



**SERMAYE PİYASASI KURULU  
KURUMSAL YATIRIMCILAR DAİRESİ**

**YATIRIM FONLARINDA TÜREV ARAÇ KISITLAMALARI**

**ve**

**HEDGE FONLAR**

**YETERLİK ETÜDÜ**

**Taliye YEŞİLÜRDÜ  
Uzman Yardımcısı**

**Temmuz 1998  
ANKARA**

**I. GİRİŞ** **1**

---

**II. PORTFÖY YÖNETİMİNDE TÜREV ARAÇLAR** **4**

---

II.1.1. TÜREV ARAÇLARIN TARİHÇESİ	6
<b>II.2. TÜREV ARAÇLAR</b>	<b>6</b>
<b>II.3. TÜREV ARAÇ TÜRLERİ</b>	<b>7</b>
II.3.1. FORWARD SÖZLEŞMELERİ	8
II.3.2. FUTURES SÖZLEŞMELERİ	9
II.3.3. OPSİYON SÖZLEŞMELERİ	10
<b>II.4. TÜREV ARAÇLARIN RİSKLERİ</b>	<b>14</b>
II.4.1. PİYASA RİSKİ	15
II.4.2. KREDİ RİSKİ	15
II.4.3. LİKİDİTE RİSKİ	16
II.4.4. DÜZENLEME RİSKİ	16
II.4.5. OPERASYONEL RİSK	16
<b>II.5. RİSK YÖNETİMİ (HEDGİNG)</b>	<b>17</b>

**III. YATIRIM FONLARININ PORTFÖYLERİNDE YER ALABİLECEK TÜREV ARAÇLAR KONUSUNDA ÇEŞİTLİ ÜLKELERDEKİ SINIRLAMALAR** **20**

---

<b>III.1. YATIRIM FONLARININ PORTFÖYLERİNE DAHİL EDEBİLECEKLERİ TÜREV ARAÇLARA İLİŞKİN ÇEŞİTLİ ÜLKELERDEKİ SINIRLAMALAR</b>	<b>20</b>
III.1.1. AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİ	20
III.1.2. LÜKSEMBURG	23
III.1.2.1. KYK'ların Opsiyon İşlemlerine İlişkin İlkeler:	24
III.1.2.2. Finansal varlıklara ilişkin vadeli sözleşmeler (futures) ve opsiyon işlemlerine ilişkin kurallar	26
III.1.2.3. Ödünç Menkul Kıymet Verme	27
III.1.2.4. Repo-Ters Repo Sözleşmeleri	28
III.1.2.5. Kur Risklerinden Korunma Amacı İle Varlıkların Yönetiminde Kullanılabilecek Teknik Ve Araçlar	29
III.1.3. ALMANYA	30
III.1.3.1. Menkul Kıymetler Üzerine Opsiyon İşlemleri	30
III.1.3.2. Döviz Dayalı Forward İşlemleri	31
III.1.3.3. Finansal Vadeli İşlemler	31
III.1.4. MALEZYA	33
III.1.5. HONG KONG	34
<b>III.2. YATIRIM FONLARININ PORTFÖYLERİNDE YER ALAN TÜREV ARAÇLAR KONUSUNDA AMERİKA'DA YAPILAN BİR ÇALIŞMA HAKKINDA BİLGİLER</b>	<b>35</b>

**IV. HEDGE FONLAR** **39**

---

<b>IV.1. HEDGE FONLAR: BİLİNEN VE GERÇEK</b>	<b>39</b>
<b>IV.2. HEDGE FONLARIN ORTAYA ÇIKIŞI VE GELİŞİMİ</b>	<b>43</b>
IV.2.1. HEDGE FONLARIN BAŞLANGICI VE GELİŞİM SÜRECİNDE FİNANSAL PİYASALARIN DURUMU	43
IV.2.2. HEDGE FONLARIN YARATICISI ALFRED WINSLOW JONES	44

IV.2.3. JONES'UN İLK HEDGE FON MODELİ	45
IV.2.4. 1966-1969: HIZLA ÇOĞALMA YILLARI	48
IV.2.5. 1969-1974: KÜÇÜLME YILLARI	50
IV.2.6. YENİ MODELLER (THE NEW MODALİTİES)	51
IV.2.7. TEŞVİK PRİMİNİN HEDGE FONLARIN YÜKSEK PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ	52
<b>IV.3. HEDGE FONLARIN ORGANİZASYONU</b>	<b>53</b>
IV.3.1. SPONSOR/SINIRSIZ SORUMLU ORTAK (GENERAL PARTNER)	54
IV.3.2. YÖNETİM ŞİRKETİ (MANAGEMENT COMPANY) / YATIRIM YÖNETİCİSİ (INVESTMENT MANAGER)	54
IV.3.3. YATIRIM DANIŞMANLARI / TRADER'LAR	55
IV.3.4. CLEARİNG (TAKAS) BROKER / PRİME BROKER	55
IV.3.5. EXECUTİNG BROKER	55
IV.3.6. ADMINISTRATOR (İDARECI)	56
IV.3.7. YEDDİ-EMİN (CUSTODY)/SAKLAYICI BANKA (DEPOSITORY BANK)	56
<b>IV.4. HEDGE FONLARDA ASGARİ YATIRIM TUTARLARI VE LİKİDİTE</b>	<b>57</b>
<b>IV.5. HEDGE FON YATIRIMLARININ RİSKLERİ</b>	<b>57</b>
IV.5.1. SORUMLU ORTAK RİSKİ	59
IV.5.2. YATIRIM SÜRECİ VE STRATEJİ	60
IV.5.2.1. Piyasa Riskine İlişkin Bir Örnek: Askin Capital Management Şirketi	62
IV.5.2.2. Portföyün Oluşturulması	63
<b>IV.6. YATIRIM STRATEJİLERİ</b>	<b>64</b>
IV.6.1. MİKRO HEDGE FONLARI	65
IV.6.2. MAKRO HEDGE FONLAR	65
IV.6.3. ARBİTRAJ FONLAR	66
IV.6.4. AÇIĞA SATIŞ FONLARI	68
IV.6.5. DİSTRESSED DEBT FUNDS	68
IV.6.6. UYGULANAN DİĞER STRATEJİLER	69
<b>IV.7. HEDGE FONLARIN KURULUŞ YERLERİ</b>	<b>70</b>
<b>IV.8. YATIRIMCI PROFİLİ</b>	<b>72</b>
IV.8.1. BİREYSEL YATIRIMCILAR (PRIVATE INVESTORS)	73
IV.8.2. KURUMSAL YATIRIMCILAR	74

## **V. KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARINA İLİŞKİN ÇEŞİTLİ ÜLKELERDEKİ DÜZENLEMELER** **76**

<b>V.1. AMERİKA</b>	<b>77</b>
V.1.1.1. 1933 Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act of 1933)	78
V.1.1.2. 1940 Yatırım Şirketleri Kanunu (Investment Company Act of 1940)	79
V.1.1.3. 1934 Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (Securities Exchange Act of 1934)	80
V.1.1.4. 1940 Yatırım Danışmanları Kanunu (Investment Advisors Act of 1940)	81
V.1.1.5. 1936 Mal Borsası Kanunu ve 1974 Mala Dayalı Vadeli İşlemler Komisyonu Kanunu (Commodity Exchange Act of 1936 and Commodity Futures Trading Commission Act of 1974)	82
V.1.1.6. Mavi Gök Eyalet Yasaları (State "Blue Sky" Laws)	83
V.1.1.7. 1974 Çalışanların Emeklilik Güvencesi Kanunu (Employee Retirement Income Security Act of 1974 -ERISA)	83
V.1.1.8. Vergi Düzenlemeleri	83
<b>V.2. AVRUPA BİRLİĞİ</b>	<b>84</b>

V.3. İNGİLTERE	85
V.4. ALMANYA	87
V.5. FRANSA	88
V.6. LÜKSEMBURG	88
V.7. İRLANDA	89
V.8. İSVİÇRE	90
V.9. AVRUPA OFF-SHORE MERKEZLERİ	92
V.10. KARAYİPLERDEKİ OFF-SHORE MERKEZLERİ	92

## **VI. YATIRIM FONLARI İLE HEDGE FONLARIN PERFORMANSLARININ KARSILAŞTIRILMASI** 94

VI.1. HEDGE FONLARIN PERFORMANSLARI ÜZERİNE YAPILAN ÇALIŞMALAR VE GETİRİLERİNİN YATIRIM FONLARI İLE KARSILAŞTIRILMASI	94
VI.2. HEDGE FONLARIN TÜREV ARAÇ KULLANIMI VE KULLANIM AMAÇLARI	102
VI.2.1. HEDGE FONLARIN PERFORMANSLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER	103
VI.2.2. HEDGE FONLARIN YÜKSEK PERFORMANSLARININ NEDENLERİ	104
VI.2.2.1. Getiri Açısından	104
VI.2.2.2. Risk Açısından	106

## **VII. TÜRKİYE'DE YATIRIM FONLARINA İLİŞKİN MEVCUT YASAL CERÇEVE** 108

VII.1. GENEL YASAL DÜZENLEMELER	108
VII.2. TÜREV ARAÇ KISITLAMALARI	111
VII.2.1. YAPILAN DÜZENLEMELER VE ALINAN KARARLAR	111
VII.2.2. YAPILAN DÜZENLEMELERİN DEĞERLENDİRİLMESİ	113
VII.3. BAZI FON TÜRLERİNDE PORTFÖY DAĞILIMI	115
VII.4. İ.M.K.B. BÜNYESİNDE VADELİ İŞLEMLER PİYASASI OLUŞTURULMASI KONUSUNDA YAPILAN ARAŞTIRMALAR	118

## **VIII. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ** 120

## **IX. KAYNAKÇA** 126

## I. GİRİŞ

İnançlı mülkiyet esasına göre kurulan yatırım fonları, yatırımcının korunması kavramından hareketle, pek çok ülkede sıkı düzenlemelere ve ayrıntılı kamuyu aydınlatma kurallarına tabidirler.

Yatırım fonları, genellikle türev araçları riskten korunma (hedging) amaçlı olarak portföyelerine dahil etmektedirler. Ayrıca, açığa satış yapmaları (kısa pozisyon almaları) ve yüksek oranda borçlanarak kaldıraç etkisinden faydalanmaları da önemli ölçüde kısıtlanmıştır.

Geleneksel olmayan (non-traditional) ya da alternatif yatırım (alternative investment) olarak adlandırılan yatırım fon ya da programlarının ise bu açıdan durumu daha farklıdır. Bu fonlar gelişmekte olan piyasalara yatırım yapmakta, türev araçların yanısıra pek çok çeşitli yatırım enstrümanlarını portföyelerine dahil edebilmekte ve karmaşık portföy yönetim stratejilerini uygulayabilmektedirler.

Geleneksel olmayan fonlar daha çok yüksek gelir düzeyindeki, risk toleransı yüksek ve daha sofistike olduğu varsayılan bireysel (ya da nitelikli) yatırımcılar ile portföyünü çeşitlendirmek isteyen kurumsal yatırımcılara yöneliktir.

Geleneksel olmayan fonlar çok hızlı bir gelişim içerisindedirler. Yatırımcılar portföy çeşitlendirmesinin avantajlarının farkına varmışlar ve gelişmekte olan ülkeler fonları, risk sermayesi fonları, junk bond fonları, hedge fonlar gibi performansı artırmaya yönelik fonları keşfetmişlerdir.

Bu çalışmada, çeşitli ülkelerdeki yatırım fonları ve diğer kolektif yatırım kuruluşları için geçerli olan portföy sınırlamaları konusundaki düzenlemeler üzerinde durulacak, alternatif yatırımlardan en gözde olan hedge fonlar tanıtılarak çeşitli açılardan yatırım fonları ile

karşılaştırılacaktır.

Birinci bölümde, türev araçların tarihçesine, yaygın olarak kullanılan finansal türev araçlara ilişkin bilgilere ve risklerine yer verilecektir.

İkinci bölümde, çeşitli ülkelerde yatırım fonları için geçerli olan türev araç kullanım kısıtlamaları anlatılacak ve bu konuda en esnek düzenlemelere sahip ülkelerden biri olan Amerika Birleşik Devletleri'nde yatırım fonlarının portföylerinde, türev araçların yaygın olarak bulunup bulunmaması durumunun fon performansına etkisini ortaya koymayı hedefleyen bir çalışma hakkında bilgi verilecektir.

Üçüncü bölümde, hedge fonlar tanıtılacak, hedge fonlar hakkında kamuoyunda var olan yanlış kanıların nedeni, hedge fonların tarihi gelişimleri, organizasyon yapıları, uyguladıkları stratejiler, yatırımcı profili ve diğer özellikleri anlatılacaktır.

Dördüncü bölümde, kolektif yatırım kuruluşlarına (yatırım fonları ve ortaklıkları ile çeşitli istisnai fon türleri vb.) ilişkin çeşitli ülkelerdeki düzenlemeler anlatılarak, geleneksel olmayan fon türlerine izin verilip verilmediği ortaya konulmaya çalışılacaktır.

Beşinci bölümde ise, yatırım fonları ile hedge fonların performansları karşılaştırılacak, türev araç kullanım amaçlarına ilişkin yapılan bir çalışmadan bahsedilecek ve son olarak hedge fonların yüksek performanslarının nedenleri değerlendirilecektir.

Altıncı bölümde, Türkiye'de yatırım fonlarına ilişkin mevzuat ve yatırım sınırlamaları incelenecek, özellikle türev araç sınırlamaları üzerinde durulacak ve yatırım fonlarının portföy yapıları incelenerek Türkiye'de faaliyete geçmesi beklenen vadeli işlemler piyasasının oluşturulması hakkında yapılan araştırmalara ilişkin bilgi verilecektir.

Yedinci bölümde, genel değerlendirme ve sonuç bölümleri yer almaktadır.

## II. PORTFÖY YÖNETİMİNDE TÜREV ARAÇLAR

### II.1.1. TÜREV ARAÇLARIN TARİHÇESİ

Türev araçlar, değerleri dayalı oldukları menkul kıymetlere, oranlara, mallara veya endekslere göre belirlenen sözleşmelerdir<sup>1</sup>.

Türev araç işlemine konu olan kıymetlerin değerlerinin risk transferini gerektirecek kadar değişken olması türev aracın ortaya çıkmasının temel koşuludur. Türev araçlar ve piyasaları başlangıçta bu niteliği taşıyan tarımsal mallara dayalı olarak ortaya çıkmıştır. Vadeli işlemlerin (forward sözleşmelerinin) bugünkü anlamda ilk uygulaması 17. yüzyılda Japonya'da görülmektedir. Japonya'da üretilen pirincin bir bölümüne toprak ağaları el koymakta, artık pirinçler ise Osaka ve Edo'da bulunan depolarda stoklanmak üzere makbuz karşılığı olarak gönderilmekteydi. Belli miktar ve kalitedeki pirinci temsil eden söz konusu makbuzlar ise Dojima Pirinç Piyasası'nda alınıp satılmakta ve böylelikle işlemler gerçekleştirilmekteydi.

18. yüzyıla gelindiğinde ise Avrupa'da yaşanan iktisadi ve ticari hareketlilik ve özellikle tarımsal ürünlerin fiyatlarında yaşanan dalgalanmalar, tarafların bir araya gelerek yüz yüze anlaşmaları şeklinde gerçekleştirilen ve "to arrive contracts" olarak adlandırılan ve büyük ölçüde günümüzdeki vadeli işlem sözleşmelerinin oluşumunu sağlayan sözleşme türünün ortaya çıkması sonucunu doğurmuştur. Bu sözleşmeler ilk olarak Liverpool Cotton Exchange'de, Kuzey Amerika'dan ithal edilen çok büyük miktarlardaki pamuğa dayalı olarak gerçekleştirilmiştir.

---

<sup>1</sup> BOVILLON, Martial, Controlling Derivatives Activities of Banks, Yayımlanmamış Master Tezi, University of Notingham, 1995, S.7



1800'lerin ortalarında ise "to arrive contracts" olarak tabir edilen sözleşmelerin bizzat kendileri de ticarete konu olmaya başlamış ve bir sonraki aşama olan herhangi bir malın belirli bir tarihte belirli bir fiyattan alınıp satılması anlamına gelen forward sözleşmeler ortaya çıkmıştır. Böylelikle Liverpool Cotton Exchange, forward sözleşmelerin işlem gördüğü bir borsa halini almıştır.

19. yüzyılda ise Amerika Birleşik Devletleri'nde gelişen sanayinin de etkisiyle çiftçilerin üretim kapasitelerinin artması ve ulaştırma imkanlarının iyileşmesi neticesinde yerel piyasaların yetersiz kalması sonucunda, uluslararası piyasalara doğru bir genişleme ortaya çıkmıştır. Söz konusu dönemde ticaret merkezi konumunda olan Chicago'ya ürünler getirilmekte, bu durum ise bir arz fazlası yaratmaktaydı. Bu gelişmelerin ardından çiftçiler ürünlerini önceden satmaya başladılar. Ancak bu durum bünyesinde, önceden satılan ürünlerin bedellerinin ödenmemesi gibi bir takım riskleri de barındırmakta olduğundan, 1858 yılında tahıl üreticileri bir araya gelerek organize bir piyasada vadeli işlem gerçekleştirmek amacıyla Chicago Ticaret Kurulu'nu (Chicago Board of Trade) kurdular. Böylelikle vadeli işlemler organize piyasalarda belli kurallar çerçevesinde işlem görmeye başladı.

20. yüzyılda ise finansal piyasalar ile mal piyasalarında yaşanan fiyat dalgalanmaları risk yönetim tekniklerinin önemini artırmış ve yeni finansal araçların yaratılması sürecinin başlamasını sağlamıştır. Piyasa koşullarında yaşanan bu değişiklikler, forward ve futures sözleşmelerinin ve daha sonra opsiyon sözleşmelerinin kullanım alanlarının yaygınlaşmasının temel itici gücü olmuştur. 1970'lerde sabit kur sistemine dayalı olan Bretton-Woods sistemin çökmesi ve her ülkenin kendi paralarını Amerikan dolarına karşı serbest bırakması neticesinde döviz kurlarında dalgalanma başlamıştır. Benzer şekilde söz konusu yıllarda dünya ekonomilerinde yaşanan resesyon ve ardından petrol krizinin yarattığı enflasyonist baskının hafifletilebilmesi için para politikalarına verilen önemin artması, beraberinde faiz oranlarında da dalgalanmaların ortaya çıkması sonucunu doğurmuştur.

Ayrıca takip eden yıllarda dünya piyasalarının bütünleşme sürecinin hızlanması, bütün finansal piyasaları bir araya getirmiş ve yakın geçmişte daha kırılgan bir finansal piyasa ortaya çıkmıştır. Uzak Doğu Asya ülkelerinin borsalarında yaşanan krizlerin yayılma hızı dikkate alındığında, bireysel ve kurumsal yatırımcılar açısından risk yönetimi ve riskten korunma hususlarının öneminin artması kaçınılmaz olmuştur.

Yukarıda kısaca özetlenen gelişim süreci içerisinde sadece türev araçların işlem gördüğü uzmanlaşmış borsalar ortaya çıkmış ve söz konusu işlemlerin ticaret hacmi yükselmiştir. Böylelikle türev araçların likiditesi de artmış ve kullanım alanları yaygınlaşmıştır.

## II.2. TÜREV ARAÇLAR

Türev araçlar, dayandıkları varlıklara göre “mala dayalı türev araçlar” ve “finansal türev araçlar” olarak ikiye ayrılmaktadırlar<sup>2</sup>. Bu çerçevede forward-futures (vadeli işlem sözleşmeleri), opsiyonlar, swap, v.b. finansal araçlar türev araç olarak değerlendirilmekle birlikte, tanım içerisine giren pek çok finansal türev araç daha bulunmaktadır.

