa müdahale ederek oranları aşağıya çekmesine karşın LTCM'yi kurtarmaya yeterli olmamıştır. 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 devralacaklardır⁹. FED'in müdahalesinin ardındaki gerekçe ise, LTCM'nin iflası ile Dünya Finansal Piyasaları açısından oldukça kötü sonuçlar doğuracağı yönündeki endişeleridir¹⁰. Ancak karşı görüşü savunanlar da mevcuttur. Bu noktada LTCM'ye diğerlerinden ayrıcalıklı davranıldığı ve aslında bu tip bir müdahaleye gerek olmadığını ve abartıldığını ileri sürmektedirler¹¹.

Tablo 2
LTCM'ye sermaye akışı sağlayan kuruluşlar ve katılım miktarları

Milyon Dolar	Katılımcı Kurum
\$300	Bankers Trust, Barclays, Chase, Credit Suisse First Boston, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, J.P.Morgan, Morgan Stanley, Salomon Smith Barney, UBS
\$125	Société Générale
\$100	Credit Agricole, Paribas
	* Lehman Brother and Bear Stern katılmayı reddetmişlerdir.

Kaynak: [http://www.moneyscience.com/Information_Base/Long_Term_Capital_Management_\(LTCM\).html](http://www.moneyscience.com/Information_Base/Long_Term_Capital_Management_(LTCM).html) (Erişim: 19 Ağustos 2008)

Bu tartışmalar devam ederken geçen zaman zarfında Hedge Fonlar yatırım portföylerine diğer finansal enstrümanları da dahil ederek çeşitlendirmeye gitmişlerdir. Günümüzde artık Hedge Fonlar hisse senetlerinin yanında sabit getirili menkul kıymetlere, değiştirilebilir menkul kıymetlere, döviz, borsalarda ya da tezgâh üstü piyasalarda işlem gören futures kontratlarına ve diğer opsiyon sözleşmeleri dahil olmak üzere farklı türev ürünler üzerinden işlem yapabilmektedirler. Kısacası bütün eleştirilere rağmen Hedge Fonlar finansal piyasalardaki gelişimini devam ettirmektedir.

⁹ The Handbook of Alternative Assets, Mark J.P. Anson, Edited by Frank Fabozzi, John Wiley & Sons Inc. New York, 2002, s.14

¹⁰ Greenspan, Alan. *The Age of Turbulence, Adventures in a new World*, N.Y: The Penguin Press, 2007, s.194

¹¹ Kevin Dowd, "Too Big to Fail?: Long-Term Capital Management and the Federal Reserve", Cato Institute, Briefing Paper No. 52, s.1-12

1.2 Özellikleri

Tabii bu noktada akıllara bu kadar soru işaretleriyle dolu geçmişte sahip olan Hedge Fonların bu hızlı gelişime nasıl sahip olduğu sorusu akıllara gelmektedir. Bunu en iyi anlamamanın yolu ise Hedge Fonları ve özelliklerini ve Hedge Fonları diğer fonlardan farklı kılan yönlerini ayırt edebilmeyi gerektirmektedir.

Lhabitant¹² Hedge Fonların özelliklerini şu şekilde sıralamaktadır:

- Etkin Yönetim (Actively Managed)
- Esnek Yatırım Politikaları (Flexible Investment Policies)
- Sıradışı Hukuksal Yapıları (Unusual legal structures)
- Sınırlı Likidite (Limited Liquidity)
- Performans ücretleri ve yüksek water mark* (Performance fees and high water marks)
- Fon yöneticileri şirket çalışanı değil ortağıdır (Managers are partners not employees)
- Ölçeklendirilebilir değildir (Not scalable)

Hedge Fon yöneticileri etkin portföy yönetim stratejileri izlemektedirler. Özellikle yasal düzenlemelerden muaf olmaları kısıtsız işlem kabiliyetleri esnek yatırım stratejileri uygulamalarında etkili olmaktadır. Diğer taraftan hedge fonlar sınırlı likiditeye sahiptirler. Yatırımcıların bir hedge fona girebilecekleri tarihler kesin olarak belirtilmiştir. Ayrıca bir yatırımcının fonda parasını tutmayla yükümlü olduğu bir minimum zaman (lockup period) mevcuttur. Genellikle yatırımcılar paralarını geri almak için önceden bir ihbar vermek zorundadırlar. Geleneksel fonlar genellikle sadece bir fon yönetim ücreti talep ederken hedge fonlar buna ek olarak bir teşvik bedeli (incentive fee) almaktadırlar. Diğer taraftan hedge fon yöneticisinin yatırımcılarla aynı çıkarlara hizmet etmesini temin etmek amacıyla yöneticiler bir ortak olarak önemli bir meblağ katılımında bulunurlar.

