

YAPISI, İŞLEYİŞİ VE GENEL ÖZELLİKLERİ İLE HEDGE FON GERÇEĞİ

Yrd. Doç. Dr. Yılmaz AKYÜZ

Uşak Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
yilmazak100@hotmail.com

Arş. Gör. Mehtap KARAKOÇ

Uşak Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
erdemmehtap@hotmail.com

ÖZET

Hedge fonlar son 20 yıllık dönemde dünya çapındaki fon büyüklüğü ve fon miktarındaki artışla finansal piyasaların önemli oyuncularını arasında yerini almıştır. Dünyada yaygın hale gelen hedge fonlar Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde henüz çok fazla bilinmemektedir. Hedge fonların sahip olduğu yüksek getiri ve yüksek risk özellikleri ve bu fonlardaki denetim eksikliği nedeniyle büyük yatırımcıların gözdesi haline gelmiştir. Türkiye’de de hedge fonlar 2006 yılı Eylül ayında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından yayınlanan tebliğde “serbest yatırım fonları” olarak adlandırılmıştır. Bu çalışmanın amacı, yapısı, işleyişi ve özellikleri ile hedge fonlar hakkında bilgi vererek, dünyadaki ve Türkiye’deki durumunu ele almaktır. Çalışma kapsamında ayrıca hedge fonların finansal krize etkileri üzerine farklı görüşlere yer verilmiştir. Hedge fonların krize etkileri konusunda net bir görüş birliği bulunmamasına rağmen ülkelere büyük miktarda ani fon giriş çıkışı yapmaları nedeniyle finansal sistemleri olumsuz etkiledikleri bir gerçektir. 2009 yılında G20 zirvesinde finansal sistemi izlemek için yeni bir denetim sistemi kurmak konusunda görüş birliğine varılmıştır. Türkiye hedge fon piyasası SPK’nın uyguladığı sıkı düzenleme ve denetlemeler sayesinde dünya hedge fon piyasasına örnek olmaktadır.

Anahtar Kelimeler Hedge fon, Serbest yatırım fonları, Long Term Capital Management(LTCM), Küresel kriz

HEDGE FUND FACTS IN TERMS OF ITS STRUCTURE, TREATMENT AND MAIN FEATURES

ABSTRACT

Hedge Funds has become one of the most important actors in the financial markets with the growth of worldwide funds in the past 20 years. Hedge Funds which are widespread in the world are still not well-known in developing countries like Turkey. Hedge Funds with their high profits and risks and the lack of control on them have become one of the favorite

instruments for the large-scale investors. In the official notification issued by Capital Markets Boards of Turkey (CMB) in September, 2006, Hedge Funds have been named as "Free Investment Funds". The aim of this study is to give information about the structure, treatment and main features and to examine the current status of it in the world and Turkey. Different perspectives on the effects of hedge funds on the financial crisis will also be included. Although there is no agreement on these effects, it is a fact that hedge funds had an impact on financial systems of the countries as they allow big amounts of fund inflow/outflows. In the G20 summit in 2009, it was decided to establish a new monitoring system. The Turkish hedge fund market stands as a good example for other hedge fund markets, because of the strict regulations practised by CMB.

Key Words *Hedge fund, Free investment fund, Long Term Capital Management, Global crisis*

1. GİRİŞ

Son yıllarda finansal piyasalardaki çeşitliliğin artması ile birlikte yatırımcılar bazı alternatif fonlara ihtiyaç duymuşlardır. Dünyada 1990'lı yıllardan itibaren yaygınlaşmaya başlayan hedge fonlar başlangıçta sadece çok yüksek getirili kişiler tarafından tercih edilmesine rağmen, artık birçok yatırımcı tarafından kullanılabilir hale gelmiştir. Hedge fonlar dünyada birçok yabancı yatırımcı tarafından bilinmesine karşın Türkiye'de henüz çok fazla tanınmamaktadır. Bu çalışmada, yapısı, işleyişi ve genel özellikleri bakımından hedge fonlar incelenerek, Türkiye'de ve dünyada hedge fonların durumu üzerinde durulacaktır. Ayrıca hedge fonların krizde oynadıkları rol üzerine de bazı bilgilere yer verilecektir.

Literatür Taraması

Hedge fonlar son yıllarda finans alanında popüler konulardan biri haline gelmiş ve yabancı literatürde genişçe (Fung ve Hsieh, 1999, 2000, 2006; Lavinio, 1999; Lowenstein, 2000; Becker ve Doherty-Minicozzi, 2000; Lhabitant, 2004; Garbaravicius ve Dierick, 2005; Ferguson ve Laster, 2007; Noyer, 2007) incelenmiştir. Yerli literatürde ise bu konuda yapılan çalışmalar (Yeşilürdü, 1998; Yıldız, 2004; Küçüközmen, 2007; Çankaya, 2008; Anbar, 2009a; Anbar, 2009b; Uçar, 2010) kısıtlıdır. Hedge fonlar hakkında herkes tarafından kabul gören ortak bir tanım yapmak oldukça zordur (SEC, 2003: 3). En kabul gören tanımıyla hedge fonlar özel olarak organize edilen, esnek şekilde düzenlenmiş, genellikle halka uygun olmayan ve profesyonel olarak yönetilen bir sermaye havuzudur (Lhabitant, 2004: 4).

Hedge fon kavramı ile ilgili yerli literatür incelendiğinde yapılan çalışmaların kısıtlı olduğunu söylemek mümkündür. Bu konuda SPK Yeterlilik Etüdü olarak iki eser bulunmaktadır. Bunlardan ilki Yeşilürdü (1998) tarafından yapılmıştır. Yeşilürdü çalışmasında portföy yönetiminde türev araçlar ve hedge fonlar üzerinde durmuştur. Türkiye'de mevcut yatırım fonlarına ilişkin yasal çerçeve

hakkında bilgi vererek, yatırım fonlarını ve hedge fonları karşılaştırmıştır. İkinci çalışma ise Yıldız (2004)'dür. Yıldız ise çalışmasında hedge fonların işleyişi, yatırım stratejileri, hedge fonlara ilişkin Amerika Birleşik Devletlerinin düzenlemelerine yer vermiştir. Çalışmada aynı zamanda konu ile ilgili Türkiye mevzuatı ile ilgili bilgiler de yer almaktadır. Küçüközmen (2007) serbest yatırım fonları (hedge fonlar) hakkında kısa bilgi vererek, bu fonları finansal istikrara etkileri boyutuyla incelemiştir. Çalışmanın sonucunda; hedge fonların ülkelere giriş çıkışlarıyla finansal sistemi tehdit edebileceği vurgulanarak, önlem alınmasına dikkat çekilmiştir. Çankaya (2008) çalışmasında hedge fonlar, stratejileri ve yasal düzenlemelerdeki uluslararası farklılıklar üzerinde durmuştur. Çalışmasında Türkiye'de hedge fonların gelişiminde varlıklı bireysel yatırımcıdan çok kurumsal yatırımcıların önemli olduğu sonucuna varmıştır. Anbar (2009a) çalışmasında hedge fonların temel özellikleri, gelişimi ve stratejileri hakkında bilgiler vermiştir. Çalışmasının sonucunda henüz gelişim aşamasında olan hedge fonların zaman içinde olgunlaştıkça faydalarını ve risklerini daha net bir şekilde değerlendirebileceğini belirtmiştir. Yazarın aynı yıl içinde yaptığı diğer çalışmasında Anbar (2009b) hedge fonların finansal sistem üzerindeki etkileri üzerinde durmuştur. Hedge fonların faydaları ve hedge fonlardan kaynaklanan risklere dikkat çekilmiştir. Çalışmasının sonucunda hedge fonların finansal piyasalardaki olumlu etkileri dikkate alındığında yerel hedge fonların kurulmasıyla sağlıklı değerlendirme yapılabileceği belirtilmiştir. Uçar (2010) ise çalışmasında Türkiye'deki hedge fonların (serbest yatırım fonları) durumu hakkında bilgi vererek sektör temsilcilerinin görüşlerine yer vermiştir. Çalışmasının sonucunda Türkiye'nin hedge fon sektöründe gerçekleştirdiği düzenlemelerle dünya hedge fon sektörüne örnek teşkil edeceğini belirtmiştir.