Ancak pek çok ülkede kolektif yatırım kuruluşlarının portföylerine mala dayalı türev araç sözleşmeleri dahil etmeleri yasaklandığından araştırmanın konusu *finansal türev araçlarla sınırlı tutulacak olup*, bu bölümde de bu araçlara ilişkin bilgilere yer verilecektir.

Türev araçlar işlem görmekte oldukları piyasalara göre organize piyasalarda işlem görenler ve organize olmayan piyasalarda (Over The Counter-OTC) işlem görenler olarak da iki grupta incelenebilir. Bunun yanında türev araçlar standartlaşmış olanlar ve henüz belli bir standarda

sahip olmayanlar olarak da sınıflandırılabilirler. Organize piyasalarda işlem gören türev araçların başında ise futures ve opsiyon sözleşmeleri gelmektedir. Ancak opsiyon sözleşmeleri organize olmayan piyasalarda da işlem görebilmektedir.

Türev araçların organize piyasalardan alınıp satılmasının taraflara sağladığı en önemli avantaj, "takas odası (Clearing House)" olarak adlandırılan kurumun varlığı sayesinde, sözleşmeye taraf olanların yükümlülüklerini yerine getirmesinin ve hak sahibinin hakkını kullanmasının sağlanmasıdır.

Organize olmayan piyasalarda gerçekleştirilen işlemlerde ise daima tarafların yükümlülüklerini yerine getirmeme riski mevcut olmakta ve bu tür piyasaların spekülasyon yönü ağır basmaktadır.

Türev araçlar, piyasalardaki bilgi dağılımının etkinliğini artırması, risk yönetimini kolaylaştırması ve işlem maliyetlerini düşürmesi gibi nedenlerle tercih edilmektedir<sup>3</sup>. Ancak, türev araçların belirtilen hususların hiçbirini sağlamakta başarılı olamadığı ve sadece spekülasyona açık, riski yüksek araçlar olduğunu ifade eden araştırmalar da mevcuttur<sup>4</sup>.

Türev araçlar temel olarak riskten korunma (hedging) ve spekülasyon amacıyla portföye alınmaktadır.

### **II.3. TÜREV ARAÇ TÜRLERİ**

Türev araçlar genel olarak üç temel başlık altında incelenebilir:

---

<sup>2</sup> S. Yıldırım, Risk Management Through Futures Markets In Agricultural Sector and Evaluations for Turkey, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:88, 1. B., Ağustos 1997, s. 3-59.

<sup>3</sup> KOSKI, L. J., PONTIFF, J., "How Are Derivatives Used? Evidence from the Mutual Fund Industry", The Wharton Financial Institutions Center, Ocak 1996.

a) Borsa dışı piyasalarda işlem gören vadeli işlem sözleşmeleri (forward sözleşmeler) ve borsalarda işlem gören vadeli işlem sözleşmeleri (futures sözleşmeleri),

b) Opsiyon sözleşmeleri,

c) Swaplar.

Bu genel ayrımın yanında, sözkonusu türev araçlar birbirleriyle birleştirilerek, çok daha farklı imkanlar sağlayan karmaşık yapıda yeni araçlar elde edilebilir. Bu tip araçlara melez türev araçlar adı verilmektedir.

### **II.3.1. Forward Sözleşmeleri**

Forward sözleşmeler, teslimatı ileriki bir vadede yapılacak olan, belirli miktardaki malın veya finansal aracın fiyatını veya oranını bugünden sabitleyerek, taraflardan birini vade tarihinde belirlenen fiyattan sözleşme konusu kıymeti almakla, diğerini de satmakla yükümlü kılan sözleşmelerdir<sup>5</sup>.

Bu sözleşmeler, doğrudan sözleşme tarafları arasında gerçekleşmekte, işlemin gerçekleştirilmesini garanti edecek herhangi mevcut bir takas kurumu bulunmamaktadır. Dolayısıyla bu tip sözleşmelerde her zaman taraflardan herhangi birinin yükümlülüğünü yerine getirmeme riski bulunmaktadır.

Ayrıca forward sözleşmeler organize piyasalarda işlem görmediklerinden herhangi bir standarda ulaşmamışlardır. Fakat standardizasyonun kural olduğu borsa ürünlerine kıyasla daha esnek

---

<sup>4</sup> KOSKI, L. J., PONTIFF, J., a.g.e.

<sup>5</sup> PEKER, İbrahim, a.g.e., s.7

ürünler olup, sözleşmeye konu olan miktar ve vade müşterinin arzusuna göre belirlenmektedir.

Spot piyasada sözleşmenin imzalandığı tarih itibariyle döviz kurunun 1 \$ = 100.000.- T.L. olduğunu ve tarafların üç ay sonra 1 \$ = 110.000.- T.L. üzerinden dolar satın almak ve satmak üzere anlaşmalarını varsayalım. Tarafların karı ise üç ay sonraki spot piyasada gerçekleşen döviz kuruna ve alınan pozisyona göre belirlenecektir. Eğer sözleşme tarihinin bitiminde spot piyasadaki döviz kuru 109.000.- T.L. olarak gerçekleşmişse, döviz kurunun 110.000.- T.L.'nin altında kalacağı beklentisiyle hareket etmiş olan taraf, aradaki fark olan 1.000.- T.L. zarar, diğer taraf ise aynı tutarda kar elde etmiş olacaktır.

Örneğin, bir pamuk üreticisinin verilen bir sipariş için 3 ay sonra 500 kilogram pamuk teslimatında bulunacağı varsayımı ile, bugünden belirli bir kar marjını garantilemek için, kilogramının 1.000.000,-TL üzerinden alınması için yaptığı anlaşma forward sözleşmesidir.

### **II.3.2. Futures Sözleşmeleri**

Futures sözleşmeleri, belirli bir mal veya finansal aracın, önceden belirlenmiş bir tarihte, üzerinde anlaşılmış bir fiyattan teslim edilmesini veya teslim alınmasını sağlayan ve organize piyasalarda alınıp satılan sözleşmelerdir.

Futures sözleşmeleri, taraflara vade tarihinde sözleşmede yer alan yükümlülükleri yerine getirme görevini yüklemekte ve bu görevin yerine getirilmesinden Takas Odası sorumlu olmaktadır.

Finansal futures sözleşmeleri döviz kurları, faiz oranları ve hisse senedi endeksleri üzerine yapılabilmektedirler. Özellikle ihracat/ithalat firmaları ve büyük miktarlarda yabancı ülkelerin menkul kıymetlerine

yatırım yapan sermaye piyasası kurumları, karşı karşıya kalacakları kur riskini ortadan kaldırmak amacıyla, döviz futures sözleşmeleri gerçekleştirmektedirler. Aynı şekilde faiz oranlarındaki dalgalanmaları bertaraf etmek amacıyla da futures sözleşmeleri sıkça kullanılmaktadır.

### **II.3.3. Opsiyon Sözleşmeleri**

Opsiyon sözleşmeleri, sözleşmeyi satın alan kişiye belli miktarda bir kıymeti belli bir fiyattan ileride belli bir tarihte ve/veya öncesinde alma veya satma hakkı veren sözleşmelerdir.

Temelde iki çeşit opsiyon bulunmaktadır:

a) Satın Alım Hakkı Opsiyonu (Call Option) : Alım opsiyon sözleşmesi, opsiyonu alan kişiye Borsa'da anlaştığı primi ödemek suretiyle belli bir fiyat ve miktarda bir kıymeti belli bir vadede ve/veya öncesinde satın alma hakkı verirken, opsiyonu satan kişiye ise opsiyon sözleşmesini alan tarafın talebi halinde bu kıymeti satma yükümlülüğü getirmektedir.

a) Satım Hakkı Opsiyonu (Put Option) : Satım opsiyon sözleşmesi, opsiyonu alan kişiye Borsa'da anlaştığı primi ödemek suretiyle belli bir kullanım fiyatında belli miktarda bir kıymeti belli bir vadede ve/veya öncesinde satma hakkı verirken, opsiyonu satan kişiye ise opsiyon sözleşmesini aşan tarafın talebi halinde bu kıymeti satın alma yükümlülüğü getirmektedir.

Kullanım zamanı açısından opsiyonlar uygulamada ikiye ayrılmaktadır:

a) *Amerikan Tipi Opsiyonlar*, vadesine kadar her tarihte kullanılabilir.

b) *Avrupa Tipi Opsiyonlar*, sadece vade sonunda kullanılabilir. Bu özelliği nedeniyle, vadeli işlem sözleşmelerine benzemektedir.

Opsiyon sözleşmesi, herhangi bir ürün, finansal gösterge (hisse senetleri endeksi gibi), menkul kıymet, yabancı para, kıymetli maden veya vadeli işlem sözleşmesi üzerine düzenlenebilir. Özellikle son yıllarda futures sözleşmeleri üzerine düzenlenen opsiyon sözleşmelerinin kullanımı artmıştır.

Opsiyon sözleşmelerinde, futures sözleşmelerinden farklı olarak alıcı açısından bir yükümlülük değil, bir hak söz konusudur. Sözleşmenin alıcısı, sözleşmede yer alan hakkını kullanıp kullanmamakta tamamen serbesttir. Satıcı açısından ise, alıcının hakkını kullanmak istemesi halinde herhangi bir hak değil yükümlülük söz konusu olacak ve satıcı sözleşme konusu varlığı teslim etmek zorunda kalacaktır.

Opsiyon sözleşmeleri, hem organize piyasalarda hem de organize olmayan piyasalarda işlem görmektedir.

Opsiyon sözleşmelerinde de vadeli işlem sözleşmelerinde olduğu gibi sözleşmenin alıcısı uzun pozisyona, satıcısı ise kısa pozisyona sahip olmaktadır.

Karmaşık yapısı ve farklı kullanım teknikleri neticesinde opsiyon sözleşmeleri, uzmanlaşmış yatırımcılar tarafından birbirinden farklı stratejiler üretilmesi yoluyla farklı şekillerde kullanılmaktadır. Kullanım şekilleri, amaçları ve alınan pozisyonlar itibariyle opsiyon sözleşmeleri dörde ayrılmaktadır<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> P. Ritchken, Options-Theory, Strategy and Applications, 1987, s. 37.

**i. Tek bir menkul kıymete dayalı alım ya da satım opsiyonunun kullanılması olarak tanımlanan “Teminatsız (Naked) Pozisyonlar”:** Bu stratejide sadece bir varlığa dayalı olarak alım ya da satım opsiyonu işlemi gerçekleştirilmekte, dolayısıyla herhangi bir korunma sağlanamamakta ve yüksek bir risklilik düzeyine ulaşılmaktadır.

**ii. Menkul kıymetin kendisi ile birlikte, menkul kıymete dayalı alım ya da satım opsiyonlarının bir arada kullanılması olarak tanımlanan “Korunma (Hedge) Pozisyonları”:** Bu stratejide opsiyon sözleşmesine konu olan varlık, yatırımcının portföyünde mevcut olmakta, dolayısıyla yatırımcı portföyündeki söz konusu varlığın fiyatında meydana gelebilecek değişmelere karşı alım ya da satım opsiyonu gerçekleştirerek etkin bir korunma sağlayabilmektedir. Özellikle yatırım fonlarının türev araç kullanımında bu stratejiyi uygulamaları, portföylerindeki varlıkların fiyat dalgalanmalarına karşı korunmasını sağlamaya imkan verecektir.

**iii. Aynı menkul kıymet üzerinden aynı anda hem alım hem de satım opsiyonlarının düzenlenmesi olarak tanımlanan “Genişleme (Spread) Pozisyonları”:** Bu stratejide ise yatırımcı portföyünde mevcut olan herhangi bir varlığa dayalı olarak, hem alım hem de satım opsiyonlarını aynı anda gerçekleştirmekte dolayısıyla fiyat dalgalanmaları hangi yönde gerçekleşirse gerçekleşsin, ödemek zorunda olduğu prim kadar zarara girmeyi göze alarak, her halükarda anlamlı bir korunma sağlamış olmaktadır. Şüphesiz yatırım fonları için uygun bir stratejidir.

**iv. Aynı menkul kıymet üzerinden, alım ve satım opsiyonlarının düzenlenmesi olarak tanımlanan “Kombinasyonlar (Combinations)”:** Bir önceki stratejiye benzer bir şekilde yatırımcı, portföyünde bulunan bir varlık üzerinden çok sayıda alım ya da satım opsiyonunu bir arada kullanmakta ve anlamlı bir korunma



*sağlayabilmektedir. Ancak bu durumda fiyat dalgalanmaları neticesinde ortaya çıkan kar ya da zarar değerlendirilirken, düzenlenmiş olan tüm opsiyon sözleşmelerine ödenen primlerin de hesaba katılması gerekmektedir. Diğerlerine göre biraz daha karışık bir strateji olması nedeniyle, uygulanırken çok daha dikkatli davranılması gerekmektedir.*

Şüphesiz, zaten karmaşık bir yapıya sahip olan opsiyon sözleşmelerine ilişkin olarak, yukarıda yer alanların dışında çok daha karmaşık stratejiler üretilebilecektir. Ancak yukarıda açıklandığı üzere yatırım fonları için (ii) ve (iii) maddelerinde yer alan stratejilerin anlamlı stratejiler olduğu düşünülmektedir. Bu stratejilerin yatırım fonlarınca uygulanması halinde ortaya çıkabilecek kazanç ya da kayıpların neler olacağına ilişkin olarak takip eden bölümlerde ayrıntılı incelemeler yapılacaktır.

Opsiyon sözleşmelerinde de, vadeli işlem sözleşmelerinde olduğu gibi kaldıraç etkisinden söz edilmektedir. Bu sözleşmelerde de, alıcı sadece sözleşmeye konu olan varlıkların değerinin %5'i düzeylerinde bir prim ödemek suretiyle işlem gerçekleştirebilmektedir. Ancak, opsiyon sözleşmelerinde vadeli işlem sözleşmelerinden farklı olarak alıcının karı sınırsız, zararı ise ödediği opsiyon primi ile sınırlıdır.

Opsiyon sözleşmeleri dört şekilde alınıp satılabilmektedirler:

*i. Alım Hakkı Veren Opsiyon Satın Alma,*

*ii. Alım Hakkı Veren Opsiyon Satma,*

*iii. Satım Hakkı Veren Opsiyon Alma,*

*iv. Satım Hakkı Veren Opsiyon Satma.*

Yukarıda genel hatlarıyla açıklanan opsiyon sözleşmelerine ilişkin olarak, alıcı ve satıcının pozisyonuna göre kar ya da zarar durumları aşağıdaki Tablo l’de sunulmaktadır. Tablo l’de sadece alım hakkı veren opsiyonun satın alınması halinde alıcı ve satıcının kar ya da zarar durumu açıklanacaktır. Diğer durumlarda da kar ya da zarar tutar olarak aynı olacağından sadece bu durumun açıklanmasının yeterli olacağı düşünülmektedir.

**Örnek 3:** 100.000.- T.L. değerindeki bir varlığın alım hakkını veren opsiyon sözleşmesi alınması halinde, alıcı %5 oranında bir prim ödemek durumundadır. Daha önce üzerinde durulduğu gibi satıcı herhangi bir ödeme yapmayacaktır. Ayrıca alıcı açısından sadece bir hak söz konusu olduğundan, alıcının zararı en çok ödediği prim kadar olacak, satıcı açısından bakıldığında ise satıcının karı kendisine ödenen prim kadar olacaktır. Biraz karışık gibi görünen bu durum aşağıdaki tablo da açıklanmıştır.

<b>TABLO I - Opsiyon Sözleşmelerinden Doğan Kar ya da Zararlar</b>				
<b>Cari Piyasa Fiyatı</b>	<b>Alicinin Ödediği Prim Tutarı</b>	<b>Sözleşmede Belirlenen Fiyat</b>	<b>Alım Hakkı Veren Opsiyonun Alıcısı</b>	<b>Alım Hakkı Veren Opsiyonun Satıcısı</b>
80.000	5.000	100.000	- 5.000	5.000
90.000	5.000	100.000	- 5.000	5.000
100.000	5.000	100.000	-5.000	5.000
105.000	5.000	100.000	0	5.000
120.000	5.000	100.000	15.000	-15.000

Tablo’dan anlaşılacağı üzere opsiyon sözleşmelerinde alıcının zararı sınırlı karı sınırsızken, satıcının karı sınırlı zararı ise sınırsızdır.

#### II.4. TÜREV ARAÇLARIN RİSKLERİ

Türev araçlara ilişkin riskler, piyasa (market), kredi (credit) ve likidite (liquidity) riskleri ile düzenleme (legal) ve operasyonel (operational) riskleri içermektedir.

#### **II.4.1. Piyasa Riski**

Türev araçların piyasa riski, fiyat hareketlerinin değişmesi, faiz oranı, endeks seviyesi ve türev aracın dayalı olduğu menkul kıymet ile ilgili fiyat dalgalanmalarının sonucunda türev aracın fiyatının değişmesi riski olarak tanımlanmaktadır.<sup>7</sup>

#### **II.4.2. Kredi Riski**

Kredi riski, türev araç sözleşmesinde karşı tarafın finansal yükümlülüğünü yerine getirmemesi riskidir. Kredi riskinin tutarı, karşı tarafın yükümlülüğünü yerine getirmemesi durumunda ortaya çıkacak yerine koyma maliyeti kadardır<sup>8</sup>.

Türev araç sözleşmesinin tezgahüstü piyasalarda ya da organize bir borsada işlem görmesi kredi riskinin belirlenmesindeki en önemli unsurdur. Organize piyasalarda işlem gören vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri, Takas Odası'nın varlığı sayesinde, kredi riskini büyük ölçüde ortadan kaldırmaktadır.

---

<sup>7</sup> MCLAUGHLIN, Robert M., "*Minimizing Derivative Risks*", Communications Week, Mart 1995, s.8.

<sup>8</sup> PEKER, İbrahim, a.g.e., s. 43

### **II.4.3. Likidite Riski**

Likidite, herhangi bir kıymetin en kısa süre içerisinde, en düşük maliyetle ve değerini kaybetmeden paraya çevirilebilirliği olarak tanımlanmaktadır. Türev araçlar açısından ise, likidite riski portföye alınan türev araçların kısa süre içerisinde alım fiyatı ya da yakın bir fiyattan satılamamasını ve firmanın ödeme yükümlülüklerini veya teminat (margin) çağrılarını, fon giriş ve çıkışlarının zamanlamasını ayarlayamamasından dolayı yerine getirememesini kapsamaktadır.

### **II.4.4. Düzenleme Riski**

Düzenleme riski, mahkemelerin, düzenleyici otoritelerin veya yetkili herhangi bir kamu kurumunun aldığı bir karardan dolayı türev araç sözleşmesinin tamamen veya kısmen uygulanamaması sonucunda zarara uğrama riskidir.

### **II.4.5. Operasyonel Risk**

Operasyonel risk iç kontrol sisteminin yeterli olmaması, bilgi işlem ve iletişim sisteminin hatalı çalışması, kişilerin kasten veya istemeyerek sebep oldukları hatalar sonucunda zarara yol açmaları gibi sebeplerle ortaya çıkan ve kapsamı oldukça geniş olan bir risk türüdür.

Operasyonel risk, firma yöneticilerinin hatalı davranmasından, teslim ve ödeme işlemlerinin gerektiği şekilde yapılmamasına kadar birçok eksiklikten doğmakla birlikte genellikle aşağıda yer alan dört sebepten ortaya çıkmaktadır<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> PEKER, İbrahim, a.g.e., s.48

a) Çok karmaşık yapıda ve yüksek hacimli olmasına rağmen vadeli işlemlerden sorumlu personelin gerekli nitelikte olmaması,

b) Yetkinin belirli kişilerde yoğunlaşması nedeniyle kişilerden bağımsız bir risk yönetim sisteminin oluşturulamaması (örneğin, Barings krizinin temel sebebi çok fazla yetkiye sahip bir kişinin aşırı risk almasından kaynaklanmaktadır),

c) Yanlış fiyatlandırma modellerinin kullanılması veya hesaplamaların dayandığı varsayımların doğru olmaması,

d) Üst düzey yöneticilerin teknik personelin yaptığı işlemleri ve kullandığı terminolojiyi anlamaması dolayısıyla kararların yeterli bilgiye sahip olunmadan verilmesi.