Hedge Fonlar "Yerel" veya "Offshore" olarak iki farklı yapıda kurulabilmektedir. Eğer bir hedge fon yerel ülkenin kanunlarına uygun olarak düzenlenmişse "yerel hedge fon", yerel ülke sınırları dışında kurulmuşsa ve yabancı bir ülkenin kanunlarına uygun olarak düzenlenmişse "offshore hedge fon" olarak tanımlanır. Tabii bu noktada Yabancı ülke kanunlarına göre yapılandırılmış ve yerel ülke dışında kurulu olan hedge fonların avantajı; fona yatırım yapan yatırımcıların yerel ülkedeki vergi kanunlarına tabi olmamasıdır. Bu nedenle bir hedge fonun offshore'da kurulmasının en temel nedeni; elde edilen getirilerin kurulduğu yerdeki vergi rejimleri nedeniyle ya hiç vergiye tabi olmaması ya da çok az vergiye tabi olmasıdır¹³.

2. Hedge Fon Stratejileri

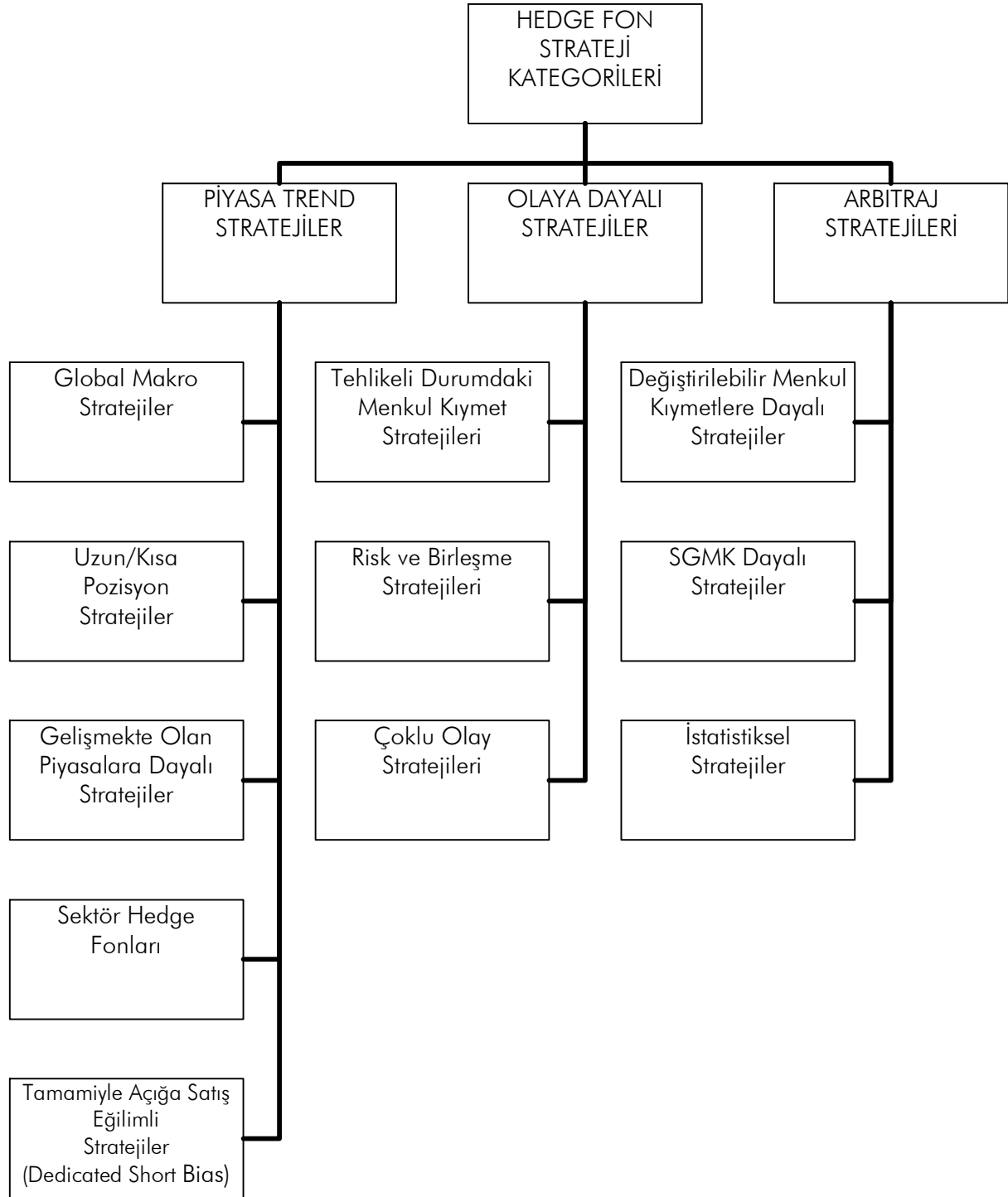
Hedge Fonlar oldukça farklı çeşitlerde yatırım stil ve stratejileri uygulamaktadırlar. Bu noktada da ortak bir tasnife rastlanmamıştır. Bu çalışmada kapsam itibarıyla nispeten daha özet bir şekilde yapılmış olan US Securities and Exchange Commission tarafından

¹² Lhabitant (2002): Hedge Funds, Wiley.

