



**SERMAYE PİYASASI KURULU**  
**DENETLEME DAİRESİ**

**HEDGE FONLARIN İŞLEYİŞİ**

**YETERLİK ETÜDÜ**

**Tuba ERTUGAY YILDIZ**  
**Uzman Yardımcısı**

**İstanbul, Haziran 2004**

## YÖNETİCİ ÖZETİ

Hedge fonlar; genellikle kayıt altına alınmamış, komandit ortaklık şeklinde örgütlenmiş, menkul kıymetlerini halka arz etmeksizin yüksek gelir seviyesindeki kuruluş ve kişilere ihraç eden, yatırım fonlarından farklı olarak uzun pozisyon yanında kısa pozisyon da alabilen, kendilerine ait olmayan enstrümanları ödünç alıp açığa satarak piyasadaki düşüşlerden de kazanç elde etme imkanına sahip olan, arbitraj stratejileri kullanabilen, düşük risk altında yüksek getiri elde etme imkanı taşıyan her türlü piyasada yatırım yapabilen varlık havuzlarıdır. Hedge fonların temel amacı; volatilité ve riskin azaltılarak, sermayenin korunması ve her piyasa koşulunda mutlak getiri elde etmektir.

Hedge fonlar; “yerel” ve “offshore” olmak üzere iki şekilde kurulabilmektedir. Yerel hedge fonlar, tüm yerel ülke kanunlarına tabi olacağı için söz konusu kanunlara uymakla mükellef yatırımcılara hitap eder. 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 olmasıdır.

Hedge fonların en büyük yatırımcı kitlesi yüksek gelirli bireyler ve ailelerdir. Fakat hedge fon endüstrisinin son yıllardaki büyümesi temel olarak emeklilik planları ve vakıflar gibi kurumsal yatırımcıların da hedge fonlara artan oranlarda yatırım yapması ile açıklanabilir. 875 milyar dolarlık bir endüstri olduğu tahmin edilen hedge fon endüstrisi her yıl 4.000-5.000 civarında aktif hedge fonun kurulmasıyla yaklaşık olarak %20 oranında büyüme göstermektedir (Magnum 2004).

Bir hedge fon yatırım danışmanı, fonun aynı zamanda sponsoru, yöneticisi ve organizatörüdür. Danışman; hedge fonun sponsoru olarak fonu kurar, organize eder, bir yatırım stratejisi geliştirir, fonu pazarlar; hedge fonun yöneticisi olarak fonu yönetir.

Yatırım fonları yatırım yaptıkları varlıklara göre adlandırılırlarken, hedge fonlar danışmanlarının kullandığı yatırım stratejilerine göre sınıflandırılır. Hedge fon danışmanlarının kullandığı stratejiler, en muhafazakar stratejilerden en agresif stratejilere kadar geniş bir yelpazede yer alır. Genel bir konsensüs olmamakla birlikte yatırım

sektörü, hedge fonları kullandıkları strateji bakımından “directional (yönlü)” ve “non-directional (yönsüz)” olmak üzere ikiye ayırmaktadır. *Yönsüz stratejiler*; belirli bir piyasa ya da pazarla düşük korelasyonu olan ve piyasa şartlarına bağlı olmaksızın pozitif getiri sağlayan yatırım stratejilerinden oluşmaktadır. Bu tür stratejiler kullanılarak, kısa dönemli fiyat veya piyasa etkinsizliklerinden faydalanılır ve riskin ortadan kaldırılması amacıyla genel olarak hem uzun hem kısa pozisyon alınmasına dayanır. *Yönlü stratejiler ise*; pazardaki büyük hareketlerden faydalanmak amaçlı oluşturulan stratejilerdir. Bu grupta yer alan hedge fonlar en agresif yatırım stratejilerine sahip olanlardır ve riski sıfırlamak yerine riski üzerine alarak net alım ya da net satım pozisyonu taşırlar.

Mevzuatımızda yer alan özel fonlar, hedge fonlara benzerlik göstermekle birlikte yatırım fonu olmasından kaynaklanan temel sınırlamalar nedeniyle hedge fonlardan ayrılmaktadır. Ülkemiz hukuk sisteminde, hedge fonların komandit ortaklık olarak kuruluşunda herhangi bir hukuki engel bulunmayıp, paylarını halka arz etmeksizin, 250’den az sayıda yatırımcıya satması, sermaye piyasası mevzuatı dışında kalması sonucunu da doğurmaktadır. Diğer taraftan; yatırımcıların henüz hiç tanımadığı hedge fon sektörünün, sermaye piyasası mevzuatına tabi olmadan başıboş bırakılmaması gerektiği düşünülmektedir.

Bu çerçevede, Ülkemizde hedge fonların kurulması ancak; yatırım fonlarından ayırtılarak yeni bir sermaye piyasası kurumu olarak piyasada konumlandırılması; yatırım fonlarına göre daha serbest düzenlemelere tabi olması, bu anlamda açığa satış ve kredili işlem yapabilmesi; portföyde yer alan varlıklara çeşit ve oran açısından sınırlama getirilmemesi; uygulanacak yatırım stratejilerinin yatırımcılara açıklanmak koşuluyla tecrübeli ve alanında uzman hedge fon danışmanı/yöneticisinin iradesine bırakılması, böylece hedge fonların temelini oluşturan farklı ve çok çeşitli yatırım stratejilerinin kullanılabilmesinin önünün açılması ve “nitelikli müşteri” kavramının getirilmesi ile anlam kazanacaktır. Ülkemizde; etkin bir vadeli işlemler piyasası henüz oluşmadığı, kredili ve açığa satış işlemleri oldukça sıkı kurallara tabi tutulduğu için hedge fonların kuruluş amaçlarına hizmet edebilecek araç ve piyasalar ülkemizde yeterince gelişmemiştir. Fakat alternatif yatırım stratejileri üzerine kurulu hedge fonların zamanı gelince piyasamızdaki katılımcılar arasında yerini almasının, tasarrufların sermaye piyasasına yönelmesinde yeni bir açılım sağlayacağı düşünülmektedir.

## İÇİNDEKİLER

<b>I. GİRİŞ</b> .....	1
<b>II. HEDGE FONLARIN TANIMI, ORTAYA ÇIKIŞI VE TEMEL ÖZELLİKLERİ</b> .....	2
<b>III. YEREL VE OFFSHORE HEDGE FONLAR</b> .....	4
III.1 TANIM .....	4
III.2 YEREL HEDGE FONLARIN YAPISI .....	5
III.3 OFFSHORE HEDGE FONLARIN YAPISI .....	6
<b>IV. HEDGE FONLARIN ORGANİZASYONU VE İŞLEYİŞİ</b> .....	7
IV.1 KURULUŞ ŞEKLİ VE YATIRIMCI PROFİLİ .....	7
IV.2 YATIRIM DANIŞMANI / YÖNETİCİSİ.....	8
IV.3 ARACILAR (BROKER-DEALERS) / PRIME BROKERLAR .....	9
IV.4 OFFSHORE İDARECİLER .....	11
IV.5 BAĞIMSIZ DENETÇİLER VE DENETİM RAPORLARI .....	12
IV.6 MÜŞAVİRLER.....	14
IV.7 DANIŞMANLIK ÜCRETİ .....	14
IV.8 HEDGE FON PORTFÖYÜNDEKİ MENKUL KIYMETLERİN DEĞERLEMESİ.....	15
IV.9 RİSK YÖNETİMİ .....	16
<b>V. HEDGE FONLARIN YATIRIM STRATEJİLERİ</b> .....	17
V.1 HEDGE FONLAR TARAFINDAN KULLANILAN TEMEL YATIRIM STRATEJİLERİ .....	17
V.2 HEDGE FONLAR TARAFINDAN KULLANILAN YATIRIM STRATEJİLERİNİN KAYITLI YATIRIM ŞİRKETLERİ İLE KARŞILAŞTIRILMASI .....	20
<b>VI. HEDGE FONLARIN FAYDALARI VE HEDGE FONLARDAN KURULU FONLAR</b> .....	21
VI.1 HEDGE FONLARIN FAYDALARI .....	21
VI.2 HEDGE FONLARDAN KURULU FONLAR .....	22
VI.2.1 Kayıt Altına Alınmış HF Fonlar .....	22
VI.3 HF FONLARIN FAYDALARI .....	24
<b>VII. HEDGE FONLARA İLİŞKİN ABD DÜZENLEMELERİ</b> .....	25
VII.1 HEDGE FONLAR VE 1940 YATIRIM ŞİRKETLERİ KANUNU .....	25
VII.2 HEDGE FONLAR VE 1933 MENKUL KIYMETLER KANUNU .....	26
VII.3 HEDGE FONLAR VE 1934 MENKUL KIYMETLER BORSASI KANUNU .....	27
VII.4 HEDGE FONLAR VE 1940 YATIRIM DANIŞMANLARI KANUNU.....	28
VII.5 HEDGE FONLAR VE KARAPARANIN AKLANMASININ ÖNLENMESİNE DAİR DÜZENLEMELER .....	28
VII.6 OFFSHORE HEDGE FONLAR VE DÜZENLEME S .....	29
VII.7 HEDGE FON YATIRIMCILARINA VE POTANSİYEL YATIRIMCILARA YÖNELİK KAMUYU AYDINLATMA UYGULAMALARI.....	29
<b>VIII. HEDGE FONLARA İLİŞKİN OLARAK KARŞILAŞILAN SORUNLAR</b> .....	32
<b>IX. KONUNUN ÜLKEMİZ MEVZUATI AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ</b> .....	33
<b>X. SONUÇ</b> .....	38
<b>KAYNAKÇA</b> .....	41
<b>EK:1 HEDGE FONLARA İLİŞKİN AVRUPA BİRLİĞİ DÜZENLEMELERİ</b> .....	42
<b>EK:2 TERİMLER</b> .....	45

## KISALTMALAR

ECN	Electronic Communications Network (Elektronik İletişim Ağı)
HF Fonları	Hedge Fonlardan Kurulu Fonlar
Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
Menkul Kıymetler Borsası Kn.	1934 Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (Securities Exchange Act Of 1934)
Menkul Kıymetler Kn.	1933 Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act Of 1933)
PPM	Private Placement Memorandum (Tahsisli Satış Memorandumu)
SEC	Securities And Exchange Commission
SPKn	Sermaye Piyasası Kanunu
Tebliğ	Seri VII, No:10 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği
Yatırım Danışmanları Kn.	1940 Yatırım Danışmanları Kanunu (Investment Advisers Act Of 1940)
Yatırım Şirketleri Kn.	1940 Yatırım Şirketleri Kanunu (Investment Company Act Of 1940)

## I. GİRİŞ

Hisse senetleri piyasalarının zayıfladığı ve faizlerin düştüğü son yıllarda, her piyasa koşulunda mutlak getiri elde etmeyi amaçlayan alternatif yatırım kaynakları hedge fonlar, yatırımcıların göz bebeği haline gelmiştir. Önceleri yüksek servet sahibi bireysel yatırımcıların yer aldığı hedge fonlara artık kurumsal yatırımcılar da ciddi miktarda yatırım yapıp, portföylerindeki hedge fon yatırım oranını artırmaktadır.

Bu çalışmanın amacı; hedge fonların nasıl oluşturulduğunun, ne tür stratejileri kullandığının ve ne tür düzenlemelere tabi olduğunun araştırılarak ortaya konmasıdır. Çalışmanın genelinde; hedge fonların ABD’de ortaya çıkması, hedge fon yöneticilerinin çoğunluğunun Amerikalı profesyoneller olması, en yaygın olduğu ülkenin ABD olması ve hedge fonlara ilişkin yeni çalışmalar yaparak yeni düzenlemeler getirilmeye çalışılması nedeniyle ABD düzenlemeleri baz alınmıştır. Hedge fonlara ilişkin Avrupa Birliği düzenlemelerine ise Ek:1’de yer verilmiştir.

Çalışmanın II. Bölümü’nde hedge fonlara ilişkin genel tanımlamalar yapıp, nasıl ortaya çıktığı ve karakteristiklerinin neler olduğu anlatıldıktan sonra III. Bölüm’de yerel ve offshore hedge fon ayırımına değinilerek, bu iki tür hedge fonun organizasyon yapısı anlatılmıştır. IV. ve V. Bölümlerde hedge fonların işleyişi ve kullandıkları yatırım stratejileri anlatıldıktan sonra VI. Bölüm’de, çok sayıda hedge fona yatırım yaparak portföy oluşturan “hedge fonlardan kurulu fonlar” açıklanmıştır.

Çalışmanın VII. Bölümü’nde hedge fonların anavatanı olan ABD’de konuya ilişkin temel yasal düzenlemelerin neler olduğu açıklandıktan sonra VIII. Bölüm’de hedge fonlara ilişkin olarak yasal otoritelerin karşılaştıkları sorunlar ortaya konmuş ve IX. Bölüm’de hedge fonların Ülkemizdeki uygulanabilirliği sorgulanmıştır.

## II. HEDGE FONLARIN TANIMI, ORTAYA ÇIKIŞI VE TEMEL ÖZELLİKLERİ

Hedge fonlar, hem kısa hem uzun pozisyon alabilen, arbitraj stratejileri kullanabilen, değerinin altında fiyatlanmış bir menkul kıymeti aynı anda hem alıp hem satabilen, opsiyonlara veya tahvillere yatırım yapabilen ve düşük risk altında yüksek getiri elde etme imkanı taşıyan her türlü piyasada yatırım yapabilen fonlardır (Magnum 2004).

Securities and Exchange Commission (SEC)'in 2003 yılının Eylül ayında "Implications of the Growth of Hedge Funds" adı altında yayınlanan çalışmasında hedge fonların evrensel kabul görmüş bir tanımının olmadığı belirtilmekle birlikte hedge fon terimi, "*genel olarak menkul kıymetlerden ve belki başka varlıklardan oluşan bir havuzu elinde bulunduran, hisseleri kayda alınmaksızın halka satılabilen ve Investment Company Act 1940 (1940 Yatırım Şirketleri Kanunu) uyarınca kayıt altına alınmış bir yatırım şirketi olmayan tüzel kişilikler*"(SEC 2003) olarak tanımlanmıştır.

Yukarıda verilen her iki tanımdan da anlaşılacağı üzere; hedge fonların spesifik bir tanımını yapmak mümkün değildir. Zira; söz konusu fonların herhangi bir kanuna veya düzenleyici otoritelerin düzenlemelerine tabi olmamaları, kayda alınmaksızın hisse senetlerini ihraç edebilmeleri gibi çeşitli muafiyetleri taşımaları nedeniyle; diğer yatırım şirketlerinden farklı olarak hem yatırım yapabilecekleri araçlar hem de kullanabilecekleri yatırım stratejileri sınırsızdır.

Hedge fonların ilk ortaya çıkışı; Alfred Winslow Jones'un 1949 yılında kendisinin sınırsız sorumlu ortak (general partner-komanditer ortak) olduğu bir komandit şirket (private partnership/limited partnership) kurması ile başlamıştır. Söz konusu Fon; hakettiğinin altında değerlendirilmiş (undervalued) hisselerde alınan uzun pozisyonlar diğer senetlerde alınan kısa pozisyonlar ile karşılanacak şekilde yatırım yapılan market-neutral bir strateji üstüne kurulmuştur (HedgeCo 2004). Söz konusu fonun bir özelliği de, müşterilerin maktu bir ücret ödemek yerine, gerçekleşen karın veya kazancın %20'si oranında bir ücret ödemeleridir. Fakat Alfred Winslow Jones'un şöhretinin en büyük sebebi; komandit ortaklıkların doğru bir şekilde organize edildiklerinde Yatırım Şirketleri Kanunu 1940 (Yatırım Şirketleri Kn.)'tan muaf olabileceğini keşfetmesidir<sup>1</sup>. Söz konusu

---

<sup>1</sup> Bknz. Bölüm IV.1, s.7-8

muafiyet; diğer yatırım fonlarını veya ortaklıklarını kısıtlayan kredili alım, açığa satış gibi tekniklerin kullanılmasını sağlamıştır. Alfred Winslow Jones'un kurduğu ortaklık; genel olarak hisse senetlerine yatırım yapmış ve portföyünü sermaye piyasalarındaki hareketlere karşı korumak için kredili alım ve açığa satış işlemlerini kullanmıştır. Zamanla hedge fon olarak tanımlanan bu yapılar; diğer finansal enstrümanları da içine alacak şekilde portföylerini genişletmiş ve çok daha farklı yatırım stratejileri kullanmaya başlamıştır.

Günümüzde hedge fonlar; hisse senetlerinin yanında, sabit getirili menkul kıymetlere, değiştirilebilir menkul kıymetlere (convertible securities), döviz (currency), borsalarda işlem gören veya işlem görmeyen future kontratlarına, tezgah üstü piyasalarda işlem gören türev araçlara, mala dayalı opsiyon sözleşmelerine ve diğer menkul kıymet sayılmayan yatırım araçlarına yatırım yapabilmektedir.

Hedge fonların, ilk olarak ortaya çıktığı tarihten günümüze kadar olan seyri göz önüne alınarak, temel özellikleri aşağıda sıralanmıştır:

- Riski azaltmak, getiriyi artırmak ve hisse senedi ve tahvil piyasası ile olan korelasyonu minimize etmek için çok sayıda ve farklı finansal enstrüman kullanırlar. Tamamı olmasa da büyük bir kısmı yatırım alternatiflerini (kredili alım, açığa satış, türev araç kullanımı vb.) seçmekte esnekler.
- Yatırımlarının getirisi, değişkenliği ve riski açısından birbirlerinden farklılıklar gösterirler. Fakat büyük bir kısmı, işlem gerçekleştirdikleri piyasalardaki aşağı düşüşleri hedge etmek amacıyla yatırım stratejilerini oluşturur.
- Diğer yatırım fonlarından farklı olarak uzun pozisyon yanında kısa pozisyon da alabilirler. Diğer yatırım fonları belirli yatırımlara yatırım yapıp, getiri elde etmek için satın aldıkları araçların değerinin artmasını beklerken; hedge fonlar kendilerine ait olmayan enstrümanları ödünç alıp açığa satarak piyasadaki düşüşlerden de kazanç elde etme imkanına sahiptirler.
- Kullandığı stratejiler sayesinde piyasa ile korelasyonu sıfır olan getiri elde edebilirler.
- Pek çoğu; yüksek getiriden ziyade, sermayenin korunmasını ve istikrarlı getiri elde etmeyi temel ilke olarak belirler.