## II.5. RİSK YÖNETİMİ (HEDGING)

Riskten korunma, yukarıda tanımlanan farklı riskler nedeniyle uğranılması muhtemel kayıpların piyasada ters işlem gerçekleştirilerek giderilmesi ya da en azından azaltılması anlamına gelmektedir. Spekülatörler riskin transfer edilmesini sağlamaktadırlar.

Bu çerçevede vadeli işlemler özellikle büyük portföye sahip olan kurumsal yatırımcıların nakit piyasalarda karşılaştıkları fiyat değişim risklerini, bu riskleri taşımaya istekli spekülatörler üzerine aktarmaları için ortam sağlamaktadır<sup>10</sup>. Vadeli işlem piyasalarında üç türlü korunmadan bahsedilmektedir.

*i. Alıcı Taraf Olarak Korunma: Alıcı taraf olarak korunmada amaç, satın alma fiyatını sabitleyerek, gelecekte alınması planlanan ürünün fiyat artışlarından korunmaktır. Böylece vadeli işlemde alıcı taraf olunarak ileriki bir tarihte satın alınması planlanan menkul kıymetlerin fiyatlarındaki artışa karşı korunma sağlanmış olacaktır. Örneğin,*

*portföyünde büyük miktarda tahvil tutan bir yatırım fonu, faiz oranlarında düşme olasılığına karşı, ileri bir tarihte portföy nakit girişlerini yatırmayı planladığı tahvil fiyatının artmasından uğrayacağı zararı, tahvil üzerine vadeli işlemde alıcı taraf olarak kapatabilecektir.*

**ii. Satıcı Taraf Olarak Korunma:** *Bu durumda ise amaç varlığın cari değerini korumak olacaktır. Örneğin portföyünde tahvil bulunan yatırım fonu, fiyat düşüşüne karşı portföyün cari değerini korumak için portföyüne koruma sağlayacak vadeli işlem sözleşmesinde satıcı taraf olacak ve belli bir korunma sağlayabilecektir.*

**iii. Çapraz Korunma:** *Çapraz korunma, portföydeki varlıklar üzerine değil ancak bu varlıklarla yüksek bir korelasyona sahip başka varlıklar üzerinden düzenlenmiş vadeli işlemlerin gerçekleştirilmesidir.*

Diğer yandan riskten korunma işlemi zarar riskini azaltmakta ancak aynı zamanda korunmamış bir pozisyona göre kar elde etme olasılıklarını da azaltmaktadır. Riskten korunma işleminde ortaya çıkan kar ya da zararın boyutu ise riskten korunma işleminin başlatılması ve bitirilmesi anında spot ve vadeli işlem fiyatları arasındaki ilişkiye bağlı olacaktır. Riskten korunan yatırımcı, bu işlem esnasında aslında başka riskleri de üstlenmektedir. Bunlar aşağıda kısaca anlatılmaya çalışılmıştır.

**i. Temel Riski (Basis Risk):** *Temel riski, riskten korunmaya çalışan yatırımcının, spot piyasaya göre vadeli işlem sözleşmesinin yanlış fiyatlandırılması nedeniyle üstlenmek zorunda kaldığı riski ifade etmektedir.*

**ii. Çapraz Korunma Riski (Cross Hedging Risk):** *Çapraz korunma riski ise, portföyde yer alan varlıklar ile yüksek korelasyona sahip olduğu düşünülen vadeli işlem sözleşmesine konu varlığın fiyat*

---

<sup>10</sup> İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Eğitim Yayınları, Sermaye Piyasası ve Borsa

*hareketlerinin, portföydeki varlığın fiyat hareketlerini izlememesi nedeniyle ortaya çıkan riski ifade etmektedir.*

### **III. YATIRIM FONLARININ PORTFÖYLERİNDE YER ALABİLECEK TÜREV ARAÇLAR KONUSUNDA ÇEŞİTLİ ÜLKELERDEKİ SINIRLAMALAR**

#### **III.1. YATIRIM FONLARININ PORTFÖYLERİNE DAHİL EDEBİLECEKLERİ TÜREV ARAÇLARA İLİŞKİN ÇEŞİTLİ ÜLKELERDEKİ SINIRLAMALAR**

##### **III.1.1. Amerika Birleşik Devletleri**

ABD’nde yatırım şirketleri ilk olarak, yatırımcıların portföy yöneticiliğine olan ihtiyaçlarını fark eden bankerler, yatırım grupları ve komisyoncular (brokers) tarafından Boston (1893), New York ve Philadelphia’da kurulmuş olup ilk yatırım fonu ise 1924’te örgütlenmiştir<sup>11</sup>.

Yatırım Şirketleri Kanunu'nun (Investment Company Act-ICA) 5(a) maddesi uyarınca yatırım fonları, çeşitlendirilmiş (diversified) veya çeşitlendirilmemiş (undiversified) olarak sınıflandırılırlar. Toplam aktiflerin %75'i, yine toplam aktiflerin %5'inden fazlası tek bir şirketin menkul kıymetlerine yatırılmamak ve herhangi bir şirketin dolaşımdaki oy hakkı bulunan paylarının %10'undan fazlasını portföyde tutmamak kaydıyla, yatırımda bulunan fonlar “çeşitlendirilmiş fonlar” olarak adlandırılır. Belirtilen şartları taşımayan fonlar ise “çeşitlendirilmemiş fonlar” olarak tanımlanır.

---

<sup>11</sup> SOYDEMİR, Selim, “A.B.D., İsviçre, Kore ve Türk Hukuku’nda Yatırım Fonları ve Para Piyasası Fonlarının Olabilirliği”, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayınlanmamış Yeterlik Etüdü, 1986, s.8



Amerika'da genel olarak yatırım fonlarının yatırım yapacağı araçlar konusunda bir kısıtlama yoktur<sup>12</sup>. Fonlar yalnızca belirledikleri yatırım amaçları, likidite ve borçlanma kısıtlamaları ile sınırlandırılmıştır<sup>13</sup>. Bu konudaki kısıtlamalar aşağıda yer almaktadır;

-Yatırım fonlarının aktif toplamalarının en fazla %15'i likit olmayan (en fazla 7 gün içinde nakde çevrilebilen) varlıklara yatırılabilir. Bu oran para piyasası fonları için en fazla %10 olarak öngörülmüştür.

-Kapalı uçlu fonlar için likidite sınırlaması bulunmamaktadır.

-Yatırım fonlarının, toplam varlıklarının 1/3'ü kadar sadece bankalardan borçlanmalarına izin verilmek suretiyle borçlanma imkanları kısıtlanmış ve dolayısıyla kaldıraç etkisinden faydalanmalarına bir sınır getirilmiştir.

Fonlar, federal düzenlemeler açısından, türev araçlar konusunda özel sınırlamalara tabi değildirler. Ancak, portföye dahil edilen türev araçlar ve riskleri konusunda prospektüste ayrıntılı açıklama yapılması zorunludur. Ayrıca, alınan türev araçların fonun genel politika ve stratejileri ile yatırım amaçlarına uygun olması gerekmektedir.<sup>14</sup> Örneğin bir tahvil ve bono fonunun yüksek oranda, hisse senedi endeksine dayalı opsiyon ve future sözleşmelerini portföyüne dahil etmesi yatırım amaçlarıyla çelişmektedir.

Yatırım fonlarının, net varlıklarının %15'inden fazlasını likit olmayan varlıklara yatıramamasına ilişkin sınırlama fonların portföylerine bazı türev araçları almalarını etkilemektedir<sup>15</sup>. Borsada işlem gören opsiyon ve vadeli işlemler gibi türev araçlar %15'lik sınıra dahil

---

<sup>12</sup> IOSCO Teknik Komitesi tarafından hazırlanan, kolektif yatırım kuruluşlarına ilişkin ülke düzenlemelerinin karşılaştırmalı olarak verildiği Temmuz 1995 tarihli tablo.

<sup>13</sup> Yatırım fonları belirledikleri yatırım politikalarını ancak pay sahiplerinin onayıyla değiştirebilirler.

<sup>14</sup> INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, "Investments In Derivatives By Registered Investment Companies", 1994, s.11

edilmememekle birlikte, tezgahüstü piyasalarda işlem gören ve 7 gün içinde fonda değerlendirilmiş tutarına yakın bir değerle satılamayan ya da elden çıkarılamayan türev araçlar likidite sınırlamasından etkilenmektedirler.

Öte yandan, ABD vergi düzenlemelerinde “short short rule” diye anılan, yatırım fonunun brüt kazancının %30’undan fazlasının 3 aydan az elde tutulan menkul kıymetlerin satışından elde edilemeyeceğini öngören bir hüküm bulunmaktaydı. Bu %30’luk sınır aşıldığında fon paylarını alan yatırımcıların elde ettiği kazançların yanısıra, fon gelirleri de vergiye tabi olmakta ve çifte vergilendirme durumu ortaya çıkmaktaydı. Fon yöneticileri bu kuralın yatırım fonlarının future ve opsiyon sözleşmeleri yoluyla risk sınırlandırma stratejilerini yaygın olarak kullanmalarını engellediği kanaatindeydiler<sup>16</sup>. 1986 yılında yapılan vergi reformunda bu kurala riskten korunma amacıyla yapıma istisnası getirilmiş ancak opsiyon sözleşmeleri muafiyet kapsamında bulunmadığından yeterli görülmemiştir<sup>17</sup>. Yatırım fonlarının türev araç kullanımını engelleyen bu hüküm 1997 yılında (1998 yılından itibaren uygulanmak üzere) yürürlükten kaldırılmıştır<sup>18</sup>.

Federal düzenlemelerin yanısıra, yatırım fonlarının halka arz edilecekleri her eyalette ayrı ayrı kayda alınması gerekmektedir. Satışın yapıldığı her eyalette kayda alınma bu eyaletlerin tümündeki düzenlemelere uyum göstermeyi gerektirmektedir. Bazı eyaletler yatırım fonlarının portföylerine dahil edebilecekleri kıymetler konusunda özel sınırlamalar belirlemişlerdir. Örneğin Arkansas, South Dakota, California ve Texas’ta yatırım fonlarının warrant’lara en fazla varlıklarının %5’i oranında yatırım yapabilecekleri, Arkansas’ta fonun varlıklarının en fazla

---

<sup>15</sup> SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, "Mutual Funds and Derivative Instruments", Division of Investment Management, 1994, s.19

<sup>16</sup> BARR, Paul G., "Change in Law Could Increase Mutual Funds' Derivatives Use", Pension & Investments, 23 Haziran 1997, s.23

<sup>17</sup> GASTINEAU, Gary L., "The Options Manual", Mc Graw-Hill Book Company, Third Edition, 1988, s.144

<sup>18</sup> [www.rpifs.com/tax7m12e.html](http://www.rpifs.com/tax7m12e.html)

%5'inin opsiyonlara yatırılabilirliğine ilişkin kurallar bulunmaktadır<sup>19</sup>. Bu karmaşık durumun ortadan kaldırılması için çeşitli çalışmalar yapılmakta, yatırım fonlarının prospektüs ve reklamlarına ilişkin yalnızca NASD ve SEC'in yetkili otorite olarak belirlenmesi ve yatırım fonlarının yatırım yapacakları menkul kıymetler konusunda sınırlamanın ancak federal düzeyde yapılabilmesi amaçlanmaktadır.

### III.1.2. Lüksemburg

30 Mart 1988 Kanunu, Madde 41 uyarınca kollektif yatırım kuruluşlarının (KYK);

-Etkin bir portföy yönetimi amacına yönelik olarak kullanılması şartıyla, menkul kıymetlere ilişkin teknikler ve vasıtaların kullanılmasına,

-Kur risklerinden korunma amacı ile varlıkların yönetiminde çeşitli teknik ve araçlar kullanılmasına,

imkan tanınmıştır.

Kullanılacak teknik ve araçların izahnamelerde açıkça belirtilmesi ve bu işlem türlerinden hangisinin ne amaçla kullanılacağı, koşulları ve sınırlamalarının açıkça ifade edilmesi zorunlu tutulmuştur<sup>20</sup>.

Etkili bir portföy yönetimi amacı için, bir KYK, aşağıda belirtilen tipteki işlemlere taraf olabilir;

- Opsiyon İşlemleri,

- Vadeli İşlemler (Futures) ve bunlara dayalı opsiyon işlemleri,

<sup>19</sup> [www.ici.org/issues/testimony-state-fed-regul-fund.html](http://www.ici.org/issues/testimony-state-fed-regul-fund.html) (Institute Testifies on State-Federal Regulation of Mutual Funds)

<sup>20</sup> TEKER, Bahadır, Yatırım Fonları ile İlgili Lüksemburg Uygulaması ve Düzenlemeleri, Sermaye Piyasası Kurulu, Araştırma Raporu, 1997, s.54

- Menkul kıymet ödünç verme,

- Repo İşlemleri.

Yukarıda belirtilenlerin dışındaki teknik ve araçların kullanılması ilke olarak yasaklanmıştır.

Belirtilen teknik ve araçlar için geçerli ilkeler ve kısıtlamalar aşağıda yer almaktadır<sup>21</sup>.

### **III.1.2.1. KYK'ların Opsiyon İşlemlerine İlişkin İlkeler:**

Opsiyon işlemlerinin düzenli çalışan, tanınmış, düzenlenmiş ve halka açık piyasalardan yapılması zorunludur.

Bu tür işlemler aşağıda belirtilen kısıtlarla gerçekleştirilebilir;

i) Alım ve satım hakkı veren opsiyonların alınması için ödenen primlerin toplamı KYK'nın net varlık değerinin %15'ini geçemez.

ii) Opsiyon İşlemleri İle Oluşan Risklerin Karşılmasına İlişkin Kurallar:

Alış (call) opsiyonu sözleşmeleri yapılırken sözleşme süresi sonunda, KYK'nın sözleşme konusu menkul kıymeti portföyünde bulundurması ya da bu sözleşmeden kaynaklanan sorumlulukları karşılayabilecek "warrant" işlemleri gibi enstrümanları kullanması zorunludur. Başka enstrümanlar kullanılmadıkça veya ters bir sözleşme ile call opsiyon işlemi sona erdirilmedikçe, call opsiyonunun dayanak

---

<sup>21</sup> Undertakings for Collective Investment in Luxembourg, Circular LMI 91/75 of 21 January, 1991, Chapter H: Regulations applicable to all UCITS

teşkil ettiği portföye alınan menkul kıymet satılamaz. Bu uygulama aynı şekilde sorumluluk karşılamak için kullanılan diğer enstrümanlar için de geçerli olup, sözleşme sona ermeden bu enstrümanlar portföyden çıkarılamaz.

Belirtilen bu kurallara istisna teşkil etmek üzere, aşağıda belirtilen sınırlara uygun yapılan call opsiyon işlemlerinde yukarıda belirtilen şartlar aranmaz:

- bu gibi riski karşılanmamış call-opsiyonlarının toplam kullanım tutarı (exercise veya striking price) KYK'nın net aktiflerinin % 25'ini aşmıyorsa, ve

- KYK, her an, bu gibi opsiyon sözleşmelerini ters işlemle kapatabilecek durumda ise.

Put-opsiyon işlemi yaparken, KYK, opsiyon sözleşmesinin süresi boyunca, opsiyon işleminin karşı taraf tarafından bitirilmesi ihtimaline karşı, menkul kıymetler için ödemede kullanılacak yeterli likit varlıkla donanmış olmalıdır.

iii. Call opsiyonu ve put opsiyonu yazımı için koşullar ve limitler:

Call opsiyonu ve put opsiyonu yazımından doğan toplam yükümlülük (KYK'nın yükümlülüklerini hedge ettiği call-opsiyonlar hariç) ve aşağıda 2.1.2.2.iii başlığı altında açıklanacak ticari işlemlerden doğan toplam işlemler, hiç bir zaman, KYK'nın net aktiflerinin toplam değerini aşamaz.

Yükümlülük tutarı call ve put opsiyonlarında bu opsiyonların kullanım (exercise) fiyatıdır

iv. Kamuya sunulan düzenli bilgilerle ilgili kurallar

KYK, finansal raporlarında, bir opsiyonun hedefi olan portföy menkul kıymetlerinin neler olduğunu tanıtmalı ve portföyünde bulunmayan menkul kıymetler üzerindeki opsiyonları tek tek bildirilmelidir. Ayrıca opsiyonlar kategorisi ile ilgili raporların referans tarihinde kullanılmamış ya da ödenmemiş opsiyonların işlem fiyatları toplamının ayrıntılı bir tasnifini yapmalıdır.

### **III.1.2.2. Finansal varlıklara ilişkin vadeli sözleşmeler (futures) ve opsiyon işlemlerine ilişkin kurallar**

Aşağıdaki 2.1.2.2.ii başlığında açıklanacak özel sözleşmelerle yapılan işlemler hariç olmak üzere finansal varlıklar üzerine düzenlenecek sözleşmelerin düzenlenmiş, tanınmış, halka açık piyasalardan yapılması zorunludur.

Aşağıda belirtilen koşulların sağlanması şartıyla bu işlemler hedging veya başka amaçlarla yapılabilir.

#### **i) Piyasa Riskinden Korunma Amaçlı İşlemler:**

KYK'lar hisse senedi piyasası endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri satabilirler. Bu amaçla hisse senedi endeksleri üzerine call opsiyonları ve put opsiyonları işlemleri yapabilirler.

Risken korunma amacıyla işlem yapma konusunda varsayım, portföy ile kullanılan endekse esas teşkil eden menkul kıymet kompozisyonlarının birbirleri ile yeterli korelasyonun olduğudur.

#### **ii) Faiz oranlarına karşı hedging amacıyla yapılan ticari işlemler**

Bir KYK, faiz oranı dalgalanmalarına karşı bir güvence elde etmek amacıyla faiz oranı üzerine vadeli sözleşmeleri (interest rate futures) satabilir. Yine aynı amaçla faiz oranları üzerine call opsiyon

işlemleri yapabilir ya da put opsiyon sözleşmesi satın alabilirler. Ya da bu tür işlemlerde özelleşmiş yüksek ratingli finansal kurumlarla özel bir anlaşma yaparak faiz oranı trampaları (swapları) yapabilirler. İlke olarak, faiz oranları üzerinde trampalar, opsiyonlar ve vadeli sözleşmelere ilişkin işlemler toplamı, KYK tarafından güvence olarak elde tutulan varlıkların toplam pazar değerini aşamaz.

iii) Hedging'den başka bir amaç için yapılan işlemler:

Hedging amacı dışında menkul kıymetler ve döviz üzerine yapılan opsiyon sözleşmelerinin yapılması, toplam yükümlülüğün net varlıkları aşmaması şartı ile mümkündür.

iv) Kamuya verilen periyodik bilgiler

KYK, finansal raporlarında, yukarıda belirtilen işlem kategorilerinin her biri için, ilgili raporların referans tarihine kadar bu işlemlerle ilgili olarak aldıkları sorumluluk tutarlarını belirtmek zorundadır.

### **III.1.2.3. Ödünç Menkul Kıymet Verme**

KYK, aşağıdaki kurallara uymak şartıyla ödünç menkul kıymet verme işlemlerine girebilir;

i) Ödünç verme işlemlerinin eksiksiz tamamlanmasını sağlamaya yönelik kurallar

KYK, menkul kıymet ödünç verme işlemlerini ancak, (resmi olarak) tanınmış bir menkul kıymet takas kurumu veya bu konularda özelleşmiş yüksek ratingli bir finansal kurum tarafından organize edilmiş bir standart ödünç verme sistemi içinde yapabilirler.