* water mark: hedge fon yöneticilerinin kâr alabilmeleri için belirlenen hedef parasal miktar (Where a hedge fund applies a high water mark to an investor's money, this means that the manager will only receive performance fees, on that particular pool of invested money, when its value is greater than its previous greatest value. Should the investment drop in value then the manager must bring it back above the previous greatest value before they can receive performance fees again.)

¹³ Hedge Fonların İşleyişi, Tuba Ertugay Yıldız, SPK Yeterlik Etüdü, İstanbul, Haziran 2004, s.4

yapılan tasnif baz alınarak ve sıklıkla rastlanan stratejiler eklenerek Şekil 1'de özetlenmektedir.



Şekil 1: Hedge Fon Stratejileri

Kaynak: US Securities and Exchange Commission Staff Report (September 2003), Implications of the Growth of Hedge Funds, Washington D.C, ve Lhabitant (2002): Hedge Funds, Wiley faydalanılarak tarafımızdan yapılmıştır.

Piyasa Trend Stratejileri;

- ❖ Global Makro: Hisse Senedi, Tahvil, Döviz Kurları, ve Emtia fiyatlarından faydalanarak ülkelerin makroekonomik göstergeleri, faiz oranları, döviz kuru

hareketleri, para politikaları üzerine yapmış oldukları tahminlerine dayanarak pozisyon almaktadırlar. Örneğin; bir ülkenin ekonomi politikaları tutarsızlık gösteriyorsa ve mevcut döviz kuru sürdürülebilir gözüküyorsa makro fonlar herhangi bir devalüasyon halinde kâr sağlayacak şekilde pozisyon alırlar. Global makro yöneticileri en geniş yatırım dünyasına sahiptirler, piyasa segmenti veya sektör sınırlamaları, coğrafi bölge sınırlamaları, finansal piyasa veya para birimi sınırlamaları yoktur. Ayrıca global makro yöneticileri emtia üzerine yatırım yapabilirler. Bu açıdan bakıldığında global makro fonları en geniş çeşitlendirme imkânını sunmaktadırlar. Bu sebeple sağladıkları geniş imkânlar sayesinde finansal piyasalarda bir cazibe merkezi haline gelmişlerdir ve bu sayede en büyük fonları yönetmişlerdir. Bunlardan en bilinenlerinden biri olarak George Soros tarafından kurulup yönetilen Quantum Hedge Fund örnek gösterilebilir. 1992 yılında İngiliz Sterlini'nin devalüe olacağı yönündeki öngörüsü sayesinde oldukça kayda değer miktarda kâr elde etmiştir. Bu fonun aynı zamanda 1997 Asya Krizinde Tayland Hükümetinin para birimini devalüe etmesi ve güneydoğu asyada bir domino etkisini tetiklenmesinde etkili olduğu öne sürülmektedir. Ancak Global Makro fonlar 1998 Rusya krizi ve 2000'lerin başlarındaki teknoloji balonundan büyük darbe almışlardır. Diğer bir nokta ise daha önce belirttiğimiz ellerinde bulundurdukları geniş yatırım coğrafyası ve imkânlarının bir nevi çift taraflı kılıç şeklinde işlev görmesidir. Bir taraftan bu geniş imkânları sağlarken diğer tarafta fonda odak noksanlığına sebep olmaktadır¹⁴.

- ❖ Uzun/Kısa Pozisyon (Long/Short): Uzun/kısa stratejiler birlikte uygulanmakta ve eksik değerlendirilmiş varlıkları alıp, aşırı değerlendirilmiş menkul kıymetlerin satışı ile gerçekleştirilmektedir. Adil değer (Fair value) ise genellikle Arbitraj Fiyatlama Teorisi (APT) ile belirlenmektedir. Strateji, satın alınan menkul kıymetin değer kazanması ve/veya satılan hisse değer kaybetmesi halinde başarılı olmaktadır. Bu sebeple uzun/kısa stratejileri hem ayı piyasalarda hem de boğa piyasalarda iyi performans gösterebilmektedir.
- ❖ Gelişmekte Olan Piyasalara Dayalı: Hedge Fonlar bu piyasalarda Hisse Senetleri veya Sabit Getirili yatırımlara odaklanmaktadırlar. Bu stratejilerdeki temel riskleri; zayıf muhasebe uygulamaları, uygun yasal düzenlemelerin eksikliği ve deneyimsiz yerel yatırımcılar olarak sıralamak mümkündür. Bu piyasalarda fırsatlar henüz farkedilmemiş ve eksik değerlendirilmiş menkullerden kaynaklanmaktadır.
- ❖ Sektör Fonları: Belirli bir sektörde tüm yatırım araçlarıyla işlem yapmaktadır. Örnek: Gayrimenkul, Enerji, İlaç, Biyoteknoloji vb.
- ❖ Tamamıyla Açığa Satış Eğilimli (Dedicated Short Bias): Kısa pozisyon olarak menkul kıymetlerin değer düşüşünden faydalanmak üzere oluşturulan stratejilerdir.