- Disiplinli ve tecrübeli profesyoneller tarafından yönetilirler. Hedge fonların yöneticileri genel olarak, sadece uzmanlaşmış oldukları alanda işlem yapıp rekabet avantajı yaratmaya çalışırlar.
- Emeklilik şirketleri, sigorta şirketleri, özel bankalar ve yüksek gelir seviyesindeki bireysel yatırımcılar; portföylerinin getirisini artırmak ve volatilitesini minimize etmek amacıyla hedge fonlara yatırım yaparlar.
- Yatırım alanındaki en iyi yöneticileri bünyelerine almak amacıyla fon yöneticilerine, performans göstergelerine göre ödeme yaparlar. Çoğunlukla fon yöneticileri de kendi paralarıyla fona yatırım yaparlar.
- ABD’de kurulmuş hedge fonlar genel olarak; 1933 Menkul Kıymetler Kanunu’na (Menkul Kıymetler Kn), 1934 Menkul Kıymetler Borsası Kanunu’na (Menkul Kıymetler Borsası Kn.), 1940 Yatırım Şirketleri Kanunu’na (Yatırım Şirketleri Kn.) ve 1940 Yatırım Danışmanları Kanunu’na (Yatırım Danışmanları Kn.) tabi değildirlir. İhraçlarını veya satışlarını kaydettirme yükümlülükleri yoktur.

875 milyar dolarlık bir endüstri olduğu tahmin edilen hedge fon endüstrisinin her yıl 4.000-5.000 civarında aktif hedge fonun kurulmasıyla yaklaşık %20 oranında büyüme gösterdiği kaydedilmektedir (Magnum 2004).

### **III. YEREL VE OFFSHORE HEDGE FONLAR**

#### **III.1 Tanım**

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. Yerel ülkede kurulu hedge fonlar, tüm yerel ülke kanunlarına tabi olacağı için söz konusu kanunlara uymakla mükellef yatırımcılara hitap eder. 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 olmasıdır.

Genellikle yerel bir hedge fonun yatırım danışmanı, offshore’da kurulu bir hedge fonla ilişkili olarak işlemlerini gerçekleştirir. Söz konusu offshore fon, yerel fondan bağımsız ayrı bir fon şeklinde olabileceği gibi; yerel ve offshore hedge fonun tek bir yönetim altında toplandığı, müşterilere farklı vergileme kategorileri altında çok sayıda ve birbirinden farklı varlık havuzları sunan “*master-feeder*” şeklinde bir yapıda da olabilir. Master fonlar genellikle, yabancı ülke kanunlarına göre bir anonim ortaklık şeklinde kurulurlar ve hisse senetlerini bir veya daha fazla sayıda yerel feeder fona veya offshore’da kurulu başka feeder fonlara satarlar. Master ve feeder hedge fonlar ortak yatırım amaçlarına ve stratejilere sahiptirler.

### III.2 Yerel Hedge Fonların Yapısı

Yerel hedge fonlar genellikle; ABD vergi kanunlarına tabi yatırımcıları çekmek amacıyla komandit ortaklık olarak kurulmayı tercih etmektedirler. Komandit ortaklık olarak kurulan hedge fonda komanditer ortak fonun yöneticisinden, komandite ortaklar ise “nitelikli müşteriler (qualified purchaser)<sup>2</sup>”den oluşmaktadır. Bunun yanısıra hedge fonlar, limited ortaklık (limited liability company) veya yeddiemince yönetilen bir girişim (business trust) olarak da kurulabilirler. Her üç kuruluş da ABD’de aşamalı vergiye tabi değildir. Yani üçünde de vergi tek bir aşamada, yatırımcının gelirini elde ettiği aşamada kesilmektedir<sup>3</sup>.

Hedge fonlarda temel yapı hedge fonun sponsorudur. Hedge fon; bir yatırım şirketi şeklinde kurulmuşsa sponsor başlangıç için gereken sermayeye iştirak eder, komandit ortaklık şeklinde kurulmuşsa sınırsız sorumlu yani komanditer ortak (general partner) ve yatırım danışmanı olarak hareket eder. Sponsor; fonu kurar, organize eder, yatırım stratejisi geliştirir, fonu pazarlar ve belli oranda da idaresini üstlenir. Yerel hedge fonlar bir veya daha fazla aracı kurumla sözleşme imzalayarak bu aracı kurumlardan

---

<sup>2</sup> Yatırım Şirketleri Kn’un 2(a)(51) Bölümü’nde “nitelikli müşteri”;

1) yatırımlarının değeri 5 milyon ABD Dolarının üstünde bulunan herhangi bir gerçek kişi,

2) yatırımlarının değeri 5 milyon ABD Dolarının üstünde bulunan bir aile şirketi,

3) “sadece fonun menkul kıymetlerini almak” amacıyla oluşturulmamış olmak şartıyla nitelikli müşteri olabilecek trust fonlar,

4) kendi hesabına veya nitelikli müşteriler hesabına hareket eden ve gönüllü olarak 25 milyon ABD Dolarının üzerinde yatırım yapan kişiler olarak tanımlanmaktadır.

<sup>3</sup> Bazı ABD eyaletlerinde ve yabancı ülkelerde limited ortaklıklar anonim şirketler gibi vergilendirildiği için, hedge fonların komandit ortaklık olarak kurulması tercih edilmektedir.

yükümlülük hesaplama<sup>4</sup> (gross clearing), netleştirme (net clearing), takas (settlement), finansal hizmetler ve çeşitli arazi hizmetleri sağlar. Yerel bir hedge fonda ayrıca; işlemci brokerlar (executing brokerlar), hukukçular, muhasebeciler, saklamacılar, idareciler (administrator) çalışmaktadır. Yerel hedge fonlarda; yatırım şirketlerindekiinden farklı olarak, yönetim kurulu veya buna benzer başka bir idare organı bulunmamaktadır. Hedge fonların organizasyon yapısı IV. Bölüm’de ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

### **III.3 Offshore Hedge Fonların Yapısı**

Offshore hedge fonlar; ABD dışında kurulmuş, menkul kıymetlerini çoğunlukla yabancı yatırımcılara ihraç eden, fakat Amerikan yatırımcıları ile de sözleşmeler yapan yatırım şirketleri olarak tanımlanmaktadır (Crshome 2004). Nitekim offshore hedge fonların portföyü; Amerikalı ihraççılar tarafından ihraç edilmiş Amerikan sermaye piyasalarında işlem gören menkul kıymetlerden oluşmaktadır. Bununla birlikte offshore hedge fonların yöneticileri genel olarak Amerikalı para yöneticileridir.

Offshore hedge fonlar; Cayman Adaları, Virgin Adaları, Bahamalar, Panama, Hollanda Antilleri veya Bermuda gibi offshore merkezlerde; yabancı finans kurumları tarafından, yerel finans kurumları ile onların istirakleri tarafından veya yabancı ülkelerde çok sayıda potansiyel yatırımcısı bulunan yatırım yöneticileri tarafından anonim ortaklık şeklinde kurulurlar. Offshore hedge fonlara; emeklilik fonları, hayır dernekleri (charitable trusts), vakıflar gibi ABD’de vergiden muaf olan kuruluşlar ile ABD’de yerleşik olmayanlar yatırım yapmaktadır. ABD’de vergiden muaf olan yatırımcılar, komandit ortaklık şeklinde kurulmuş yerel bir hedge fona yatırım yaptıklarında belirli hallerde vergiye tabi olabilecekleri için offshore hedge fonlara yatırım yapmaktadır. Zira; ABD’nin gelir vergisi kanunlarına göre, vergiden muaf olan bir kuruluş borç para almayı içerecek bir yatırım stratejisini kullanıyorsa “esas faaliyet dışı vergilenebilir gelir” (unrelated business taxable income-UBTI) adı altında vergi ödemekle mükellef olup, UBTI vergisinden ancak yabancı kuruluşlara yatırım yaparak kaçınabilir.

Offshore hedge fonların, yerel ülkedeki yatırımcıları kendine çekebilmesi, yerel ülkedeki hedge fonlara ilişkin düzenlemelere bağlıdır. Offshore hedge fonlar; genel olarak bir yatırım danışmanı ile sözleşme imzalar, bu yatırım danışmanı da ABD’deki bir

---

<sup>4</sup> Clearing; gross clearing ve net clearing olmak üzere ikiye ayrılır. Gross clearing; alım satımların ayrı ayrı ele alınarak yükümlülüklerin hesaplanmasıdır. Net clearing ise; alım ve satımların netleştirilerek yükümlülüklerin hesaplanmasıdır.

kuruluşu alt danışman olarak görevlendirir. Offshore hedge fonların çoğunlukla bir fon idarecisi (fund administrator) bulunur. Hedge fon idarecisi, offshore’da bulunur ve menkul kıymetleri değerlemede, fonun net aktif değerini hesaplamada, fonun kayıtlarını tutmada, yatırımcıların işlemlerini gerçekleştirmede, fon muhasebesini ve diğer işleri yerine getirmede fon danışmanına yardımcı olur. Offshore hedge fonun sponsoru, fonun işlemlerinin denetimini sağlamak amacıyla bir yönetim kurulu atar. Özellikle son zamanlarda kurulan hedge fonlarda; yönetim kurulu üyeleri fonun danışmanından bağımsızdırlar (SEC 2003).

#### **IV. HEDGE FONLARIN ORGANİZASYONU VE İŞLEYİŞİ**

##### **IV.1 Kuruluş Şekli ve Yatırımcı Profili**

Yerel hedge fonlar genellikle; ABD vergi kanunlarına tabi yatırımcıları çekmek amacıyla komandit ortaklık olarak kurulmayı tercih etmektedirler. Zira; komandit ortaklıklar aşamalı vergiye tabi olmayıp, vergi tek bir aşamada, yatırımcının gelirini elde ettiği aşamada kesilmektedir. Bununla birlikte; komandit ortaklıklar doğru bir şekilde organize edildiklerinde Yatırım Şirketleri Kn.’dan muaf olmaktadır. Yatırım Şirketleri Kn.’da yatırım şirketi tanımına girmekten muaf olmayı sağlayan iki muafiyet bulunmaktadır:

- 1) Kn’un 3 (c) (1) maddesine göre; ihraçcının çıkarılmış sermayesini elinde bulunduran yatırımcı sayısı en fazla 100 ise ve ihraççı menkul kıymetlerini halka arz etmemişse veya halka arz anlamına gelebilecek herhangi bir çağrıda bulunmamışsa söz konusu menkul kıymetleri ihraç eden ortaklık yatırım şirketi tanımına girmemektedir.
- 2) Kn’un 3 (c) (7) maddesine göre; ihraççı çıkarılmış sermayesini sadece “nitelikli müşterilere” (qualified purchaser) satmışsa ve söz konusu satış halka arz tanımına girecek bir şekilde yapılmamışsa söz konusu menkul kıymetleri ihraç eden ortaklık yatırım şirketi tanımına girmemektedir.

Söz konusu muafiyetler; diğer yatırım fonlarını veya ortaklıklarını kısıtlayan kredili alım, açığa satış gibi tekniklerin kullanılmasını sağlamaktadır. Offshore hedge fonlar ise genellikle yatırım şirketi olarak kurulurlar.

Hedge fonların, en büyük yatırımcı kitlesi yüksek gelirli bireyler ve ailelerdir. Fakat hedge fon endüstrisinin son yıllardaki büyümesi temel olarak kurumsal yatırımcıların da hedge fonlara yatırım yapması ile açıklanmaktadır (SEC 2003). Emeklilik planları, vakıflar gibi kurumsal yatırımcılar; portföylerinin geleneksel yatırım araçlarından oluşan kısmını mutlak getiri sağlayacak alternatif yatırım araçlarına kaydırarak giderek daha fazla oranda hedge fonlara yatırım yapmaya başlamışlardır. Bununla birlikte kurumsal yatırımcılar giderek daha fazla oranda hedge fonlardan kurulu fonlara (Fund of Hedge Funds-FOHFs) yatırım yapmaktadırlar.

#### **IV. 2 Yatırım Danışmanı / Yöneticisi**

Bir hedge fon yatırım danışmanı, fonun aynı zamanda sponsoru, yöneticisi ve organizatörüdür. Danışman; hedge fonun sponsoru olarak fonu kurar, organize eder, bir yatırım stratejisi geliştirir, fonu pazarlar; hedge fonun yöneticisi olarak fonu yönetir. Hedge fon yatırım danışmanları genellikle; trader, analist veya portföy yöneticisi olarak çalıştıkları büyük finans kurumu veya bankalardan kendi işlerini kurmak için ayrılmış profesyonellerdir. Hedge fon komandit ortaklık olarak ABD’de kurulmuşsa yatırım danışmanı, komanditer ortak olarak hedge fonun ortaklık sözleşmesinin hazırlanmasından ve tescilinden sorumludur. Hedge fon offshore’da kurulu bir yatırım şirketi ise fonun yatırım danışmanı aynı zamanda fonun yöneticisi olup fonun kuruluş işlemlerinden, “Private Placement Memorandum” (Tahsisli Satış Memorandumu-PPM) formunun hazırlanmasından ve bu formun tescilinden sorumludur.

Yatırım danışmanları; yatırımcılarla olan ilişkilerden, fonun performansına ilişkin olarak yatırımcılara periyodik olarak raporlamalar yapılmasından ve hedge fonun kuruluş aşamasında pazarlamadan ve menkul kıymetlerin yatırımcılara dağıtılmasından sorumludur.

Hedge fon yatırım danışmanlarının yetenekleri ve yaptıkları işlerin çeşitliliği değişkendir. Bazı yatırım danışmanları milyar dolarlar tutarında yatırımları yöneten sofistike kişiler olup; çok sayıda portföy yöneticisi, analist, broker, risk yöneticisi, hukuk müşaviri ve diğer operasyonel işlere ilişkin personel ile çalışırlar. Bazı yatırım danışmaları ise daha küçük yatırımları yönetirler, genellikle yatırım danışmanlığı yapmaya yeni başlamışlardır ve portföy yönetimi, operasyon ve risk yönetimi gibi

hizmetleri birarada veren bir kişi ile çalışırlar. Bu nedenle hedge fonun taşıdığı risklerden biri, yatırım danışmanının kapasitesi ve nitelikleri ile ilgilidir.

#### **IV. 3 Aracılar (Broker-Dealers) / Prime Brokerlar**

Hedge fonlara genellikle “tam yetkili aracı (full-service broker-dealer)” denen büyük aracı kurumlar hizmet verir. Tam yetkili aracılar, alım-satım aracılık gibi temel aracılık hizmetleri yanında “birinci sınıf aracılık (prime brokerage)” denilen hizmetleri de veren, yüksek sermayeye sahip, daha çok yatırım bankası şeklinde kurulmuş aracı kurumlardır. “Prime brokerage”; menkul kıymet alım-satım işlemlerinin netleştirilmesini ve takasını sağlamak ve yatırım danışmanlığı, portföy yöneticiliği gibi diğer hizmetleri de sunmak amacıyla büyük bireysel yatırımcılara, kurumsal yatırımcılara ve hedge fonlara hizmet vermek için tam yetkili aracılar tarafından geliştirilmiş bir sistemdir. Hedge fonun yatırım danışmanı, bir kaç tam yetkili aracının sunduğu spesifik hizmetleri ve bunların uzmanlık alanlarını kendi hedge fonunun stratejilerine uygunluğu açısından inceleyerek prime brokerları seçer. Aracıların verdikleri temel hizmetlerden birkaçı aşağıda açıklanmıştır:

- **Streamlined Trading:** Hedge fonlar, sahip oldukları menkul kıymetleri ve fonları prime brokerda açılmış bir hesapta tutarlar. İşlemci brokerlar işlemlerini; hedge fon hesabına, prime broker adına prime broker nezdinde açılmış hesaptan gerçekleştirirler. İşlemler gerçekleştirildikten sonra işlemci broker ve hedge fonun danışmanı, prime brokera işlemlerin detaylarını raporlar ve prime broker da işlemci brokerların<sup>5</sup> gerçekleştirdikleri hedge fonun işlemlerinin netleştirme ve takasını gerçekleştirip saklamasını yapar. Prime brokerın netleştirme, takas ve saklama hizmetlerini birarada vermesi nedeniyle verdiği hizmetlere “streamlined trading” denmektedir.
- **Ödünç Menkul Kıymet İşlemleri:** Hedge fonların yatırım stratejileri çoğunlukla açığa satış işlemlerini içerdiği için aracıların kredi kullandırma kapasitesi kritik bir rol oynar. Bu nedenle prime brokerlar, banka ve aracı kurumlarla olan ilişkilerini kullanarak, hedge fonların açığa satış işlemlerini gerçekleştirmesini sağlamak amacıyla müşterilerine kullandırabileceği menkul kıymetleri bulmaya çalışır.

---

<sup>5</sup> “İşlemci broker”lar; borsadaki ya da tezgahüstü piyasadaki alım-satımları gerçekleştirirler. En iyi alım-satım; hedge fonun yatırım danışmanı tarafından belirlenir ve bir kaç işlemci broker tarafından gerçekleştirilmeye çalışılır. Bu nedenle; işlemci broker ile prime brokerın aynı kişi olması zorunlu değildir.