Ödünç verme işlemi ancak ödünç verilen menkul kıymetlerin toplam tutarı kadar teminat alınması halinde yapılabilir.

Bu teminat, nakit şeklinde ve/veya OECD'ye üye devletlerin ihraç ettiği veya garanti ettikleri menkul kıymetler; ya da bölgesel veya dünya ölçeğindeki uluslararası garanti altına alınmış menkul kıymetler olarak alınmalı ve ödünç sözleşmesinin ortadan kalkmasına kadar KYK lehine bloke edilmelidir.

ii) Ödünç verme işlemlerinin koşulları ve limitleri

Ödünç verilen menkul kıymetlerin toplam piyasa değeri, portföydeki menkul kıymetlerin toplam pazar değerinin % 50'sini aşamaz. Bu limit KYK'nın, sözleşmeyi istediği bir zamanda feshetme ve menkul kıymetlerin ödünç verilisinden doğan tazminatı elde etme hakkına sahip olduğu hallerde uygulanmaz.

Ödünç verme işlemleri 30 günlük bir süreyi aşamaz.

iii) Kamuya sunulan periyodik bilgiler:

KYK, finansal raporlarında, ödünç verilen menkul kıymetlerin, ilgili raporların referans tarihindeki toplam değerini bildirmelidir.

#### **III.1.2.4. Repo-Ters Repo Sözleşmeleri**

KYK repo-ters repo sözleşmeleri yapabilir. Bu tür işlemler aşağıda belirtilen kurallar çerçevesinde yürütülür:

-KYK bu tip sözleşmeleri sadece bu konuda özelleşmiş yüksek ratingli finansal kurumlarla yapabilir.



- Geri alım işlemlerinin koşulları ve limitleri bir geri alım anlaşmasının yürürlük süresi sırasında, (1) ne menkul kıymetlerin geri alımının karşı taraf tarafından yerine getirilmesinden önce, (2) ne de geri alım süreci başladıktan sonra, anlaşma konusu menkul kıymetleri satamaz.

-kamuya sunulan periyodik finansal raporlarda, KYK repo-ters repo işlemleri dolayısıyla aldığı ve sattığı bütün menkul kıymetleri ve işlem tutarlarını ayrı ayrı gösterir.

### **III.1.2.5. Kur Risklerinden Korunma Amacı İle Varlıkların Yönetiminde Kullanılabilecek Teknik Ve Araçlar**

Kendi aktiflerini kur dalgalanmalarına karşı korumak için, KYK, döviz forward sözleşmeleri, döviz üzerine call ve put opsiyon sözleşmelerine girebilir. Burada belirtilen sözleşmelerin düzenlenmiş, halka açık ve resmi kurumlarca tanınmış piyasalarda işlem görmesi gerekmektedir.

Yine kur riskinden korunma amacı ile , KYK, bu tip sözleşmeleri piyasa dışında bu tür işlemlerde özelleşmiş, yüksek ratingli finans kuruluşları ile yapabilir.

Bu işlemlerin temel olarak hedging amacı ile kullanılmaları gerekmektedir. Bu nedenle herhangi bir zamanda bu tipteki işlem tutarının, bu riske konu olan portföyde yer alan menkul kıymetlerin tutarını aşmaması ve işlemin süresinin sözkonusu menkul kıymetlerin elde tutma süresiyle uyumlu olması gerekmektedir.

KYK, finansal raporlarında, yaptığı her tipteki işlemler için, süresi dolmamış sözleşmelere ilişkin işlem miktarı toplamını bildirmek zorundadır.

### **III.1.3. Almanya**

Almanya, Avrupa'da, yatırım fonlarının toplam aktif büyüklüğü açısından Fransa ve Lüksemburg'dan sonra üçüncü sırayı almaktadır<sup>22</sup>.

Almanya'da yatırım fonlarının açığa satış yapmalarına ve kıymetli madenlere ya da bunlara dayalı araçlara yatırımlarına izin verilmemekte, kredi kullanımı %10'la sınırlı tutulmaktadır.

Yatırım fonlarının portföylerine alabilecekleri türev araçlar konusundaki ilke ve kurallar aşağıda yer almaktadır<sup>23</sup>:

#### **III.1.3.1. Menkul Kıymetler Üzerine Opsiyon İşlemleri**

i) Yatırım şirketi, yatırım fonu hesabına, put ve call opsiyon yazabilir ya da yerli veya yabancı bir borsada işlem gören opsiyon sözleşmesi alabilir. Yatırım fonunun alınan ve yazılan tüm opsiyon sözleşmelerinden kaynaklanabilecek pozisyonu fon varlıklarının %20'sini geçemez. Yükümlülük tutarı, call ve put opsiyonlarda, bu opsiyonlara konu menkul kıymetlerin sözleşmede belirlenmiş olan kullanım fiyatları üzerinden hesaplanır. Eğer opsiyon kullanıldıysa ya da ters bir sözleşme ile sona erdirildiyse, bu iki işlem belirtilen sınırların hesabında dikkate alınmaz.

---

<sup>22</sup> FARROW, Paul, "The Future of European Institutional Mutual Funds", FT Publications, Londra, 1996, s. 106

<sup>23</sup> Investment Companies Act (KAGG), General and Special Terms of Contract for Securities Funds and Money Market Funds, Section 8d, 8e, 8f

ii) Tek bir ihraççı tarafından ihraç edilen menkul kıymetlere dayalı, birinci bentte belirtilen anlamdaki, alınan ya da yazılan opsiyon hakları (kullanım fiyatı üzerinden hesaplanır), yatırım fonunun varlıklarının %5'ini aşamaz. Eğer opsiyon kullanıldıysa ya da ters bir sözleşme ile sona erdirildiyse, bu iki işlem sözkonusu sınırların hesabında dikkate alınmaz.

iii) Call opsiyon (alım hakkı) sözleşmeleri, ancak sözleşmeye konu menkul kıymet o tarihte fonun portföyünde yer alıyorsa yazılabilir. Opsiyon süresince, sözkonusu menkul kıymet satılamaz ya da borç verilemez .

iv) Put opsiyon (satış hakkı) sözleşmeleri, ancak sözleşmeye konu menkul kıymet o tarihte fonun portföyünde bulunuyorsa satın alınabilir.

### **III.1.3.2. Döviz Dayalı Forward İşlemleri**

Yatırım şirketi, yatırım fonu adına, döviz forward kontratı satabilir. Ancak, sözkonusu sözleşme tutarı, portföyde yer alan bu işleme konu döviz cinsinden varlıkların değerini aşmamalıdır. Yatırım şirketi kendi ticari dökümanlarında, döviz forward kontratı satışı işleminin kur riskinden korunma amacıyla yapıldığını belirtmelidir.

### **III.1.3.3. Finansal Vadeli İşlemler**

i) Yatırım şirketi, yalnızca yatırım fonunun varlıklarını riskten korumak amacıyla, yatırım fonu hesabına, hisse senedi piyasası endeksine ve faiz oranına dayalı future sözleşmeleri satabilir. Hisse senedi endeksine dayalı future sözleşmelerinin tutarı, yatırım fonunun portföyünde bulunan hisse senetlerinin rayiç değerinin toplamını

aşamaz. Faiz oranına dayalı futures sözleşmelerinden kaynaklanacak toplam yükümlülük, portföyde yer alan ve kur riskine maruz kalan varlıkların tutarını aşamaz. Yatırım şirketi, kendi ticari dökümanlarında, finansal futures kontratı satışı işleminin portföyde yer alan varlıkların riskten korunması amacıyla yapıldığını belirtmelidir.

ii) (i) bendinde belirtilen koşulları taşıyan,

1. finansal future sözleşmelerini alım ya da satım hakkı veren opsiyonlar,

2. hisse senedi endeksine dayalı opsiyonlar,

yerli ya da yabancı bir borsada işlem görmeleri kaydıyla satın alınabilir.

iii) Yatırım şirketi, ayrıca, yabancı ve yerli borsalarda, yatırım fonu hesabına, fon varlıklarının riskten korunması amacı dışında da,

1. finansal future sözleşmeleri yapabilir,

2. finansal future sözleşmelerini alma ya da satma hakkı veren opsiyonlar alabilir,

3. hisse senedi endeksine dayalı opsiyon alabilir.

Yukarıda iii-1,2,3 bentlerinde belirtilen sözleşmelerden kaynaklanabilecek toplam yükümlülük, yatırım fonunun varlıklarının değerinin %20'sini aşamaz.

Yatırım şirketi, saklama hizmeti veren bankayı, fon hesabına gerçekleştirilen, türev araç işlemleri ve bu işlemlerin sonuçları hakkında devamlı olarak bilgilendirmek zorundadır.

### III.1.4. Malezya

Malezya'da, yatırım fonlarına ilişkin önceki düzenlemeler revize edilmiş ve 1996 yılında "Securities Commission (Unit Trust Scheme) Regulations 1996" yürürlüğe girmiştir.

Yatırım fonları, varlıklarının %10'undan fazlasını yabancı hisse senetlerine yatıramamaktadırlar. Likit olmayan kıymetlere yapabilecekleri yatırım ise yine %10'la sınırlı bulunmaktadır. Ayrıca, fon hesabına nakdi kredi alınamamakta, açığa satış ve menkul kıymetlerin ödünç alınması ve verilmesi işlemleri yapılamamaktadır.

Malezya'da yatırım fonlarının portföylerine future ve opsiyon kontratları dahil edebilmeleri aşağıdaki şartlara bağlanmıştır<sup>24</sup>.

-Yapılan future sözleşmeleri, yatırım fonunun içtüzükte belirlenmiş amaçlarıyla tutarlı olmalıdır<sup>25</sup>.

-Opsiyonlar hariç olmak üzere future sözleşmeleri riskten korunma amacıyla portföye alınmalıdır.

-Yatırım fonlarının future opsiyonları ya da diğer opsiyonları *yazmaları* yasaklanmıştır.

-Future sözleşmelerinin toplam tutarı fonun net aktif değerinin %10'unu aşmamalıdır. Her durumda, future sözleşmelerinden kaynaklanan net piyasa pozisyonu fonun net aktif değerini geçemez.

---

<sup>24</sup> Guidelines on Unit Trust Funds, Chapter 10

<sup>25</sup> Kuala Lumpur Opsiyon ve Finansal Vadeli İşlem Borsası'nda, yalnızca, Kuala Lumpur Bileşik Endeksi üzerine future sözleşmeleri işlem görmektedir (İşlemler 15.12.1995'te başlamıştır.). Endeks üzerine opsiyonların alım satımının başlatılması için çalışmalar devam etmektedir. Ayrıntılı bilgi için bakınız, YILDIRIM, Sevdil, "Türkiye'de Finansal Türev Piyasaların Olabilirliği, SPK, Araştırma Raporu, s.64-65

### III.1.5. Hong Kong

Hong Kong'da, "collective investment scheme" (kollektif yatırım kuruluşları-KYK) ve "specialized scheme" (özel fonlar) olmak üzere yatırım fonları iki gruba ayrılmaktadır. Her iki grup için ayrı yatırım sınırlamaları belirlenmiştir<sup>26</sup>.

#### i) Kollektif Yatırım Kuruluşlarının Yatırım Sınırlamaları

-Borsada işlem görmeyen menkul kıymetler KYK'nın net varlıklarının en fazla %15'i oranında portföye alınabilir.

-Finansal future, opsiyon ve varant sözleşmeleri riskten korunmak amacıyla yapılır.

-Riskten korunma amacı dışında yapılan varant ve opsiyon sözleşmeleri için ödenen primlerin tutarı fonun net aktif değerinin %15'ini aşamaz.

-Portföyde yer almayan (karşılıksız-naked) varlıklar üzerine opsiyon yazılamaz.

-Alım hakkı (call) opsiyonları, fonun net aktif değerinin en fazla %25'i oranında yazılabilir (sözleşmeye konu menkul kıymetin sözleşmede yer alan kullanım fiyatı üzerinden hesaplanır).

Açığa satış fon varlıklarının %10'u ile sınırlandırılmıştır.

#### ii) Özel Fonlar

Hong Kong'da özel fon türlerine de imkan tanınmıştır. Bunlardan "future ve opsiyon fonları"nın amacı future ve/veya opsiyon

---

<sup>26</sup> Code on Unit Trusts and Mutual Funds, Hong Kong, Third Edition, December 1997

sözleşmelerine yatırım yapmak olarak belirlenmiştir. Bu fonlar için aşağıda belirtilen portföy kısıtlamaları bulunmaktadır.

-Fonun net aktif değerinin en az %30'u mevduat olarak ya da kısa vadeli borçlanma araçları şeklinde tutulmalı ve bu tutar teminat olarak kullanılmamalıdır.

-Teminatların (future ve opsiyon sözleşmeleri için) ve satın alınan opsiyonlar için ödenen primlerin toplamı fonun net aktif değerinin %70'ini aşamaz.

-Fon, mala dayalı işlemlerden sadece mala dayalı future sözleşmelerini yapabilir, ayrıca, borsada işlem gören kıymetli madenleri portföyüne alabilir.

-Aynı türdeki opsiyon sözleşmeleri için ödenen primlerin tutarı fonun net aktif değerinin %5'ini aşamaz.

-Fonun, future ve opsiyon sözleşmelerindeki açık pozisyonu için ödenen teminat tutarı net aktif değerinin %5'ini aşamaz.

Future ve opsiyon fonu kurmak isteyen yönetim şirketleri için, future ve opsiyonlar konusunda yeterli tecrübeye sahip bulunma şartı aranmaktadır.

### **III.2. YATIRIM FONLARININ PORTFÖYLERİNDE YER ALAN TÜREV ARAÇLAR KONUSUNDA AMERİKA'DA YAPILAN BİR ÇALIŞMA HAKKINDA BİLGİLER<sup>27</sup>**

Amerika'da faaliyette bulunan hisse senedi fonlarını kapsayan bir araştırma çerçevesinde 675 yatırım fonunun portföyleri incelenerek, ne

---

<sup>27</sup> KOSKİ L. J., PONTİFF J., "How Are Derivatives Used? Evidence From The Mutual Fund Industry", Wharton Financial Institutions Center, Conference Paper, 1996.

oranda türev araçlara yatırım yapıldığı, bu yatırımların amaçları ve hangi türev araçların tercih edildiği tespit edilmeye çalışılmıştır.

**Tablo II : Fonların Türev Araçlar Yatırımları**

<b>FONLARIN YATIRIM HEDEFLERİNE GÖRE GRUPLANDIRILMASI</b>	<b>FON SAYISI</b>	<b>TÜREV ARAÇ KULLANAN FONLAR (%)</b>	<b>TÜREV ARAÇ KULLANMAYAN FONLAR (%)</b>
<b>Gelir Amaçlı Hisse Fonlar</b>	52	14 (%26,9)	38 (%73,1)
<b>Büyüme ve Gelir Amaçlı Fonlar</b>	182	42 (%23,1)	140 (%76,9)
<b>Büyüme Amaçlı Fonlar</b>	295	55 (%18,6)	240 (%81,4)
<b>Küçük Şirketlere Yatırım Yapan Fonlar</b>	102	17 (%16,7)	85 (%83,3)
<b>Atak Büyüme Amaçlı Fonlar</b>	44	12 (%27,3)	32 (%72,7)
<b>TOPLAM</b>	<b>675</b>	<b>140 (%20,7)</b>	<b>535 (%79,3)</b>

Araştırma kapsamında yer alan 675 adet yatırım fonunun portföylerinin incelenmesi sonucunda, sadece 140 tanesinin portföyünde türev araçlara yer verdiği, geri kalan 535 tanesinin ise türev araç kullanmadığı tespit edilmiştir. Rakamları yüzdeler halinde ifade edersek, araştırma kapsamındaki fonlardan sadece %20,7'sinin türev araçlara yatırım yapmakta olduğu, %79,3'ünün ise portföyünde türev araçlara yer vermediği ortaya çıkmaktadır.

Portföyünde türev araç bulunan 140 yatırım fonunun yöneticilerine ve/veya yatırım danışmanlarına “Neden portföyünüzde türev araçlara yer veriyorsunuz?” sorusu yöneltilmiştir. Tablo II’de yer aldığı üzere, %64’ü riskten korunma (hedging) amaçlı, %9’u hem riskten korunma hem de spekülasyon amaçlı cevabını vermiştir. Spekülasyon amaçlı türev araç kullanımı oranının düşük düzeyde (%9) kaldığı tespit edilmiştir.



**Tablo III : İncelenen Fonların Türev Araçlara Yatırımlarının Amaçları**

FONLARIN YATIRIM HEDEFLERİNE GÖRE GRUPLANDIRILMASI	FON SAYISI	TÜREV ARAÇ KULLANIM NEDENLERİ			
		Hedging	Spekülasyon	Hedging ve Spekülasyon	Bilinmiyor
<i>Gelir Amaçlı Hisse Fonlar</i>	14	4 (%28,6)	0 (%0,0)	1 (%7,1)	9 (%64,3)
<i>Büyüme ve Gelir Amaçlı Fonlar</i>	42	21 (%50,0)	3 (%7,1)	2 (%4,8)	16 (%38,1)
<i>Büyüme Amaçlı Fonlar</i>	55	24 (%43,6)	7 (%12,7)	4 (%7,3)	20 (%36,4)
<i>Küçük Şirketlere Yatırım Yapan Fonlar</i>	17	9 (%52,9)	1 (%5,9)	1 (%5,9)	6 (%35,3)
<i>Atak Büyüme Amaçlı Fonlar</i>	12	6 (%50,0)	1 (%8,3)	1 (%8,3)	4 (%33,3)
<b>TOPLAM</b>	<b>140</b>	<b>64</b> <b>(%45,7)</b>	<b>12</b> <b>(%8,6)</b>	<b>9</b> <b>(%6,4)</b>	<b>55</b> <b>(%39,3)</b>

Türev araçlara yatırım yapan fonların en çok opsiyon, daha sonraki sırada ise future sözleşmelerini tercih ettiği ortaya konulmuştur. Future ve opsiyon sözleşmelerinin her ikisine de aynı düzeyde yatırım yapanların oranı ise %38 olarak tespit edilmiştir.

**Tablo IV : İncelenen Fonların Hangi Tip Türev Araçlara Yatırım Yaptıkları**

FONLARIN YATIRIM HEDEFLERİNE GÖRE GRUPLANDIRILMASI	FON SAYISI	KULLANILAN TÜREV ARAÇLARIN TÜRLERİ					
		Opsiyon	Future	Opsiyon ve Future	Faiz Oranına Day. M.K.	Faiz Oranına Day. M.K. ve Future	Karışık/ Bilinmiyor
<i>Gelir Amaçlı Hisse Fonlar</i>	14	1 (%7,1)	1 (%7,1)	3 (%21,4)	3 (%21,4)	2 (%14,3)	4 (%28,6)
<i>Büyüme ve Gelir Amaçlı Fonlar</i>	42	13 (%31,0)	6 (%14,3)	11 (%26,2)	3 (%7,1)	1 (%2,4)	8 (%19,0)
<i>Büyüme Amaçlı Fonlar</i>	55	17 (%30,9)	8 (%14,5)	17 (%30,9)	3 (%5,5)	0 (%0,0)	10 (%18,2)
<i>Küçük Şirketlere Yatırım Yapan Fonlar</i>	17	2 (%11,8)	3 (%17,6)	5 (%29,4)	1 (%5,9)	0 (%0,0)	6 (%35,3)
<i>Atak Büyüme Amaçlı Fonlar</i>	12	4 (%33,3)	2 (%16,7)	2 (%16,7)	1 (%8,3)	0 (%0,0)	3 (%25,0)
<b>TOPLAM</b>	<b>140</b>	<b>37</b> <b>(%26,4)</b>	<b>20</b> <b>(%14,3)</b>	<b>38</b> <b>(%27,1)</b>	<b>11</b> <b>(%7,9)</b>	<b>3</b> <b>(%2,1)</b>	<b>31</b> <b>(%22,1)</b>

Ayrıca, araştırma sonucunda, portföyünde türev araçlara yer veren fonlar ile diğer fonlar arasında performans ve risklilik açısından anlamlı bir farkın olmadığı sonuçlarına ulaşılmıştır.