Olaya Dayalı Stratejiler (Event Driven); Olaya dayalı stratejiler adından tahmin edileceği gibi sıra dışı olaylardan fayda sağlamaya yönelik oluşturulan stratejilerdir. Bu tip olaylara örnek verir isek; yeniden yapılandırma (restructurings) faaliyetleri, devralma (takeover), şirket birleşmeleri (mergers), tasfiyeler (liquidations), iflaslar (bankruptcies) vb.

¹⁴ The Handbook of Alternative Assets, Mark J.P. Anson, Edited by Frank Fabozzi, John Wiley & Sons Inc. New York, 2002, s.17-18

gösterilebilir. Strateji daha çok hisse senetlerinin genel olarak normal şartlarda sağladığı değer artış veya düşüşlerinden ziyade verdiği aşırı tepkiden faydalanmaya yöneliktir.

- ❖ Tehlikeli Durumdaki Hisse Stratejileri: Bu fonlar iflasın eşiğinde olan ya da yeniden yapılanma faaliyeti içerisinde olan firmalarda borç veya özsermaye yoluyla kısa veya uzun vadeli pozisyon almak suretiyle kâr elde etmeyi amaçlamaktadırlar.
- ❖ Risk/Birleşme (Risk/Merger) Arbitraj: Birleşme fonları birleşmesi beklenen şirketlere yatırım yapabilmektedir. Satın alınacak şirkette uzun pozisyon alıp, satın alan şirkette kısa pozisyon almak suretiyle bunu gerçekleştirmektedirler.
- ❖ Çoklu olay stratejileri (Multi Strategy): Olaya Dayalı Stratejilerin eş zamanlı olarak kullanılması ile kâr sağlamayı hedefleyen stratejilerdir.

Arbitraj Stratejileri; hedge fonlar dünyasındaki “arbitraj” tanımı, akademik literatürdeki, herhangi bir nakit akışı gerektirmeden, risksiz ve anında kâr sağlayan alım-satım işlemi, tanımından farklıdır. Diğer bir deyişle arbitraj kısaca risksiz kâr demektir. Ancak Hedge Fonlar açısından bakıldığında risksiz kâr yerine düşük riskli (low-risk) yatırımlar olarak görülmektedir. Hedge Fonlar bağlamında bakıldığında ise arbitraj genellikle farklı piyasalarda işlem gören ve aralarında belirli bir korelasyon olan finansal enstrümanlar arasındaki fiyat farklılıklarından kâr elde eden strateji olarak tanımlanmaktadır. Diğer bir deyişle aynı enstrümanın alım-satımı yerine benzer enstrümanların alım-satımıdır.

- ❖ Değiştirilebilir Menkul Kıymet Arbitrajı: Bir şirkete ait düşük değerlendirildiği düşünülen hisse senedine dönüştürülebilir tahvil, imtiyazlı hisse senedi veya warrant’larda uzun pozisyon alırken, şirketin adi hisse senetlerinde kısa pozisyon alarak oluşturulan ve meydana gelen yanlış fiyatlamadan (mispricing) faydalanmayı amaçlayan stratejilerdir.
- ❖ Sabit Getirili Menkul Kıymet Dayalı Arbitraj: Bu stratejide sabit getirili finansal enstrümanlar ve bunların türevlerinin fiyatlarındaki anomalilerden faydalanarak sabit pozitif bir kazanç sağlamak temel amaçtır.
- ❖ İstatistiksel Arbitraj: Bu kategorideki fonlar matematiksel modeller kullanılarak tespit edilen fiyatlama hatalarını tespit ederek kâr elde etmeyi amaçlamaktadır. İstatistiksel arbitraj fiyatların tarihsel normu yönünde hareketi beklentisine dayanarak kâr hedeflemektedir¹⁵.

3. Hedge Fonlara ilişkin yasal düzenlemeler ve uluslararası farklılıklar

Dünya üzerindeki birçok ülkenin düzenleyici otoriteleri Hedge Fonlarla ilgili yasal düzenlemelerin arttırılması yönünde uyarılarda bulunmaktadır. Son olarak 2006 yılında ABD Sermaye Piyasası Kurulu (SEC) başkanı Christopher Cox’un Hedge Fonların düzenlemeye tabi tutulması gerektiği yönündeki açıklamaları da sonuç getirmemiştir.