- **Kredili İşlemler:** Aracılar, müşterilerinin işlemlerini kolaylaştırmak amacıyla, kredili hesap açarlar, kredi kullanırlar ve kredili işlemlere ilişkin diğer hizmetleri verirler. Prime brokerlar; gerek yasal düzenlemeler gerekse kendi iç kontrol sistemleri nedeniyle hedge fonlara kullandırdıkları krediler için hedge fonlardan başlangıç teminatı almakla ve menkul kıymetlerin fiyatında görülen değişimler nedeniyle teminat oranlarını başlangıç ve sürdürme teminatlarını gözeterek takip etmekle yükümlüdürler.
- **Sermaye Tanıtımı (Capital Introduction):** Hedge fon danışmanlarını potansiyel hedge fon yatırımcıları ile tanıştırmak amacıyla verilen bir hizmettir. Bu kapsamda prime brokerlar; hedge fonlar hakkında bilgi edinmek isteyen kurumsal yatırımcılar ve müşavirler için düzenlenen seminerlere sponsor olurlar, hedge fonların danışmanlarına potansiyel yatırımcıları kazandırmak için birebir görüşmeler düzenlerler veya pazarlama faaliyetlerinde bulunurlar.
- **Başlangıç Hizmetleri (Start-up Services):** Aracılar; henüz işin başında olan yatırım danışmanlarına, kurduğu hedge fonu faaliyete geçirmek için gerekli hizmetleri verecek avukat, muhasebeci veya diğer servis sağlayıcılarını tavsiye edebilir, back-office desteği sağlayabilir, danışmanın çalışabileceği bir ofis temin edebilir.
- **Periyodik Raporlama:** Bazı aracılar; hedge fonun yatırım danışmanına yatırım danışmanının isteğine göre uyarlanmış periyodik raporlar<sup>6</sup> sunar.
- **Araştırma:** Bazı aracılar, hedge fonun danışmanının ilgilendiği spesifik piyasalara veya menkul kıymetlere ilişkin düşük maliyetli özel araştırmalar yapar.
- **Değerleme:** Bazı aracılar, menkul kıymetlerin değerlemesini yapar.
- **Teknoloji:** Bazı aracılar, hedge fonların başlangıç aşamasını kolaylaştırmak amacıyla raporlama sistemleri, software, işlem sistemleri, ECN<sup>7</sup>lere bağlantı, risk yönetim sistemleri gibi teknolojik hizmetler sunar.
- **Operasyonel Hizmetler:** Aracılar, hedge fon kurmak için araştırmalar yapan kişilere;
  1. Fonun kuruluşu için yatırımcılardan istenecek iştirak taahhütlerinin asgari ve azami oranları ve yatırımcıların beklediği getiri oranları hakkında tavsiyelerde bulunur,

<sup>6</sup> Menkul kıymetlerin gün sonu fiyatlarını yansıtan raporlar, VAR, likidite veya stres testi gibi risk yönetimine ilişkin raporlar; yatırım danışmanının yatırımcıları hedge fona çekmesini sağlayacak sınırlı bilgilendirme raporları.

<sup>7</sup> ECN (Electronic Communications Network - Elektronik İletişim Ağı); bilgisayar ağlarını kullanarak internet üzerinden hisse senedi işlemleri yapmayı sağlayan alternatif işlem sistemlerinin (ATS-Alternative Trading Systems) bir çeşididir. Bir çeşit online menkul kıymet piyasasıdır.

2. Menkul kıymetlerin ihracına ilişkin belge ve raporların hazırlanması hizmetini sunar,
3. Hedge fonun yatırımlarını destekleyecek stratejilere ilişkin bilgi sağlar,
4. Nakit fazlası için uygun yatırım alternatiflerine ilişkin tavsiyelerde bulunur,
5. Potansiyel yatırımcılardan gelen bilgi taleplerini fona yönlendirir.

Prime brokerlara ödenecek ücretler, verdikleri hizmete bağlı olarak değişir. Bazı aracılar ücret tarifesine sahip olmakla birlikte, pek çoğu her vaka için ayrı pazarlık yaparak ücreti kesinleştirir ve ücretler genellikle sözlü anlaşmalar ile belirlenir, yazılı resmi bir sözleşme ile düzenlenmez. Prime brokerlar hedge fonlara sundukları hizmetler sonucunda; komisyonlardan, spreadlerden<sup>8</sup>, idari ücretlerden, ticket ücretlerinden (ticket charges)<sup>9</sup>, kendi sağladıkları hisse senedi ödünç işlemlerinden, fonu finanse ettikleri pozisyonlar için aldıkları kredi faizlerinden ve aracılık ettikleri ödünç işlemlerinden getiri elde ederler.

#### IV.4 Offshore İdareciler

Offshore hedge fonlardaki yatırım danışmanları, çeşitli operasyonel hizmetleri veren offshore idareciler konumundadırlar. Söz konusu idareciler başlangıçta, offshore hedge fonların tabi olduğu bazı Amerikan vergi hükümleri<sup>10</sup> konusunda danışmanlık hizmeti verirken, söz konusu vergi hükümlerinin kalkmasıyla yatırımcı seçimi ve uygunluğu konusunda hedge fonlara hizmet vermeye başlamışlardır. Offshore idareciler;

- offshore hedge fonun, ilgili ülkenin kanunlarına uygun olarak kurulmasında ve söz konusu ülke kanunlarına uygun olarak işleminde,
- yatırımcılar ve yönetim kurulu üyeleri ile yapılacak görüşmelerin organize edilmesinde,
- muhasebe, kayıtların tutulması ve raporlama hizmetlerini vererek; gelir ve giderlerin hesaplanmasında,

---

<sup>8</sup> Örneğin; hedge fon müşterilerinin kredili işlemlerini finanse eden bir prime broker, kendisinin borç verme maliyeti ile hedge fonun aldığı borç nedeniyle hedge fona uyguladığı oran arasındaki spread nedeniyle gelir elde eder. Benzer şekilde açığa satış işlemlerini düzenleyen bir prime broker, ödünç alanın verdiği teminattan elde ettiği faiz ile vade sonunda ödünç alandan iskontolu olarak geri aldığı teminatın iskonto oranı arasındaki spreadten gelir elde eder.

<sup>9</sup> Prime brokerların, gerçekleştirdikleri her işlem (transaction) için aldıkları ücret.

<sup>10</sup> 1998 yılından önce Internal Revenue Service (IRS) sadece; ABD dışındaki ofisleri aracılığıyla “on emir (Ten Commandments)” adı verilen spesifik hizmetleri veren offshore hedge fonları, ana ofisleri ABD’de olsa dahi, Amerikan vergi sisteminden istisna tutmakta idi. Daha sonra Taxpayer Relief Act of 1997’nin yürürlüğe girmesinden sonra, offshore hedge fonların Amerikan vergilerinden muaf olması için on emir adı verilen hizmetleri verme yükümlülüğü ortadan kalktı.



- fonun mali işlerine ilişkin olarak bazı işlemlerin denetiminde fon danışmanına yardımcı olurlar. Offshore idarecinin verdiği hizmetler arasında en önemli olanı; fonun portföyünde yer alan menkul kıymetlerin fiyatlamasında fon danışmanına yardımcı olmasıdır. Söz konusu hizmetin sağlanmasında idareci açısından en önemli husus, kendisiyle yapılan sözleşmenin kapsamına bağlı olarak fonun yatırım stratejilerinin ve yatırım yaptığı menkul kıymetlere ilişkin fiyatların kolay bulunabilir olmasıdır. Zira bazı idareciler, hedge fonun yatırım yaptığı bazı spesifik menkul kıymetlerin serbest fiyatlarına ulaşamaz ve fon danışmanı tarafından kendisine sağlanan değerlemeleri baz alarak fonun net aktif değerini hesaplar<sup>11</sup>.

Offshore kanunları, kendi sınırları içinde faaliyet gösteren offshore hedge fon idarecilerine ilişkin olarak lisanslama, denetim ve kayıt tutma hususlarında yasal düzenlemeler getirir. Örneğin Bahamalar, Bermuda, Virgin Adaları ve Cayman Adaları gibi offshore hedge fonların en çok kurulduğu yerlerde; yatırım havuzlarının yönetimi ve faaliyetlerini, hedge fonlara yatırım havuzu idareciliği hizmeti verenleri ve hedge fon idarecilerini kapsayan yasal düzenlemeler bulunmaktadır. Söz konusu düzenlemeler; idarecilerin lisans almasını, düzenleyici otorite tarafından uygun görülen bir denetçi tarafından lisanslı idarecilerin kendi hesaplarını denetlettirmesini zorunlu kılmaktadır. Kayıt tutmaya ilişkin olarak ise söz konusu yasal düzenlemelerde; lisanslı idarecilerin karaparanın aklanmasının önlenmesine dair mevzuata tabi olduğu belirtilerek idarecilere ayrıca; kayıt tutma, müşteriye tanıma ve şüpheli gördükleri işlemleri ilgili otoriteye bildirme yükümlülüğü getirilmektedir.

#### **IV.5 Bağımsız Denetçiler ve Denetim Raporları**

Kayıt altına alınmış yatırım şirketlerinden farklı olarak, hedge fonların mali tablolarının denetlenmesi yükümlülüğünü getiren herhangi bir yasal düzenleme bulunmamaktadır. Fakat; hedge fon ile yatırımcıları arasındaki sözleşmeye bağlı olarak, hedge fonlar mali tablolarının yıllık denetimini yaptırabilir. Hedge fonların yıllık denetimini yapan bağımsız denetçiler, fonun mali tablolarının genel kabul görmüş muhasebe standartlarına (Generally Accepted Accounting Standards in The U.S) uygunluğunu denetler ve bir görüş verir. Bağımsız denetimin tamamlanmasından sonra,

---

<sup>11</sup> Hedge fonların PPM'lerinde tipik olarak, komandite ortağın/yöneticinin menkul kıymetlerin değerlemesinde nihai otorite olduğu hükmü bulunmaktadır.

fonun yatırımcı ile yapmış olduğu sözleşmeye bağlı olarak, yatırım danışmanı bağımsız denetim raporunu ve fonun mali tablolarını fonun yatırımcılarına gönderir<sup>12</sup> (SEC 2003).

Yatırım şirketlerinin bağımsız denetimine benzer olarak, bağımsız denetçiler hedge fonun iç kontrol sistemlerinin değerlendirilmesini, varlıklarının gerçekte var olup olmadığının tespitini, sermaye işlemlerinin, gelirlerinin, giderlerinin ve borçlarının doğruluğunu bir dizi test uygulayarak denetler. Bağımsız denetim testleri ile ayrıca; hedge fon ortaklarının sermaye dengelerinin, yönetim ücreti ve teşvik primi hesaplamalarının ve net aktif değer hesaplamalarının doğruluğu tayin edilir.

Bir hedge fonun bağımsız denetimi, bir yönetim şirketinin bağımsız denetimi ile birebir aynı olmak zorunda değildir. Bir hedge fonun bağımsız denetimi örneklem yoluyla yapılabilirken, bir yatırım şirketinin %100 denetimi yapılır. Bir hedge fonun genel kabul görmüş muhasebe standartlarına göre bağımsız denetimi yapılıyorsa; bağımsız denetçiler fonun makul değer (fair value) üzerinden yapılan değerlemelerinin, fonun PPM'ine veya esas sözleşmesine uygunluğunu gözden geçirmekle ve uygulanan prosedürlerin yerindeliğini saptamakla yükümlüdürler.

Her ne kadar bir yatırım şirketi ile bir hedge fon uyguladıkları değerlendirme hükümleri açısından benzer bir bağımsız denetim geçirseler de; hedge fonun değerlendirme uygulamalarının doğruluğuna ilişkin bağımsız denetim iki nedenle daha az ikna edicidir: Birincisi; hem yatırım kararlarını veren hem de portföydeki varlıkların değerlemesinde tam takdir yetkisi olan fon danışmanının yaptığı değerlendirmeler üzerinden hedge fon değerlemelerinin bağımsız denetimi yapılır. Söz konusu değerlendirme uygulaması yatırım şirketlerindeki yetki delegasyonu hükümlerine aykırıdır. Zira yatırım şirketlerinde yönetim kurulu, değerlemeye ilişkin prosedürü belirleyip danışmanlarca yapılan değerlemeleri bağımsız olarak gözden geçirmekle yükümlüdür. İkinci olarak; hedge fonların bağımsız denetimi örneklem yöntemiyle yapılır ki bu yöntem %100 denetime tabi tutulan bir yatırım şirketindekinden daha dar kapsamlı bir denetim demektir.

---

<sup>12</sup> ABD'de kurulu hedge fonların bağımsız denetimini yapan denetçilerin; Amerikan Yetkili Kamu Muhasebecileri Birliği'nin (American Institute of Certified Public Accountants-AICPA) veya Muhasebe Kurulu'nun (State Board of Accountancy) bağımsız olma standartlarına uygun olması yeterlidir. Bir hedge fonun, Amerikan genel kabul görmüş muhasebe standartlarına (GAAS) göre bağımsız denetimi yapılıyorsa; bağımsız denetçilerin AICPA'nın Yatırım Şirketleri Denetimi ve Muhasebesi rehberini takip etmeleri gerekmektedir.

#### **IV.6 Müşavirler**

Hedge fon müşavirleri, hedge fonun yatırımcılarına ve hedge fonun kendisine hizmet veren üçüncül şahıslardır, hedge fonun bünyesinde yer almazlar. Müşavirler;

- yatırımcının yatırım tercihleri ve risk toleransını göz önünde bulundurarak hedge fonun yatırımlarının yatırımcıya uygunluğunu tayin eder, yatırımcının portföyündeki varlık dağılımına ilişkin kararlarına yardımcı olur,

- hedge fonun yatırımcılarına; eğitim hizmeti ve hedge fonun ihraçlarının ve ortaklık yapısının analizi, fonun tarihsel getiri bilgilerinin dosyalanması, fon danışmanının geçmişine ilişkin bilgi sağlanması ve bir hedge fonun operasyonel kapasitesinin tayini gibi due-diligence hizmetleri verir,

- yatırımcıların bir hedge fona yatırım yapmasından sonraki aşamalarda; hedge fonun danışmanı ile düzenli görüşmeler yaparak fonun idaresinin ve yatırımlarının izlenmesi ve aynı yatırım stratejilerini kullanan diğer hedge fonlar ile karşılaştırmalı olarak fonun performansının ölçülmesi konularında yatırımcılara yardımcı olur.

Müşavirler, hedge fonun danışmanına yeni yatırımcıların fona uygunluğunu belirlemede yardımcı olabilirler.

Hedge fonun danışmanına ve yatırımcılarına hizmet veren müşavirler bir yandan da kendi özel hedge fonlarını yönetir ve yönettikleri bu fonun ürünlerini yatırımcılara satar. Bu nedenle de müşavir hizmetleri bazı çıkar çatışmalarını da beraberinde getirir. Zira bir hedge fon müşaviri; bir yandan hedge fon yatırımcılarına tavsiyelerde bulunur ve karşılığında ücret alır, bir yandan hedge fonlara pazarlama hizmeti verir ve karşılığında bir ücret alır, bir yandan da kendi özel hedge fonunun ürünlerini pazarlar.

#### **IV.7 Danışmanlık Ücreti**

Bir hedge fon yatırım danışmanı; verdiği hizmetler karşılığında “yönetim ücreti (investment management fee)” ve “teşvik primi (incentive allocation)”nden oluşan bir gelir elde eder. Bir hedge fonun gelirleri ve ödenecek vergileri, fonun kuruluş yeri ve organizasyonel yapısı ile içiçe geçmiştir.

Yönetim ücreti, kayıt altında olan yatırım şirketlerinin yatırım danışmanlarına ödediği yatırım ücretlerine benzer olarak fonun aktif değeri üzerinden belirlenir ve genellikle net aktif değerinin % 0.5’i oranındadır. Teşvik primi ise, hedge fonun yatırım

danışmanına ödenen bir ücret olmayıp, komanditer ortağa ortaklığın karından ayrılan kısımdır. Komandit ortaklık şeklinde kurulmuş bir hedge fonun komanditer ortağı, fonun aynı zamanda yöneticisi, sponsoru ve danışmanı olduğu için hem yönetim ücreti hem de teşvik primi alır. Teşvik primleri ise tahakkuk eden veya henüz tahakkuk etmemiş ama gerçekleşmiş gelirin çoğunlukla %20'si oranında hesaplanan bir çeşit performans ücretidir. Teşvik primleri net aktif değer üzerinden ödenen ücretlerle karşılaştırıldığında genellikle; hedge fon danışmanlarının müşterilerin varlıklarıyla daha çok risk alması için teşvik edildiği yaratıcı bir politika olarak algılanmaktadır.

Hedge fon yatırımcıları genellikle, fon danışmanının gereksiz riskleri almasının önüne geçmek amacıyla danışmanın da fona önemli miktarda finansal yatırım yapmasını şart koşar. Yatırımcıları korumak amacıyla bazı ortaklık sözleşmelerinde ise yatırım danışmanının teşvik primi alması; fonun basamak şeklinde düzenlenmiş eşik getiri oranlarını aşması koşuluna bağlanmış olup, kötü performans gösteren danışmanların teşvik primi almasının önüne geçilmiştir. Hedge fonların faaliyetlerine devam edebilmesi için sürekli olarak pozitif performans göstermeleri, konulan eşik değerleri aşmaları gerekmektedir. Zira; bir hedge fon danışmanının fondan elde ettiği getirinin önemli bir kısmını teşvik primi oluşturmada, danışman fonun kötü performans göstermesi nedeniyle teşvik primi alamayınca fonun işleri yürümektedir.