## IV. HEDGE FONLAR

### IV.1. HEDGE FONLAR: BİLİNER VE GERÇEK

Finans dünyasında, “hedging”, piyasada oluşabilecek ters yöndeki fiyat hareketlerine karşı riskten korunmak amacıyla işlemlere girmek olarak bilinmekte, bu nedenle ilk anda “hedge fonlar” çeşitli riskten kaçınma stratejileri uygulayan ve düşük riskli yatırımlar yapan fonlar olarak algılanmaktadır. Ancak, bu yanıltıcı durumun aksine hedge fonların portföyleri ne tamamen hedge edilmiş ne de risksizdir<sup>28</sup>.

“Hedge fon” teriminin, 1966 yılında Fortune dergisinde yayımlanan Carol j. Loomis’in bir makalesinde yer alması sonucunda geniş kitlelerce ilk defa duyulması sağlanmıştır. Loomis, A. W. Jones tarafından kullanılan, düşük değerlenmiş (undervalued) hisse senetleri üzerinde uzun, aşırı değerlenmiş hisse senetleri üzerinde kısa pozisyon almak suretiyle hisse senedi pozisyonunun bir kısmının hedge edilmesi stratejisi nedeniyle bu ismi kullanmıştır. Ancak, Jones gerçekte hisse senetlerinin sadece bir kısmını piyasa beta riskine karşı hedge etmekteydi<sup>29</sup>.

Hedge fon nedir sorusunun cevabını vermek çok kolay değildir. Aşağıda hedge fonların çeşitli kitaplarda yer alan tanımları verilmektedir:

*“Hedge Fon: Zengin kişi ve kuruluşlar için esnek bir yatırım çeşididir. Asgari yatırım miktarı 1 milyon Amerikan Doları olup yönetici karın %20’sini almaktadır. Hedge fonlar, yatırım fonları için yasak olan,*

---

<sup>28</sup> COTTIER, Dr. Philipp, “Hedge Funds and Managed Futures”, Paul Haupt Publishers, 1997, İsviçre, s. 14

<sup>29</sup> LEDERMAN, Jess/KLEIN, Robert A., “Hedge Funds: Investment and Portfolio Strategies for the Institutional Investor”, Irwin Professional Publishing, 1995, New York, s. 154-159

*açığa satış, yüksek oranda borçlanma vb. tüm teknikleri kullanmaktadır.”<sup>30</sup>*

*“Menkul kıymetler kanununda hedge fonlara ilişkin bir tanım yer almamaktadır. Çok farklı özel bir yatırım aracı konumundadır. Hedge fonların yatırımları, kamu menkul kıymetleri, yabancı para birimleri, finansal future ve opsiyonlar, mallar, gayrimenkul, birleşmeler ve ele geçirmeler üzerine arbitraj, ipoteye dayalı menkul kıymetler ya da diğer hedge fonlara kadar çok geniş bir yelpaze içermektedir. ...Hedge fonları farklı ve özel kılan nedir sorusu akla gelmektedir. Birincisi, hedge fonlar yasal düzenlemeler açısından diğer fonlara nazaran daha serbesttirler. ... İkincisi, hedge fon yatırımcıları daha varlıklı kişi ya da kuruluşlar olup, riskli yatırımlara karşı daha toleranslıdırlar. ....Üçüncüsü, hedge fonlar finansal piyasaların en yüksek oranda kaldıraç kullanan oyuncularındır. ...Dördüncü ayırt edici özellikleri ise yüksek performanslarıdır.”<sup>31</sup>*

*“Çeşitli hedging teknikleri ve kaldıraç kullanan yatırım fonlarıdır.”<sup>32</sup>*

*“Anahtar nokta hedge fon yöneticisinin diğer geleneksel para yöneticilerine nazaran portföy yönetiminde daha büyük bir esnekliğe sahip olmasıdır.”<sup>33</sup>*

*“Hedge fonlar, genellikle uzun pozisyon alınan geleneksel portföy yönetiminden farklı yatırım stratejileri uygulayan alternatif yatırımlardır. ... Hedge fonlar geleneksel portföy yönetiminden çok farklı yatırım enstrümanlarını (future ve opsiyonlar) ve tekniklerini (açığa satış, hedging, arbitraj) kullanmaktadırlar.”<sup>34</sup>*

---

<sup>30</sup> HANSELL, “Hedge Funds”

<sup>31</sup> International Monetary Fund, “Role of Hedge Funds”, s. 7-8

<sup>32</sup> SOROS, “Alchemy”, s.56

<sup>33</sup> STEINHARDT, Michael, “The Concept of Variant Perception”, in: SCHWAGER (Wizards), s. 202-203

<sup>34</sup> DUNMIRE, Michael E., “Assessing the Risk of Hedge Fund Investing”, in: LEDERMAN/KLEIN (Hedge Funds), s. 64

*“Hedge fonlar;  
-yüksek getiri elde etmek amacıyla türev araç kullanan,  
-ve/veya açığa satış yapabilen,  
-ve/veya borçlanma yoluyla önemli oranda (%25’in üzerinde)  
kaldıraç kullanan,  
çeşitli hukuki şekillerde kurulabilen fonların, şirketlerin ve  
ortaklıkların tümüdür.”<sup>35</sup>*

Yukarıda verilen tanımlardan, hedge fonların hiçbir yatırım sınırlamasına bağlı olmadan, çok çeşitli portföy yönetim teknikleri ve araçlarını kullanabilen fonlar oldukları ortak paydasına varılmaktadır. Van Hedge Fund Advisors Inc. tarafından, 1300 hedge fonu seçilerek yapılan bir araştırmaya göre, hedge fonların %76’sı açığa satış yapmakta, %72’si önemli oranda kaldıraç kullanmakta ve %72’si hedging ve/veya yüksek getiri elde etmek amacıyla türev araç kullanmaktadır<sup>36</sup>.

Amerikan kamuoyunda ve dünyada, hedge fonlara yatırımın gerçekte çok riskli ve sağduyudan yoksun olduğu, hedge fon yöneticilerinin birer kumarbaz oldukları konusunda çok yaygın bir inanış bulunmaktadır<sup>37</sup>. Aslında böyle olmadığını ve makul bir riskle hedge fonların pek çoğunun yatırım fonlarından daha iyi performans sağladığını anlayabilmek için, bu çalışmada hedge fonların neden bu kadar riskli olarak nitelendirildikleri hususu üzerinde durulacaktır.

Hedge fonların gelişim sürecinde, göze batan bazı başarısızlıklar olmuştur. Ancak, finansal basın hedge fonların nasıl işlediğini anlatmakta başarısız olmuş ve sektörü temsil etmeyen birkaç örnek üzerinde durmuşlardır. Çok az sayıda gazeteci hedge fonları hakkında doğruları söylemiştir.

---

<sup>35</sup> COTTIER, Dr. Philipp, a.g.e., s.17

<sup>36</sup> VAN, George P., “Quantitative Analysis of Hedge Fund Return/Risk Characteristics”, in LAKE, Ronald A. (Evaluating and Implementing Hedge Fund Strategies), Euromoney Books, 1996, İngiltere, s. 222-246)

Finansal basının, kamuyu hedge fonların risk profilleri hakkında yanlış bilgilendirmesinin arkasında üç neden yatmaktadır: Yeterli ve güvenilir bilgi kaynaklarının olmayışı, var olan kaynakların ise istismar edilmesi ve hedge fonların yönetiminde anlaşılması zor risk yönetim tekniklerinin kullanılmasıdır.

a) *Bilgi Kaynakları*: Hedge fonlar genellikle limited partnership (komandit şirket<sup>38</sup>) şeklinde kurulmakta, sınırlı sayıda ve belli özelliklere sahip yatırımcılara paylarını satabilmekte ve kamuyu aydınlatma, reklam ve ilan konusunda tamamen kısıtlı bulunmaktadır. Kamuyu aydınlatma konusunda kısıtlı olmaları nedeniyle, hedge fon yöneticileri portföy yönetim teknikleri konusunda açıklama yapmaya da isteksizdirler.

b) *Risk Yönetimi*: Basının okuyucularını yanlış yönlendirmesinin bir diğer sebebi, hedge fonların yönetiminde kullanılan anlaşılması zor risk yönetim teknikleridir. Hedge fonların portföyünde yer alan pek çok araç, ortalama yatırımcı için yüksek risk taşımaktadır. Basın da bu teknikleri anlamak yerine risklerinden bahsetmektedirler.

Örneğin, hedge fon yöneticileri tarafından sıkça kullanılan “bet” (bahse girmek) deyiimi, yöneticiler tarafından “kumar” olarak algılanmazken, basın tarafından bu anlamda yorumlanmaktadır. Kaldıraç, türev araçlar ve açığa satış gibi kullanılan yöntem ve araçlar pek çok yatırımcı tarafından spekülâtif olarak algılanmaktadır. Ancak hedge fonlar bu araçları aktif risk yönetimi uygulayarak performansını artırmakta kullanılmaktadırlar.

---

<sup>37</sup> CALDWELL, Ted, “The Model for Superior Performance” in: LEDERMAN/KLEIN (Hedge Funds), s. 1

<sup>38</sup> POROY, R., TEKİNALP, Ü., ÇAMOĞLU E., “Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku”, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., Altıncı Bası, İSTANBUL, 1995, s.6-7

## **IV.2. HEDGE FONLARIN ORTAYA ÇIKIŞI VE GELİŞİMİ**

### **IV.2.1. Hedge Fonların Başlangıcı ve Gelişim Sürecinde Finansal Piyasaların Durumu**

Başlangıçta, hedge fonların en önemli özelliği, düşen bir piyasaya karşı kendilerini hedge etmeleriydi. Ticarete özel anlaşmalar yoluyla riskten korunma eski bir yöntem olmakla birlikte, portföy yönetiminde riskten korunmada pek çok aracın kullanılması yenidir. Bu bölümde, menkul kıymetlerde riskten korunma yöntemlerinin gelişimi incelenmiştir.

Hedging, riski azaltmak ya da riskten korunmak için savunmaya yönelik stratejilerin kullanılmasıdır. Hedging için geliştirilen araçların çoğu mala dayalı piyasalardan gelmiştir.

Pek çok üreticinin fiyat düşüşlerine karşı vadeli işlem kontratları satmaya başlamasıyla, mala dayalı borsalar özellikle A.B.D.'nde önemli bir gelişme göstermiştir. Ancak, üreticiler gelecekte beklenen fiyat düşüşlerinden kendilerini korurlarken, muhtemel fiyat yükselişlerinden kaynaklanacak karı kaybetmek durumunda kalmışlardır. Bu ürünlerin kullanıcıları da fiyat artışlarına karşı vadeli işlem sözleşmeleri alarak kendilerini korurlarken, fiyatların düşmesiyle oluşacak kardan yoksun kaldılar.

Future kontratlarının borsalarda standartlaştırılması bunların devredilmesini kolaylaştırarak spekülörleri bu piyasalara çekti. Spekülörler iki fonksiyona sahiptirler: Riskten korunanın transfer etmek istediği fiyat riskini almak ve likidite sağlayarak piyasaları etkin hale getirmek.

1971 yılında altın-dolar sabit paritesine bağlı sabit kur sisteminin çöküşü ve esnek kur sisteminin doğuşu, döviz fiyatlarının değişken olmaya başlamasına yol açmış ve 1972'de International Money

Market'te (uluslararası döviz işlemlerinin yapıldığı piyasa) dövize dayalı vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmeye başlamıştır. Sonraki yıllarda, faiz ve kur riskini hedge etmeyi sağlayan ve borsalarda işlem gören vadeli işlem sözleşmeleri gelişim göstermiştir. Bu gelişmeleri hisse senedi endekslerine dayalı future<sup>39</sup> ve opsiyonlar ile hisse senetleri üzerine opsiyonlar takip etmiştir. Özellikle 1980'li yıllardan itibaren, hedging ve spekülasyon için çok sayıda finansal araç geliştirilmiştir.

Borsalarda işlem gören standart future ve opsiyon sözleşmelerinin yanısıra, bazı banka ve aracı kurumlar borsa dışı pek çok araç geliştirdiler. Bu kontratların bazıları çok basit ve likiditesi yüksek, bazıları ise daha karmaşık ve sığ bir pazara sahiptir. Türev araçlar (derivatives) terimi, borsada işlem gören çok likit araçların yanında, likit olmayan tüm finansal araçları kapsayacak şekilde kullanıldı.

#### **IV.2.2. Hedge Fonların Yaratıcısı Alfred Winslow Jones**

İlk hedge fon (Daha sonraki yıllarda hedge fon olarak nitelendirilmiştir.) Alfred Winslow Jones adlı bir akademisyen tarafından 1949 yılında oluşturulmuştur.

Avustralya'nın Melborn şehrinde doğan Jones, 4 yaşındayken ailesiyle birlikte Amerika'ya göç etmiştir. 1923 yılında Harvard'tan mezun olduktan sonra gemi muhasebecisi olarak buharlı gemilerde çalışarak dünyayı dolaşmış, 1930'ların başında Berlin'de Amerikan konsoloslüğünde konsolos yardımcısı olarak çalışmıştır. 1941 yılında Columbia Üniversitesi'ndeki doktorasını tamamlamış ve tezi "Yaşam, Özgürlük ve Mal" (Life, Liberty and Property) temel sosyoloji metinlerinden biri olmuştur.

---

<sup>39</sup> Hisse senedi endeksi üzerine yazılan vadeli işlem sözleşmeleri 1982 yılında başlatılmıştır.



1940'lı yıllar boyunca Jones, Fortune dergisinde yardımcı editör olarak çalışmış, Time dergisine ve diğer dergilere yazılar yazmıştır. Jones'un "Fashion and Forecasting" adlı araştırması 1949 yılının Mart ayında Fortune dergisinde yayınlanmıştır. Bu araştırmayı hazırlarken Wall Street'teki önemli teknisyenler ve analistlerle tanışmış ve bu yayından bir kaç ay sonra amatörce kendi şirketini (hedge fonunu) kurmuş ve 1989 yılında ölmüştür.

#### **IV.2.3. Jones'un İlk Hedge Fon Modeli**

Jones orijinal hedge fon modelinde, portföy yönetim tekniklerinden açığa satış ve kaldıraç kullanımı birleştirilmiştir. Amacı piyasa zamanlamasından kaynaklanan performans yükünü hisse senedi seçimine (stock picking) kaydırmak olup, sonuçta başarılı olmuştur<sup>40</sup>.

1950'lerde açığa satış tekniği spekülasyon amacıyla, kaldıraç da daha fazla sermaye kaybı riskine karşılık daha fazla kar gerçekleştirmek gayesiyle kullanılıyordu. Jones, açığa satılmış hisse senetlerini düşüş eğilimindeki bir piyasada kendini hedge etmek için gerekli görüyordu. Jones, bu metodla piyasa riskini kontrol ederken kaldıraç kullanarak stok seçimi becerisini ortaya koyma imkanı getirmiştir.

Jones aşağıdaki formülü kullanarak düzenli olarak anaparanın piyasa riskine maruz kalan kısmını, diğer bir deyişle kendi piyasa pozisyonunu hesapladı. Piyasa pozisyonunu hesaplamada kullandığı metod, geleneksel hedge fon yöneticileri tarafından çok önemli görülürken, akademisyenler ve finansal basın tarafından ya göz ardı edilmiş ya da yanlış anlaşılmıştır.

(Uzun Pozisyon-Kısa Pozisyon)

$$\text{Piyasa Pozisyonu} = \frac{\text{Sermaye}}{\text{Sermaye}}$$

Jones'un kullandığı yöntem bir örnekle açıklanmıştır. 1.000 \$'lık anapara ile kaldıraç kullanarak 1.100 \$ hisse senedi alındığı ve 400 \$'lık hisse senedinin açığa satıldığı kabul edilsin. Toplam brüt yatırım tutarı 1.500 \$ (sermayenin %150'si) ve net piyasa pozisyonu ise sadece 700 \$ (1.100\$-400\$) olacaktır. Diğer bir ifade ile, %70 uzun pozisyona sahip olunacaktır. Jones piyasa zamanlamasına nazaran, hisse seçimine önem vererek, piyasanın yükseliş ya da düşüşüne ilişkin tahminlere göre net piyasa pozisyonunu artırıp azaltmıştır. Genellikle piyasa yükseldiği için net uzun pozisyonda kalmıştır.

Hisse senedi portföyü yönetiminde, hisse senedi seçiminden kaynaklanan risk (firma riski) ve piyasa riski olmak üzere iki temel risk kaynağı vardır. Jones'un oluşturduğu sistemde hisse senedi seçimi riski maksimize edilirken piyasa riski en aza indirilmektedir. Örnekteki 1.500 \$'lık brüt yatırımın 700 \$'lık kısmı hedge edilmemiş, 800 \$'lık kısmı (400 \$ uzun, 400 \$ kısa) ise hedge edilmiştir. Yatırımda uzun ve kısa pozisyonlar eşitlenmiş olduğundan 800 \$'lık kısım için piyasa riskine karşı nötr hale gelinmiştir. 700 \$'lık kısım hem hisse senedi seçimi hem de piyasa riskine maruz kalacaktır. Fakat 800 \$'lık hedge edilen kısım sadece hisse senedi seçimi riskiyle karşı karşıyadır.

Hedge edilen kısım için performans, piyasanın doğrultusundan ziyade hisse senedi seçimine bağlıdır. Yükselen bir piyasada, uzun pozisyon alınan ve iyi seçilmiş hisse senetleri piyasanın üzerinde getiri sağlayacak, kısa pozisyon alınan ve iyi seçilmiş hisse senetleri piyasadan daha az yükselerek hedge edilen kısım için net getiri sağlayacaktır. Tam tersine, düşen piyasada, uzun pozisyon alınmış hisse senetleri piyasadan daha yavaş düşecek, kısa pozisyon alınanlar

---

<sup>40</sup> CALDWELL, Ted, a.g.e., s. 7

da piyasadan daha hızlı düşerek, hedge edilen kısım için yine net getiri sağlayacaktır.

Örnekte tüm hisse senetleri hedge edilmemiştir. Düşen bir piyasada hedge edilen kısımdan sağlanacak kar azalacak, fakat %70 uzun pozisyonda olan kısımdan kaynaklanacak zararı tamamen karşılayamayacaktır. Ancak, portföy piyasadan daha yavaş düşmek üzere yapılandırıldığından zarar diğer portföylerle karşılaştırıldığında nazaran daha az gerçekleşecektir.

Teoriye göre, Jones'un hedge fon sistemi, sadece uzun pozisyona sahip iyi yönetilen bir portföyden daha iyi getiri sağlayacaktır.

Açığa satış ve kaldıraç kullanarak riski sınırlandırmanın yanısıra Jones'un fonunun bir başka önemli özelliği "teşvik primi" yapısıdır. Jones'un kurduğu fonun, daha önce de var olan özelliklerden değil, sözkonusu özellikleri birleştirerek oluşturduğu modelden kaynaklanmaktadır. Onyediy yıl sır vermeden gizlilik içinde çalışmış ve onun sistemi hedge fon endüstrisi için model olmuştur.

Jones, ilk olarak, aynı zamanda sınırsız sorumlu ortak olan fon yöneticisinin belirli bir gösterge (benchmark) ya da endeksin üzerinde sağladığı getiriye ödüllendiren prim sistemini kullanmayı düşünmüştür. Ancak daha sonra, gerçekleşen karın %20'sini teşvik primi olarak belirlemiştir. Aktif büyüklüğüne dayalı bir prim sistemi ya da fon yöneticisinin teşvik primini almadan önce neden olduğu zararları telafi etmesini gerektirecek bir hüküm öngörmemiştir.