¹⁵ US Securities and Exchange Commission Staff Report, 2003. s.36

Ancak 23 Ocak 2008 tarihinde Birleşik Krallıktaki (UK) en büyük 14 Hedge Fon kendi rızalarıyla, gönüllü olarak bilgi verme konusunda girişimde bulunmuşlardır. Bilgilendirme standartları (disclosure standarts) hedge fonların yatırım stratejileri, riskleri ve varlık değerlendirme konusunda daha fazla bilgi vermeye yönelik tasarlanmıştır. 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.

Bu bölümde Hedge Fonlara ait yasal düzenlemeler üç ayrı başlık altında incelenecektir. İlk olarak Hedge Fonların en gelişmiş düzeyde kullanıldığı ABD piyasası incelenecektir. Daha sonra uluslararası farklılıklara dikkat çekilecektir ve son olarak Türkiye’de Hedge Fon’lar hakkında yasal düzenlemeler hakkında bilgi verilecektir.

Hedge Fonlar ilk bakışta birçok yasal düzenlemeden muaf durumda olmalarına karşın aynı zamanda birçok düzenlemeye de tabi durumdadır. Hedge Fonlar muafiyetlerin avantajını sürdürebilmek için bu kurallara uymak zorundadır. ABD sermaye piyasaları tarihi incelendiğinde birçok ilgili düzenlemenin 1929 Büyük Buhran dönemi neticesinde ortaya çıktığı görülmektedir. ABD’de; 1933 Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act of 1933), 1934 Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (Securities Act of 1934), 1940 Yatırım Şirketleri Kanunu (Investment Company Act of 1940) ve yine 1940 Yatırım Danışmanları Kanunu (Investment Advisors Act of 1940) ABD’nin bugünkü sermaye piyasaları düzenlemelerinin çatısını oluşturmaktadır. Ancak tekrar belirtmek gerekir ki Hedge Fonlar bunların hiçbirine tabi değildirler. Aslında Hedge Fonlar menkul kıymetlere yaptıkları yüklü yatırımlar sebebiyle 1940 Yatırım Şirketleri Kanuna tabi olmaktan iki maddeye dayanarak muafiyetlerini temin etmektedirler¹⁶.

- 1) Bölüm 3 (c) (1); maddesinde tedavüldeki hisselerini elinde bulunduran yatırımcı sayısı 100’ü geçmiyorsa ve ihraççı menkul kıymetlerini halka arz etmemişse veya bu anlama gelebilecek bir teklifte bulunmamışsa bu şirket yatırım şirketi tanımı dışında tutulmaktadır.
- 2) Bölüm 3 (c) (7); ise tedavüldeki hisseleri sadece “nitelikli müşteriler (qualified purchasers)” tarafından sahip olunan ve söz konusu satış halka arz tanımına girecek bir şekilde yapılmamışsa menkul kıymetleri ihraç eden ortaklık yatırım şirketi tanımına girmemektedir¹⁷.

ABD yasal düzenlemelerinde yerel ve federal yasalarla Hedge Fonların sadece kalifiye ve nitelikli yatırımcılar tarafından katılımı zorunlu halde tutulmaya çalışılmıştır. Kamuoyunun bu düzenlemelerden zarar görmesi engellenmeye çalışılmaktadır. Tabi bu noktada Hedge Fonlar düzenlemeye tabi tutulmalıdır tartışması Dünyada olduğu gibi ABD’de de bütün hararetiyle devam etmektedir.

Avrupa’da ise Hedge Fonlarının büyüklüğü Temmuz 2007 itibariyle 450 milyar dolar olarak belirtilmiştir¹⁸. Beş yıl öncesine kadar 84 milyar dolar seviyesinde olan bu rakam oldukça hızlı bir şekilde artış kaydetmiştir. Bu hızlı artış sadece ABD’de değil uluslararası platformda da her kesimin dikkati çekmeye yeterli olmuştur. Özellikle son

¹⁶ US Securities and Exchange Commission Staff Report, 2003, s.11-12

¹⁷ US Securities and Exchange Commission Staff Report, 2003, s.11-12

¹⁸ Pricewaterhousecoopers Report, **The regulation, taxation and distribution of hedge funds around the globe**, Temmuz 2007, s.1

dönemde medyanın yakın ilgisi düzenleyici otoritelerin bu konuya eğilmesine sebep olmuştur.

Avrupa Birliği kapsamında değerlendirdiğimizde ABD’den farklı olarak ülkeler arasında bölünmüşlük dikkat çekmektedir. 1985 yılında 85/611 sayılı Avrupa Birliği direktifinde UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities - Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kolektif Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Taahhütler) olarak çevirebileceğimiz direktif ile yatırım araçlarının kısmen standartlaştırılması amaçlanmıştır ancak yorum farklılıkları sebebiyle ülke uygulamaları arasında farklılıklar oluşmuştur. AB ülkeleri arasında Finansal Hizmetler Endüstrisi içerisinde rekabeti arttırmak ve tüketici korumasını etkinleştirmek amacıyla ortaya konulan “Financial Services Action Plan-Finansal Hizmetler Hareket Planı” dahilinde MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) uygulamaya konulmuştur¹⁹. Hedge Fonlarla ilgili olarak diğer bir düzenleme çalışması ise AIMA ve IOSCO tarafından yürütülen değerlendirme süreçleri, sistemleri, kontroller ve ilişkili protokollerle ilgili olarak gerçekleştirilmektedir*.