Hedge fonlar yabancı literatürde son yıllarda birçok yazar tarafından ele alınmıştır. Fung ve Hsieh (1999) çalışmalarında hedge fonların nasıl organize olduğu ve geleneksel yatırım fonlarından farkını mantıksal bir temel çerçevesinde sunmuştur. Çalışmalarında hedge fonların diğer fonlardan tamamen farklı olduğu sonucuna varmıştır. Farklı düzenlemeler, farklı yatırım şekilleri ve stratejileri bu farklılığı meydana çıkarmakta olduğunu belirtmişlerdir. Lavinio (1999) kitabında hedge fonların tüm özelliklerini ayrı ayrı ele almıştır. Hedge fonların analizleri, finansal risk boyutu, hedge fon getirileri, kaldıraç kullanımı ve hedge yöneticilerinin yönetim becerileri üzerinde durmuştur. Lowenstein (2000) kitabında Long-Term Capital Management (LTCM) Olayına gönderme yaparak bir dahinin başarısızlığını yorumlamıştır. LTCM'ı yükseliş ve düşüş süreçleri olarak ele almıştır. Becker ve Doherty-Minicozzi (2000) kitaplarında hedge fonların bugüne kadarki gelişimleri, sistematik risk ilişkisi ve pazar bütünlüğüne etkileri gibi konulara yer vermiştir. Çalışmalarının sonucunda hem özel sektörün hem de kamu sektörünün sistematik riskin değişen doğasına riskleri hafifletmek için ayak uydurmaları gerektiğini vurgulamışlardır. Bu konuda küresel yaklaşımın gerekliliğini savunmuşlardır. Fung ve Hsieh'in (2000) hedge fonların pazara olan etkilerini ölçmeye çalıştıkları çalışmaları sonucunda hedge fonların ekonomik temelden saparak pazar fiyatlarına sistematik olarak etkilediklerine dair küçük bir delile ulaşmışlardır. Lhabitant (2004) çalışmasında hedge fon getirileri ve riskleri üzerinde durmuştur. Ayrıca sermayenin pazara

dağıtılması, risk yönetimi ve ölçümü konularına da yer vermiştir. Garbaravicius ve Dierick (2005) Avrupa Merkez Bankası adına hazırladıkları çalışmalarında hedge fonlar, hedge fon endüstrisinin yapısı, finansal istikrara etkileri ve hedge fonların düzenleyici ve denetleyici uygulamaları üzerinde durmuşlardır. Fung ve Hsieh (2006) çalışmalarında olgunluk dönemindeki hedge fon endüstrisini ele almışlardır. Hedge fon piyasasındaki risk faktörlerinin doğru anlaşılmasıyla olası sorunların önüne geçilebileceği sonucuna ulaşmıştır. Ferguson ve Laster'in (2007) sistematik risk kavramı üzerinde durdukları çalışmaları sonucunda hedge fonların finansal istikrar sağladığı ve bir sistemik krizin kaynağı olma olasılığının düşük olduğu sonucuna varmışlardır. Noyer (2007) ise çalışmasında hedge fonların finansal piyasalardaki rolü üzerinde durmuştur. Pazar etkinliğinin ve istikrarının sağlanması için hedge fonların önemli bir rol oynadığı belirtilmiştir. Hedge fonlarla ilgili yabancı yazarlar tarafından yapılan çalışmaların yanı sıra IMF, OECD, SEC gibi birçok kurum da bu konuda çeşitli raporlar yayınlamışlardır.

2. Hedge Fonlara İlişkin Genel Bilgiler

Hedge fonlara ait dilimizde net bir tanımlama mevcut değildir. Bazı finans kitapları hedge fonlardan "Korunma Fonları" olarak bahsederken, SPK hedge fonlar için 2006 yılı öncesinde "Yüksek Riskli Yatırım Fonları" tabirini kullanmıştır. 2006 yılından itibaren ise SPK "serbest yatırım fonları (SYF)" olarak tanımlamaktadır. Ancak görüldüğü üzere "hedge" kavramı, yani "riskten korunma" ile hedge fonlar arasında bir ilişki bulunmamaktadır. Lhabitant'a göre günümüzde birçok hedge fon aslında riskten korumadığı için, bu terim hatalı bir terim olmaktadır (Lhabitant, 2004: 4).

Kanunen açıklanmamasına rağmen, hedge fonlar özel olarak tasarlanmış, profesyonel yatırımcılar tarafından yönetilen ve genellikle halka uygun olmayan bazı yatırım araçlarını içine almaktadır. Hedge fonların ilk yatırımcıları, büyük sermayedarlar ve kurumsal yatırımcılardır. Buna ek olarak hedge fon yöneticileri sık sık yönettikleri fonlarda bahis oynamaktadırlar. Hedge fonların var olan sınıflandırmaları genellikle sınırlı ortaklık veya sınırlı yükümlü şirketler gibi organize edilmektedir ve bazı durumlarda şirketler ABD dışında ikamet etmektedirler (Report of The President's Working Group on Financial Markets, 1999: 1).

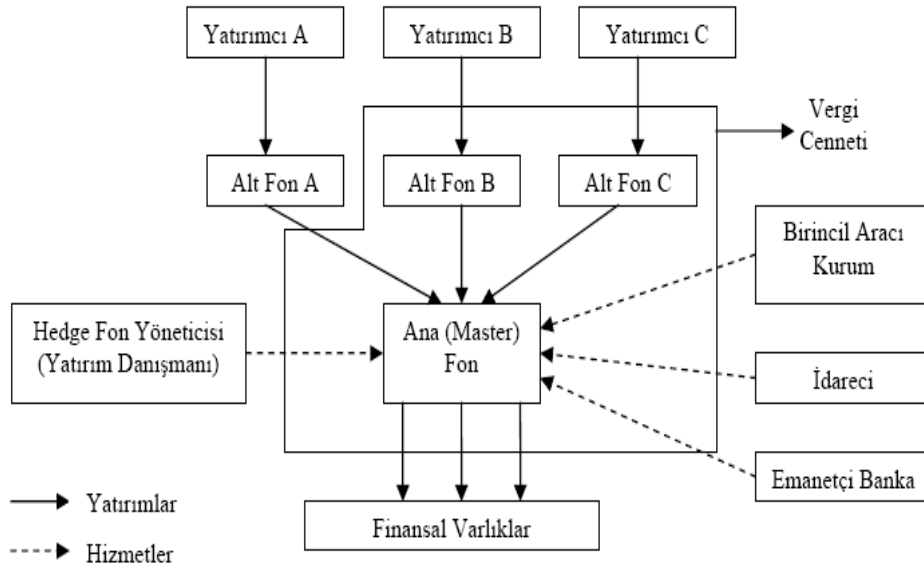
ABD'li finans spekülörü George Soros'a göre hedge fonlar birçok farklı yatırım faaliyetinde bulunmaktadır. Daha çok sofistike yatırımcılara hitap etmektedir ve yatırım fonlarına uygulanan yasal düzenlemelere tabi değildirler. Fon yöneticileri varlıkların sabit bir yüzdesinden çok esas performanslarına göre değerlendirilmektedir. Bu fonlar için "performans fonları" demek daha doğru bir tanımlama olacaktır (SEC, Selected Definitions of Hedge Funds¹)

¹http://www.sec.gov/spotlight/hedgefunds/hedge-vaughn.htm#footnote_1-25.03.2009

Hedge fon teriminin aslında tarihsel bir önemi vardır. 20. yüzyılın ikinci yarısının başlarında bu tür finansal kurumların ilk türleri, piyasadaki büyük dalgalanmanın yarattığı riski elimine etmek (hedging) için düşük değerlenmiş hisse senetlerini satın alıyor ve aşırı değerlenmiş hisse senetlerini açığa satıyorlardı (short-selling). Açığa satış ve riskten korunmanın (hedging) diğer şekillerinin kullanımı yalnızca hedge fonlara özgüdür. Zamanla hedge fonlar, riskten korunma içermeyen diğer yatırım araçlarının geniş çeşitliliğini kullanmaya başlamışlardır (Garbaravicius ve Dierick, 2005:6).