Jones'un kurduğu sistemde fon yöneticisinin de fona sermaye koymasını öngörmüştür. Jones, kendi de risk almadıkça, ortaklarının sermayesini riske atarak yüksek teşvik primi alınmasını anlamsız bulmuştur.

Yönetici çeşitlemesi yapılması konusundaki gereklilik, Jones'u kendi şirketini birden çok yöneticiye sahip hedge fonuna dönüştürmeye itmiştir. 1954 yılında Dick Radcliffe'i getirerek portföyün bir kısmının yönetimini ona bırakmış, daha sonraki yıllarda ise 8 bağımsız portföy yöneticisi daha istihdam etmiştir.

Bu portföy yöneticilerine, birbirlerinin yatırımlarını kopyalamaları ve pozisyonlarının tersine pozisyon almamaları şartıyla, büyük bir serbesti getirilmiştir. Jones henüz bir başka hedge fonu mevcut değilken çok iyi çeşitlendirilmiş bir fon ailesi oluşturmuştur.

Yeni hedge fonlar Jones'un ortakları tarafından oluşturulmuştur. Dick Radcliffe'ten kısa bir süre sonra Carl Jones, 1964 yılında City Associates'i kurarak Jones'tan sonra kendi hedge fonunu oluşturan ilk yönetici olmuştur.

Performans teşvik primine dayalı diğer ortaklıklar 1950'li yılların ortalarında kurulmuşlardır. Ancak, hedge fon olarak kabul edilen bu fonların yatırım stratejilerinin temelini, Jones'un fonundan farklı olarak piyasa riskinden korunmak için hisse senetlerini açığa satmamaları oluşturmaktadır.

#### **IV.2.4. 1966-1969: Hızla Çoğalma Yılları**

1966 yılının başlarında, hedge fon endüstrisi henüz başlangıç evresindedir ve Jones'un oluşturduğu dışında faaliyette olan hedge fon bulunmamaktadır. Nisan ayında, Fortune dergisinde yer alan, Carol J. Loomis tarafından hazırlanmış olan "The Jones Nobody Keeps Up With Fortune" adlı makale hedge fonlar için dönüm noktası olmuştur.

Sözkonusu dönemde yatırım fonları devrin gözdesidir. Loomis'in, bir sosyolog olan Alfred Jones tarafından oluşturulan hedge fonları

tanıtan makalesi yatırım camiasını şoka uğratmıştır. Söz konusu makaleye göre, hedge fonlar %20'lik teşvik primi çıkarıldıktan sonra bile, en iyi yatırım fonlarından daha fazla getiri sağlamıştır. Son 5 yıllık dönem göz önüne alındığında en iyi yatırım fonu Fidelity Trend Fund'dır. Ancak Jones'un kurduğu fon, giderler ve primler düşüldükten sonra Fidelity Trend Fund'dan %44 daha iyi getiri sağlamıştır. Son on yıllık dönem ele alındığında ise, en iyi fon Dreyfus Fund iken, Jones bu fondan da %87 oranında daha yüksek performans sağlamıştır.

Loomis'in makalesi yatırımcıları ve para yöneticilerini harekete geçirmiştir. Böylece, yatırımcılar hedge fonlara yatırım yapmanın yollarını araştırmaya, para yöneticileri ise %20'lik teşvik priminin etkilerini tahmin etmeye ve hedge fon oluşturmaya başlamışlardır.

Ancak hedge fonların nasıl yönetileceği konusunda sorunlar ortaya çıkmıştır. Loomis'in makalesinde, Jones'un fonlarının işleyiş ve yapıları da anlatılmıştır. Bundan sonra Wall Street'te söz konusu yöntemi kopyalamaya çalışanlar olmuştur.

Loomis'in makalesinden sonraki üç yıl içinde 140'dan fazla hedge fonun kurulduğu tahmin edilmektedir. Michael Steinhardt ve George Soros söz konusu dönemde hedge fon kuranların arasında yer almaktadır. SEC kayıtlarına göre, 1968 yılı sonu itibarıyla 140 tane hedge fon olduğu ve çoğunluğunun o yılda kurulduğu görülmektedir.

Söz konusu dönem piyasalarda yükseliş beklentisi hakim olduğu bir dönem olmuştur. 1967'den 1968'e gelindiğinde, hisse senetleri Value Line Composite Index'e göre %55 değer kazanmıştır. Yeni hedge fon yöneticileri, özellikle yükselen bir piyasada açığa satış yoluyla riskten korunmanın zaman alan, masraflı ve zor bir iş olduğunu düşünmeye başlamışlardır.

Piyasanın yükseliş döneminde teşvik primi ve kaldıraçın kullanımı fon yöneticilerine cazip gelmiştir. Ancak portföylerini hedge etmeyen

bu yöneticiler riskten korunmayı unutarak “*çıplak yüzmeye*” başlamışlardır.

#### **IV.2.5. 1969-1974: Küçülme Yılları**

Piyasanın yükselişe geçtiği dönemlerde dahi, portföyünü hedge etmekten vazgeçmeyen hedge fonu yöneticilerinin favori aksiyomlarına göre “*sular çekilinceye kadar kimin çıplak yüzdüğünü bilemezsiniz*”.

1968 yılının son günlerinde sular çekilmeye başlamıştır. Bu tarihten 1974 yılının sonuna kadar hisse senedi piyasasında göreceli olarak sakin geçen bir dönemle ayrılan iki dönüm noktası bulunmaktadır. Bunlardan ikincisi (1973-74) literatürde daha çok tartışılrsa da birincisi (1969-70) genç hedge fon endüstrisine daha çok zarar vermiştir, çünkü bu yeni hedge fon yöneticilerinin çoğu çıplak yüzmektedir. 1968 yılı sonunda SEC kayıtlarında yer alan en büyük 28 hedge fonun varlıkları, 1970 yılı sonu itibariyle, zararlar ve geri dönüşler nedeniyle %70 oranında azalmış, 5 tanesi de kapanmıştır.

1969 yılından 1974 yılına kadar Value Line Composite Index ile ölçülen tüm piyasa %70 düşmüştür. Standard & Poors 500 Endeksi ile ölçülen blue chip hisseler 1969-70 döneminde %5 ve piyasa %43 oranında değer kaybetmiştir. Sonraki iki yılda, blue chip hisseleri %37 ve piyasa ise %10 yükselmiştir. İkinci büyük yıkım, 1973-74 döneminde blue chip hisselerinin %37 ve piyasanın %57 düşmesiyle ortaya çıkmıştır.

1966 yılının baharından 1974 yılının sonuna kadar olan dönemde, hedge fon endüstrisi balon gibi şişmiş ve sonra patlamıştır. Fakat az sayıda iyi fon yöneticisi ayakta kalmayı başarabilmiştir. Ayakta kalıp devam edebilenlerden bazıları Alfred Jones, George Soros ve Michael Steinhardt'tır.

#### IV.2.6. Yeni Modeller (The New Modalities)

1974 yılından sonraki on yılda, hedge fonları Nisan 1966'dan önce olduğu gibi pek az kişinin haberdar olduğu fonlar olarak faaliyetlerini sürdürmüşlerdir. Bu dönem boyunca, az sayıda hedge fon kurulmuştur.

Mayıs 1986'da "Institutional Investor" dergisinin kapağında da yer alan "The Red-Hot World of Jullian Robertson" başlıklı yazıyla okuyucular tekrar hedge fonları keşfetmişlerdir. Julie Rohrer tarafından yazılan bu makale hedge fonların şaşırtıcı performanslarını tekrar göz önüne sermiştir. Rohrer, Robertson's Tiger Fund'ın ilk altı yılında her yıl net olarak %43 oranında getiri sağladığını hesaplanmıştır. Söz konusu fon, brüt olarak ise yılda %50 getiri sağlamıştır. Aynı dönemde S&P 500 endeksi sadece %18,7'lik getiriye sahip olmuştur.

Robertson'un spekülâtif bir yatırımcı olmadığını aksine portföyünü daima açığa satışla riskten koruyan bir yatırımcı olduğu makalede yer almaktadır. Rohrer makalesinde Jones'tan hiç bahsetmese de, 1985 yılında Robertson'un yeni geliştirilen finansal araçları Jones'un modelini geliştirecek şekilde nasıl uyguladığını anlatmıştır. Robertson bu araçları "*the new modalities*" olarak adlandırmıştır.

1985 yılında Robertson global olarak önemli ilk senaryosunu ortaya koyarak, doların İsviçre frankı, Alman markı, sterlin ve yen karşısında değer kaybedeceğini tahmin etmiştir. Tiger Fund ve onun off-shore eşi Jaguar, döviz call opsiyonlarına 7 milyon dolar yatırarak, bir kaç ay içinde % 300-400 oranından daha fazla kar elde etmiştir.

Bu örnekten bahsederek Rohrer makalesinde, iyi hedge edilmiş menkul kıymetleri baz alarak, iyi bir fon yöneticisinin var olan bilgiler

işğında riski doğru olarak hesaplamak ve bu bilgileri olumlu yönde kullanmak suretiyle, daha fazla kar edebilmesinin mümkün olduğunu belirtmiştir. Aynı makalede, geleneksel hisse senedi portföyü ile iyi işleyen bir hedge fonu yönetimi arasındaki farklara yer verilmiştir.

Julian Robertson, finansal vadeli işlem ve opsiyonlardaki yeni gelişmelerden bahsederken “*new modalities*” deyimini kullanmıştır. 1990’lı yılların ortalarından geriye bakıldığında, bu deyim hedge fonların gelişimini anlatmakta yetersiz kaldığı ortaya çıkmaktadır. Her biri farklı yatırım teknikleri ile yönetilen hedge fonlar, Jones’un modeliyle benzerlik göstermemektedir.

Günümüzde hedge fon olarak kabul edilen ve performans primine dayalı fonlar çeşitli gruplara ayrılmaktadır. Bunlar arasında, hisse senedi sektör fonları, açığa satış fonları, convertible ve merger arbitraj fonları, teknik trading fonları, distressed menkul kıymetler fonları, global makro fonları, gelişmiş piyasalar fonları, gelişmekte olan piyasalar fonları, piyasa riskine duyarız (market neutral) fonlar, sabit gelir ve sentetik borçlanma fonları ve türev araç fonları sayılabilir.

Bu fonların çok azı portföylerini hedge ederek riski kontrol etmeye çalışmakta ve sermayenin iki katından az olmamak üzere kaldıraç kullanmaktadır. Ayrıca hepsi yetenekli yöneticiler tarafından idare edilmemektedir.

Bu yeni fonların tamamı yanlışlıkla hedge fonu olarak nitelendirilmiştir. Bu yeni fonlarla Alfred Jones’un fonları arasındaki ortak nokta yüksek getiri sağlanacağı öngörüsüyle uygulanan teşvike dayalı prim sistemidir.

#### **IV.2.7. Teşvik Priminin Hedge Fonların Yüksek Performansı Üzerindeki Etkisi**



Alfred Jones'un hedge fon modelinde, fon yöneticisi için en önemli motivasyon unsuru yüksek performansa karşılık verilen teşviktir. Ancak yüksek performans elde edebilmek için katlanılan riskin yüksek olacağı da açıktır.

1966 yılından sonra kurulan hedge fonların yöneticileri Jones'un formülünü değiştirerek performansa dayalı primin yanısıra, % 1 oranında varlığa dayalı prim ilave etmişlerdir.

Teşvik primi ile varlık primini artırmanın gerekçesi, aktif büyüklüğü ve performans arasında var olduğu tahmin edilen korelasyondur. Küçük portföylü yöneticiler yüksek performans sağlıyorlardı, çünkü piyasada büyük kar getirecek etkin olmama durumları küçük ölçeğe sahipti. Fakat, küçük portföylü yöneticiler küçük ölçeğe sahip olmaları nedeniyle daha yüksek sabit giderlere sahiptir. Varlık primi küçük fonların harcamalarını karşılamalarına yardım etmektedir.

Hedge fonu endüstrisi için geçerli prim yapısı, %1 varlık primine ek olarak %20 kar primidir (Fonun yöneticisini ek teşvik primini almadan önce zararları telafi etmeye zorlayacak "high watermark" hükmü de bulunmaktadır). Bugün de bu prim yapısı standardı devam etmektedir. George Soros'un Quantum Fund'ı için %1 varlık primi artı %15 kar primi, daha yeni fonları için ise %2 varlık primi artı %25-30 kar primi uygulanmaktadır.

Bazı hedge fon yöneticileri küçük olmanın daha avantajlı olduğuna inanmaktadırlar. Jones'un motivasyon dinamikleri küçük fonlarda daha iyi işlemektedir.

### **IV.3. HEDGE FONLARIN ORGANİZASYONU**

Hedge fonlar, Amerikalı yatırımcılara pazarlanacaksa komandit şirket; Avrupalı ve Asyalı yatırımcılara satılacaksa yatırım şirketi (investment company) olarak kurulmaktadır. Hedge fonların organizasyonu oldukça karmaşık olup pek çok kişi, kuruluş ve yapıyı içermektedir.

#### **IV.3.1. Sponsor/Sınırsız Sorumlu Ortak (General Partner)**

Hedge fonun sponsoru, fonu kurar, organize eder, bir yatırım stratejisi geliştirir, fonu pazarlar ve belli bir oranda idaresini üstlenir. Sponsor, portföy yöneticisi, broker, banka, commodity pool operator (CPO- mal havuzu operatörü), bağımsız bir kişi ya da diğer bir komandit şirket olabilir. Hedge fonun bir yatırım şirketi olması durumunda, sponsor başlangıç için gereken sermayeye iştirak eder; komandit şirket olması durumunda ise sponsor sınırsız sorumlu ortak (general partner) olarak hareket eder. İkinci durumda, fonda önemli olan yatırımcıdır. Amerika'da sınırsız sorumlu ortağın sermayenin en az %1'ine sahip olması gerekmektedir. Gerçekte bu oran daha yüksek düzeylerde gerçekleşmektedir. Komandite ortak değişken performans priminin büyük kısmını almaktadır.

#### **IV.3.2. Yönetim Şirketi (Management Company) / Yatırım Yöneticisi (Investment Manager)**

Genellikle komandite ortak ya da sponsorun sahip olduğu yönetim şirketi fonun tüm yatırım politikalarından ve risk kontrolünden sorumludur. Yönetim şirketi, fonun idare etmekte ve büro (back office) hizmeti sağlamaktadır. Verdiği hizmetler için yönetim ücretinin (management fee) büyük bir kısmını almaktadır. Yatırım yöneticisi, trader'ları ve commodity trading advisor'ları (CTAs- Mal Alım Satım

Danışmanları) seçer, bunların işlemlerini takip eder, gerekli gördüğünde danışmanları değiştirir ya da varlıkların dağılımını yeniden belirler.

#### **IV.3.3. Yatırım Danışmanları / Trader'lar**

Yatırım danışmanları, hedge fonların portföyleri için çeşitli kıymetlerin alım satımını yapar ve/veya bu konuda danışmanlık hizmeti verirler. Amerika'da, hedge fonu trader'ının SEC tarafından yatırım danışmanı, CFTC tarafından commodity trading advisor (CTA) olarak kayda alınması gerekmektedir. Çeşitli muafiyet hükümlerine tabi olmaları durumunda, kayda alınmaksızın danışmanlık hizmeti verebilirler. Yatırım danışmanı performansa dayalı primin/ücretin önemli bir bölümünü almaktadır.

#### **IV.3.4. Clearing (Takas) Broker / Prime Broker**

Alım satımların netleştirilmesi ve takası en az bir clearing broker tarafından yapılır. Clearing brokerlar, opsiyon ve vadeli işlem sözleşmeleri alım satımı için gereken teminat hesaplarını açar ve izler. Özellikle küçük fonlar için, netleştirme, takas, kredili işlemler, açığa satış, repo, ödünç verme işlemleri, teminatlar, back office hizmeti, bilgi teknolojisi ve risk yönetimi araçları konusunda hizmet vermek üzere prime broker seçilmektedir. Hedge fonlar, varlık alım satımlarının büyük kısmını prime broker aracılığıyla gerçekleştirir.

#### **IV.3.5. Executing Broker**

Executing broker, borsadaki ya da tezgahüstü piyasalardaki alım satımları gerçekleştirir. En iyi fiyatı sağlamak için, alım satım, yatırım danışmanı tarafından belirlenir ve bir kaç executing broker tarafından gerçekleştirilmeye çalışılır. Bu yüzden, executing broker ile clearing broker'ın aynı kişi olması zorunlu değildir.

#### **IV.3.6. Administrator (İdareci)**

Hedge fonun "idarecisi" fonun kayda alınması, paylarının çıkarılması, tüm yasal ve vergisel işlemlerinin yürütülmesi, birim pay başına düşen net varlık değerinin ve performans priminin hesaplanması, müşteri hesaplarının izlenmesi, raporlama, fona katılma ve fondan ayrılmaya ilişkin ihbar formlarının alınması ve bağımsız denetimin organize edilmesinden sorumludur. Bu yasal zorunluluklar nedeniyle, fonun idarecisi fonun yasal muhatabı kabul edilmektedir. Yatırımcının çıkarlarının en iyi şekilde korunması amacıyla idareci, yatırım yöneticisinden ve prime broker'dan bağımsız olmaktadır.

#### **IV.3.7. Yeddi-emin (Custody)/Saklayıcı Banka (Depository Bank)**

Yeddi-emin, fona katılma ve fondan ayrılmalardan kaynaklanan ödeme ve tahsilatı yapmayı üstlenmektedir. Ayrıca, clearing ve execution brokerları kontrol eder, tüm işlemlerin kayıtlarını tutar, varlıkları ve teminatları muhafaza eder, bazı durumlarda brokerlar ve idareci arasında bir merkez görevi görür. Yeddi-eminin, fonun merkezinin bulunduğu yerde bulunması zorunlu olabilmektedir.

#### **IV.4. HEDGE FONLARDA ASGARİ YATIRIM TUTARLARI VE LİKİDİTE**

Hedge fonların, yatırım fonlarına göre önemli bir dezavantajı likidite konusundaki sınırlamalardır. Genellikle, fona giriş ve fondan çıkışlar belli tarihlerle (ay sonu ya da 3 ayın sonunda gibi) kısıtlanmıştır. Böylece yatırımcılar daha uzun dönemli yatırımlara yöneltilmektedir. Ancak, hedge fon endüstrisindeki artan rekabet, fondan çıkış sürelerinin kısaltılmasına yol açmaktadır. Hedge fonların %82'sinde fondan çıkışlar için bir ay ya da daha uzun dönemler belirlenmiştir<sup>41</sup>. Fonların yatırım stratejileri, payların geri dönüşleri konusundaki kısıtlamaların belirlenmesinde en önemli unsurdur. Fon stratejilerine bağlı olarak fondan ayrılmalarda yüksek komisyonlar da uygulanmaktadır.

Hedge fonların diğer bir dezavantajı da asgari yatırım tutarlarının yüksek olmasıdır. Bir çok ülke düzenlemeleri hedge fon yöneticilerini buna zorlamaktadır. Örneğin ABD'nde komandit şirketlerdeki 99 yatırımcı sınırlaması<sup>42</sup>, fona girişler için asgari yatırım miktarlarının yüksek belirlenmesini zorunlu kılmaktadır. Hedge fonların %75'inde asgari yatırım miktarı 100.000 Amerikan Doları'dır<sup>43</sup>.