#### **IV.8 Hedge Fon Portföyündeki Menkul Kıymetlerin Değerlemesi**

Likit menkul kıymetlere yatırım yapan hedge fonların yatırım danışmanları, portföylerindeki menkul kıymetleri varsa borsa fiyatı üzerinden, borsa fiyatı olmayan menkul kıymetleri<sup>13</sup> ise makul değer (fair value) üzerinden değerlerler<sup>14</sup>.

Bir yatırım şirketinin portföyündeki menkul kıymetlerin değerlendirilmesi ile hedge fonun portföyündeki menkul kıymetlerin değerlendirilmesi arasındaki temel fark; yatırım şirketinin danışmanının yaptığı değerlemeler üzerinde şirket yönetim kurulunun bağımsız denetim yetkisi varken, hedge fon danışmanının menkul kıymetlerin değerlendirilmesinde tam bir takdir yetkisinin bulunmasıdır. Örneğin bir hedge fon; halka açık olmayan bir şirketin

---

<sup>13</sup> Hedge fonların; bir takım borçlanma araçları, halka arz edilmeksizin özel olarak ihraç edilmiş veya fiyatlaması zor olan menkul kıymetler gibi likit olmayan menkul kıymetleri makul değer üzerinden değerlendirilmesi beklenir.

<sup>14</sup> Fon danışmanları genellikle makul değeri; söz konusu varlığın satılması durumunda elde edilecek paranın (net gerçekleşebilir değer) esas alındığı muhasebe standartlarını kullanarak belirler.

hisse senetlerini maliyet bedeli ile kaydedip, söz konusu senetlerin işlem göreceği bir piyasa açılana kadar veya şirket yeni bir sermaye artırımını yapana kadar değerlendirme yapmayabilir.

Hedge fonlar; bazı menkul kıymetleri “yan cep (side pockets)”e ayırır ve fonun net aktif değer hesabında dikkate alınmaması için değerlemesini söz konusu menkul kıymet likidite edilinceye kadar yapmaz. Bu uygulamanın nedeni; yanlış zamanlarda fondan para çekilmesine karşı yatırımcıları korumaktır. Zira; fon danışmanları/komanditer ortak öncelikle en likit olan varlıkları elden çıkarmak ister ve likit varlıkları elden çıkardıktan sonra komanditer ortak parayı ortaklıktan çeker, bu durumda fonun likit olmayan kısmı önemli derecede artar ve kalan ortakların yatırımlarının önemli bölümü likit olmayan varlıklardan oluşur. “Yan cep” muhasebesi ile; fondan para çekilmeleri yaşandıktan sonra, fonda kalan likit olmayan varlık riski azaltılmaya çalışılır.

Değerleme uygulamalarında hedge fonlar, hedge fon bünyesinde yer almayan üçüncül gruplardan yardım alabilir. Pek çok hedge fon, fon danışmanına makul değer tespiti veya borsa değerlerinin araştırılmasında yardımcı olması için dışardan bağımsız fiyatlama hizmeti alır. Prime brokerlar veya fon bünyesinde yer almayan offshore hedge fon idarecileri; fona verdikleri hizmet paketinin bir parçası olarak değerlendirme işine de yardımcı olurlar; portföyün değerlemesini gözden geçirirler, değerlemede kullanılacak bağımsız fiyatları sağlarlar, hesaplamaların mutabakatını yapıp fonun net aktif değerini hesaplar ve raporlarlar. Elbette, fonun değerlemesinde üçüncül bir gruptan yardım alarak hesaplanan net aktif değer doğruluğunu güçlendirmek; fon danışmanı ile üçüncül grup arasındaki ilişkiye ve yapılan sözleşmede değerlendirme işinde üçüncül gruba ne kadar sorumluluk verildiğine bağlıdır. Üçüncül gruba sadece fiyatları iletip hesaplamaları kontrol etme görevi verilip, fiyatların doğruluğu konusunda herhangi bir sorumluluk yüklenmezse, hesaplamaların doğruluğu da o kadar tartışmalı olacaktır.

#### **IV.9 Risk Yönetimi**

Hedge fon danışmanlarının; hesaplanan riskleri elimine eden veya söz konusu riskleri üzerine alan yatırım stratejilerini kullanarak yatırımcılar için pozitif getiri elde etmeleri beklenir. Hedge fon danışmanlarının oldukça geniş ve sebest bir hareket alanının

olması ve bazı hedge fonların uyguladığı agresif stratejilerin ciddi kayıpları beraberinde getirmesi nedeniyle etkili bir risk yönetim sistemi, fonun devamı ve istikrarı için şarttır. Hedge fonların kullandığı risk yönetim sistemleri değişkendir. Büyük ve portföyündeki menkul kıymet çeşitliliği fazla olan hedge fonlar genellikle kendi kaynak ve personelini kullanarak iç risk kontrol sistemi oluşturur. Yeterli kaynağı ve personeli olmayan yatırım danışmanları ise risk yönetimi hizmetini dışardan ( prime brokerlar gibi) sağlar.

Risk yönetimi genel olarak yatırımlar gerçekleştirildikten sonra karşılaşılan riskleri tespit etme ve risklerin büyüklüklerini ölçerek takibini yapmayı sağlayan bir gözetim fonksiyonudur. Etkili risk yönetim sistemleri, hedge fonun danışmanının riskin çeşitli boyutlarını tespit etmesini, ölçmesini, gözetimini yapmasını ve yönetmesini gerektirir. Her hedge fon farklı kaynaklara ve yatırım stratejilerine sahip farklı danışmanlar tarafından yönetildiği için söz konusu sistemler her fonda farklılık gösterir. Genel olarak hedge fonun riski üçe ayrılır; portföy riski, kaldıraç riski ve operasyonel risk. Portföy riski ise piyasa riski, likidite riski ve kredi riski olarak kendi içinde üçe ayrılabilir.

## **V. HEDGE FONLARIN YATIRIM STRATEJİLERİ**

Yatırım fonları yatırım yaptıkları varlıklara göre adlandırılırlarken, hedge fonlar danışmanının kullandığı yatırım stratejilerine göre sınıflandırılırlar. Hedge fon danışmanlarının kullandığı stratejiler, en muhafazakar stratejilerden en agresif stratejilere kadar geniş bir yelpazede yer alır.

### **V.1 Hedge Fonlar Tarafından Kullanılan Temel Yatırım Stratejileri**

Genel bir konsensüs olmamakla birlikte yatırım sektörü, hedge fonları kullandıkları strateji bakımından “directional (yönlü)” ve “non-directional (yönsüz)” olmak üzere ikiye ayırmaktadır. *Yönsüz stratejiler*; belirli bir piyasa ya da pazarla düşük korelasyonu olan ve piyasa şartlarına bağlı olmaksızın pozitif getiri sağlayan yatırım stratejilerinden oluşmaktadır. Bu tür stratejiler kullanılarak, kısa dönemli fiyat veya piyasa etkinsizliklerinden faydalanılır ve riskin ortadan kaldırılması amacıyla genel olarak hem uzun hem kısa pozisyon alınmasına dayanır. *Yönlü stratejiler ise*; pazardaki büyük hareketlerden faydalanmak için oluşturulan stratejilerdir. Bu grupta yer alan hedge

fonlar en agresif yatırım stratejilerine sahip olanlardır (FPAnet 2004) ve riski sıfırlamak yerine risk alarak genellikle net alım ya da net satım pozisyonu taşırlar.

## **YÖNSÜZ STRATEJİLER**

**Değiştirilebilir Menkul Kıymet Arbitrajı (Convertible Arbitrage):** Bir ortaklığın değiştirilebilir tahvil, değiştirilebilir imtiyazlı hisse senedi gibi düşük değerlenmiş olduğu düşünülen değiştirilebilir menkul kıymetlerinde uzun pozisyon alınırken, ortaklığın hisse senetlerinde kısa pozisyon alınmasıyla oluşturulan, ortaklığın menkul kıymetlerinin fiyatlama hatalarındaki hatalardan (mispricings) kazanç elde etmeye çalışan bir stratejidir. Bu stratejilerdeki temel risk karşı taraf riskidir.

**Sabit Getirili Arbitrajı (Fixed Income Arbitrage):** Hedge fonlar bu stratejiyi kullanarak; sabit getirili finansal enstrümanların fiyatlarındaki küçük farklılıklar ya da fiyatlama hatalarından yararlanarak sabit pozitif bir kazanç sağlamaya çalışırlar. Örneğin; henüz yeni ihraç edilmiş 10 yıl vadeli bir tahvilin fiyatı, daha önce ihraç edilmiş 10 yıl vadeli bir tahvilin fiyatından biraz daha yüksek olacaktır. Bir hedge fon; aradaki küçük fiyat farklılığından kazanç sağlamak için daha önce ihraç edilmiş olan tahvili alıp, yeni ihraç edilmiş olanı ise açığa satar. Buradaki temel riskler ise “süre (duration)”ye, karşı taraf riskine ve kullanılan kredinin derecesine bağlıdır.

**İstatiksel Arbitraj (Statistical Arbitrage):** Bu yöntemle, istatiksel olarak aralarında korelasyon olduğu tespit edilen araçların fiyatlarındaki farklılıklardan kazanç elde etmek amaçlanır (SEC 2003).

**Nötr Piyasa:** Genellikle aynı ihraççının farklı menkul kıymetlerinde birbirini karşılayan pozisyonlar alarak piyasa riskinin önemli bir kısmını hedge etmeyi amaçlayan stratejilerdir (Magnum 2004). Bu strateji ile, hisse senedi ve tahvil piyasası ile korelasyonu sıfır ya da çok düşük olan getiri elde etmeye çalışılır ve bu nedenle beta sıfır olacak şekilde strateji kurulur.

**Vaka Odaklı Stratejiler (Event Driven):** Bu tür stratejiler; iflas, birleşme, ele geçirme gibi tahmin edilen bir takım spesifik olaylar sonucunda oluşacak fiyatlama hatalarından çıkar sağlamak üzerine kurulmuştur. Temel risk; tahmin edilen olayların iyi kavranamamasıdır.

**Zor Durumdaki İhraççı Odaklı Stratejiler (ED Distressed Strategies):** Finansal açıdan zor durumda olan veya iflasın eşiğinde olan ihraççıların ihraç ettiği bir grup menkul kıymette pozisyon alınarak fiyat anomalilerinden kazanç elde edilmesidir. Beklenti genellikle, ihraççının finansal durumunun düzelmesi neticesinde getiri elde etmektir.

**Birleşme Odaklı Risk Arbitrajı (ED Risk Arbitrage):** Devralınan/ele geçirilen şirketin hisse senetlerinde uzun pozisyon alınırken, devralan/ele geçiren şirketin hisse senetlerinde kısa pozisyon alınmasıyla oluşturulan bir arbitraj stratejisidir. Beklenti; birleşme veya devralmanın gerçekleşmesidir.

**Çoklu Vaka Stratejileri (ED Multi-Strategy):** Vaka odaklı (ED) stratejilerin bir kombinasyonunun oluşturulmasıdır.

## **YÖNLÜ STRATEJİLER**

**Global Makro Stratejiler:** Faiz oranlarına, döviz, hisse senedi ve tahvil piyasalarına ilişkin olarak hükümetlerin uygulamalarındaki değişimler nedeniyle ülkelerin ekonomilerindeki değişimlerden kazanç elde etmek amacıyla oluşturulurlar. Öngörülemeyen piyasa hareketlerine dayanılarak global sermaye piyasalarında spekülatif amaçlı uzun veya kısa pozisyon alınır. Piyasa hareketlerinin etkisini kuvvetlendirmek için kredili işlem ve türev araçlar kullanılır.

**Uzun/Kısa Pozisyon (Long/Short Equity):** Bu stratejide de uzun ve kısa pozisyon birlikte bulunmakla birlikte piyasa nötr bir strateji değildir. Zira burada beklentilere bağlı olarak net uzun ya da net kısa pozisyon alınır. Hedge fon danışmanları genellikle teknoloji senetleri gibi spesifik sektörlerde net pozisyon alırlar.

**Yeni Gelişen Piyasalar (Emerging Markets):** Yeni gelişen piyasalarda sabit getirili finansal araçlara veya hisse senetlerine yatırım yapılmasıdır. Yeni gelişen bu tür piyasalarda yer alan açığa satış kısıtlamaları ya da gelişmiş türev araçların bulunmaması nedeniyle genellikle sadece uzun pozisyon alınarak yatırım yapılan stratejilerdir.

**Vadeli İşlem Piyasaları (Managed Futures):** Teknik bir takım göstergelere dayanılarak mal veya vadeli işlem piyasalarında yatırım yapılır.

**Tamamen Açığa Satış İçerikli Stratejiler (Dedicated Short Bias):** Türev araçlar kullanılarak veya menkul kıymet piyasaları aracılığıyla aşırı değerlenmiş menkul



kıymetlerin açığa satılmasıdır. Bu stratejide, hedge fon net satıcı konumunda olup, tamamen satış pozisyonu taşıması nedeniyle risk taşımaktadır.

## **V.2 Hedge Fonlar Tarafından Kullanılan Yatırım Stratejilerinin Kayıtlı Yatırım Şirketleri İle Karşılaştırılması**

Kayıtlı yatırım şirketleri, spesifik bir varlığın veya bir endeksin performansı (benchmark) ile yapılacak bir karşılaştırma baz alınarak görelî getiri elde etmek amacındadır. Düşen bir piyasada, bir yatırım şirketi zarar etmiş olsa dahi kıyaslarına (benchmarklara) göre daha iyi bir performans göstermişse, başarılı olarak kabul edilmekte; yükselen bir piyasada kazanç elde etmiş olsa dahi kıyaslarından daha kötü bir performans göstermişse başarısız olarak addedilmektedir. Kısaca; yatırım şirketlerinin baz aldığı “görelî getiri paradigması”nda risk, kıyaslarının altında bir performans göstermektir. Hedge fonlar ise; “mutlak getiri”yi baz alırlar ve hem yükselen hem de düşen bir piyasada mutlak getiri elde edebiliyorlarsa başarılı olarak addedilirler. “Mutlak getiri paradigması”nda risk, kar edememektir.

Yatırım şirketleri yatırım stratejilerini değiştirme konusunda hedge fonlara oranla pek serbest değildirler. Bu nedenle yatırım şirketleri; yatırımcılarına yatırım danışmanının alacağı riskler konusunda daha kesin bilgiler verir, fakat piyasa şartları değiştğinde yatırım danışmanlarına alternatif yatırım stratejilerine kayma konusunda oldukça sınırlı bir hareket alanı bırakır. Yasal olarak yatırım şirketlerine getirilmiş bir takım kısıtlamalar bulunmakla birlikte yatırım şirketlerine ilişkin sınırlamaların çoğu, yatırımcıların beklentileri ile uyumlu yatırım yapılacağı konusunda yatırımcıları ikna etmek amacıyla yatırım şirketlerinin kendileri tarafından konulmuş kurallardır<sup>15</sup>.

## **Kredili ve Açığa Satış İşlemleri Açısından Hedge Fon-Yatırım Şirketi Karşılaştırması**

Bir hedge fonun kredili ve açığa satış işlemleri sınırlandırılmamıştır. Fakat hedge fonun kredi kullandığı kuruluşlar (aracılar gibi) bazı yasal düzenlemelere tabi olduğu için; bu kuruluşlarca hedge fona bir takım yükümlülükler getirilmektedir. Örneğin, bir

---

<sup>15</sup> Yatırım şirketleri kanunu'nun 13 (a) (3) maddesi; yatırım şirketlerinin, spesifik bir sektöre yatırım yapılması gibi temel politikalarda değişikliğe neden olacak konularda öncelikle yatırımcıların onayının alınmasını zorunlu kılmış olmakla birlikte, yatırım politikalarını kısıtlayan bir hüküm getirmemiştir.

hedge fona açığa satış işlemleri için kredi açan bir aracı Düzenleme T (Regulation T)'ye uymakla yükümlü olduğu için hedge fon, açığa satış yaptığı menkul kıymetin cari piyasa değerinin %150'si oranında değere sahip NASD'ye kayıtlı bir menkul kıymeti teminat olarak yatırmakla yükümlüdür. Bununla birlikte hedge fonun, özdüzenleyici kuruluşların (SROs) açığa satış işlemlerine ilişkin olarak getirdiği "sürdürme teminatı" gibi teminatlandırmaya ilişkin bir takım ek yükümlülükleri de yerine getirmesi gerekmektedir.

Yatırım şirketleri de kredili işlemler veya açığa satış işlemleri yapabilmekle birlikte, bu tür işlemleri sınırlandırılmış ve hedge fonlar gibi serbest bırakılmamıştır. Örneğin; Yatırım Şirketleri Kn. açık uçlu yatırım fonlarının, ödünç alınan menkulün üç katı değerinde bir varlığın karşılık olarak gösterilmesi şartıyla sadece bankalardan ödünç almasına imkan tanımaktadır. SEC ve Yatırım Şirketleri Kn. hükümlerine göre, kredili işlem yapmak isteyen bir yatırım şirketi, kullandığı krediyi karşılayacak kadar likit varlık koymak şartıyla kredili işlem yapabilmektedir. Bir yatırım şirketinin yönetim kurulu, şirketin kullandığı kredilerden, açığa satış işlemlerinden ve izin verilen kredili işlemlerin riskleri ve detayları konusunda yatırımcıların aydınlatılmasından sorumludur. Kayıtlı yatırım şirketleri açığa satış işlemleri nedeniyle de; izahnamelerinde ve kamuyu aydınlatmaya ilişkin tüm belgelerde, açığa satış işlemlerinin riski konusunda yatırımcıları bilgilendirmekle yükümlüdür. Tüm bu yükümlülüklerin yanında; yatırım şirketleri Yatırım Şirketleri Kn'na ve diğer yasal düzenlemelere tabi oldukları için; hedge fonların aksine kredili işlem ve açığa satış işlemlerine ilişkin olarak getirilen diğer tüm düzenlemelere uymakla yükümlüdürler.