Hedge fonların diğer yatırım şirketlerinden farklı olarak hem yatırım yapabilecekleri araçlar hem de kullanabilecekleri yatırım stratejileri sınırsızdır. Çünkü bu fonların herhangi bir kanuna veya düzenleyici otoritelerin düzenlemelerine tabi olmamaları ve kayda alınmaksızın hisse senetlerini ihraç edebilmeleri gibi çeşitli muafiyetleri bulunmaktadır (Yıldız, 2004: 2).

Şekil 1: Hedge Fon Yapısı Örneği



Kaynak: Recent Developments in Hedge Funds, June 13, 2006, Financial Systems and Bank Examination Department, Financial Markets Department Bank of Japan,s. 9'dan yararlanılmıştır.

2.1. Hedge Fonların Tarihi

Hedge fonların popülariteleri bir fenomen haline henüz gelmesine rağmen, hedge fonların tarihi 50 yıldan fazlaya dayanmaktadır. İlk Hedge Fon 1949 yılında Alfred Winslow Jones tarafından sınırsız sorumlu ortaklık (general partnership-kommanditer ortak) şeklinde kurulmuştur. Lhabitant çalışmasında Ziemba'nın (2003) hedge fonlar için "1920'lerden 1940'lara kadar varolan "Keynes Chest Fund" hedge fonların ilk gayri resmi şekilleridir" ifadelerine yer vermiştir. Jones 1966'ya kadar gizliliğini sürdürmüştür. 1966 yılında Carol J. Loomis'in Nisan ayında Fortune Dergisi'nde yayımlanan "The Jones that Nobody Keeps Up With" adlı makalesinde kamuoyuna O'nun başarılı ve eşsiz stratejisini ifşa etmiştir. Bundan sonra hedge fonların sayısında ve varlıkların büyüklüğünde 1990'lara kadar artış yaşanmıştır (Lhabitant, 2004: 3). 1968'de SEC tarafından yapılan araştırmada ABD'de hedge fon sayısında patlama yaşanarak 215'i bulunduğu tespit edilmiştir (Lowenstein, 2000: 26).

Jones, orijinal hedge fon modelinde açığa satış ve kaldıraç kullanımı birleştirilmiştir. Amacı piyasa zamanlamasından kaynaklanan performans yükünü hisse senedi seçimine (stock picking) kaydırarak, bu konuda başarılı olmaktır (Yeşilürdü, 1998: 45). Fakat Alfred Winslow Jones'un başarısının en büyük sebebi; komandit ortaklıkların doğru bir şekilde organize edildiklerinde Yatırım Şirketleri Kanunu 1940'tan (Investment Company Act of 1940) muaf olabileceğini keşfetmesidir (Yıldız, 2004: 2; SEC, 2003: 11; Fung ve Hsieh, 1999: 315). Hedge fonlar, muafiyetler yoluyla bu kanunu aşmaya çalışmaktadırlar. Söz konusu kanunda Bölüm 3 (c) (1)²'de ve 3 (c) (7)³'de yer alan muafiyetlerle hedge fonlar yatırım şirketi tanımına girmemekte ve dolayısıyla Yatırım Şirketleri Kanunu'na da tabi olmaktan muaf olabilmektedir (Yıldız, 2004: 25).

2.2. Long-Term Capital Management Olayı

Hedge fon endüstrisi 1967-1968'deki hızlı yükselişin ardından, sermaye çekişleri ve birçok fondan kayıplar yaşandığı 1969-1970 ve 1973-1974'te fiyat düşüşlerinin yaşandığı yıllar boyunca ciddi bir kötüleşme yaşamıştır (Fung ve Hsieh, 1999: 311). İkinci ciddi darbe ise 1998 yılında Connecticut'ta kurulan, döneminin en büyük ve en iyi yönetilen hedge fonu olarak gösterilen Long Term Capital Management'ın başarısızlık sonucu bankalardan oluşturulan bir konsorsiyum tarafından kurtarılmasıdır.

LTCM 1994 yılında Salomon Brothers'ın yöneticilerinden John Meriwether tarafından kurulmuştur. Meriwether, Nobel Ekonomi Ödüllü iki akademisyen Myron Scholes, Robert Merton ve eski FED başkan yardımcısı David

² Söz konusu muafiyetten yararlanan offshore'da kurulu bir hedge fonun, 99 tane ABD'li yatırımcısı ve sınırsız sayıda ABD'li olmayan yatırımcısı bulunabilir.

³ İhraççı çıkarılmış sermayesini sadece nitelikli müşterilere satmışsa ve söz konusu satış halka arz tanımına girecek bir şekilde yapılmamışsa söz konusu menkul kıymetleri ihraç eden ortaklık yatırım şirketi tanımına girmemektedir.

Mullins'ten oluşan bir ekip tarafından LTCM'yi yönetmekteydi (Lowenstein, 2000: 23-39). LTCM aslında bir hedge fon olarak kurulmasına karşılık bir süre sonra Merton, LTCM'nin bir hedge fon olmaktan çıktığını fark etmiştir. LTCM daha çok bir banka gibi işlem yapmaya başlamıştır. Bir grubun fonlarını satmak için borç alıyor, diğerini harcamak için borç veriyorlardı (Lowenstein, 2000: 40).

LTCM, 1995 ve 1996 yılında net gelirlerinin yaklaşık %40, 1997 yılında ise %20 civarı bir kazanç elde etmiştir. 1998'in 31 Ağustos günü LTCM fonlarının bilançosu 125 Milyar Dolar varlık göstermiştir. 1 Ocak 1998'e bakıldığında ise 4.8 Milyar Dolarlık sermayeleri olduğu ortaya çıkmış ve bu 25'e 1'den daha yüksek bir kaldıraç etkisini göstermekteydi (Report of The President's Working Group on Financial Markets, 1999: 11)

1998 yılı Ağustos ayında LTCM'nin türev piyasalarda 60.000'in üzerinde işlemden 50 milyar dolarlık uzun pozisyonuna karşılık aynı tutarda kısa pozisyonu bulunmaktaydı. Sermayesinin %80'i, 10'un üzerinde değişik ülkeden alınan faiz vadeli işlem sözleşmesi (VİS) ve hisse senedi VİS'lerinden oluşuyordu. Mayıs ayında 312, Haziran ayında ise 461 milyon dolarlık zararlar meydana geldiğinde LTCM'nin kullandığı 30 gün süreli elde tutmaya göre piyasa riskini ölçen RDM modelleri sinyal vermeye başlamıştı. RDM'nin 45 milyon dolardan 35 milyon dolara çekilmesi için pozisyon azaltması gerekmektedir. LTCM yöneticileri bu durumu geçici olarak niteleyerek likit pozisyonların kapatılması ve volatilitenin azaltılmasını önerirken Merton ve Scholes likit pozisyonların tek başına kapatılması halinde pozisyonların korunamayacağını savunmuşlardır. Meriwether ve ekibi likit olmayan Rusya tahvilleri ve uzun vadeli opsiyonların kapatılması halinde piyasada takas riskleri oluşabileceğinden ve bu pozisyonların likit pozisyonlara karşı daha yüksek getiri sağlayabileceğini düşünerek likit pozisyonlarını kapatmışlardır (Kurun, 2005: 84).

17 Ağustos 1998'deki Rusya Krizinin ardından Rusya borçlarını ödeyemeyeceğini açıklamıştır. Böylece LTCM'nin zararı 1,8 milyar dolar olmuş, sermayesi ise 2,3 milyar dolara düşmüştü. Sonuçta LTCM Federal Reserve Bank of New York'un desteğiyle Eylül 1998'te alacaklı 14 bankanın oluşturduğu bir konsorsiyum tarafından sermayesine 3.6 milyar dolar eklenerek %90 hissesini kaybetmiş oldu (US General Accounting Office, 1999: 39).

LTCM tarihteki en büyük türev piyasa zararı oluşturması ve bu zararın bir hedge fon portföyünün nasıl üstlendiğinin anlaşılması bakımından örnek bir olay niteliğindedir (Kurun, 2005: 83). LTCM olayından çıkarılan en önemli iki ders; brokerların piyasa ve kredi riskinin birbirini tetiklediğini fark etmiş olmaları ve risk yöneticilerinin büyük veya likit olmayan pozisyonlarının ayarlanmasının gerekliliğinin ortaya çıkmasıdır (Kurun, 2005: 86).