#### **IV.5. HEDGE FON YATIRIMLARININ RİSKLERİ**

Hedge fonlarının büyük kısmı komandit şirket şeklinde kurulmakta ve sınırlı sorumlu ortak sayısı 99'u aşmamaktadır. Ortaklık, yatırım danışmanı olarak kayda alınmayan sınırsız sorumlu ortak tarafından idare edilmektedir. Hedge fonlar, kayda alınmayan yatırım kuruluşları olduklarından yatırımcılar SEC'in gözetimine tabi değildir. Bu

---

<sup>41</sup> COTTIER, Dr. Philipp, a.g.e., s. 39

<sup>42</sup> Investment Company Act of 1940.

<sup>43</sup> COTTIER, Dr. Philipp, a.g.e., s. 40

nedenle, tüm işlemlerde “gerekli özen borcunun yerine getirilmesi” (due diligence) büyük önem kazanmaktadır<sup>44</sup>.

Bazı istisnalar da olsa hedge fonlar genelde küçük ölçeklidirler. Hedge fonların çoğunluğu, piyasaların etkin olmadığı durumlardan faydalanmak için pazar aralığı (niche) stratejisi ile işe başlamaktadır. Bu pazar aralıklarının belli bir yatırım ölçeğine ulaşması uzun yıllar alabilmektedir. Daha büyük hedge fonlar, genellikle farklı piyasa ve ülkelere yatırım yapma stratejisini uygulamaktadırlar.

Hedge fonu yatırımcısı, bir varlık grubuna (asset class) değil bir stratejiye yatırım yapmakta, dolayısıyla hedge fonlara yatırım yapılırken, portföy yöneticisinin yeteneği ve becerisi ile yatırım stratejisinin tutarlılığı en önemli unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadır<sup>45</sup>.

Hedge fonlar ile diğer komandit şirketler arasında en önemli farklılık, hedge fonların piyasada günlük olarak değerlendirilen likit araçlara yatırım yapmalarıdır. Bu nedenle, hedge fonlar gayrimenkul, risk sermayesi ve kayda alınmayan menkul kıymetlere yatırım yapmazlar.

Hedge fonlar, yönetim stratejilerinin geleneksel portföy yönetiminden farklılık göstermesi nedeniyle alternatif yatırım olarak nitelendirilmektedirler.

Hedge fonların yatırım yaptıkları araçlardan kaynaklanan risklerin yanısıra, tamamıyla bu kendine has riskleri de bulunmaktadır. Bunlar;

- Prosedür hataları
- Düşük Performans
- Hesap Değerindeki Yüksek Düşüş
- Aldatma'dır.

---

<sup>44</sup> DUNMIRE, Michael E., a.g.e., s. 63

<sup>45</sup> COTTIER, Dr. Philipp, a.g.e., s. 44

Sıralanan riskler hem geleneksel hem de geleneksel olmayan yatırımları etkilemektedir. Fakat, hedge fon yatırımında daha önemli olmalarının iki nedeni vardır: (1)Hataların büyüklüğü daha fazla olmakta, (2) *gerekli özen borcunu yerine getirme* (due diligence) yükü doğrudan komandite ortağa kalmaktadır.

Prosedür hataları, yanlış yatırım aracına yatırım yapmak gibi durumları da kapsamaktadır. Bu yatırım aracı tahmin edilen risk-getiri profiline tamamen zıt bir araç da olabilir.

#### **IV.5.1. Sorumlu Ortak Riski**

Yatırımcıların paraları hedge fonların sorumlu ortaklarına emanet edilmektedir. Hedge fonlar genellikle ülkelerdeki yetkili kuruluşlarca kayda alınmadıklarından yatırımcılar, bu kuruluşların koruması altında değildirler. Bu nedenle, bu fonlara yatırım yapılması sözkonusu olduğunda, sorumlu ortak hakkında bilgi sahibi olunması büyük önem kazanmaktadır.

Sorumlu ortağın daha önce benzer stratejileri uygularken başarılı olup olmadığı da önemlidir.

Hedge fon organizasyonunda kararları veren durumundaki kişi sorumlu ortak olsa da yatırım sürecinde etkili olan diğer insanlar da vardır. Prosedür hatalarının önüne geçilmesinde diğer personelin iyi seçilmesinin önemi büyüktür.

#### IV.5.2. Yatırım Süreci ve Strateji

Potansiyel komanditer ortakların yatırım stratejilerini ve buna bağılı olarak üstlenilen riskleri anlamaları önemlidir. Yatırım stratejileri hem olağan hem de olağanüstü durumlar için değerlendirilmelidir.

Hedge fonlarda karar verme süreci geleneksel yatırım organizasyonlarından daha basittir.

Yatırım sürecini değerlendirirken gözardı edilmemesi gereken önemli bir faktör de riskin nasıl kontrol edildiğidir. Risk çeşitli seviyelerde kontrol edilir ve her seviye çok önemlidir. Türev araçların kullanımına ilişkin talimatnamelerin de anlaşılması gerekir. Pek çok makalede yer aldığı gibi gerçekleşen zararların büyük kısmı türev araç ve kaldıraç kullanımı dolayısıyla gerçekleşmiştir. Türev araçların kendileri değil nasıl kullanıldıkları riske etkilerini belirler. Türev araçlar getiriye dolayısıyla riski artırmak için ya da riski hedge etmek (azaltmak ) için kullanılabilir. Türev araçların ve kaldıraçın nasıl ve hangi ölçüde kullanıldıklarının anlaşılması çok önemlidir.

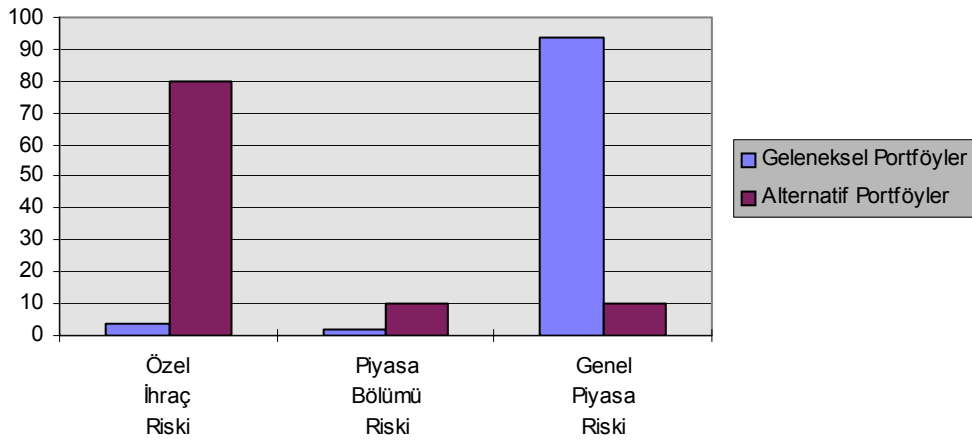
Hedge fonları değerlendirirken portföy büyüklüğü, diğer geleneksel yatırım stratejilerinde olduğundan daha fazla önem kazanır. Çünkü alternatif olarak pazar aralığı stratejileri ortaya çıkmıştır. Bu stratejiler, piyasadaki etkin olmayan durumların avantajlarından yararlanmayı benimsemişlerdir. Piyasada bu anlamdaki fırsatlar sınırlı olduğundan eğer varlıklar çok büyük olursa uygulama imkansız hale gelebilir.

İkinci bir neden de alternatif stratejilerin küçük varlık bazında uygulanmasıdır. Bunun sonucunda her yatırım pozisyonunun kendine özel bir riski olmaktadır, çok sayıda pozisyon likiditeyi azaltmadan fonları yatırmayı gerektirmektedir.



Geleneksel yöntemle yönetilen portföyler, genellikle hisse senetlerinde uzun pozisyon aldıkları için yüksek oranda piyasa riskiyle karşı karşıyadırlar. Bunun tam tersine, alternatif portföylerde genel piyasa riski az iken, *özel ihraç riski* (specific issue risk) ortaya çıkmaktadır<sup>46</sup>. Piyasa riskinin aksine *özel ihraç riski*, daha belirlenebilir ve kontrol edilebilir bir risktir.

**Tablo V : Portföy Riskleri**



Portföyü küçük olan bir hedge fonu ise göreceli olarak daha az yatırım fikrine ihtiyaç duyar. Portföy pozisyonu nasıl olursa olsun, yatırımdan sorumlu yönetici yatırımın tamamına hakim olur ve hangi risklerin neden alındığını bilir. Olayların yatırımları üzerinde ne gibi etkilere yol açacağını açıklayabilir ve portföy daha yüksek spesifik riskle karşı karşıyadır.

Yatırım fonu yöneticisi ise çok sayıda yatırım fikrine ihtiyaç duyar, likidite ihtiyacı nedeniyle yatırımı çeşitlendirmek zorundadır. Tüm yatırımlar aynı kalitede olmayabilir. Değişik hisse senetlerine yapılmış yatırım piyasa riskini yükseltirken özel riski azaltır.

<sup>46</sup> DUNMIRE, Michael E., a.g.e., s. 72

#### IV.5.2.1. Piyasa Riskine İlişkin Bir Örnek: Askin Capital Management Şirketi

Nisan 1994'te Askin Capital Management Şirketi'nin yöneticisi ve 3 adet hedge fonun sahibi David J. Askin 600 milyon Dolarlık toplam portföyün 420 milyon dolarını zarara uğratarak iflas etmiştir<sup>47</sup>.

Bu olay, vadeli işlemlere ilişkin piyasa riskinin ve piyasaya göre fiyatlama yapmanın (marking to market) önemini ortaya koymaktadır. Toplam 600 milyon dolar değerinde fona sahip olan Askin'in, bu tutarın büyük kısmını kaybetmesine ve yatırımcılarını zarara uğratmasına, portföyünün büyük kısmını likiditesi düşük olan CMO<sup>48</sup> senetlerinden oluşturması sebep olmuştur. Yapmış olduğu yatırımların piyasa hareketlerinden bağımsız olduğunu savunan Askin, 1994 yılının başlarında faiz oranlarının yükselmesi ile yönettiği fonları nakde çevirmek zorunda kalmış ve büyük zarara uğramıştır.

Askin, yönettiği portföyün değerlemesinde, genellikle alım satım işlemlerini yürüten aracı kurumun vermiş olduğu fiyatları kullanmıştır. Ancak, 1994 yılının Şubat ayında, aracı kurumun vermiş olduğu fiyatlar yerine, kendi değerlemesi sonucu bulduğu fiyatları portföy değerlemesinde kullanmaya başlamış, bu durum portföylerin değerini daha fazla göstermiştir. Askin müşterilerine, değerlendirme yapılırken aracı kurumlardan alınan fiyatların kullanılacağını, ancak bazı istisnai durumlarda, Yönetim Kurulu'nun onayını almak kaydıyla, kendi fiyatlamasını yapacağını bildirmiş olmasına rağmen, Mart 1994'ten itibaren kendi fiyatlarını kullanmaya başlamış, ancak müşterilerine gönderdiği hesap özetlerinde ne bu durumdan ne de fonların "teminat çağrısına" (margin call) muhatap olduğundan bahsetmiştir.

---

<sup>47</sup> COTTIER, a.g.e., s.50

<sup>48</sup> (CMO) Collateralized Mortgage Obligation: Getirisi ve vadesi, taraflar arasında belirlenen, gayrimenkule dayalı olarak ihdas edilen ve borsa dışı piyasalarda işlem gören türev araç sözleşmeleridir (US General Accounting Office GAO, Financial Derivatives, Action Taken or Proposed Since May 1994, Report to Congressional Committes, Kasım 1996, Washington, D.C., s.23.)

Sonuç olarak, Askın teminat çağrısını karşılayamayarak, değeri olduğundan fazla hesaplanmış olan fonların düşük değerle nakde çevrilmesine ve yatırımcıların zarara uğramasına neden olmuştur. Bu olaydan CMO piyasası önemli ölçüde zarar görmüş, 1993 yılında 463 milyar ABD Doları tutarında CMO halka arz edilmişken, 1995 yılında bu tutar 55 milyar Dolara düşmüştür.

Askın örneği, vadeli işlem pozisyonu olan fonların piyasa riskinin çok iyi hesaplanması gerektiğini; her piyasa için üstlenilebilecek maksimum piyasa riskinin hesaplanmasının ve piyasa riskinin ölçümü için uygun bir değerlendirme yöntemi kullanılmasının önemini göstermektedir<sup>49</sup>.

Askın olayından çıkartılması gereken bir başka ders ise, özellikle organize bir borsada işlem görmeyen, dolayısıyla piyasa fiyatı kolaylıkla tespit edilemeyen kıymetlerin değerinin belirlenmesinde azami özenin gösterilmesi gereğidir. Burada insan riskinin hedge fonların performanslarını ne derece etkileyebileceği görülmektedir.

#### **IV.5.2.2. Portföyün Oluşturulması**

Riskin nasıl kontrol edildiğini değerlendirmek için portföyün nasıl oluşturulduğunu bilmek önemlidir. Kurallar, amaçlar ve hedefler yoluyla bir ölçüde risk kontrolü yapılsa da, pek çok riskin kontrolü portföyün oluşturulması sırasında gerçekleştirilir.

Diğer koşullarda bir değişiklik olmadığı sürece, portföydeki yatırım pozisyonlarının sayısı arttıkça portföyün oynaklığı azalır.

---

<sup>49</sup> Basle Committee and IOSCO, a.g.e., s.7-8.

Çeşitlendirme ve yoğunlaşma riski azaltmanın diğer yöntemleridirler. Yatırım pozisyonları uygun endüstri ya da sektöre göre sınıflandırılarak, bu yatırımlar arasında yüksek korelasyon bulunup bulunmadığı saptanmalıdır. Buna göre uzun ve kısa pozisyonlar riski azaltmak için kullanılabilir.

Bazı durumlarda riski kontrol etme yöntemi olarak yöneticiler yatırım pozisyonlarını sürekli al-satlarla değiştirmeyi benimsemişlerdir.

Kabul edilebilir zarar limitleri, yatırım pozisyonlarının çok büyük zararlara neden olmasını engeller. Zarar limiti olarak %10 -%15 arasında bir oran belirlenmektedir. Sınıra yaklaşıldığında pozisyon likidite edilerek baştaki tahminin ya da zamanlamanın yanlış olduğu sonucuna varılmaktadır. Genellikle, komandite ortak bir süre geçtikten sonra o pozisyonu tekrar deneyerek analizinin doğruluğunu kontrol etmektedir.

Türev araçların gelişmesi riski sınırlama işini kolaylaştırmıştır. Türev araçlar riski sınırlandırmakta etkin olarak kullanılmakta ancak türev aracı ihraç edene bir prim ödendiğinden maliyetli olmaktadır. Bir yöneticinin türev araç kullanarak portföyünün tamamını hedge etmesi sık rastlanan bir durum değildir. Türev araçlar spekülasyon amacıyla kullanılmamaktadır.

#### **IV.6. YATIRIM STRATEJİLERİ**

Hedge fonlarını yatırım stratejilerine göre sınıflandırmak oldukça zordur. Ancak, bu geniş yelpaze, aşağıda belirtilen temel özelliklerin incelenmesiyle daha iyi anlaşılacaktır.

#### **IV.6.1. Mikro Hedge Fonlar**

Mikro hedge fonları, klasik yatırım havuzları olup 1950'li yıllarda A. W. Jones tarafından ilk oluşturulan fonlardır. Jones'un hedge fonlar için aşağıda belirtilen dört temel tanımlayıcı kriteri vardır;

- Hem kısa hem de uzun pozisyon almaları,
- Kaldıraç kullanmaları,
- Performansa dayalı teşvik primi,
- Hedge fon yöneticisinin aynı zamanda fonun ortağı olması.

İlk iki kriter fonun hem yükselen hem de düşen hisse senedi fiyatlarından kar elde etmesini ve getiriye maksimize etmek için yatırım yapmasını sağlar. Diğer iki kriter ise karı maksimize ederken sermayeyi koruyarak yöneticiyi teşvik etme amacı güder. Jones, karın %20'sini yönetici için teşvik primi olarak benimsemiştir. Mikro hedge fonlarını, yatırım tarzları, risk anlayışları, ve prim sistemi 1950'lerden beri değişmemiştir.

Hedge fonların bu kadar etkili ve popüler olmalarının nedeni yatırım yöneticilerinin çok iyi olmalarıdır. Geleneksel olarak, hisse senedi portföyü yöneticileri yönetimlerindeki varlıkları arttırarak yüksek gelir kazanmaktadırlar. Diğer yandan hedge fon yöneticileri ise, performansa dayalı teşvikler nedeniyle, fonlarının başarısından dolayı daha fazla gelir elde etmektedirler.

#### **IV.6.2. Makro Hedge Fonlar**

Hedge fonlarla ilgili önemli yeniliklerden biri de makro hedge fonlarının ortaya çıkışıdır. Bu fonların yatırım anlayışları çok farklıdır. Global piyasadaki çeşitli menkul kıymetler için hem uzun pozisyon

almakta hem de açığa satış yapmakta ve fırsatçı davranmaktadırlar. Portföyleri, hisse senedi, tahvil, döviz, türev araçlar ve maldan oluşmaktadır. Bu fonlar yüksek kaldırıca sahip fonlar olup hedge fonların en büyükleri ve aynı zamanda en çok ilgi çekenleridir.

Şimdiki makro hedge fonları, mikro hedge fonları olarak başlamışlar, başlangıçta esas olarak Amerikan hisse senetlerine yatırım yapmışlardır. Bunların yöneticileri, hisse senedi seçiminde çok başarılı olup yönetimleri altındaki portföyler zamanla çok büyümüştür. Portföylerinin büyüklükleri arttıkça düşük kapitalizasyona sahip hisse senetleri üzerinde iyi pozisyon almaları zorlaşmıştır. Bu yüzden, bu fonlar bu tip pozisyonları alabilecekleri daha likit menkul kıymetlere yatırım yapmaya ağırlık vermişlerdir. Daha likit olan Amerikan menkul kıymetlerinin fiyatları daha etkin ve doğru (efficient) olduğu için sınır ötesi ülkelerin menkul kıymetlerine yatırım yapmaya başlamışlardır.

Makro fonlar, dünya ekonomilerdeki makro değişkenleri temel alan ve bunlardaki önemli değişiklikler konusunda fırsatçı davranan yatırım felsefesi haline gelmiştir<sup>50</sup>. Bu fonlar döviz ve faiz oranlarındaki değişimlere dayalı spekülasyon amaçlı türev araç kullanmaktadırlar.

Günümüzde, yüzlerce mikro hedge fon varken makro hedge fonların sayısı yalnızca 20'dir<sup>51</sup>. Makro hedge fonlar basının gündeminde daha fazla yer almaktadırlar.

### **IV.6.3. Arbitraj Fonlar**

Arbitraj fonlar, bir menkul kıymete yatırım yaparken ilgili başka bir menkul kıymeti piyasa riskine karşı hedge etmektedirler. İlk arbitraj

---

<sup>50</sup> Kaynak: VAN, George P., "Quantitative Analysis of Hedge Fund Return/Risk Characteristics", in LAKE, Ronald A., a.g.e., s.241

<sup>51</sup> COLLINS, Budge, BERENS, James, "The Spectrum of Hedge Funds", in LAKE, Ronald A., a.g.e., s.16

fonunu oluşturan kişi Ed Thorpe'dur<sup>52</sup>. Thorpe bugün hala arbitraj portföylerini yönetmektedir.

Thorpe bir firmanın hisse senetleriyle warrant'ları arasında matematiksel bir ilişki olduğunun farkına varmıştır. Thorpe'un stratejisi, düşük değerlenmiş warrantları alarak ve şirketin uygun miktardaki hisse senetlerini açığa satarak piyasa riskine karşı kendini hedge etmektir. Kurucusu olduğu, Princeton-Newport Partners, düşük dalgalanmalarla çok yüksek getiriler elde etmiş ve başarılı arbitraj hedge fonlar için bir standart belirlemiştir.