## **VI. HEDGE FONLARIN FAYDALARI VE HEDGE FONLARDAN KURULU FONLAR**

### **VI.1 Hedge Fonların Faydaları**

- Hedge fon stratejileri gerek yükselen gerekse düşen piyasalarda pozitif getiri elde etme imkanı sağlamaktadır.
- Hedge fonlar dengeli kurulmuş portföylere dahil edildiklerinde portföyün toplam riski ve volatilitesi azalır, getiriler artar.

- Hedge fonların kullandığı yatırım stratejilerinin çok sayıda ve birbirinden farklı olması ve pek çoğunun aralarında korelasyon bulunmaması; yatırımcılara yatırım amaçlarını karşılayacak yatırım stratejilerini seçmede geniş imkanlar sunmaktadır.
- Akademik çalışmalar; geleneksel yatırım fonlarına kıyasla hedge fonların daha yüksek gelir elde ettiğini ve daha düşük overall risk taşıdığını kanıtlamaktadır (Magnum 2004).
- Hedge fonlar; piyasalara giriş ve çıkış zamanlamasını doğru yapma ihtiyacını ortadan kaldırarak ideal olan uzun dönemli yatırım imkanını sağlamaktadır.
- Yatırımcılar hedge fonları portföyelerine dahil ederek geleneksel yatırım fonlarının sunamadığı çeşitlendirme imkanını elde etmektedirler.

## **VI.2 Hedge Fonlardan Kurulu Fonlar**

Hedge fonlardan kurulu fonlar (HF fonlar); tek tek menkul kıymetlere yatırım yapmak yerine hedge fonlara yatırım yapan, çoklu yönetici-çoklu strateji yaklaşımını benimseyen fonlardır. Yatırımcılar; farklı yatırım danışmanlarının yatırım stratejilerini içerecek bir portföy çeşitliliği sağlamak ve de tek bir hedge fona yatırım yapıp bir yatırım danışmanının taşıdığı riski almak yerine riski dağıtmak amacıyla HF fonlara yatırım yapmaktadırlar. HF fonlar yatırım yapabilecekleri hedge fon sayısı bakımından serbesttirler, genellikle 15 ila 25 arasında farklı fona yatırım yaparlar (SEC 2003).

HF fonların büyük bir bölümü; Yatırım Şirketleri Kn'na tabi kayıtlı yatırım şirketleri olarak değil, yatırımcılarına avantaj sağlayan limited ortaklıklar şeklinde kurulurlar ve menkul kıymetlerini “nitelikli müşterilere” satarlar. HF fonlar; hedge fonlardaki gibi bir ücretlendirme politikası izlerler ve varlık bazında yatırım danışmanı ücreti (genellikle % 0.5 oranında) ve teşvik primi (performansın %20'sine kadar değişen oranlarda performans primi) sistemi uygularlar. Bu ücretler, yatırım yapılan her bir alt hedge fon için ödenen varlık bazlı yönetim ücreti ve teşvik primine ek olarak getirilmiştir.

### **VI.2.1 Kayıt Altına Alınmış HF Fonlar**

SEC'ye kayıtlı HF fonlar, isteğe bağlı olarak Yatırım Şirketleri Kn. kapsamında kapalı uçlu yatırım şirketleri olarak SEC kaydına girmiş HF fonlardır. Kayıtlı HF fonların bir kısmı, Menkul Kıymetler Kn.'a tabi olup menkul kıymet ihraç ve satışlarını da kayıt

altına aldirmayı tercih etmektedir ve bu nedenle “Çift Taraflı HF fonlar (Dual HF fonlar)” olarak adlandırılmaktadır. Menkul Kıymetler Kn.’na tabi olmak HF fonlara, menkul kıymetlerini halka arz etme imkanı tanımaktadır. Çift Taraflı HF fonlar, Menkul Kıymetler Kn. uyarınca getirilen izahname yükümlülüklerine de uymak zorundadırlar. Çift Taraflı HF fonlar dışındaki kayıtlı HF fonlar, menkul kıymetlerini halka arz etmeksizin satmakla yükümlüdürler. Kayıtlı HF fonların yatırım danışmanları da Yatırım Danışmanları Kn.’na tabi kayıtlı yatırım danışmanları olmalıdır.

Kayıtlı HF fonlar, kapalı uçlu yatırım şirketleri olarak kurulurlar ve bu nedenle belirli sayıdaki paylarını ilk halka arzda ihraç ederler. Yatırımcılar HF fon paylarını ilk halka arzdan veya sermaye artırımlarından alabilirler<sup>16</sup>.

Kayıtlı HF fonlar; Yatırım Şirketleri Kn.’na tabi kapalı uçlu bir yatırım şirketi olabilmek için veya paylarını Menkul Kıymetler Kn. uyarınca kayıt altına aldirmek için N-2 Formu doldururlar. N-2 Formunun izahname bölümünde; HF Fonun yatırım amaçlarına, stratejilerine, risklerine, maliyetlerine, performansına ilişkin, Ek Bilgiler bölümünde ise HF fonların faaliyetlerine ilişkin (fonun geçmişine dair bilgiler, politikaları, yöneticileri, danışmanları, aracılık komisyonları, vergi vb. pek çok konuda) kamuoyuna bilgi verilir. Kayıtlı HF fonlar, kapalı uçlu yatırım şirketleri tarafından duyurulması gereken tüm bilgileri, N-2 Formunda yer alan kayıt belgeleri (registration statements) aracılığıyla duyururlar. Kayıt belgeleri ayrıca; portföydeki menkul kıymetlerin değerlendirilmesi, yapılan yatırımların taşıdığı spesifik riskler, ücretler ve harcamalar konusunda da bilgi içerir. Sadece Yatırım Şirketleri Kn. uyarınca kayıt altına alınmış olan HF fonlar, Menkul Kıymetler Kn.’na tabi olmadıkları için, izahname göndermeye ilişkin yükümlülükleri uymak zorunda değildirler, sadece hazırladıkları PPM’ler ile yatırımcıları bilgilendirirler. PPM’ler N-2 Formunda yer alması gereken tüm bilgileri içermek zorunda değildir.

Yatırım Şirketleri Kn.’na göre; kayıtlı HF fonların pay sahiplerine zorunlu altı aylık pay sahipleri raporları iletilir. Kamuyu aydınlatma kapsamında gönderilen bu raporlar, fonun ilgili dönemdeki mali tablolarına ve portföyüne ilişkin bilgileri içerir. Kayıtlı HF fonlar söz konusu yükümlülüğü, yatırım yapılan hedge fonların listesini

---

<sup>16</sup> Açık uçlu yatırım şirketlerinden farklı olarak kapalı uçlu yatırım şirketleri paylarını sürekli olarak satışa çıkaramaz ve paylarını artıramaz.

sunarak yerine getirmekle birlikte, yatırım yapılan hedge fonların hangi menkul kıymetlere yatırım yaptığını açıklamak zorunda değillerdir.

Kayıtlı HF fonlar ihraç ettikleri menkul kıymetlerin bir kısmını geri satın almak yoluyla yatırımcılarına kısıtlı da olsa likidite sağlayabilmektedir. Kayıtlı HF fonların yatırım danışmanı, geri satın almaya ilişkin hükümleri belirleyerek fonun satışa ilişkin dökümanlarında bu şartların yatırımcılara duyurulmasını sağlar.

### **VI.3 HF Fonların Faydaları**

- Daha düşük riskli portföy oluşturma imkanı verir, hisse senedi piyasasından bağımsız getiri elde edilebilir.
- HF Fon yöneticilerinin yetenekleri ve korunma amaçlı stratejilere hakimiyetleri nedeniyle pek çok piyasa koşulunda daha istikrarlı kazanç imkanı sunulur.
- Yönetim riski büyük ölçüde azaltılır.
- Zaman alan due-diligence çalışmalarını elimine eder.
- Geniş ve çeşitli alanlara yayılmış yatırımların daha kolay idare edilmesini sağlar.
- Önde gelen hedge fonlara giriş imkanı tanır, aksi durumda minimum yatırım miktarları nedeniyle çok sayıda hedge fona yatırım yapmak mümkün olmayabilir.
- Çeşitli hedge fon stratejileri altında yatırım yapmanın en ideal yoludur, üstelik dünyanın önde gelen yatırım profesyonelleri tarafından yönetilirler.

HF fonların bazı olumsuz yönleri de bulunmaktadır. İlk akla gelen; çifte ücretlendirmedir. HF fonlara yatırım yapmayı düşünen bir yatırımcı, dayanak hedge fonların ayrı, HF fon danışmanı/yöneticisinin ayrı ücret talep edeceğini bilmelidir. HF fonların eleştirilebilecek ikinci yönü şeffaflıklarıdır. Bir HF fon yöneticisinin/danışmanının ilk araştırması gereken; yatırım yapılacak hedge fon yöneticilerinin/danışmanlarının geçmişi ve kullandıkları yatırım stratejileridir. Bu nedenle bir HF fona yatırım yaparken, HF fon yöneticisinin alt yöneticileri (yatırım yapılacak hedge fonların yöneticilerini) seçme konusundaki yetenek ve uzmanlıkları önem kazanmaktadır.

## VII. HEDGE FONLARA İLİŞKİN ABD DÜZENLEMELERİ

### VII.1 Hedge Fonlar ve 1940 Yatırım Şirketleri Kanunu

Yatırım Şirketleri Kn.; çıkar çatışmaları, aşırı yönetim ücretleri vb. hususları önlemeye yönelik olarak yatırım şirketlerinin yapısını ve günlük işlemlerini düzenlemektedir. Açığa satış işlemlerinde ve türev araçların kullanımında kısıtlamalar getirmekte, yönetim kuruluna ilişkin esasları düzenlemekte ve bazı raporlama standartlarını zorunlu kılmaktadır (Yeşilürdü T. 1998). Hedge fonlar, muafiyetler yoluyla söz konusu kanunu aşmaya çalışmaktadırlar. Nitekim Bölüm 3 (c) (1)'de ve 3 (c) (7)'de yer alan muafiyetlerle hedge fonlar yatırım şirketi tanımına girmekten, dolayısıyla Yatırım Şirketleri Kn.'a tabi olmaktan muaf olabilmektedir.

Yatırım Şirketleri Kn.'un 3 (c) (1) maddesine göre; ihraçcının çıkarılmış sermayesini elinde bulunduran yatırımcı sayısı en fazla 100<sup>17</sup> ise ve ihraççı menkul kıymetlerini halka arz etmemişse veya halka arz anlamına gelebilecek herhangi bir çağrıda bulunmamışsa söz konusu menkul kıymetleri ihraç eden ortaklık yatırım şirketi tanımına girmemektedir. Menkul kıymetlerini ABD vatandaşlarına satmak isteyen offshore'da kurulu bir hedge fonun 100 yatırımcı sınırlamasına uygunluğu saptanırken ABD vatandaşı olmayan yatırımcılar dahil edilmez. Bu nedenle söz konusu muafiyetten yararlanan offshore'da kurulu bir hedge fonun, 99 tane ABD'li yatırımcısı ve sınırsız sayıda ABD'li olmayan yatırımcısı bulunabilir.

Yatırım Şirketleri Kn.'un 3 (c) (7) maddesine göre; ihraççı çıkarılmış sermayesini sadece "nitelikli müşterilere"<sup>18</sup> satmışsa ve söz konusu satış halka arz tanımına girecek bir şekilde yapılmamışsa söz konusu menkul kıymetleri ihraç eden ortaklık yatırım şirketi tanımına girmemektedir.

---

<sup>17</sup> Yatırımcı sayısı belirlenirken genel olarak fonun kurumsal yatırımcıları tek bir yatırımcı olarak kabul edilmektedir. Fakat; kayıtlı bir kurumsal yatırımcı, fonun oy haklarının %10'una tekabül edecek miktarda sermayeye sahipse, "look through" (detaylı inceleme) kuralı uygulanır ve söz konusu kurumsal yatırımcının her bir ortağı fonun ayrı birer ortağı olarak sayılır.

<sup>18</sup> Yatırım Şirketleri Kn.'un 2(a)(51) Bölümü'nde "nitelikli müşteri";

5) yatırımlarının değeri 5 milyon ABD Dolarının üstünde bulunan herhangi bir gerçek kişi,

6) yatırımlarının değeri 5 milyon ABD Dolarının üstünde bulunan bir aile şirketi,

7) "sadece fonun menkul kıymetlerini almak" amacıyla oluşturulmamış olmak şartıyla nitelikli müşteri olabilecek trust fonlar,

8) kendi hesabına veya nitelikli müşteriler hesabına hareket eden ve gönüllü olarak 25 milyon ABD Dolarının üzerinde yatırım yapan kişiler

olarak tanımlanmaktadır.

## VII.2 Hedge Fonlar ve 1933 Menkul Kıymetler Kanunu

Hedge fonlar Yatırım Şirketleri Kn.'unda olduğu gibi muafiyetler yoluyla bu kanunu da aşmaya çalışmaktadırlar. Menkul Kıymetler Kn.; menkul kıymet işlemlerinde açık, tam ve güvenilir bir kamuyu aydınlatma sistemi sağlamak amacıyla, menkul kıymet halka arzlarının SEC'ye kaydettirilmesi ve ihraççı ve ihraç edilecek mekul kıymetlere ilişkin spesifik bilgiler içeren izahnamelerin alıcılara iletilmesi yükümlülüklerini getirmektedir. Menkul kıymet satışları nedeniyle hedge fonlar da bu kanuna tabi olmaktadır. Fakat, söz konusu kanunun 4(2) bölümünde ve Düzenleme D'de yer alan muafiyet şartlarını yerine getirdikleri takdirde hedge fonlar bu kanunundan muaf olabilmektedirler.

Menkul Kıymetler Kn.'un 4(2) bölümünde; halka arz kavramına girmeyen menkul kıymet satışlarının (hususî satışlar olarak adlandırılmaktadır), kaydettirme ve izahnamenin dağıtılmasına ilişkin yükümlülüklerden muaf olacağı belirtilmiştir. Düzenleme D'nin 506 numaralı kuralına uygun olarak hususî satış (private offering) gerçekleştiren bir ihraççının Menkul Kıymetler Kn.'nun 4(2) bölümündeki muafiyetlerden yararlanmayı iddia etme hakkı doğmaktadır. 506 numaralı kural, satış yapılacak yatırımcı sayısını 35 ile sınırlamaktadır. Ayrıca Düzenleme D'de, akredite yatırımcılara<sup>19</sup> yapılacak satışların da hususî satış kapsamına gireceği belirtilmektedir. Bu anlamda, 35 yatırımcı sınırlamasında akredite yatırımcılar sayılmamakta, dolayısıyla bir hedge fon sınırsız sayıda akredite yatırımcıya menkul kıymet satışı yapabilmektedir. Satışın sadece akredite yatırımcılara yapılması durumunda, hedge fonun potansiyel yatırımcılara bilgi verilmesine ilişkin kamuyu aydınlatma yükümlülüğü de bulunmamaktadır.

506 numaralı kural kapsamındaki hususî ihraç ve satışlarda reklam veya genel tanıtım kapsamındaki faaliyetler yasaklanmıştır. Hususî satış yapacak olan ihraççılar veya ihraççı adına hareket eden kişiler; reklam yapamaz ve makale, duyuru, gezete-dergi-televizyon-radyo gibi medya organları, çok sayıda kişiye iletilecek mailler, halka açık internet siteleri vb. araçlarla yatırımcı edinemez. 506 numaralı kural uyarınca hedge fon

---

<sup>19</sup> Akredite yatırımcılar da nitelikli müşteriler gibi belirli limitlerin üzerinde yatırıma sahip olan büyük yatırımcılardır.

yatırımcılarında, fondaki menkul kıymetlerini halka satabilecekleri gibi bir kanı oluşmamasının sağlanması öngörülmüştür<sup>20</sup>.

### **VII.3 Hedge Fonlar ve 1934 Menkul Kıymetler Borsası Kanunu**

Menkul Kıymetler Borsası Kn., broker ve dealerları düzenlemektedir. SEC tarafından kayda alınmanın avantaj (güven unsuru, likidite sağlama, tanınma vb.) ve dezavantajlarının (çok sayıda yükümlülük, faaliyetlerin ve organizasyonun sınırlandırılması vb.) bulunması nedeniyle hedge fonlar söz konusu kanunu her zaman aşmaya çalışmamaktadırlar. Bu nedenle bazı hedge fonlar, dealer olarak SEC'ye kayıt yaptırmaktadırlar.

Menkul Kıymetler Borsası Kn., hedge fonlara uygulanabilecek bir takım kayda alma ve raporlama hükümlerini içermektedir. Menkul Kıymetler Borsası Kn.'nun 12'inci bölümüne göre; menkul kıymetleri borsalarda işlem gören veya ihraç ettiği menkul kıymetleri 500'den fazla sayıda yatırımcıda bulunan ihraççıların kayda alınma yükümlülüğü bulunmaktadır. Hedge fonların genellikle 500'den az sayıda yatırımcısı bulunduğu için söz konusu hüküm hedge fonları pek ilgilendirmemektedir. Diğer taraftan, Menkul Kıymetler Borsası Kn.'nun 13'üncü bölümünde yer alan "fayda sağlayıcı sahiplik"e (beneficial ownership) ilişkin düzenlemeler hedge fonlar açısından önemlidir. 13'üncü bölüme göre; 12'inci bölüm uyarınca kayda alınmış menkul kıymetlere yatırım yapan bir kişi yatırımları sonucunda, söz konusu menkul kıymetlerin toplamının %5'inden fazlasına sahip olursa, 13D ve 13G tablolarında yer alan bilgileri içerecek bir fayda sağlayıcı sahiplik beyanı vermelidir. Fayda sağlayıcı sahiplik, oy hakları veya sermaye üzerinde hakim olmak anlamında geniş olarak tanımlanmaktadır. Hedge fon danışmanlarının fon üzerindeki hakimiyeti nedeniyle, gerek fon gerekse fon danışmanı genellikle fonun sahip olduğu menkul kıymetlerin fayda sağlayıcı sahipleri olarak kabul edilmektedir. Bu nedenle fon ve danışmanı, gerekli beyanları yapmaktadırlar.