Tarihsel kayba rağmen LTCM ortakları herhangi temel bir hatayı kabullenmemişlerdir. Bunu "öngörülemeyecek olay" olarak nitelendirmişlerdir (Lowenstein, 2000: 228). LTCM olayı, yatırımcıların dikkatlerini hedge fonlara

çektığı gibi, hedge fonların finansal piyasaların istikrarı üzerindeki etkilerini de gündeme getirmiştir (Recent Developments in Hedge Funds, 2006:4).

2.3. Hedge Fonların Özellikleri

Hedge fonlar kuruluşta, yatırımcılar açısından sınırlı sorumlu ortaklık, hedge fon yöneticisi açısından da sınırsız sorumlu komanditer ortaklık şeklindedir. Komandit ortaklıkta, hedge fon yöneticileri genellikle ortaklar arasında ekonomik menfaatlerinin sıralamasını sağlamak için ortaklık içinde kendi kişisel servetlerinin önemli bir kısmına yatırım yapmaktadırlar. Yatırımcılar ise, potansiyel ödeme alan başarılı yöneticilerin sabit yönetim ücretinden daha yüksek oranda aldığı performans odaklı ücret almaktadırlar (Fung ve Hsieh, 1999: 310).

Lhabitant (2003) hedge fonların özelliklerini şu şekilde sıralamaktadır (Çankaya, 2008: 5);

- Etkin yönetim
- Esnek yatırım politikaları
- Sıradışı hukuksal yapıları
- Sınırlı likidite
- Performans ücretleri ve yüksek water mark⁴
- Fon yöneticileri şirket çalışanı değil, ortağıdır.
- Ölçeklendirilebilir değildir.

Asgari yatırım miktarı 1 milyon Amerikan Doları olup yönetici karın %20'sini almaktadır.

Bir hedge fon; yerel ülkenin kanunlarına uygun olarak yapılandırılmışsa "yerel hedge fon", yerel ülke sınırları dışında kurulmuşsa ve yabancı bir ülkenin kanunlarına uygun olarak yapılandırılmışsa "offshore hedge fon" olarak tanımlanır (Yıldız, 2004: 4). Offshore hedge fonlar; Cayman Adaları, Virgin Adaları, Bahamalar, Panama, Hollanda Antilleri veya Bermuda gibi offshore merkezlerde kurulurlar (SEC, 2003: 10).

Genellikle yerel hedge fonların yatırım danışmanı, bazen hedge fonlardan bağımsız şekilde ya da her iki fonun (yerel ve offshore hedge fonun) tek bir yönetim altında toplandığı, müşterilere farklı vergileme kategorileri altında çoklu varlık havuzları sunan "master-feeder" şeklinde, offshore hedge fonları ile ilişki olarak işlemlerini yapmaktadırlar (SEC, 2003: 9).

Yerel hedge fonlar, tüm yerel ülke kanunlarına tabi olacağından söz konusu kanunlara uymakla mükellef yatırımcılara hitap ederler. Offshore hedge fonlar ise fona yatırım yapan yatırımcıların yerel ülkedeki vergi kanunlarına tabi değildir. dolayısıyla bir hedge fonun offshore'da kurulmasının en önemli

⁴ Water Mark: Hedge fon yöneticilerinin kar alabilmeleri için belirlenen hedef parasal miktar

nedeni; elde edilen getirilerin kurulduğu yerdeki vergi sistemleri nedeniyle ya hiç vergiye tabi olmaması ya da çok az vergiye tabi olmasıdır (Yıldız, 2004: 4).

2.4. Hedge Fonlarda Kaldıraç Kullanımı (Leverage)

Hedge fonların yatırım stratejilerinin temelini türev araçlar ve kaldıraç kullanımı oluşturmaktadır. Genel olarak kaldıraç kullanmanın amacı, yatırılan tutarı artırmadan yatırımın değerini veya getirisini artırma imkanıdır (SEC, 2003: 37). Hedge fonlar geri satın alma sözleşmelerini, açığa satışı ve türev ürünleri yaygın olarak kullanmaları nedeniyle yüksek kaldıraç oranlarına sahiptirler. Özellikle hedge fonların aktiflerini karşılık göstererek kredili işlem yapmaları ve türev ürünleri kullanmaları kaldıraç oranlarını yükseltmektedir. Geleneksel yatırım fonları az sayıda kaldıraç oranı kullanırken, hedge fonlarda herhangi bir sınırlama söz konusu değildir (Anbar, 2009a:119).

Kaldıraç oranları, hedge fonların kullandıkları yatırım stratejilerine ve hedge fonların büyüklüğüne göre değişmektedir. Büyük fonlar küçük fonlara göre daha yüksek kaldıraç oranına sahiptirler (Garbaravicius ve Dierick, 2000: 32, Anbar, 2009a:119).

Son yıllarda, yüksek getiri amacıyla aşırı kaldıraç kullanma baskısı kalkmıştır çünkü hedge fon yatırımdan beklenen getiri düşmüş ve hisse senetlerinden alınan getiriden daha az hale gelmeye başlamıştır. Sonuçta yatırımcılar hedge fonlardan sahip oldukları portföylerindeki risklerde değişiklik yapmalarını beklemektedirler. Bu yüzden yatırımcılar yüksek kaldıraç kullanan hedge fonlardan kaçma eğilimindedirler. (Recent Developments in Hedge Funds, 2006: 35).

3. Dünyada ve Türkiye’de Hedge Fonlar

Hedge fonlar dünya menkul kıymet piyasasının çok küçük bir yerini kaplamasına rağmen, piyasa likiditesi açısından çok önemli bir konuma gelirken hızla büyümektedir (OECD, 2007: 21). Ancak hedge fon sayıları ve büyüklükleri ilgili elimizde çok net bilgiler bulunmamaktadır. Buna rağmen edindiğimiz International Financial Services London verileri bize gösterge niteliğinde olacaktır.

Tablo 1: Global Hedge Fonlar

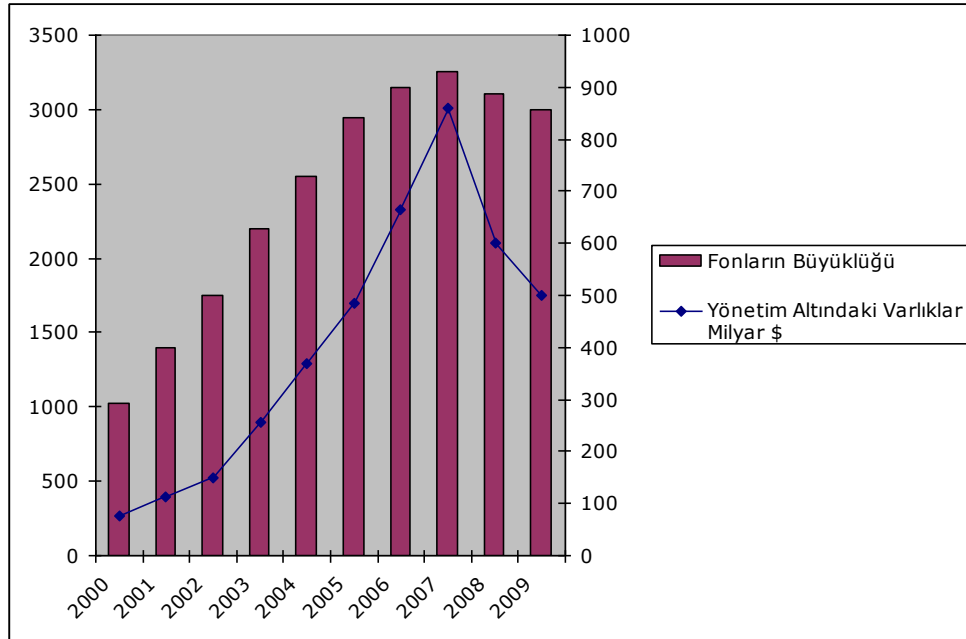
	Miktar(adet)	Tutar (milyar \$)
1998	3500	221
1999	4000	324
2000	4800	408
2001	5500	564
2002	5700	592
2003	7000	795
2004	8050	1000
2005	8500	1400
2006	9800	1750

2007	10500	2150
2008	9600	1500
2009	9400	1700

Kaynak: International Financial Services London -IFSL(2010)

Tablo 1’de görüldüğü gibi global piyasalarda dolaşan hedge fon sayısı 1998 yılında 3500 adet iken 2007 yılına gelindiğinde %200’lük artış göstererek 10.500 adet olmuştur. Hedge fon büyüklüğü 2007 yılındaki en yüksek değerinden sonra 2008 ve 2009 yıllarında bir miktar düşüş göstermiştir. Böylece 2008 yılında yaşanan küresel finansal krizden hedge fonların da etkilendiği görülmektedir. 2009 yılında dünya genelindeki fon tutarı ise 1,7 trilyon dolara ulaşmıştır. Bu da 1998 yılındaki 221 milyar dolar büyüklüğündeki fonun aradan geçen 11 yıl içinde ne kadar büyük bir sıçrama yaptığının bir göstergesidir.