Şüphesiz Avrupa Birliği tarafından gerçekleştirilen bu çalışmalar özellikle en büyük rakipleri konumundaki ABD ile ve diğer rakipleriyle etkin bir şekilde rekabet edebilme kabiliyetine olumlu katkıda bulunacaktır. Avrupa Hedge Fonu Endüstrisi belirgin bir gelişim içerisindedir ancak burada dikkat edilmesi gereken nokta ABD’de olduğu gibi yasal düzenlemelerin sınırlarını belirlemede oldukça hassas davranılmasına dayanmaktadır. Bir yandan sektörün gelişimini teşvik ederken diğer tarafta yatırımcıların menfaatlerini gözetmelidir.

Tablo 3
Ülkelere Göre Hedge Fonlara Uygulanan Yasal Düzenlemeler, Uygun Görülen Pazarlama Kanalları

Ülke	CISDM* ve HFN** Verilerine göre fon sayısı	Hedge Fon Yöneticisi olarak işlem yapabilmek için gerekli minimum sermaye yeterliliği	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

¹⁹ Pricewaterhousecoopers Report, 2007, s.5

* Detaylı Bilgi için bakınız: “Principles for the valuation of hedge fund portfolios”, IOSCO, March 2007

Finlandiya	N/A	\$125.000	✓	✓			✓			3
Fransa	8	\$168.750		✓	✓	✓	✓			4
Hollanda	1	\$303.750			✓		✓	✓		3
Hollanda Antilleri	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
Lüksemburg	9	\$168.750	✓					✓		2
Man Adası	1	\$142.500		✓	✓	✓	✓			4
Maritüs	2	\$0			✓					1
Yeni Zelanda	1	\$0	✓	✓	✓	✓	✓	✓		6

Kaynak: Pricewaterhousecoopers *Under the spotlight: The regulation, taxation and distribution of hedge funds around the globe*, June 2007, s.49-54; PriceWaterhouseCoopers, *The Regulation, Taxation and Distribution of Hedge Funds in Europe: Changes and Challenges*. June 2006 faydalanılarak yapılmıştır.

* CISDM – Center for International Securities and Derivatives Markets

** HFN – HedgeFund.net

Türkiye’de Hedge Fonlarla ilgili yasal düzenlemeler Sermaye Piyasası Kanunu’nun 37 ve 38. maddelerinde “Yatırım Fonları (Free Investment Funds-FIFs)” başlığı altında 22 Eylül 2006 tarihinde Resmi Gazetede yayınlanan Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (Seri:VII, No:29) ile yapılmıştır. Bu tebliğde on-shore olarak kurulan Hedge Fonlar “Serbest Yatırım Fonları” olarak adlandırılmaktadır. Fonun tanımı ise “Katılma Payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan fonlar²⁰” olarak yapılmaktadır. Serbest Yatırım Fonlarıyla ilgili yapılan düzenlemelerde üç nokta göz önüne çıkmaktadır:

1. *Nitelikli Yatırımcı Kavramı* bunlardan en belirgin olanıdır. Diğer ülke düzenlemelerine benzer şekilde “Nitelikli Yatırımcı” kavramı ilgili tebliğde şu şekilde belirtilmektedir:

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 kişileri

Yukarıda ayrıca Nitelikli Yatırımcı (Qualified Investor) tanımında dikkat edilmesi gereken ikinci bir nokta ise 1 milyon YTL tutarında sermaye yeterliği tutarındadır.

²⁰ SPK Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (Seri:VII, No:29) Md.2, s.1

2. Risk Yönetimi Sistemleri ve İç Kontrol sistemi oluşturulma zorunluluğu*.
3. Fon yönetimine finansal ürün tasarımlarında esneklik sağlanmaktadır. İlgili tebliğin 19. maddesinde aşağıdaki ifade yer almaktadır.

Serbest yatırım fonları bu maddede yer alan işlemleri, belirtilen sınırlamalara tabi olmaksızın fon içtüzüklerinde yer alacak yatırım stratejileri ve limitleri dahilinde gerçekleştirebilirler.