---

<sup>20</sup> 506 kuralına uygun olarak menkul kıymetleri satılan bir hedge fonun yatırımcılarının daha sonra bu menkul kıymetleri 506 Kuralı'nda öngörülenin dışındaki yatırımcılara satması (resale) (nitelikli müşteri dışındakilere satması gibi) nedeniyle hedge fonun muafiyeti ortadan kalkabileceği için söz konusu yükümlülük getirilmiştir.



#### **VII.4 Hedge Fonlar ve 1940 Yatırım Danışmanları Kanunu**

Yatırım Danışmanları Kn. uyarınca, başkalarına bir bedel karşılığında yatırım tavsiyesi veren kişilerin SEC'ye yatırım danışmanı olarak kaydolması gerekmektedir. 205-3 Kuralı<sup>21</sup> uygulanmadıkça Yatırım Danışmanları Kn. kapsamında yatırım danışmanlarına ödenecek performansa dayalı primlere sınırlamalar getirilmiştir (Yeşilürdü T. 1998). Bu nedenle istisnalardan yararlanmak yoluyla kanun aşılmaya çalışılmaktadır. Bölüm 203 (b)(3)'de yer alan muafiyet hükmüne göre yatırım danışmanı, kendini kamuya yatırım danışmanı olarak tanıtmıyorsa ve son 12 ay süresince 15'ten az sayıda müşteriye<sup>22</sup> hizmet vermişse SEC kaydına alınmaktan muaf olabilir. Kayda alınmayan danışmanlar için teşvik ve performansa dayalı primler sınırlandırılmamaktadır.

#### **VII.5 Hedge Fonlar ve Karaparanın Aklanmasının Önlenmesine Dair Düzenlemeler**

26 Ekim 2001 tarihinde çıkarılan ve "ABD Patriot Kanunu" olarak adlandırılan kanununun 356'ncı bölümü uyarınca tüm finansal kuruluşların, asgari şartları sağlayacak şekilde karaparanın aklanmasının önlenmesine dair bir program kurmaları zorunlu kılınmıştır. Buna göre hedge fonlar dahil tüm finansal kuruluşlar; konuya ilişkin politika ve prosedürleri geliştirip kontrol etmekle, faaliyetlerin mevzuata uyumunu sağlayacak bir direktörü (compliance officer) temin etmekle, çalışanlar için sürekli eğitim programı uygulamakla ve oluşturulan programın kontrolü amacıyla bağımsız denetim yaptırmakla yükümlüdürler. Buna ek olarak 26 Eylül 2002 tarihinde de ABD Hazinesi ; hedge fonlar dahil kayıt altında bulunmayan tüm yatırım şirketleri ve kuruluşlara yönelik bir kural yayınlamıştır. Bu kural çerçevesinde tüm finansal kuruluşların, karaparanın aklanmasının önlenmesine dair prosedürlerini sistemlerine adapte etmeleri ve kurala tabi olmalarından itibaren 90 gün içinde önceki mali yılın sonunda sahip olunan varlıkları gösteren bir tabloyu ve hedge fonlar dahil yatırım şirketlerinin ortak/katılımcı/menkul kıymet sahipleri sayısına ilişkin bilgiyi içeren yazılı bir açıklamayı ABD Hazinesi'ne göndermeleri gerekmektedir.

---

<sup>21</sup> Her bir müşteri en az 500.000 ABD doları tutarında portföye sahipse veya her bir müşterinin en az 1.000.000 ABD Doları tutarında net varlığı bulunuyorsa, söz konusu sınırlamalar uygulanmamaktadır.

<sup>22</sup> 99 adet yatırımcıya (komandit ortak dışında) sahip her bir hedge fon bir müşteri olarak sayılmaktadır.

## **VII.6 Offshore Hedge Fonlar ve Düzenleme S**

Düzenleme S, SEC'nin kaydında olmayan offshore ihraç ve satışlarını düzenleyen çerçeve kanundur. Düzenleme S uyarınca; Menkul Kıymetler Kn.'nda yer alan kayda almaya ilişkin yükümlülükler, ABD dışında yapılan menkul kıymet ihraç veya satışlarına uygulanamaz. Bunun için 2 temel koşul bulunmaktadır. Birincisi; yapılan ihraç veya satışın "offshore işlem" olması gerekmekte olup bunun sağlanması için; i) alım emri verildiğinde alıcının ABD dışında bulunması veya ii) ABD dışında kurulu yabancı bir borsanın işlem salonunda işlemin gerçekleştirilmesi veya iii) satışın SEC'nin kurduğu organize borsa olmayan fakat bir tür offshore menkul kıymetler piyasası denebilecek bir pazarda gerçekleştirilmiş olması ve alıcının ABD'de olmaması, olsa dahi satıcı veya satıcı adına hareket edenler tarafından alıcının ABD'de olduğunun bilinmemesi gerekmektedir. İkinci koşul; menkul kıymetin ihraç veya satışına ilişkin olarak "doğrudan satış çalışmaları" (direct selling efforts) yapılmamalıdır (Brown ve Platt 1999). Doğrudan satış çalışmaları; satışa sunulan menkul kıymetlerin ABD pazarında konumlandırılması amacıyla yapılan, ABD pazarını etkilemeye yönelik her türlü çalışma olabilir.

Düzenleme S, yalnızca Menkul Kıymetler Kn.'nun kayda almaya ilişkin hükümlerini elimine etmektedir. Offshore'da yapılan her türlü ihraç veya satış, anti-fraud hükümlerini (dolandırıcılık suçlarına ilişkin genel hükümler) içeren federal menkul kıymet kanunlarına tabidir.

## **VII.7 Hedge Fon Yatırımcılarına ve Potansiyel Yatırımcılara Yönelik Kamuyu Aydınlatma Uygulamaları**

Hedge fonlar, bir yatırımcı hedge fona yatırım yapmadan önce yatırımcıya pek fazla bilgi vermemekle birlikte bazı hedge fon danışmanları, yatırımcıların hedge fon hakkında ön araştırmalar yaptığı due diligence süresi içinde bir takım bilgileri yatırımcılara sunabilir. Hedge fonlar çoğunlukla yatırımcılarına PPM formunda yazılı bilgi verirler. 506 numaralı kurala göre; hedge fonların akredite yatırımcılarına yazılı bilgi verme yükümlülükleri bulunmamaktadır. Zira akredite yatırımcılar yeterince sofistike ve sermaye piyasalarını, risklerini yeterince bilen yatırımcılar olarak kabul edilmektedir. Satış yapılacak kişi akredite bir yatırımcı değilse, bu durumda ihraççının yatırımcıya kapsamlı ve yazılı bilgi vermesi gerekmektedir. Kamuyu aydınlatma

kapsamında verilen bilgiler, dolandırıcılık suçlarına ilişkin genel hükümler uyarınca yatırımcıların korunmasına yöneliktir. Hedge fon danışmanları, yatırımcılarına mektup veya mali tablolar aracılığıyla da bilgi verebilir. Hedge fon yatırımcıları da, yatırım yapmayı düşündüğü hedge fonun danışmanının geçmişi ve itibarını araştırmak amacıyla danışmanlar tutabilmektedir.

**PPM (Private Placement Memorandum):** PPM’lerde yer alan bilgilerin çeşidi hedge fonun danışmanına göre farklılık göstermekle birlikte genel olarak PPM’ler, fonun yatırım stratejilerinin ve uygulamalarının makro bazda anlatıldığı bir formdadır. Genellikle PPM’lerde; hedge fon danışmanının likit olmayan varlıklara, değerlemesi zor olan menkul kıymetlere yatırım yapabileceğini, menkul kıymetlerin değerlemesini danışmanın yapacağını ve danışmanın açıklanan stratejilerin dışına çıkarak yatırım yapabileceğini açıklayan hükümler bulunur.

PPM’lerle, hedge fonun faaliyetlerine ilişkin bilgi (fonun harcamaları, karın dağıtılması, zararı, fona yatırım yapılması durumunda uygulanacak vergi politikası ve fonun mali tabloları gibi) verilebilir ve potansiyel yatırımcıların fonun komandite ortağı olabilmesi için gerekli özellikler ve uygulanacak prosedür açıklanabilir. Ayrıca, yeni yatırımcıların fona katılabileceği yatırım süreci (lock-up period) ve fon yatırımcılarının fondaki varlıklarını geri almasında uygulanacak spesifik koşullar hakkında PPM’lerde bilgi verilebilir.

PPM’lerde genellikle “potansiyel riskler” başlığı altında, muhtemel çıkar çatışmaları konusunda bilgi verilebilir. Örneğin; fon portföyündeki varlıkların yatırım danışmanı tarafından yapıldığı ve yatırım danışmanının söz konusu değerlendirilmiş net aktif değer üzerinden ücret aldığı açıklanabilir. PPM’lerde ayrıca, fonun servis sağlayıcılarına ilişkin bilgi verilebilir.

**Komandit Ortalık Sözleşmeleri:** Komandit ortaklık şeklinde kurulmuş hedge fonlara yatırım yapan yatırımcılar, komandit ortaklık sözleşmesi (limited partnership agreement) imzalayarak fonun komandite ortağı olurlar. Söz konusu sözleşme, fonun komanditer ortağı (aynı zamanda fonun yatırım danışmanı ve yöneticisi) ile komanditelerin haklarını ve yükümlülüklerini belirler.

**Şeffaflık**: Hedge fon danışmanları; fonun menkul kıymet yatırımlarını ve pozisyonunu gösteren bir liste (pozisyon şeffaflığı) veya fonun pazardaki pozisyonuna ilişkin riskler hakkında bilgi (risk şeffaflığı) verebilir. Söz konusu bilgiler detaylı veya kısıtlı olabileceği gibi geçmişe yönelik veya cari duruma ilişkin olabilir.

**Periyodik Raporlama**: Federal menkul kıymet kanunları uyarınca herhangi bir yükümlülükleri olmamasına rağmen hedge fonlar, yatırımcılarına yönelik periyodik raporlar hazırlarlar. Söz konusu raporların içeriği, hedge fon danışmanının bilgiyi paylaşmak isteme derecesine ve kamuyu aydınlatma konusuna verdiği öneme göre farklılık göstermektedir. Bazı raporlarda sadece hedge fonun yakın dönemdeki overall performansı verilirken, bazılarında her bir yatırımcının yatırımlarının performansı verilir. Bazı raporlarda; fonun yatırımları, danışmanın temel yatırım stratejilerinden sapma gösterip göstermediği, geçmiş performans bilgileri ve pazardaki cari durumu, yatırımcıların hesap özetleri gibi detaylı bilgiler yer almaktadır.

**Hedge Fonlara İlişkin Diğer Bilgi Kaynakları**: Diğer bilgi kaynakları hedge fonlara ilişkin veri tabanları ve endekslerden oluşmaktadır. Hedge fon endeksleri, hedge fonların grup bazında değerlerindeki değişimleri ve performansını gösteren istatistikî endekslerdir. Fakat söz konusu endekslerin doğruluğu veya gösterge niteliği tartışmalıdır. Zira; belirli bir endeksin veya veri tabanının gerektirdiği özellikleri taşıyan hedge fonların gerçekten de söz konusu endekste yer alıp almadığını ya da söz konusu endeks için gerekli nitelikleri taşıyıp taşımadığını tespit etmek oldukça güçtür. Hedge fonların performanslarına ilişkin kamuya bilgi verme yükümlülüğü bulunmamakta, bilgi verse dahi fon danışmanı istediği zaman söz konusu bilgileri vermekten imtina edebilmektedir. Hedge fonlara ilişkin veriler, kötü performans nedeniyle batmış olan hedge fonları içermediği, sadece cari dönemde faaliyette olan hedge fonlara ilişkin oldukları için taraflı bir gösterge (survivorship bias) niteliğinde olup yanıltıcı nitelikte olabilmektedir. Hedge fon danışmanları tarafından sağlanan performans verilerinin doğruluğu; fon danışmanının değerlemeleri kendisinin yapması, mali tabloların ve değerlemelerin bağımsız

denetimden geçmemesi, geçse dahi söz konusu bilgilerin standart bir formda yayınlanmaması nedeniyle saptanamamaktadır.

## **VIII. HEDGE FONLARA İLİŞKİN OLARAK KARŞILAŞILAN SORUNLAR**

Hedge fonların son yıllardaki hızlı gelişimi ile birlikte, yaşanan sorunlar da artış göstermiştir. ABD’de 1999 yılından itibaren tespit edilen dolandırıcılık veya diğer suç konusu faaliyet ve işlemler nedeniyle hedge fonlara ve danışmanlarına ilişkin 38 tane soruşturma açılmıştır (SEC 2003). Hedge fonlara ilişkin olarak son yıllarda görülen zararlı faaliyet ve işlemler bir takım faktörlere bağlanabilir:

- Hedge fon yatırımlarının popüleritesi ve yatırımcıların yüksek meblağlarda yatırım yapması nedeniyle suç konusu fiillerin hedge fonlar aracılığıyla işlenmesinin cazip hale gelmesi,
- Tecrübesiz, niteliksiz ve denetime tabi tutulmayan kişilerin sektörde faaliyet göstermesi,
- Sınırsız denebilecek kadar geniş yetkilerle donatılmış olan hedge fon danışmanlarının faaliyetlerinin denetlenmemesi,
- Hedge fonların, kanunlarda yer alan muafiyetlerden ve boşluklardan yararlanarak yasal düzenlemelerin dışında faaliyet gösterme imkanı elde etmeleri ve bunun sonucunda yatırımcıların zararına olan suç konusu fiilleri işlemenin kolay hale gelmesi,
- Kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin bulunmaması veya kayıtlı yatırım şirketlerine oranla oldukça dar kapsamlı bilgi verme yükümlülükleri olması nedeniyle gerek potansiyel yatırımcıların gerekse ekonomideki diğer çıkar gruplarının hedge fonlar hakkında yeterli, doğru ve zamanında bilgi edinememesi gibi unsurlar, bazı hedge fonların ve danışmanlarının zararlı faaliyet ve işlemler gerçekleştirmesine imkan tanımaktadır. Hedge fonlar nedeniyle karşılaşılan suç konusu fiiller genellikle;
- müşteri varlıklarının haksız olarak kullanılması,
- portföy performansının olduğundan farklı gösterilmesi,
- yatırım danışmanının kimliği, geçmiş performansı ve tecrübesine ilişkin olarak belgelerde tahrifat yapılması,
- yatırım stratejilerinin kamuoyuna yanlış açıklanması,

- varlıkların değerlemesinin uygunsuz yapılması şeklindedir.

Sonuç olarak; hedge fonların genellikle kuruldukları ülkelerdeki menkul kıymetlere ilişkin kanun ve düzenlemelerden muaf olmaları ve kamuyu aydınlatma ve kayda ilişkin yükümlülüklerinin bulunmaması gibi nedenlerle, düzenleyici otoriteler hedge fonlar hakkında yeterince bilgi sahibi olamamakta, hedge fonlara ilişkin olarak yaşanan olumsuzluklardan geç haberdar olmakta, gerekli önlemleri alamamaktadır. Konuya ilişkin olarak ABD’de SEC tarafından bir çalışma yapılmış ve hedge fonlara ilişkin olarak karşılaşılan sorunların çözümüne yönelik bir takım öneriler getirilmiştir. Söz konusu öneriler (SEC 2003);

- Hedge fon danışmanlarının Yatırım Danışmanları Kn. uyarınca SEC tarafından kayda alınması,
- Kayıtlı HF fonlara ilişkin olarak SEC’nin, spesifik değerlendirme hükümleri ve ücrete ilişkin kamuyu aydınlatma yükümlülükleri getirmesi,
- Nitelikli müşterilere yapılacak olan fon satışlarında genel tanıtım (general solicitation) yapılmasına izin verilmesi,
- Aracılar tarafından hedge fonları tanıtmak amacıyla yapılan sermaye tanıtım faaliyetlerinin (capital introduction) SEC ve NASD tarafından gözetim altına alınması,
- Hedge fon endüstrisinin, en iyi uygulamaları geliştirmesi ve kabullenmesi amacıyla SEC’nin sektöre destek vermesi,
- Hedge fonlara ilişkin olarak SEC’nin yatırımcı geliştirme eğitimlerine devam etmesi olarak sıralanmaktadır.