Grafik 1: Hedge Fon Büyüklüğü ve Tutarı



Grafik 1’de görüldüğü gibi hedge fonlar 2000-2009 yılları arasında kalan 10 yılda artış eğilimini sürdürmüştür. 2007 yılındaki en yüksek seviyesinden sonra 2008 ve 2009 yıllarında global hedge fon büyüklüğünde bir miktar düşüş yaşanmıştır.

Tablo 2: Küresel Hedge Fon Tutarının Dünya Genelindeki Paylaşımı (%)

	ABD	Avrupa	Asya	Diğer
2002	82	12	5	1
2003	77	16	5	2
2004	72	21	6	2
2005	67	23	8	3
2006	66	24	7	3
2007	67	22	7	4
2008	68	23	6	3
2009	68	23	6	3

Kaynak: International Financial Services London -IFSL(2010)

Tablo 2'ye göre 2002-2009 yılları arasında global piyasalarda dolaşan hedge fon tutarında en büyük pay ABD aittir. Ancak 2002 yılında %82 olan ABD'ye ait pay %14'lük düşüşle 2009 yılında %68 olmuştur. ABD'nin azalan payını Avrupa, Asya ve diğer ülkeler paylaşmıştır. Avrupa'nın payı %96 oranında, Asya'nın payı %43 oranında ve diğer ülkelerin toplam payı %150 oranında artış kaydetmiştir. En yüksek artışı diğer ülkeler kazanmıştır, yani bu durum gelişmekte olan ülkelere doğru bir sermaye akımı varlığını gözler önüne sermektedir.

Tablo 3: En Büyük Hedge Fon Şirketleri (Ocak 2010)

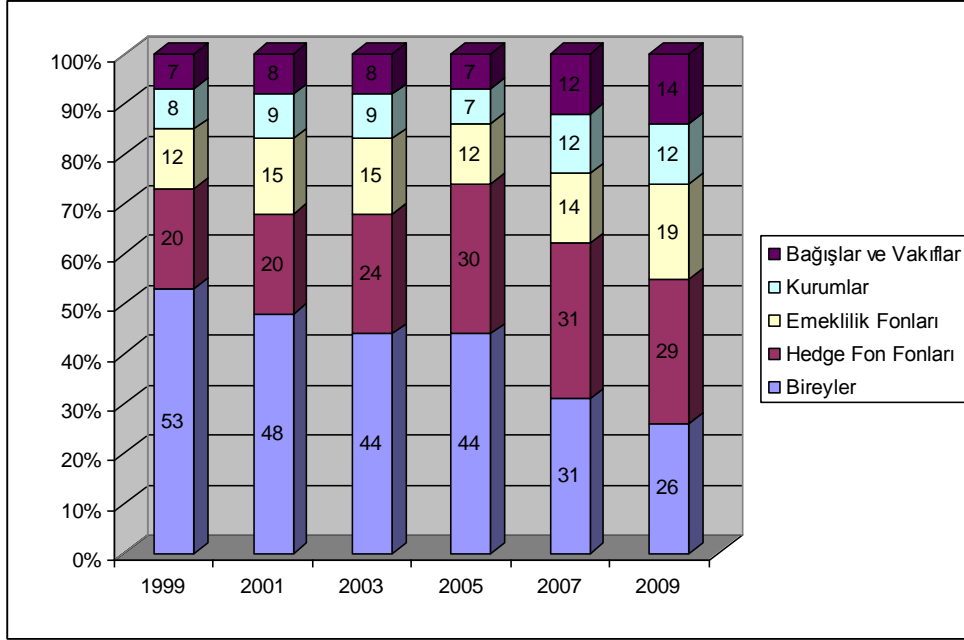
	milyar \$
1. JP Morgan	50.4
2. Bridgewater Associates	43.6
3. Paulson & Co.	32
4. Brevan Howard Asset Management LLP	27.9
5. Soros Fund Management	27
6. D.E. Shaw Group	23.6
7. Och-Ziff Capital Management Group	23.5
8. Baupost Group	21.8
9. Man AHL	21.7
10. Angelo, Gordon & Co.	20.8

Kaynak: Hedgefund Intelligence -IFSL (2010)

Hedge fon endüstrisi son 10 yılda hızlı bir ivme kazanmıştır. Bu hızlı yükselişin gelecek birkaç yılda daha belirginleşerek devam etmesi öngörülmektedir (IFSL, 2010: 5). Tablo 3'ten de görüldüğü gibi Ocak 2010 itibarıyla JP Morgan şirketi 50,4 milyar \$'lık tutarla en büyük hedge fon şirketi

konumundadır. O'nu 43,6 milyar \$ ile Bridgewater Associates ve 32 milyar \$ ile Paulson &Co takip etmektedir.

Grafik 2: Küresel Hedge Fonların Sermayenin Kaynağı Bakımından Dağılımı



Kaynak: Hennessee Group LLC-IFSL

Kurumsal yatırımcılar hedge fonların sermayenin kaynağı bakımından en büyük yatırımcısı konumundadır. Grafik 2'de görüldüğü gibi 1999 yılında %53 olan bireysel yatırımcının payı 2009 yılına gelindiğinde %26'ya inmiştir. 2009 yılında bağışların ve vakıfların payı %14, kurumların payı %12 ve emeklilik fonlarının payı %19'dur.

Tablo 4: En Büyük Hedge Fon Aracıları

	Ocak 2009	Ocak 2008
	%	%
Goldman Sachs	19.1	18.5
JP Morgan	18.8	-
Morgan Stanley	13.5	20
UBS	6.9	7.8
Deutsche Bank	6.6	5.9
Citigroup	5.5	4.2
Credit Suisse	5.5	4
Newedge Financial	2.8	-

Merrill Lynch	2.7	2.9
Diğerleri	18.6	36.7

Kaynak: EurekaHedge- IFSL (2010)

2008 ve 2009 yılında aracılarla ilgili bazı yeniden yapılanmalar meydana gelmiştir. Bunlardan bazıları; Bear Stearns'in JP Morgan tarafından, Lehman Brothers'ın Barclays Capital tarafından ve Merrill Lynch'in Bank of America tarafından devralınması. Bu yaşananlar yatırım bankalarından ticari bankalara bir miktar Pazar payı kaymasına neden olmuştur. Tablo 4'te görüldüğü gibi 2009 yılında Goldman Sachs ve JP Morgan neredeyse %20'şer paya sahipti. Morgan Stanley ise 2008 yılındaki %20'lik payının 2009 yılında %13,5'a gerilemesiyle en büyük düşüşünü yaşamıştır (IFSL, 2010: 6).

Türkiye'de ise 2006 yılına kadar hedge fon uygulamasına ilişkin örnekler mevcut değildi. Bunun nedeni sermaye piyasalarına ilişkin mevzuatımızda hedge fonların kuruluşuna engel hükümler bulunmamasına rağmen hedge fonların kuruluş amaçlarına hizmet edebilecek araç ve piyasalar henüz gelişmemiş olmasıydı (Yıldız, 2004: 33). O zamana kadar SPK mevzuatında "özel fon" kavramı bulunmaktaydı. Bu fonlar hedge fonlara bazı açılardan benzemekle beraber hedge fonların özelliklerine sahip değillerdi (Yıldız, 2004: 34).