Hedge Fonların, Türkiye’de kullanılan şekliyle Serbest yatırım fonlarıyla ilgili yapılan düzenlemelerin temel amacı elbette Dünya Sermaye Piyasalarında meydana gelen hızlı gelişime ayak uydurmaktır. Özellikle Türkiye’nin üyelik aşamasında bulunduğu Avrupa Birliği sürecinde Türk Sermaye Piyasasının hem AB ülkeleriyle hem de diğer ülkelerle rekabet edebilirliğini sağlama açısından oldukça önem arz etmektedir. Ayrıca Türk sermaye piyasalarını global anlamda daha cazip hale getirilmesi ve mevcut finansal ürün çeşitliliğinin artması yönünden faydalı olması amaçlanmıştır. Ayrıca vadeli işlemler ve türev ürün piyasalarının gelişimine katkıda bulunulması hedeflenmektedir.

4. Hedge Fonların Avantaj ve Dezavantajları

Avantajlar

1. Hem düşen ve hem de yükselen piyasalarda getiri imkânı sağlaması.
2. Yatırım Portföylerine, Hedge fonların eklenmesi halinde geleneksel fonlarla elde edilemeyecek çeşitlendirmeye gitmek mümkün olmaktadır.
3. Yatırımcılara geleneksel finans piyasalarında mevcut olmayan oldukça farklı piyasa ve yeni finansal enstrümanlarla yatırım imkanı sağlaması.
4. Akademik çalışmalar hedge fonların geleneksel fonlara kıyasla daha yüksek getiri ve daha düşük genel risk sağladığını kanıtlamaktadır²¹.

Dezavantajlar

1. Yatırımcılar tarafından Hedge Fonların diğer yatırım araçlarına kıyasla daha riskli bir yatırım aracı olduğuna dair oluşan algı.
2. Yatırımcıların yeterli bilgiye sahip olmaması.
3. Yönetici kaynaklı sorun çıkma ihtimalinin yüksek olması.
4. Kaldıraç riski.
5. Fon yönetimi ve diğer ücretlerin yüksek olması.
6. Yetersiz yasal düzenleme, denetleme ve şeffaflık.

Sonuç

Türkiye’de Hedge Fonların geleceği denilince ön planı çıkan ilk nokta henüz oldukça başlangıç aşamasında oluşu ve gelişmemiş durumda olmasıdır. SPK tarafından şu ana kadar sadece 3 kuruluşa ; Garanti Bankası, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş ve Oyak Menkul Değerler A.Ş’ye kuruluş izni verilmiş olması Türkiye’deki mevcut durumu gözler önüne sermektedir.

* Detaylı Bilgi için bakınız: SPK Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (Seri:VII, No:29) Md.4-5, s.1-2

²¹ Magnum Funds; <http://www.magnum.com/About.aspx?RowID=14> (Erişim 12 Ağustos)

Sadece Hedge Fonları'nın değil genel anlamda Türkiye Sermaye Piyasaları'nın ve özellikle Vadeli işlemler ve türev ürünler piyasasının dahi yeterince derinliğe sahip olmadığı göz ardı edilmemelidir. Yatırımcılar açısından bakıldığında da hedge fonlar hakkında yeterli bilgiye sahip olunmadığı gözlenmektedir. Yatırımcıların bilgi ve tecrübelerindeki artış Hedge Fonu piyasaların gelişimine yansıyacaktır. Sadece yatırımcılar açısından değil Türkiye'de fon yöneticiliği yapacak kalifiye ve deneyimli personel açısından da oldukça sınırlı durumdadır. Yapılan mevcut yasal düzenlemeler henüz uluslararası düzeyde özellikle off shore hedge fonlarla rekabet edebilecek düzeyde değildir.

Ancak global anlamda Hedge Fonlara olan yoğun arzdan mutlaka Türkiye payını alacaktır ve popülaritesi yukarıda belirtilen konularda yapılan iyileştirmelerin hızına bağlı olarak gelişecektir. Özellikle geçtiğimiz birkaç yıl içerisinde global faiz hadlerindeki hızlı düşüş yatırımcıların risk algısını oldukça etkilemiştir ve Hedge Fonlara olan talebi canlandırmıştır. Fakat 2006 yılında etkisini göstermeye başlayan mortgage krizi bu gidişi olumsuz etkilemiştir ve bunun etkileri gözlenmeye başlanmıştır. Hedge Fonların Temmuz ayında açıklanan getiri rakamlarına bakıldığında Hedge Fund Research Inc. sonuçlarına göre şirketin kuruluş tarihi olan 1990'dan bu yana neredeyse son 20 yılın en kötü ilk yarı performanslarını açıklamışlardır²². Aynı şekilde Hedge Fund Intelligence araştırması ise Avrupa'da 2008 yılının ilk yarısında sadece 106 yeni Hedge Fon kurulduğunu ve bu sonucun 2002 yılından bu yana yaşanan en az başlangıç rakamı olduğu açıklanmıştır²³. Eylül 2008'de etkisini kuvvetli olarak hissettiren ve 1929 Büyük Buhran döneminden bu yana ABD ve Dünya Piyasalarının maruz kaldığı en güçlü kriz olarak nitelenen kredi krizinin etkileri Hedge Fon endüstrisi üzerinde de hissedilmektedir. Yaşanan bu kriz ABD ve diğer gelişmiş ülke finansal sistemlerinde köklü değişikliklere sebep olmaktadır. Bu değişim kendisini finansal sistemin genelinde ve özellikle Yatırım Bankaları, Girişim Sermayesi (Private Equity) ve Hedge Fonlar üzerinde mevcut yasal düzenleme ve denetlemelerin artışı şeklinde hissettirecektir. Türkiye özellikle son yıllarda yapmış olduğu yasal düzenlemeler sonucunda bu piyasadaki pastadan pay alabilecek altyapıyı hızla tesis etmektedir. Gelecekte Hedge Fonu Endüstrisinin Türkiye'de gelişebilmesi için tanıtıma azami düzeyde önem verilmelidir. Özellikle Hedge Fonların Türkiye'de gelişiminde varlıklı bireysel müşterilerden ziyade kurumsal yatırımcılar oldukça önemli bir yer teşkil edecektir. Mevcut karamsar tabloya karşın Hedge Fon Endüstrisi varlığını sürdürmeye devam edecektir. Bu sebeple bu pastadan pay almak isteyen ülkeler gerekli çalışmalarını hızla tesis etmeye devam etmelidir.