## **IX. KONUNUN ÜLKEMİZ MEVZUATI AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ**

Ülkemizde hedge fon uygulaması bulunmamaktadır. Sermaye piyasalarına ilişkin mevzuatımızda hedge fonların kuruluşuna engel hükümler bulunmamakla birlikte, hedge fonların kuruluş amaçlarına hizmet edebilecek araç ve piyasalar henüz gelişmemiştir. SPKn’nun kapsamının belirtildiği 2’inci maddesinde; “*Sermaye piyasası ihraçları, bu araçların ihracı, halka arzı ve satışı, bunları ihraç veya halka arz edenler, ..., sermaye piyasası faaliyetleri, sermaye piyasası kurumları, ... bu Kanun hükümlerine tabidir ...*”denilmektedir. SPKn’nun 30’uncu maddesinin (d) bendinde “*portföy işletmeciliği ve*

*yöneticiliği*”, (e) bendinde “*diğer sermaye piyasası kurumlarının faaliyetleri*” sermaye piyasası faaliyetleri arasında sayılmış; SPKn’nun 32’inci maddesinde sermaye piyasası kurumları “... *yatırım fonları, sermaye piyasasında faaliyet göstermesine izin verilen diğer kurumlar*” şeklinde sayılmış ve Kurul’un görev ve yetkilerinin belirtildiği 22’inci maddenin (o) bendinde de “*sermaye piyasasının gelişmesini teminen yeni sermaye piyasası kurumlarına ilişkin kuruluş, faaliyet, tasfiye ve sona erme esaslarını belirlemek ve bunları denetlemek*” denilmek suretiyle yeni sermaye piyasası kurumları kurulmasının önü açılmış, söz konusu yeni kurumların kurulmasında Sermaye Piyasası Kurulu’nun (Kurul) düzenleme ve denetim yapma yetkisi açıkça belirtilmiş ve 30’uncu maddenin (e) bendinde ve 32’inci maddede belirtilen “*diğer sermaye piyasası kurumları*” ifadesinin, kurulacak yeni sermaye piyasalarını da içine alması sağlanmıştır. Bu kapsamda; kurulacak veya kurulması ileride muhtemel olan ve bir çeşit portföy işletmeciliği yapan hedge fonların Kurulumuz düzenlemelerine tabi olması gerektiği ortaya çıkmaktadır.

Diğer taraftan; komandit ortaklık olarak kurulması planlanan hedge fonların kuruluşunda, Ülkemiz hukuk sisteminde de komandit ortaklıkların yer alması nedeniyle, herhangi bir hukuki engel bulunmayıp, Sermaye Piyasası Kurulu’ndan kuruluş izni alma veya kayda alınma yükümlülüğü de bulunmamaktadır. Zira; sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklık olarak kurulmuş bir hedge fonun, paylarını halka arz etmeksizin, 250’den az sayıda yatırımcıya satması, söz konusu hedge fonun sermaye piyasası mevzuatı dışında kalması sonucunu doğurmaktadır. Fakat Ülkemizde henüz, hedge fonların verimli çalışmasını sağlayacak piyasa ve mekanizmalar tam olarak gelişmediği için, yatırımcıların henüz hiç tanımadığı hedge fon sektörünün, sermaye piyasası mevzuatına tabi olmadan başıboş bırakılmaması gerektiği düşünülmektedir. Bu nedenle; mevcut sermaye piyasası mevzuatında, komandit ortaklık olarak kurulacak hedge fonların da dikkate alınacağı konuya ilişkin yeni düzenlemelerin yapılması uygun olacaktır.

Bununla birlikte; mevzuatımızda “özel fon” kavramı bulunmaktadır. Söz konusu fonlar hedge fonlara bazı açılardan benzemekle birlikte hedge fonların özelliklerine sahip değildirler.

Özel fonlar; SPKn’nun 37’inci maddesinde tanımlanmış ve genel esasları Kurulumuzun Seri VII, No:10 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (Tebliğ) ile düzenlenmiş tüzel kişiliği olmayan yatırım fonlarının bir çeşididir. Özel fonlar Tebliğ’de

yatırım fon türleri veya tipleri arasında sayılmamış, diğer fon türleri ve tiplerinden ayrı olarak Tebliğ'in 5'inci maddesinde "katılma belgeleri önceden belirlenmiş kişi veya kuruluşlara tahsis edilmiş fonlar" olarak tanımlanmıştır. Özel fonlar tüzel kişiliği olmayan birer varlık havuzları olup, yatırımcılarına fona yatırdıkları paralar karşılığında katılma belgesi verilen, katılma belgeleri Kurul kaydına alınan ve Kurul'un belirlediği yatırım ilke ve esasları çerçevesinde yönetilen yatırım fonlarıdır. Hedge fonlar ise, genellikle komandit ortaklık olarak kurulan tüzel kişiliği haiz sermaye piyasası kurumlarıdır ve yatırım fonlarından farklı ve çok daha geniş yatırım stratejileri ve daha dar yükümlülükleri bulunmaktadır.

Özel fonlar; hedge fonlara ilişkin yabancı ülke düzenlemelerinde olduğu gibi bir takım düzenlemelerin dışında tutulmuş veya diğer yatırım fonlarından farklı düzenlemelere tabi olacağı Tebliğ'de belirtilmiştir. Söz konusu hususlar aşağıda sayılmıştır:

- Yatırım fonlarının içtüzüğünde bulunması gereken esasların sayıldığı Tebliğ'in 17'inci maddesinde "özel fonların iç tüzük esasları Kurulca belirlenir" denilerek; yatırım fonlarının izahname ve sirküler düzenleme esaslarının belirtildiği Tebliğ'in 29'uncu maddesinde "özel fonlara ilişkin düzenleme esasları Kurul'ca belirlenir" denilerek özel fonların faaliyetine ilişkin temel ilkelerin ve kamuyu aydınlatma konusundaki yükümlülüklerin ayrı düzenlemelere tabi olacağı zımni olarak ifade edilmiştir.

- Tebliğ'in 34'üncü maddesinde özel fonların halka arza ilişkin ilan ve reklam veremeyeceği, 48'inci maddenin 4'üncü fıkrasında ise özel fonlara ilişkin olarak her ne suretle olursa olsun reklam ve ilan verilemeyeceği belirtilmiştir.

- Tebliğ'in 46'ıncı maddesinin 4'üncü fıkrasında özel fonlara ilişkin bağımsız denetim raporlarının gazetelerde ilan edilemeyeceği belirtilmiştir.

Yukarıda sayılan hususlar nedeniyle özel fonlar hedge fonlara benzerlik göstermekle birlikte yatırım fonu olmasından kaynaklanan;

- Tüzel kişiliği olmaması,
- Katılma belgelerinin Kurul kaydına alınmasının zorunlu olması,
- Kurul'un uygun gördüğü varlıklara, Kurul'un uygun gördüğü oranlarda, Kurul'ca uygun görülen yatırım stratejilerini kullanarak yatırım yapabilmesi,



- Kamuyu aydınlatma, periyodik raporlama, yönetim ilkeleri, değerleme hükümleri ve bağımsız denetim açısından sıklı düzenlemelere tabi olması,
- Portföy değerinin %10'undan fazlasını bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatıramaması, tek başına hiç bir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %9'undan fazlasına sahip olamaması, fon portföyüne sadece borsaya kote edilmiş olan varlıkları alabilmesi, portföydeki varlıkların değerinin içtüzükte belirtilen asgari ve azami sınırlar dahilinde tutulması zorunluluğu, açığa satış ve kredili menkul kıymet işlemi yapamaması vb. fon portföyüne ilişkin sınırlamalara tabi olması,

şeklindeki düzenlemeler nedeniyle hedge fonlardan ayrılmaktadır.

Ülkemizde hedge fonların kurulması ancak; yatırım fonlarından ayrıştırılarak yeni bir sermaye piyasası kurumu olarak piyasada konumlandırılması; yatırım fonlarına göre daha serbest düzenlemelere tabi olması, bu anlamda açığa satış ve kredili işlem yapabilmesi, portföyde yer alan varlıklara çeşit ve oran açısından sınırlama getirilmemesi, uygulanacak yatırım stratejilerinin yatırımcılara açıklanmak koşuluyla tecrübeli ve alanında uzman hedge fon danışmanı/yöneticisinin iradesine bırakılması ve böylece hedge fonların temelini oluşturan farklı ve çok çeşitli yatırım stratejilerinin kullanılabilmesinin  n n n açılması ile anlam kazanacaktır. Böylece, yatırım fonlarından farklı özelliklere ve yatırım stratejilerine sahip olan, mutlak getiri elde etmek amacıyla en muhafazakar olanından en agresif olanına kadar geniş bir yelpazede yatırım yapabilen yeni bir "alternatif yatırım aracı" ortaya çıkmış olacaktır. Yatırım fonlarından geniş haklarla fakat daha az yükümlülüklerle donatılacak olan hedge fonların, her yatırımcı tipine uygun olmadığı ortadadır. Bu anlamda; hedge fonların yatırımcı profilinin belirlenerek detaylı kamuyu aydınlatma, raporlama, vb yükümlülüklerle korunmasına gerek olmayan, sermaye piyasalarını, enstrümanları ve risklerini iyi bilen, belirli bir meblağın üzerinde servete veya yatırıma sahip "nitelikli müşteri" denebilecek gerçek veya tüzel kişilerin hedge fonlara yatırım yapabilecek kişiler olarak belirlenmesi uygun olacaktır. Bu yönde bir düzenleme; hem küçük yatırımcılardan farklı, daha sofistike ve sermaye piyasalarını tanıyan, küçük yatırımcılara oranla daha gevşek kamuyu aydınlatma ve raporlama uygulamaları ile korunabilen "nitelikli müşteri" kavramının doğmasını sağlayacak hem de sıklı düzenlemelere tabi olmayan hedge fonların belirli bir

yatırımcı kitlesi ile sınırlandırılması sonucunda kamu yararı ve güveni sağlanmış olacaktır.

Dünyada hedge fonlara ilişkin olarak yukarıda önerilen düzenlemeler var olmasına rağmen önemli suiistimaller yaşanmaktadır. Yaşanması muhtemel suiistimleri ve çıkar çatışmalarını engellemek amacıyla ülkemizde;

- portföydeki varlıkların değerlemesinin ve net aktif değer hesabının yine fon danışmanı/ yöneticisine bırakılması, fakat değerlemelerin bağımsız denetçilerce denetlenmesi ve ardından yayınlanması,
- kamuyu aydınlatma anlamında periyodik raporlama yükümlülüğü getirilmesi,
- yeni birer sermaye piyasası kurumu olarak Kurul'dan yetki belgesi alarak veya bir taahhütname imzalayarak faaliyet göstermesi, veya menkul kıymetlerinin kayda alınması şeklinde ek koruma mekanizmaları getirilebileceği düşünülmektedir.

Hedge fonların yatırım stratejilerinin temelini türev araç ve kaldıraç kullanımı oluşturmaktadır. Fakat; ülkemizde henüz etkin bir vadeli işlemler piyasası dahi oluşmamış, kredili ve açığa satış işlemleri ise yeterince derin olmayan sermaye piyasalarındaki olumsuz etkileri dolayısıyla oldukça sıkı kurallara tabi tutulmuştur. Bu anlamda; ülkemizdeki sermaye piyasalarının gelişmişlik seviyesinin, enstrümanların ve düzenlemelerin, hedge fonların işleyişine imkan verecek düzeyde olmadığı düşünülmektedir.

## X. SONUÇ

Global olarak sermaye piyasalarının zayıfladığı ve faizlerin düştüğü bir ortamda, her piyasa koşulunda mutlak getiri elde etmeyi vaat eden ve kullandığı farklı yatırım stratejileri ile çoğunlukla bunu gerçekleştiren hedge fonlar, nitelikli yatırımcıların göz bebeği haline gelmekte ve hızla büyümektedir. Önceleri yüksek servet sahibi bireysel yatırımcıların yer aldığı hedge fonlara artık kurumsal yatırımcılar da ciddi miktarda yatırım yapmakta, portföylerindeki hedge fon yatırım oranı artmaktadır.

Genellikle komandit ortaklık şeklinde kurulan hedge fonlar, çeşitli kanunlarda yer alan muafiyetlerden yararlanarak, açığa satış, kredili işlem, türev araç kullanımı gibi işlemleri sınırlamalara tabi olmadan gerçekleştirerek hisse senedi veya tahvil gibi geleneksel yatırım araçlarına yatırım yapmak yerine, geliştirdiği stratejilere uygun olarak pozisyon alıp daha az volatiliteye sahip pozitif getiri elde etmeyi amaçlamaktadır. Hedge fonlar, mali sıkıntı içindeki şirketlerin menkul kıymetlerine (distressed securities), likit olmayan menkul kıymetlere, yeni gelişen piyasalarda yer alan şirketlerin menkul kıymetlerine, türev araçlara, muhtemel birleşme ve devralmalardan doğabilecek arbitraj imkanlarını değerlendirmek amacıyla devralınan şirketlerin menkul kıymetlerine ve pozitif getiri elde etme imkanı olan her türlü varlığa yatırım yapabilmektedir.

Hedge fon danışmanlarının bir menkul kıymetin makul değerine veya gelecekteki değerine ilişkin olarak detaylı araştırmalar yaparak, yönettiği fon adına spekülasyon pozisyonları alması nedeniyle, hedge fonlar piyasalarının etkinliğine ve likiditesine katkıda bulunmaktadır. Ayrıca, varlık fiyatlamalarındaki hatalardan kazanç elde etmek amacıyla kullandıkları bazı kısa vadeli yatırım stratejileri de varlık fiyatlarının dengeye gelmesini sağlamaktadır.

Hedge fonlar, çok sayıda ve çeşitte riskin farklı ve yeni bir takım finansal araçlar aracılığıyla dağıtıldığı bir finansal sistemde kritik bir rol oynamaktadır. Zira hedge fonlar riski üstlenen taraf olarak, riski hedge etmek isteyen kuruluşların karşısında hazır bulunmaktadır. Piyasalarda hedge fonların varlığının sona ermesi; risk yönetim tekniklerinin azalmasına ve sermaye maliyetinin artmasına yol açacaktır.

Diğer taraftan hedge fonların bazı handikapları da bulunmaktadır. Hedge fon portföyündeki varlıkların ve stratejilerin seçiminin tamamen hedge fon danışmanının iradesine bağlı olması, portföydeki varlıkların değerlemesinin fon danışmanı tarafından

bizzat yapılması, yapılan değerleme ve hesaplamaların bağımsız denetimden geçmemesi, fon danışmanlarının değerlemesini yaptığı varlıkların performansı üzerinden ücret alması gibi nedenlerle fon danışmanına bağlı spesifik riskler ve çıkar çatışmaları ortaya çıkmakta, çoğunlukla düzenleyici otoritelerin kaydında ve gözetiminde bulunmamaları ve sıkı kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin olmaması nedeniyle de suiistimallerin ve zararlı faaliyetlerin önceden tespiti mümkün olamamaktadır. SEC gibi düzenleyici otoriteler, hedge fonların gelişimini engellemeden olumsuz yönlerini en aza indirmek amacıyla çalışmalar yapmakta ve bu kapsamda; fon danışmanlarının kayıtlı yatırım danışmanları olarak çalışması, kayıtlı HF fonların spesifik değerleme hükümlerine ve ücrete ilişkin kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine uymasının zorunlu kılınması, nitelikli müşterilere yapılacak olan fon satışlarında genel tanıtım yapılmasına izin verilmesi, aracılar tarafından hedge fonları tanıtmak amacıyla yapılan sermaye tanıtım faaliyetlerinin gözetim altına alınması, sektöre ilişkin olarak yatırımcı geliştirme eğitimleri düzenlenmesi gibi koruyucu mekanizmalar önermektedirler.

Mevzuatımızda yer alan “özel fon” kavramı hedge fonlara bazı açılardan benzemekle birlikte yatırım fonu olmasından kaynaklanan -tüzel kişiliği olmaması, katılma belgelerinin Kurul kaydına alınmasının zorunlu olması, Kurul’un uygun gördüğü varlıklara, Kurul’un uygun gördüğü oranlarda, Kurul’ca uygun görülen yatırım stratejilerini kullanarak yatırım yapabilmesi, kamuyu aydınlatma, periyodik raporlama, yönetim ilkeleri, değerleme hükümleri ve bağımsız denetim açısından sıkı düzenlemelere tabi olması, fon portföyüne ilişkin sınırlamalara tabi olması- bir takım sınırlamalar nedeniyle hedge fonlardan ayrılmaktadır.

Ülkemiz hukuk sisteminde de komandit ortaklıkların yer alması nedeniyle, hedge fonların komandit ortaklık olarak kurulmasında herhangi bir hukuki engel bulunmamakla birlikte; yatırımcıların henüz hiç tanımadığı hedge fon sektörünün, sermaye piyasası mevzuatına tabi olmadan başıboş bırakılmaması gerektiği düşünölmektedir. Bu nedenle; mevcut sermaye piyasası mevzuatında, komandit ortaklık olarak kurulacak hedge fonların da dikkate alınacağı konuya ilişkin yeni düzenlemelerin yapılması uygun olacaktır.

Bu çerçevede, Ülkemizde hedge fonların kurulması ancak; yatırım fonlarından ayrıştırılarak yeni bir sermaye piyasası kurumu olarak piyasada konumlandırılması; yatırım fonlarına göre daha serbest düzenlemelere tabi olması, bu anlamda açığa satış ve

kredili işlem yapabilmesi, portföyde yer alan varlıklara çeşit ve oran açısından sınırlama getirilmemesi, uygulanacak yatırım stratejilerinin yatırımcılara açıklanmak koşuluyla tecrübeli ve alanında uzman hedge fon danışmanı/yöneticisinin iradesine bırakılması ve böylece hedge fonların temelini oluşturan farklı ve çok çeşitli yatırım stratejilerinin kullanılabilmesinin önünün açılması ile anlam kazanacaktır. Bununla birlikte yatırım fonlarına oranla daha geniş haklarla fakat daha az yükümlülüklerle donatılacak olan hedge fonların yatırımcı profilinin belirlenerek; detaylı kamuyu aydınlatma, raporlama, vb yükümlülükler ile korunmasına gerek olmayan, sermaye piyasalarını, enstrümanları ve risklerini iyi bilen, belirli bir meblağın üzerinde servete veya yatırıma sahip “nitelikli müşteri” denebilecek gerçek veya tüzel kişilerin hedge fonlara yatırım yapabilecek kişiler olarak belirlenmesi uygun olacaktır. Ayrıca yaşanması muhtemel suiistimalleri ve çıkar çatışmalarını engellemek amacıyla ülkemizde; portföydeki varlıkların değerlemesinin ve net aktif değer hesabının yine fon danışmanı/yöneticisine bırakılması, fakat değerlemelerin bağımsız denetçilerce denetlenmesi ve ardından yayınlanması, kamuyu aydınlatma anlamında periyodik raporlama yükümlülüğü getirilmesi ve yeni birer sermaye piyasası kurumu olarak menkul kıymetlerinin kayda alınması şeklinde ek koruma mekanizmaları getirilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

Hedge fonların yatırım stratejilerinin temelini türev araç ve kaldıraç kullanımı oluşturmaktadır. Fakat; ülkemizde henüz etkin bir vadeli işlemler piyasası dahi oluşmamış, kredili ve açığa satış işlemleri ise yeterince derin olmayan sermaye piyasalarımızdaki olumsuz etkileri dolayısıyla oldukça sıkı kurallara tabi tutulmuştur. Bu anlamda; ülkemizdeki sermaye piyasalarının gelişmişlik seviyesi, enstrümanlar ve düzenlemeler, hedge fonların işleyişine imkan verecek düzeyde değildir.