22 Eylül 2006'da Resmi Gazete'de yayınlanan "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ"ın 2.maddesinde; "Katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan fonlar ise "Serbest Yatırım Fonları (SYF)" (Hedge Funds) olarak adlandırılır" tanımı yapılmıştır.

Bu tebliğe göre hedge fonlarının (serbest yatırım fonları) üç temel özelliği bulunmaktadır. Bunlar;

- Ürün dizaynı konusunda maksimum esneklik. Yani, yatırım stratejisi ve limitlerini içtüzükle serbestçe belirleyebilme ve açığa satış, kaldıraç ve türev araç kullanımı gibi daha karmaşık portföy yönetim tekniklerini içtüzüklerinde yer alacak strateji ve limitler çerçevesinde kullanabilme.
- Yalnızca nitelikli yatırımcılara satış yapılması.
- Risk yönetim sisteminin oluşturulma zorunluluğu. (Yeşüdü, 2008: 5).

Söz konusu Tebliğin 1.maddesine göre nitelikli yatırımcı tanımı şu şekilde yapılmıştır;

"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. maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar, kamuya yararlı dernekler ile nitelikleri itibariyle bu kurumlara benzer olduğu Kurulca belirlenecek diğer yatırımcılar ve fon katılma paylarının halka arz tarihi itibariyle en az 1

milyon YTL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişiler"

Yapılan bu tanımın hedge fona dair yapılan genel tanımlardaki hedef kitle ile birebir örtüştüğü görülmektedir.

2009 yılı Eylül ayından itibaren Sermaye Piyasası Kurulunca kayda alınarak satışına başlanan serbest yatırım fonları (hedge fonlar) bulunmaktadır. Söz konusu fonların kuruluş ve kayda alma prosedürleri diğer yatırım fonlarıyla aynıdır (Yeşilürdü, 2008: 8).

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) SYF'lere yani hedge fonlara dünyada en çok regülasyon uygulayan kurum olarak dünya hedge fon piyasasına bir örnek niteliğindedir. Diğer ülke serbest fonlarından farklı olarak SYF SPK tarafından kayda alınıyor. Aynı zamanda serbest yatırım fonu kuracak şirketlerin bu fonlarda risk yönetim programı uygulamaları ve bağımsız denetçi kullanmaları zorunludur. Bunun yanında SPK fonun içindeki ürünleri ve fiyatları her an denetleyebilmektedir. SYF piyasasının dünyadan bu haliyle bir adım önde olduğu söylenebilir (Uçar, 2010:125).

Tablo 5: Serbest Yatırım Fonları

Fon Unvanı	Toplam Değer (TL)	Birim Pay Değeri (TL)	Dolaşımdaki Pay Sayısı	Yatırımcı Sayısı	Hisse Senedi (%)	Kamu Borçlanma Senedi (%)	Ters Repo (%)	Diğer (%)
Akbank T.A.Ş. Özel Portföy Yönetimi SYF	5.330.617,44	0,010661	500.000.000	0	90,97	0,00	9,01	0,02
Destek Menkul Değerler A.Ş. GoldenhornSY F	0,00	0,000000	0	0	0,00	0,00	0,00	0,00
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Arbitraj SYF	14.568.238,93	0,014036	1.037.900.000	13	3,40	0,00	0,00	96,60
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. MYT Serbest Özel Fonu	500.761,50	0,010015	50.000.000	1	0,00	0,00	0,00	100,00
Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Trend Takibi SYF	4.989.834,02	0,008653	576.684.192	1	19,78	0,00	80,22	0,00
T.Garanti Bankası A.Ş. İstanbul Serbest Fonu	0,00	0,000000	0	0	30,24	42,40	27,32	0,05
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. İstanbul SYF	10.704.439,37	0,013089	817.843.905	36	46,61	0,00	53,39	0,00

Kaynak: SPK, Menkul Kıymet Yatırım Fonlarına İlişkin Günlük İstatistikler 01.04.2011

1 Nisan 2011 tarihi itibarıyla halka arz edilmiş yedi adet serbest yatırım fonu bulunmaktadır. Bu fonların arasından en fazla yatırımcıya 36 kişiyle Yapı ve Kredi Bankası sahiptir. Yapı ve Kredi Bankasını İş Yatırım Menkul Değerler Arbitraj SYF takip etmektedir. Bu tarih itibarıyla Türkiye'deki serbest yatırım fonu büyüklüğü 36.093.890 TL'dir. Serbest fonların içinde en çok hisse senedi, VOB İMKB - 30 kontratları ve opsiyonlar bulunuyor. Ancak piyasaların hala yeterli düzeyde olamayışı fonların birçok hareketini sınırlamaktadır. Şu anda Türkiye'deki bütün serbest fonlar genel olarak İMKB hisselerinden oluşturdukları portföyleri koruma altına almak (hedge etmek) için VOB'da İMKB 30 kontratını satmaktadır. Bu sorunun çözümünün ise tek hisse kontratlarının devreye girmesiyle sonuçlanacağı düşünülmektedir (Uçar, 2010:127).

4. Hedge Fonların Krize Etkisi

Hedge fonların krizlere sebep olup olmadıkları ve finansal istikrar üzerindeki etkileri üzerine tartışmalar günümüzde de sürmektedir. Bazı yazarlar hedge fonların krizlere sebep olamayacağını iddia ederken, bazıları ise hedge fonların krizlerin sorumluları olduğuna inanmaktadırlar.

Son yıllarda uluslararası finansal piyasalardaki çalkantının kuvveti dikkatleri hedge fonların başını çektiği kurumsal yatırımcıların oynadığı role çekmektedir. 1992 yılı Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) krizi, 1994 yılı uluslararası bono piyasası krizi ve 1997 yılı ortasındaki Asya krizini takiben, hedge fonların ya doğrudan kendilerine ait olan menkul kıymet fiyatları ile ya da dolaylı olarak kendilerini izleyen diğer piyasa katılımcılarının eğilimlerini etkileyerek ulusal veya uluslararası menkul kıymet fiyatlarında etkili oldukları düşünülmektedir (IMF, 1998: 4). Hedge fonlar bir taraftan piyasa etkinliğini artırıcı fonlar olarak görülürken diğer taraftan başta 1997'lerde yaşanan Asya krizi olmak üzere birçok finansal krizin tetikleyicisi olarak da görülmektedir (Küçüközmen, 2007: 1).

Akdiş'in (2002) çalışmasında; Güneydoğu Asya krizinde hedge fonların büyük paya sahip olduğunu belirtmiştir. Bunun nedeni olarak G.Kore, Endonezya, Tayland, Malezya ve Filipinler'de toplam GSYİH'larının %11'ine denk gelen 105 milyar dolarlık sermaye hareketinin 1996 yılında meydana gelmesini göstermektedir. Aynı zamanda gelişmekte olan ülkelere 10 yıl önce sadece 35 milyar dolar olan özel fon akışının, 1997 yılına gelindiğinde 256 milyar dolara çıktığına dikkat çekmiştir. Bu noktadan hareketle hedge fonların Asya krizinde etkili olduğu sonucuna varmıştır (Akdiş, 2002: 8).

Öte yandan 1998 yılı Eylül ayında IOSCO (The International Organization of Securities Commissions-Uluslararası Menkul Kıymet Komisyonları Örgütü) tarafından Ocak 1997-Temmuz 1998 dönemi için 17 gelişmekte olan piyasa üyesine uygulanan bir araştırma yapılmıştır. Yayınlanan raporda hedge

fonların Asya krizini etkilediğine dair kesin bir delil bulunmadığı belirtilmiştir (Becker, 2000: 98).