²² Bloomberg.net, Hedge Funds Fell 0.75%, Worst First-Half Performance, Katherine Burton and Saijel Kishan, July 9 2008

²³ Wealthbulletin.com, European hedge fund launches slow in first half, David Walker, 28 July 2008, <http://www.wealth-bulletin.com/portfolio/content/2451364027/> (Erişim 12 Ağustos 2008)

KAYNAKÇA

- European hedge fund launches fall to six-year low*, 28 Temmuz 2008
<http://www.reuters.com/article/hedgeFundsNews/idUSARO83789220080728>
(Erişim 11 Ağustos 2008)
- Greenspan, Alan. **The Age of Turbulence, Adventures in a new World**, N.Y: The Penguin Press, 2007
- US Securities and Exchange Commission Staff Report, **Implications of the Growth of Hedge Funds**, Washington D.C USA, September 2003
- M. Humayun Kabir ve M. Kabir Hassan, "The near-collapse of LTCM, US financial stock returns, and the FED", **Journal of Banking & Finance**, 29, 2005
- Magnum Funds, <http://www.magnum.com/hedgefunds/about/hedgefunds.asp> (Erişim 9 Ağustos 2008)
- Carol Loomis, "The Jones Nobody Keeps Up With," *Fortune*, April 1966, pp. 237–247
- Lavinio, Stefano. *Hedge Fund Handbook.*, Blacklick, OH, USA: McGraw-Hill Professional Book Group, 1999
- Mark J.P. Anson , "The Handbook of Alternative Assets", Frank Fabozzi (Ed.), John Wiley & Sons Inc. New York, 2002
- François-Serge Lhabitant, "Hedge Funds: Myths and Limits", John Wiley & Sons Inc., West Sussex, England, 2002
- Hedge Fonların İşleyişi, Tuba Ertugay Yıldız, SPK Yeterlik Etüdü, İstanbul, Haziran 2004
- The Handbook of Alternative Assets, Mark J.P. Anson, Edited by Frank Fabozzi, John Wiley & Sons Inc. New York, 2002
- [http://www.moneyscience.com/Information_Base/Long_Term_Capital_Management_\(LTCM\).html](http://www.moneyscience.com/Information_Base/Long_Term_Capital_Management_(LTCM).html) (Erişim: 19 Ağustos 2008)
- Kevin Dowd, "Too Big to Fail?: Long-Term Capital Management and the Federal Reserve", Cato Institute, Briefing Paper No. 52
- Pricewaterhousecoopers Report, **The regulation, taxation and distribution of hedge funds around the globe**, Temmuz 2007
- Pricewaterhousecoopers Under the spotlight: The regulation, taxation and distribution of hedge funds around the globe, June 2007
- PriceWaterhouseCoopers, The Regulation, Taxation and Distribution of Hedge Funds in Europe: Changes and Challenges. June 2006

SPK Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ
(Seri:VII, No:29)

Bloomberg.net, Hedge Funds Fell 0.75%, Worst First-Half Performance, Katherine
Burton and Saijel Kishan, July 9 2008

U.S Government Accountability Office, **Long-Term Capital Management: Regulators
Need to Focus Greater Attention on Systematic Risk**, GGD-00-3, October
29,1999

USATODAY, "Hedge Fund assets drop 11% inQ3, biggest quarterly loss ever",
October 17, 2008

Wealthbulletin.com, European hedge fund launches slow in first half, David Walker, 28
July 2008, <http://www.wealth-bulletin.com/portfolio/content/2451364027/>
(Erişim 12 Ağustos 2008)