Sonuç olarak; dünyada hızla yayılmaya başlayan ve ciddi bir büyüme gösteren hedge fonların, gerekli mekanizmalar ve düzenlemeler tesis edildiği ve olumsuz yönleri törpülediği takdirde sermaye piyasalarında risk yönetim kalitesini artıracığı, etkinlik sağlayacağı ve likiditenin artmasına neden olacağı aşikardır. Bu anlamda ülkemizde de, alternatif yatırım stratejileri sunan hedge fonların zamanı gelince piyasalarımızdaki katılımcılar arasında yerini almasının tasarrufların sermaye piyasasına yönelmesinde yeni bir açılım sağlayacağı düşünülmektedir.

## KAYNAKÇA

1. Magnum 2004: <http://www.magnum.com/hedgefunds/abouthedgefunds.asp>
2. SEC 2003: U.S. Securities And Exchange Commission. Implications Of The Growth Of Hedge Funds. Eylül 2003.  
<http://www.sec.gov/news/studies/hedgefunds0903.pdf>
3. HedgeCo 2004: <http://hedgeco.net/origin-of-hedgefunds.htm>
4. Crshome 2004: <http://crshome.com/hedgefunds.htm>
5. Murguia ve Umemoto 2004: MURGIA, Alejandro ve T. UNEMOTO, “An Alternative Look At Hedge Funds”. Journal Of Financial Planning Ocak 2004: 42-49.  
[http://www.fpanet.org/journal/articles/2004\\_issues/jfp0104art6.cfm](http://www.fpanet.org/journal/articles/2004_issues/jfp0104art6.cfm)
6. Yeşilürdü T. 1998: YEŞİLÜRDÜ, Taliye. Yatırım Fonlarında Türev Araç Kısıtlamaları ve Hedge Fonlar, Semaye Piyasası Kurulu, Yeterlik Etüdü, Temmuz 1998.
7. Brown ve Platt 1999:  
<http://www.mayerbrownrowe.com/latinamerica/publications/regulations/regulations.html>.
8. PwcGlobal 2003: The Regulation And Distribution Of Hedge Funds In Europe. PricewaterhouseCoopers, Mayıs 2003.  
<http://www.pwcglobal.com/extweb/pwcpublishations.nsf/docid/73CD40425A19EDE85256D4000058067>

## **Ek:1 HEDGE FONLARA İLİŞKİN AVRUPA BİRLİĞİ DÜZENLEMELERİ**

Avrupa hedge fon endüstrisi 84 milyar ABD Doları aktif büyüklüğünde bir sektör olup, global hedge fon endüstrisinin %15'ini oluşturmaktadır (PwcGlobal 2003). Dünya hedge fon endüstrisine ABD hedge fon endüstrisinin hakim olması, hedge fon yönetimine ve işleyişine kolaylık sağlayan daha istikrarlı ve esnek düzenlemelerin ABD'de düzenlenmiş olmasından kaynaklanmaktadır. Çok sayıda Avrupa ülkesini içine alan ve ABD GSMH'nın % 80'i oranında GSMH'sı olan Avrupa Birliği'nde; kararlar ulusal bazda alınmakta, her ülkenin kamu rejimi arasında bariz farklılıklar bulunmakta ve ülkelerarası koordinasyon sınırlı kalmaktadır. Hedge fonların Avrupa'da pazarlanmasının önünde iki temel zorluk bulunmaktadır: Birincisi; Avrupa Birliği ülkelerinin ulusal düzenleyici otoriteleri hedge fonların kompleks yapılarını tam olarak kavrayamamaktadır. İkinci olarak, hedge fonların sadece uzun pozisyon alınarak yapılan yatırımlardan daha riskli olduğu şeklinde Avrupa'da genel bir kanı bulunmaktadır.

UCITS Direktifi olarak isimlendirilen 1985 tarihli ve 85/611 sayılı Avrupa Birliği (AB) Direktifi, yatırım araçlarının kısmen standartlaştırılması amacıyla getirilen bir düzenleme olmakla birlikte ülkelerin Direktif'i farklı yorumlamaları nedeniyle halen ülkeler arasında farklılıklar bulunmaktadır. Fakat artık AB, değişim için yeni bir yol haritası çizen Finansal Hizmetler Hareket Planını (Financial Services Action Plan- FSAP) onaylamış olup, söz konusu plan çerçevesinde değişim göstermeye başlamıştır. Tüm Avrupa düzenleyici otoritelerinin temsil edildiği Avrupa Menkul Kıymet Düzenleyicileri Komitesi (Committee of European Securities Regulators-CESR), tüm düzenleyici otoritelerin koordineli olarak çalışıp AB Komisyonu'nun getirdiği temel ilkelere uygun detaylı düzenlemeler yapılmasını sağlamaktadır. Bu kapsamda türev araçların kullanımı, açığa satış gibi temel konularda AB içinde bir birlik sağlanmaya çalışılmakla birlikte henüz hedge fonlara ilişkin koordineli bir çalışma başlamamıştır. Fakat yatırım yöneticilerine ve sermaye yeterliliğine ilişkin olarak yapılan çalışmalar hedge fonlara ilişkin uygulamaları da düzenlemiş olacaktır. Bu kapsamda radikal düzenlemelerin yapılmaya çalışıldığı Avrupa Birliği'nde hedge fon yöneticilerinin; düzenlemeler şekillendirilirken çalışmalara katılmaları ve düzenleyici otoritelerle diyalog içinde bulunmaları gerekmektedir. Bu sayede AB hedge fon sektörü, ABD hedge fon sektörü ile

rekabet edebilecek ve sektörün gelişmesine yönelik teşvik edici çözümlerin bulunması sağlanacaktır.

### **Avrupalı Hedge Fon Yöneticilerine İlişkin Düzenlemeler**

Avrupa ülkelerinin çoğunda; fon yöneticilerinin aynı zamanda hedge fonların ürünlerini yönetmesine izin verilmiş olup, gerek hedge fon yöneticileri gerekse geleneksel fonların yöneticileri aynı düzenlemeler altında faaliyet göstermektedir. Bazı Avrupa ülkelerinde, fon yöneticilerinin sadece yerel hedge fonları yönetmesine izin verilmiştir. Hedge fonlara ilişkin asgari sermaye yükümlülüğü ise her ülkenin düzenlemelerine göre farklılık göstermektedir.

Gerek hedge fonlar gerekse HF fonlar İngiltere’de kurulmasalar dahi, hedge fonların %70’i Londra’dan yönetilmektedir. Hedge fonların yönetiminde Londra’nın hakimiyeti, Londra’nın varlık yönetimindeki yerini ve kaynakların bolluğunu yansıtmakla birlikte, Avrupa ülkelerine oranla FSA tarafından getirilen daha esnek yasal düzenlemelerin varlığına esas olarak bağlanabilir. Zira hedge fon ürünlerine sınırlı ulaşım olması, halka arz edilmeden hususi satış yapılması nedeniyle FSA, hedge fon yöneticilerini “düşük riskli” olarak sınıflandırmaktadır. Son yıllarda Fransa, İrlanda, İtalya ve İsveç gibi diğer Avrupa ülkelerinde de hedge fon yöneticileri faaliyet göstermeye başlamıştır.

### **Hedge Fon Ürünlerine İlişkin Düzenlemeler**

Hedge fonların çoğu offshore merkezlerde kurulmuştur (Karayip Adaları, Bermuda veya Avrupa offshore merkezleri). Offshore hedge fonlara ilişkin düzenlemeler daha esnek olmakta, genellikle asgari yatırım sınırlaması bulunmayıp fona yatırım yapmak herkese açık tutulmaktadır. Fakat; karaparanın aklanmasının önlenmesine dair düzenlemelere uyum için ve de gelecekte Avrupa’da kurulu yerel hedge fonlarla rekabet edebilmek için offshore merkezler de yasal rejimlerini daha sıkı kurallara bağlamaya başlamıştır.

Avrupa’da kurulu hedge fonların ürünleri ise giderek yayılmaktadır. Zira artık Fransa, İrlanda, Lüksemburg, İsveç ve İsviçre gibi ülkelerde hedge fonların ve HF fonların kurulmasına izin verilmektedir. Avrupa’da kurulu yerel hedge fonlar; asgari



yatırım oranları, hedge fonun asgari büyüklüğü ve portföy kısıtlamaları bakımından offshore hedge fonlara göre daha sıkı kurallara bağlanmıştır.

Avrupalı hedge fonlar, kurumsal yatırımcılara veya yüksek servet sahibi bireylere özel kanallar aracılığıyla ulaşmakta, halka arz kapsamına girebilecek genel reklam veya tanıtım yapmamaktadır. Bazı Avrupa ülkelerindeki kısıtlayıcı vergi düzenlemeleri bireysel yatırımcıların hedge fonlara yatırım yapmasını olumsuz etkilemektedir. Hedge fonlara doğrudan yatırım yapmanın kısıtlandığı bu ülkelerde yatırımcılar, hedge fonlara yatırım yapan sigorta şirketlerine yatırım yapmaktadırlar. Yerel hedge fonlar; ürünlerinin satıldığı ülkelerdeki asgari yatırım miktarları değişmekle birlikte genel olarak, klasik “yüksek servet sahibi yatırımcılar” kavramına uymayan bireysel yatırımcılara da yatırım yapma imkanı tanımaya başlamıştır. Fakat yönetim altındaki ek varlıkların katma değerinin ek idari maliyetleri karşılayamayacağını düşünen bazı hedge fon yöneticileri küçük yatırımcılara satış yapmayı pek istememektedir.

Sonuç itibariyle, Avrupa hedge fon pazarı değişim içindedir. ABD’deki hedge fon sektörünün başarısına bakıldığında nedenin, istikrarlı yasal düzenlemelerin varlığı ve söz konusu yasal düzenlemelerin hedge fon faaliyetlerini teşvik edecek düzeyde “hafif dokunuş (light regulatory touch)” şeklinde yapılandırılmasıdır. Avrupa Birliği de yerel hedge fonları şekillendirirken, düzenlemelerin istikrarlı olmasını ve sektörün gelişimini engelleyecek ağır düzenlemeler yapılmamasını göz önüne almalıdır.

**Tablo.1: Avrupa Hedge Fon Piyasasındaki Trendler**

Şimdi		Gelecekte
Yöneticiler genel olarak Londra’da.	<b>Yöneticilerin Yerleşimi</b>	Londra hala baskın, fakat Paris, Frankfurt, Stockholm, Milan ve Dublin kritik bölgeler.
Çoğunlukla Karayip Adaları, Bermuda ve Avrupa offshore merkezlerinde.	<b>Kuruluş Yeri</b>	Avrupada kurulu yerel fonlar hakim durumda.
Yüksek servet sahibi bireysel yatırımcı ve aileler, bazı kurumsal yatırımcılar.	<b>Yatırımcı Profili</b>	Emeklilik fonları, hayat sigortaları ve bireysel yatırımcılar
Dar kapsamlı düzenlemeler	<b>Ürünler ve Satış</b>	Daha sıkı, fakat teşvik edici düzenlemeler

## Ek:2 TERİMLER

İngilizce	Türkçe Çeviri
American Institute of Certified Public Accountants-AICPA	Amerikan Yetkili Kamu Muhasebecileri Birliği
Anti-Fraud Hükümleri	Dolandırıcılık Suçlarına İlişkin Genel Hükümler
Benchmark	Kıyas
Beneficial Ownership	Fayda Sağlayıcı Sahiplik
Business Trust	Yeddiemince Yönetilen Girişim
Charitable Trust	Hayır Dernekleri, Vakıflar
Compliance Officer	Mevzuata Uyumdan Sorumlu Direktör
Convertible Arbitrage	Değiştirilebilir Menkul Kıymet Arbitraji
Dedicated Short Bias	Tamamen Açığa Satış İçerikli Stratejiler
Direct Selling Efforts	Doğrudan Satış Çalışmaları
Duration	Süre
ED Distressed Strategies	Zor Durumdaki İhraççı Odaklı Stratejiler
ED Multi Strategy	Çoklu Vaka Stratejileri
ED Risk Arbitrage	Birleşme Odaklı Risk Arbitraji
Electronic Communications Network (ECN)	Elektronik İletişim Ağı: Bilgisayar ağlarını kullanarak internet üzerinden hisse senedi işlemleri yapmayı sağlayan alternatif işlem sistemlerinin (ATS-Alternative Trading Systems) bir çeşididir. Bir çeşit online menkul kıymet piyasasıdır
Emerging Markets	Yeni Gelişen Piyasalar
Event-Driven Strategies	Vaka Odaklı Stratejiler
Executing Broker	İşlemci Broker: İşlemci brokerlar işlemlerini; hedge fon hesabına, prime broker adına prime broker nezdinde açılmış hesaptan gerçekleştirirler. İşlemci brokerlar; borsadaki ya da tezgahüstü piyasadaki alım-satımları gerçekleştirirler. En iyi alım-satım; hedge fonun yatırım danışmanı tarafından belirlenir ve bir kaç işlemci broker tarafından gerçekleştirilmeye çalışılır. İşlemci broker ile prime brokerın aynı kişi olması zorunlu değildir.
Fair Value	Makul Değer
Fixed Income Arbitrage	Sabit Getirili Arbitraji
Full-Service Broker-Dealer	Tam Yetkili Aracı: Alım-satıma aracılık gibi temel aracılık hizmetleri yanında "prime brokerage" denilen hizmetleri de veren, yüksek sermayeye sahip, daha çok yatırım bankası şeklinde kurulmuş aracı kurumlardır.
Fund Of Hedge Funds (FOHFs)	Hedge Fonlardan Kurulu Fonlar (HF Fonları)
General Partner	Sınırsız Sorumlu (Komanditer) Ortak
General Solicitation	Genel Tanıtım
Generally Accepted Accounting Standards In U.S. (GAAP)	Genel Kabul Görümüş Amerikan Muhasebe Standartları
Incentive Allocation	Teşvik Primi
Investment Management Fee	Yönetim Ücreti
Limited Partnership Agreement	Komandit Ortaklık Sözleşmesi
Lock-Up Period	Yeni Yatırımcıların Fona Katılabileceği Yatırım Süreci
Long/Short Equity	Uzun/Kısa Pozisyon

Look-Through Rule	Detaylı İnceleme Kuralı: Yatırımcı sayısı belirlenirken genel olarak fonun kurumsal yatırımcıları tek bir yatırımcı olarak kabul edilmektedir. Fakat; kayıtlı bir kurumsal yatırımcı, fonun oy haklarının %10'una tekabül edecek miktarda sermayeye sahipse bu kural uygulanır ve kurumsal yatırımcının her bir ortağı fonun ayrı birer ortağı olarak sayılır.
Managed Futures	Vadeli İşlem Piyasaları
Prime Brokerage	Birinci Sınıf Aracılık: Menkul kıymet alım-satım işlemlerinin netleştirilmesini ve takasını sağlamak ve yatırım danışmanlığı, portföy yöneticiliği gibi diğer hizmetleri de sunmak amacıyla büyük bireysel, kurumsal yatırımcılara ve hedge fonlara hizmet vermek için tam yetkili araçlar tarafından geliştirilmiş bir sistemdir.
Private Offering	Hususi Satış
Private Partnership/Limited Partnership	Komandit Ortaklık
Private Placement Memorandum (PPM)	Tahsisli Satış Memorandumu: PPM'lerde yer alan bilgilerin çeşidi hedge fonun danışmanına göre farklılık göstermekle birlikte genel olarak PPM'ler, fonun yatırım stratejilerinin ve uygulamalarının makro bazda anlatıldığı bir çeşit kamuyu aydınlatma formudur.
Qualified Purchaser	Nitelikli Müşteri: Yatırım Şirketleri Kn'un 2(a)(51) Bölümü'nde "nitelikli müşteri"; i) yatırımlarının değeri 5 milyon ABD Dolarının üstünde bulunan herhangi bir gerçek kişi, ii) yatırımlarının değeri 5 milyon ABD Dolarının üstünde bulunan bir aile şirketi, iii) "sadece fonun menkul kıymetlerini almak" amacıyla oluşturulmamış olmak şartıyla nitelikli müşteri olabilecek trust fonlar, iv) kendi hesabına veya nitelikli müşteriler hesabına hareket eden ve gönüllü olarak 25 milyon ABD Dolarının üzerinde yatırım yapan kişiler olarak tanımlanmaktadır
Registration Statements	Kayıt Belgeleri
Regulation T	Düzenleme T
Side Pocket	Yan Cep
State Board of Accountancy	Muhasebe Kurulu
Statistical Arbitrage	İstatiksel Arbitraj
Ticket Charge	Ticket Ücreti: Prime brokerların, gerçekleştirdikleri her işlem (transaction) için aldıkları ücret.
Unrelated Business Income (UBTI)	Esas Faaliyet Dışı Vergilenebilir Gelir