Hedge fonların hızlı yükselişi ve 1998 yılındaki LTCM'nin yarattığı piyasa dalgalanmaları nedeniyle bazı analistler bu fonların sistematik risk yarattığına inanmaktadırlar. Ancak bu kuşkulu bir durumdur. Hedge fon sektöründen kaynaklanan büyük dalgalanmalar mümkün olmasına rağmen, bir sektör için finansal piyasalara büyük bir yıkım yaşatmak oldukça zordur. Elbette, hedge fonların kaldıraç kullanmaları, yüksek işlem hacmine sahip olarak bazı piyasalarda baskın rol oynamaları, aktif yatırım stratejileri ve ciddi şeffaflık eksikliği nedeniyle hedge fonların risklerini arttırmaktadır. Taraflar vakıf oldukları riskin farkındadırlar. Fakat bu riskler, diğer piyasa oyuncuları için de geçerlidir. Hedge fonların finansal sistem içindeki faydaları ve doğurabileceği riskler birlikte düşünüldüğünde, finansal sistem içinde hedge fonların faydalarının daha fazla olduğu görülmektedir. Diğer bir ifadeyle, hedge fonlar finansal istikrar sağlamaktadır ve hedge fonların, bir sistematik krizin kaynağı olma olasılığı oldukça düşüktür (Ferguson ve Laster, 2007: 45; Noyer, 2007:105; Anbar, 2009a: 100).

Genel olarak hedge fonların finansal piyasalar üzerinde çok az bir etkisi olabileceği vurgulanmaktadır. Ancak piyasa bütünlüğüne etki eden hedge fonlar riskini, mevcut büyük spekülörlerin veya LTCM gibi kaldıraçlı büyük etkisini kullanan şirketlerden fark edilemeden kolaylıkla kişisel olarak oluşturulabilecek, kaldıraç fikrine yakın fonlara dönüştürmüştür (Fung ve Hsieh, 2006: 39).

Hedge fonlar finansal piyasalara önemli faydalar sağlamalarına rağmen, hareketleri aynı zamanda risk yaratmaktadır. Hedge fonlar iki yolla sistematik risk yaratırlar (McKinsey Company, 2007: 96);

1. Büyük hedge fonların birçoğunun ani şekilde başarısız olmaları, pozisyon almakta zorlanan diğer varlık sınıflarına sirayet etmeleri.
2. Hedge fonlara kaynak yaratan bankaların hedge fonların başarısızlıkları nedeniyle kayıp vermeleri.

Bankalar ayrıca ödenmemiş borç ve çift taraflı türev(ikincil) anlaşmalar yüzünden hedge fonların riskine de maruz kalmaktadırlar (McKinsey Company, 2007: 119).

Anbar (2009a) çalışmasında Bundesverband Deutscher Banken'ın 2007 raporuna değinerek, hedge fonların sermayenin ve riskin etkin dağıtımına katkı yaparak finansal piyasalarda likiditenin artmasını sağlayarak doğru fiyatların oluşmasına katkıda bulunduğunu belirtmiştir. Fakat hedge fonların faaliyetlerine bağlı olarak bazı riskler ortaya çıkabilmekte ve hedge fonlardan kaynaklanabilecek sistematik riskler, uluslararası finansal istikrarı bozabilmektedir (Anbar, 2009a:100).

1997 Asya krizinden sonra IMF Asya hükümet yetkilileri ile başlıca suçlunun hedge fonlar olduğu sonucuna varılan bir çalışma gerçekleştirmiştir. Sonuç

Mayıs 1998’de Eichengreen tarafından derlenerek basılmıştır. Bu çalışma 3 tane birincil düzenleyici ilgiliye işaret etmektedir. Bunlar, yatırımcı koruması, sistematik risk ve piyasa bütünlüğüdür. Yatırımcı koruması konusunda; yatırımcıların kendi başlarının çarelerine bakabilecekleri ve hedge fonlardan uğrayabilecekleri büyük kayıplara dayanacak yeterli zenginliğe sahip oldukları hususunda hem fikir olmuşlardır. Bu sofistike yatırımcılar, know-how yapabilirler ya da know-how yapabilecek danışmanlar işe alabilirler ve böylece hedge fonların risklerini anlayabilmektedirler. Piyasa bütünlüğü konusunda ise bazı gözlemciler hedge fonların piyasaya hakim olabilecek büyüklükte oldukları hususunda şüphe duymaktadırlar. Hedge fonlara belirli bir biçimde etki edebilecek düzenleyici ve denetleyici kuruluşların durumu ise güçlü değildir, sonucuna varmışlardır. Sistematik risk ile ilgili olarak da düzenleyiciler, bankaların hedge fon riskine maruz kalabileceği konusu ile ilgilenmektedirler. Ancak yeni düzenlemelerdense diğer taraflar ve bankaların mevcut denetimleri ile en iyi çözüme ulaşabileceklerini belirtmektedirler (Fung ve Hsieh, 2006: 34).

Hedge fonlar sistematik riskin iletim mekanizması haline gelmişlerdir. Çünkü birincil araçlar ve yatırım bankaları gibi finansal kurumlardan para alarak onlarla ticaret yapmaktadırlar. Bir veya daha fazla hedge fondan edinilen kayıplar bütün tarafların keyfini kaçırmaktadır. İşte bu zincirleme reaksiyon sistematik riske neden olmaktadır. Buradaki önemli nokta bir diğer LTCM riskine odaklanmamak, ancak bu fikre yaklaşma riskine karşı uyanık olmaktır. Hedge fonların getirilerinin istatistiksel analizleri bize çok değerli dersler sağlamaktadır. Her ne kadar bu araçlar, son ana kadar alarm veremeseler de en son teknolojiyi kullanan verilerle ölçüldüğü zaman başarılı olmaktadır. Bu verilerin büyük kısmı ise birincil araçların ve birincil bankaların elindedir (Fung ve Hsieh, 2006: 36).

Fung ve Hsieh (2006)’a göre hedge fon endüstrisinin gelişimi yolunda gelecek vadeden işaretler bulunmaktadır. Şeffaflık gelişmektedir ancak daha fazlasına ihtiyaç bulunmaktadır. Hedge fon portföyleri için yapılan risk yönetim araçları olağan olmaya başlamıştır. Daha fazla araştırma ve standardizasyon saydam olmayan hedge fonlar kadar müşterileri şaşırtan, çoğalan bir model sağlamak için yardımcı olacaktır. Hedge fonların kurumsallaşma süreci ile birlikte Londra’daki Financial Services Authority-FSA gibi düzenleyicilerden gelen uyum talepleri hedge fon şirketlerinin operasyonel bütünlüklerini büyük oranda geliştirmiştir. Bütün bunlar hedge fon piyasası için sağlıklı ve umut veren gelişmelerdir. Aynı zamanda hedge fonlara belirli düzenlemeleri dayatmaktan daha gelecek vadeden bir süreç olduğu açıktır (Fung ve Hsieh, 2006: 39).

Bu gelişmeler ışığında, 2 Nisan 2009 tarihinde Londra’da yapılan G20 zirvesi sonucunda hedge fonların denetlenmesi ve küresel finansal sistemi izlemek için yeni bir denetim kurumu kurmak konusunda görüş birliğine varmıştır. İlk olarak büyük hedge fonlar dahil olmak üzere küresel finansal istikrar için bütün finansal kurumların denetime tabi olması gerektiği vurgulanmıştır (IFSL, 2010: 7).

Finansal kriz sonrası dünya hedge fon sektöründe büyük bir temizlik yaşanmıştır. Hedge mantığını doğru kullanan fonlar ayakta kalırken, diğer fonlar büyük bir tokat yemiştir (Uçar, 2010: 125). Finansal kriz hedge fon sektöründe iki önemli gelişmeye neden olmuştur. Bunlardan ilki yönetilen hesaplar olarak adlandırılan hesaplardır. Minimum 25-50 milyon dolar bakiyeye sahip müşteri hesaplarını hedge fon yöneticisinin hesap danışmanı olarak yönetmesidir. Bu yolla müşteri yatırımın sahibi olurken, hesabını denetleyebilmektedir. İkinci önemli gelişme ise Avrupa Birliğinin UCITS (Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities- Kolektif Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Direktif) direktifine uygun fonlarda meydana gelmiştir. Bu fonlarda büyük bir patlama yaşanmış, 700'den fazla hedge fon şirketi bu direktife uygun olarak fon kurmuştur (Uçar, 2010: 128).

SONUÇ

Küreselleşme sonucu yaşanan hızlı gelişmeler ulusal ve uluslararası finansal piyasalarda yer alan tarafların risk ve beklenti tercihlerini de değiştirmiştir. Bunun sonucu olarak yatırım araçlarında giderek çeşitlilik artmakta ve bu gelişim bazen de 2008 finansal krizinde ve mortgage sektöründe olduğu gibi krize neden olabilmektedir.

Hedge fonlar 50 yıllık mazisi boyunca taşıdığı yüksek risk ve getiri beklentisi ile birçok yatırımcının dikkatini çekmiştir. Fon sayısı ve büyüklüğü ile 2008 krizine kadar ciddi bir gelişim göstermiştir. Küresel hedge fonların dünya genelindeki payı son yıllardaki düşüşe rağmen 2009 yılı itibariyle %69 oranıyla ABD'ye aittir. Aynı yıl Avrupanın %23'tür. 2000'li yıllarda 400 milyar \$ büyüklüğündeki hedge fonlar 2009 yılında 1,7 trilyon \$'a ulaşmıştır.

Türkiye'de ise 1 Nisan 2011 tarihi itibariyle halka arz edilmiş yedi adet serbest yatırım fonu bulunmaktadır. Bu tarih itibariyle Türkiye'deki serbest yatırım fonu büyüklüğü 36.093.890 TL'dir. Bu fonlarda toplam 51 yatırımcı işlem yapmaktadır. Bu fonların arasından en fazla yatırımcıya 36 kişiyle Yapı ve Kredi Bankası sahiptir. Yapı ve Kredi Bankasını, İş Yatırım Menkul Değerler Arbitraj SYF takip etmektedir.

Hedge fonların krizlere sebep olup olmadıkları ve finansal istikrar üzerindeki etkileri üzerine tartışmalar halen sürmektedir. Bazı yazarlar krizlerin sebebinin hedge fonlar olamayacağını savunurken, bazıları ise hedge fonların krizlerin sorumluları olduğuna inanmaktadırlar. Hedge fonlar denetim eksiklikleri nedeniyle ülkelere hızlı bir şekilde sermaye giriş çıkışı sağlayabilmektedirler. Bu kaygan tavırları nedeniyle giriş çıkış yaptıkları ülkelerin finansal sistemi bu durumdan olumsuz şekilde etkilenmektedir. Her ne kadar elimizde hedge fonların krizlerin sebebi olduğuna dair kesin bir delil bulunmasa da girdikleri ülkelerin finansal sistemine zarar verdikleri bir gerçektir. Kesin bir delil bulunmayışının bir nedeni de hedge fonları düzenleyen ve denetleyen bir mekanizmanın eksikliğidir. 2009 yılında G20 zirvesinde finansal sistemi izlemek için yeni bir denetim sistemi kurmak konusunda görüş birliğine varılmıştır.

Gelişmekte olan ülkeler kategorisinde bulunmasına rağmen Türkiye, SPK'nın hedge fon piyasasına uyguladığı bir takım sıkı düzenleme ve denetlemeler sayesinde dünya hedge fon sektörünün karşısında iyi bir örnek olarak durmaktadır.

KAYNAKÇA

- AKDİŞ, M. (2002). "Küreselleşmenin Finansal Piyasalar Üzerindeki Etkileri ve Türkiye: Finansal Krizler-Beklentiler", Dış Ticaret Müsteşarlığı, Dış Ticaret Dergisi, Yıl:7, Sayı:26, (Ekim-2002), 1-45.
<http://makdis.pamukkale.edu.tr/> (10.04.2009).
- ANBAR, A. (2009a). "Hedge Fon Sektörünün Gelişimi ve Hedge Fonların Temel Özellikleri", Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, Kış-2009,C.8, S.27.
- ANBAR, A. (2009b). "Hedge Fonlar ve Hedge Fonların Finansal Sistem Üzerindeki Etkileri", Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt:XXVI, Sayı:1, 2009, 415-442.
- BECKER, B. and DOHERTY-MINICOZZI, C. (2000). "Hedge Funds in Global Financial Markets", February 2000.
- ÇANKAYA, S. (2008). "Dünyada ve Türkiye'de Hedge Fonlar ve Uygulanabilirliği", *Maliye Finans Yazıları Dergisi*, Sayı:81, Ekim 2008, 53-74
http://www.finanskulup.org.tr/assets/maliyefinans/81/Serkan_Cankaya_Dunyada_Turkiyede_Hedge_Fonlar_MFY81.pdf, (10.03.2009).
- FERGUSON, R. and LASTER D. (2007). "Hedge Funds and Systemic Risk", *Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds*, Banque de France, No. 10, April 2007, 45-54.
- FUNG, W. and HSIEH, D.A. (1999). "A Primer on Hedge Funds", *Journal of Empirical Finance*,(6), 309-331.
- FUNG, W. and HSIEH, D.A. (2000). "Measuring the Market Impact of Hedge Funds", *Journal of Empirical Finance* 7, 1-36.
- FUNG, W. and HSIEH, D.A. (2006). "Hedge Funds: An Industry in Its Adolescence"
http://www.frbatlanta.org/news/conferen/06fmc/06fmc_hsieh.pdf (10.03.2010).
- GARBARAVICIUS, T. ve DIERICK, F. (2005). "Hedge Funds and Their Implications For Financial Stability", *European Central Bank, Occasional Paper Series*, No. 34, August.

- IFSL Research (2010) Hedge Funds 2010, April 2010.
http://www.thecityuk.com/media/2358/Hedge_Funds_2010.pdf
(01.03.2011).
- IMF (1998). World Economic Outlook, Mayıs.
- KELER, A. (2009). Yatırım Dünyasında Yeni Ufuklar-Hedge Fonların Türkiye’de Uygulanabilirliği, www.tkyd.org.tr/E/data/Alp_keler.ppt (20.03.2009)
- KURUN, E. (2005). Faiz Riski Yönetimi ve Türkiye Uygulaması, SPK.
- KÜÇÜKÖZMEN, C.C. (2007). Serbest Yatırım Fonları Hedge Funds, Uluslararası Ekonomik Sorunlar Dergisi, Kasım, Sayı:27.
- LAVINIO, S. (1999). Hedge Fund Handbook, Blacklick USA.
- LHABITANT, F.S. (2004). Hedge Funds:Quantitative Insights, John Wiley & Sons Ltd.
- LOWENSTEIN, R. (2000). When Genius Failed: The Raise and Fall of Long-Term Capital Management, USA: Random House.
- McKINSEY GLOBAL INSTITUTE. (2007). “The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds and Private Equity Are Shaping Global Capital Markets, Oct.
- NOYER, C. (2007). “Hedge Funds: What are the Main Issues?”, Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds, Banque de France, No. 10, April, 105-111.
- OECD (2007). “The Implications of Alternative Investment Vehicles For Corporate Governance: A Synthesis of Research About Equity Firms and Activist Hedge Funds”, July.
- Recent Developments in Hedge Funds (2006). Financial Systems and Bank Examination Department, Financial Markets Department, Bank of Japan, June 13.
- Report of The President’s Working Group on Financial Markets (1999). “Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management”, April.
- Securities and Exchange Commission (SEC) (2003). “Implications of the Growth of Hedge Funds”, September,
<http://www.sec.gov/news/studies/hedgefunds0903.pdf>,
(20.03.2009).
- UÇAR, Adil (2010). “Serbest Yükseliş”. Forbes Dergisi, Ekim.

- United States General Accounting Office (1999). "Long-Term Capital Management, Regulators Need to Focus Greater Attention on Systemic Risk", Oct.
- YEŞİLÜRDÜ, T. (2008). Türk Sermaye Piyasalarında Serbest Yatırım Fonları, www.ku.edu.tr/ku/images/CORPORATE/taliye.ppt (11.03.2011)
- YEŞİLÜRDÜ, T. (1998). "Yatırım Fonlarında Türev Araç Kısıtlamaları ve Hedge Fonlar", Sermaye Piyasası Kurulu, Yeterlik Etüdü, Temmuz.
- YILDIZ Ertugay, T. (2004). "Hedge Fonların İşleyişi", Yeterlik Etüdü, SPK, İstanbul, Haziran.
- SEC, Selected Definitions of Hedge Funds, http://www.sec.gov/spotlight/hedgelfunds/hedge-vaughn.htm#footnote_1- 25.03.2009
- SPK, Menkul Kıymet Yatırım Fonlarına İlişkin Günlük İstatistikler <http://www.spk.gov.tr/apps/MutualFundsPortfolioValues/FundsInfos.aspx?ctype=T&submenuheader=0> Erişim tarihi: 01.04.2011.