Thorpe'un başarısı taklitçilerini de beraberinde getirmiş ve arbitraj hedge fonlarda patlama yaşanmıştır. 1970'lerin sonlarında ve 1980'lerin başlarında riskten korunmayı sağlayan araçlara yatırım büyük bir hızla artmış, bu da "market neutral" (piyasa nötralizasyonu) fonların gelişimini sağlamıştır. Bu dönemde yöneticiler, doğru fiyatlanmamış menkul kıymetlerin araştırılması yoluna gitmişlerdir.

Arbitraj fonların bir çok alt stratejileri bulunmaktadır. Bunlardan bazıları aşağıda verilmektedir:

-Konvertible tahvil arbitrajı (Convertible Bond Arbitrage): Ucuz olduğu düşünülen konvertible tahvillerde uzun ve bunların bağlı olduğu hisse senetlerinde kısa pozisyon alan yatırım stratejisidir.

-Sabit gelir arbitrajı (Fixed income arbitrage): İlişkili sabit menkul kıymetler arasındaki fiyat farklılıklarından yararlanmaya çalışır.

-Risk arbitrajı (ya da merger arbitrajı): Birleşme, borçlanarak gerçekleştirilen şirket satın almaları, ele geçirme gibi çeşitli durumlara maruz kalan şirketlerin menkul kıymetlerine yatırım yaparlar. Portföy

---

<sup>52</sup> COLLINS, Budge, BERENS, James, "The Spectrum of Hedge Funds", in LAKE, Ronald A., a.g.e., s.16

yöneticisi, ele geçirilen şirketin hisse senetlerini satın alır ve ele geçiren şirketin hisse senetlerini açığa satar.

-Piyasa riskinden korunmak için, düşük değerli hisse senetlerinin satın alınması ve fazla değerlenmiş hisse senetlerinin açığa satılması. Hisse senedi seçimi için genellikle kantitatif modeller geliştirilmektedir.

#### **IV.6.4. Açığa Satış Fonları**

Bu fonlar temel olarak yurtiçindeki hisse senetlerini açığa satmaya yoğunlaşmışlardır. Yönetici, aşırı değerlenmiş (overvalued) şirketleri tespit ederek bunların hisse senetlerini açığa satmakta, ödünç aldığı hisse senetlerini fiyatlar düşüncü piyasadan satın alıp pozisyonunu kapatmaktadır<sup>53</sup>.

#### **IV.6.5. Distressed Debt Funds**

Distressed debt funds, temel olarak finansal açıdan zor durumda olan ya da bir reorganizasyon sürecine giren şirketlerin borçlanma senetlerine yatırım yaparlar. Şirketler genellikle iflas sürecindedirler. Şirketin, iflas masasında belirlenen borçluları ve diğer alacaklarına ödemeler yapılır. İflas sürecinden sonra distressed debt fonları, yeniden organize edilen şirketin hisse senetlerini de ellerinde tutabilmektedirler.

---

<sup>53</sup> [www.vanhedge.com/definitions.html](http://www.vanhedge.com/definitions.html) (Van Hedge Fund Advisors International)



#### IV.6.6. Uygulanan Diğer Stratejiler

1. Gelişmekte Olan Piyasalar Fonları: Gelişmekte olan ülkelerdeki şirketlerin menkul kıymetlerine genellikle uzun dönemli yatırım yaparlar.

2. Büyüme (Growth) Fonları: Temel olarak, büyümekte olan şirketlerin hisse senetlerine yatırım yaparlar. Açığa satış ve opsiyonlarla risklerini sınırlandırmaya çalışırlar.

3. Piyasa Nötralizasyonu: Piyasa riskini etkisiz hale getirmeyi amaçlayan stratejidir.

4. Piyasa Zamanlaması: Temel olarak, varlıklarını hisse senetlerine, tahvillere ve para piyasası araçlarına dönüşümlü olarak yatırmayı öngören stratejidir.

5. Çok Sayıda Strateji: Büyüme, piyasa nötralizasyonu gibi farklı stratejileri içerir.

6. Fırsatçı: Özel durum ya da fırsatlardan kaynaklanan fiyat dalgalanmaları veya dengesizliklerden yararlanma amacını güden bir stratejidir.

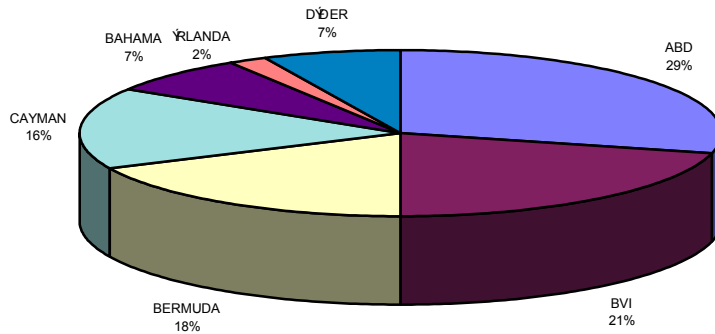
7. Sektör Fonları: Finansal hizmetler, biyoteknoloji gibi çeşitli sektörlerdeki şirketlere yatırım yapar. Hem uzun hem de kısa pozisyon alırlar ve opsiyon kullanırlar.

#### IV.7. HEDGE FONLARIN KURULUŞ YERLERİ

Hiçbir ülke hedge fonların kuruluşuna açık hükümlerle izin vermezken, ABD, İrlanda, İsviçre, Karayiplerdeki off-shore merkezler düzenlemelerinde dolaylı ya da üstü kapalı olarak hedge fonların kurulmasına olanak tanımaktadırlar. Bu ülkelerin tamamına yakını hedge fonların tahsisli satışına izin vermektedir. Amerikan hedge fonları dışındaki diğer hedge fonların çok büyük bir kısmı off-shore olarak kurulmaktadır. Off-shore merkezler vergi avantajı sağlamakta, türev araçlar, açığa satış ve kaldıraç konularında kısıtlamalar koymamaktadırlar. Hedge fon endüstrisinin gelişmesinde büyük rolü olan Amerika'nın hemen yanibaşında bulunan Karayiplerdeki Bermuda, İngiliz Virgin Adaları (BVI), Cayman Adaları, Bahamalar ve Hollanda Antilleri hedge fonların kuruluşu için tercih edilen merkezlerdir. Yasal kuruluş prosedürü kolay ve maliyetler minimum düzeyde olup yasalar da büyük bir esnekliğe sahip bulunmaktadır. Avrupalı yatırımcılar ise Lüksemburg, İrlanda, Kanal Adaları (Channel Islands) ve İsviçre gibi daha yakın ve daha sıkı düzenlemelere sahip ülkeleri tercih etmektedirler.

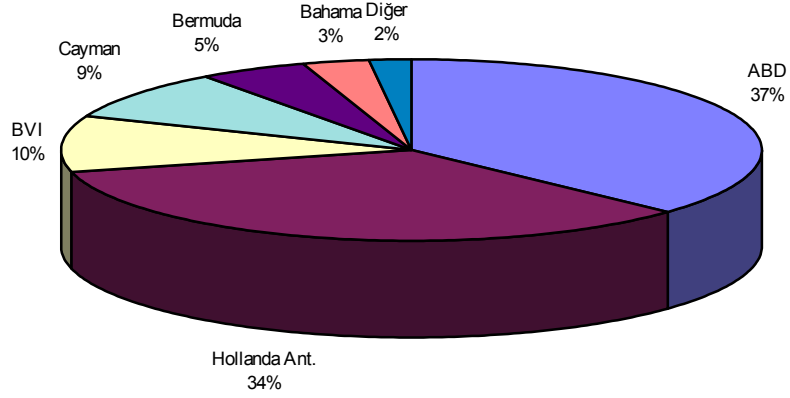
Tablo VI hedge fonların %29'unun ABD'nde, %60'ının ise Karayiplerdeki 4 off-shore merkezde kurulduklarını göstermektedir.

**Tablo VI : Hedge Fonların Ükelere Göre Sayısal Dağılımı<sup>54</sup>**



Portföy büyüklüğü açısından bakıldığında ise, ABD ilk sırayı almaktadır. Ayrıca, Hollanda Antilleri %8'lik fon sayısına rağmen portföy büyüklüğü açısından %34'lük paya sahiptir (Tablo VII).

**Tablo VII : Hedge Fonların Portföylerinin Ükelere Göre Dağılımı**



Fon yöneticilerinin yerleşik buldukları yerler fonların kuruldukları yerlerden farklılık göstermektedir. Fon yöneticilerinin büyük çoğunluğu, New York, Şikago ve Londra gibi finansal merkezlerde ya da potansiyel yatırımcılara yakın yerlerde (Cenevre, Zürih, Hong Kong gibi) bulunmaktadır.

Aşağıdaki tablo Aralık 1995 itibariyle hedge fonların yönetim şirketlerinin kuruluş yerlerine ilişkin bilgi vermektedir.

<sup>54</sup> Kaynak (Tablo VI ve VII için): COTTIER, Dr. Philipp, a.g.e., s.74

**Tablo VIII : Hedge Fonların Yönetim Şirketlerinin Ülkesel Dağılımı<sup>55</sup>**

	<b>HEDGE FONLARIN SAYISI</b>	<b>TAMAMI İÇİNDEKİ %'Sİ</b>
A.B.D.	296	51,39
BERMUDA	76	13,19
İNGİLTERE	59	10,24
FRANSA	25	4,34
İNGİLİZ VIRGIN ADALARI (BVI)	18	3,13
CAYMAN	15	2,60
İSVİÇRE	14	2,43
LÜKSEMBURG	12	2,08
BAHAMALAR	10	1,74
İRLANDA	9	1,56
HONG KONG	7	1,22
DİĞER ÜLKELER	35	6,08
<b>TOPLAM</b>	<b>576</b>	<b>100,00</b>

#### **IV.8. YATIRIMCI PROFİLİ**

Hedge fonların paylarını ya da hisselerini satın alacak kişiler konusunda sınırlama getirilmesinin amacı, fazla bilgili olmayan yatırımcıları risklerini tam kavrayamadıkları bir yatırıma girmekten korumaktır. Hedge fonlara yatırım yapacak bireysel yatırımcılar için çeşitli ülkelerde farklı kriterler belirlenmiştir. Varlıklı yatırımcıların daha bilgili oldukları varsayımından hareketle, çeşitli ülkelerde minimum yatırım miktarları belirlenmiştir. Kurumsal yatırımcılar ise bu açıdan farklı görülmekte ve hedge fonlara yatırım yapmalarına belli limitler dahilinde izin verilmektedir.

Hedge fon sektörünün ilk zamanlarında yatırımcı kitlesi bireysel yatırımcılar ve aile bürolarından (family offices) oluşmaktaydı. 1980'li yıllarda ise emeklilik fonları ve endowment funds gibi kurumsal yatırımcıların yatırımları ağırlık kazanırken, son yıllarda da hayat sigortası ve ticari şirketlerin hedge fonlara ilgileri artmıştır.

Hedge fon sektöründe şeffaflık bulunmadığından yatırımcı kitlesinin profili hakkında kesin rakamları ortaya koymak mümkün değildir. Matthias BEKIER tarafından, 41 hedge fonu yöneticisinden alınan cevaplar doğrultusunda yapılan bir araştırmanın sonucuna göre belirlenen hedge fon yatırımcılarının profili aşağıdaki tabloda verilmektedir.

**Tablo IX : Hedge Fonu Yatırımcılarının Profili<sup>56</sup>**

<b>YATIRIMCI GRUPLARI</b>	<b>PAYI</b>
<b>Varlıklı Yatırımcılar ve Aile Ofisleri (Family Offices)</b>	%44,4
<b>Özel Bankalar/Çok Yöneticili Fonlar da Dahil Olmak Üzere Para Yöneticileri</b>	%30,0
<b>Endowments/Vakıflar/Trusts (Aile Ofisleri Hariç)</b>	%8,9
<b>Anonim Şirketler</b>	%5,6
<b>Emeklilik Fonları</b>	%6,7
<b>Diğer Bankalar</b>	%3,3
<b>Sigorta Şirketleri</b>	%1,1
<b>TOPLAM</b>	<b>%100</b>

Yatırımcı profili incelendiğinde, kurumsal yatırımcıların %25, bireysel yatırımcıların ise %75 (Tabloda %30'luk paya sahip olan grup, dolaylı bireysel yatırımcı olarak kabul edilmektedir.) paya sahip olduğu görülmektedir.

#### **IV.8.1. Bireysel Yatırımcılar (Private Investors)**

**Varlıklı Kişiler:** Hedge fonların gelişmekte olduğu ilk yıllardaki tek yatırımcı kitlesini oluşturmuşlardır. Varlıklı kişiler tanımının kaynağı 1933 Menkul Kıymetler Kanunu'dur. 1 milyon Amerikan Dolarını aşan varlığa sahip kişiler nitelikli (accredited) yatırımcı olarak belirlenmiştir. İsviçre'de ise 100.000 ila 5 milyon İsviçre Frangını aşan banka

<sup>55</sup> Kaynak: COTTIER, Dr. Philipp, a.g.e., s.75

<sup>56</sup> Kaynak: COTTIER, Dr. Philipp, a.g.e., s.108

mevduatına sahip kişiler varlıklı olarak nitelendirilmektedir. Bu tip yatırımcılar asgari düzeyde yatırım kısıtlamasıyla karşı karşıya kalmaktadırlar.

Aşağıda belirtilen diğer kuruluşlar ve benzeri kuruluşlar, bireysel yatırımcılar için aracı konumunda olduklarından özel yatırımcı grubunda değerlendirilmektedir.

**Aile Büroları:** Aile büroları, varlıkları yöneten ve vergi açısından varlıklı ailelere optimizasyon sağlayan **trust** şeklindeki örgütlenmelerdir. Bunlar hedge fonların ilk müşterileridir.

**Özel Bankalar:** Özel bankalar kendi müşterileri için hedge fonlara yatırım yapan aracı konumundadırlar.

**Bağımsız Para Yöneticileri ve Yatırım Danışmanları:** Müşterileri yararına çalışan profesyonel fon yöneticileri ve yatırım danışmanları oldukça bilgilidirler. Düzenlemeleri ve etkileri ülkeler arasında farklılık göstermektedir.

**Çok Yöneticili Fonlar (Multi-manager funds):** Çok yöneticili fonlar hem kişisel hem de kurumsal yatırımcılara satılmaktadır. Bu fonlar çok aktif şekilde portföy yönetilmektedir. Yöneticiler arasında koordinasyonun ve kontrolün sağlanması için özel sınırlamalar sözkonusudur. Hedge fonların portföylerinin %15 ila %30'luk kısmına yatırım yaptıkları tahmin edilmektedir.

#### **IV.8.2. Kurumsal Yatırımcılar**

**Emeklilik Fonları:** Amerikan emeklilik fonları, hedge fonların en hızla büyüyen müşteri grubudur. Avrupa ve Asya'daki emeklilik fonlarının çoğu hala tahvil, gayrimenkul ve blue chip hisse senetlerine

yatırım yapmaktadır. Bunun nedenlerinden biri, hedge fonlara yatırım yapmayı zorlaştıran yasal sınırlamalar, diğeri ise değişik plan seçeneklerinin bulunmaması nedeniyle emeklilik fonlarında rekabetin olmayışıdır. Ayrıca portföy yöneticileri için teşvikler yetersizdir. Sağlanan yüksek getiri karşılığında herhangi bir prim sözkonusu değildir.

**Hayat Sigortası Şirketleri:** Günümüzde hayat sigortası şirketlerinin hedge fonlara yatırımı çok düşük düzeyde olsa da yakın gelecekte performans baskısı ve karmaşık portföy yönetim teknikleri nedeniyle geleneksel olmayan fonların önemli yatırımcıları haline gelecekleri tahmin edilmektedir.<sup>57</sup>

**Endowment Funds:** Harvard, Yale, Stanford ve Duke gibi çeşitli kolejlerin endowment fonları portföylerinin bir kısmını hedge fonlara yatırmaktadırlar<sup>58</sup>. Endowment fonlar hedge fonlara yatırım yapan ilk kurumsal yatırımcılardır.

**Ticari Bankalar ve Yatırım Bankaları:** Hedge fonları yöneten bazı bankalar yatırımcılara güven sağlamak amacıyla kendileri de fona sermaye koymaktadırlar.

---

<sup>57</sup> COTTIER, Dr. Philipp, a.g.e., s.110

<sup>58</sup> Mc LEAN, Bethany, a.g.e., s.180

## V. KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARINA İLİŞKİN ÇEŞİTLİ ÜLKELERDEKİ DÜZENLEMELER

Kollektif yatırım kuruluşları konusunda çeşitli ülkelerdeki düzenlemelerin niteliğinden hareketle ve geleneksel olmayan fonların durumuna ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

**Tablo X : Hedge Fonlara İlişkin Düzenlemelerin Niteliği<sup>59</sup>**

	Yasaların Esnekliği	Futures Fonları Kuruluşu	Hedge Fon Kuruluşu	Geleneksel Olmayan Fonların Halka Arzı	Geleneksel olmayan ve off-shore fonların tahsisli satışı
AB (UCITS)	çok az	kurulamıyor	kurulamıyor	hayır	belirtilmemiş
Avusturya Almanya	çok az	sadece warrant fonları	kurulamıyor	hayır	var olan yatırımcılara Almanya'da 30 kişi
Japonya	az	sadece mala dayalı fonlar	kurulamıyor	hayır	eğer nitelikli kurumsal yatırımcıya ya da var olan özel yatırımcılara
Fransa	az	kurulabiliyor	kurulamıyor	hayır	var olan yatırımcılara
İngiltere	orta düzeyde	kurulabiliyor	çok sınırlı	yetkili yatırım fonları hariç	yetkili kişiler tarafından profesyonellere ve var olan yatırımcılara
İsviçre	orta düzeyde	dolaylı olarak kurulabiliyor	kurulabiliyor	eğer yatırım fonu ya da participation şirketi olarak kayda alındıysa	evet fakat ticari olmayan bazda
Lüksemburg	orta düzeyde	kurulabiliyor	kurulabiliyor ama çok sınırlı	evet	evet
Kanal Adaları	orta düzeyde	dolaylı olarak kurulabiliyor	kurulabiliyor ama çok sınırlı	-	-
ABD	yüksek	kurulabiliyor	kurulabiliyor	hayır (public futures fonları hariç)	%65'i itibarlı sayılan en fazla 99 belirlenmiş yatırımcıya
İrlanda	yüksek	kurulabiliyor	kurulabiliyor	sadece profesyonel yatırımcı fonları	profesyonel yatırımcı fonlarına sınırsız olarak
Bermuda	yüksek	yerel idare ve kamuyu aydınlatma olursa	yerel idare ve kamuyu aydınlatma olursa	-	-
Bahamalar,Hollanda Ant.	çok yüksek	yüksek sermayeli olarak kurulabiliyor	yüksek sermayeli olarak kurulabiliyor	-	-
BVI	çok yüksek	kısıtlama yok	kısıtlama yok	-	-

İlerleyen bölümlerde, Kollektif yatırım kuruluşlarına ilişkin çeşitli ülkelerdeki düzenlemeler konusunda bilgi verilerek, geleneksel olmayan

<sup>59</sup> COTTIER, a.g.e., s.77



fonların ve özellikle hedge fonların kurulması ve paylarının satış imkanı bulunup bulunmadığı araştırılmıştır.

### **V.1. Amerika**

ABD, hedge fonlar için en eski ve en gelişmiş düzenlemelere sahiptir. Düzenlemeler konusunda diğer ülkeleri de etkilemişlerdir. Hedge fonların tamamına yakını ya ABD'nde ya da Amerikan yasalarıyla uyumlu bir şekilde off-shore olarak Karayipler civarında kurulmaktadır<sup>60</sup>. Bu yüzden ABD düzenlemeleri diğer ülke düzenlemelerine nazaran daha önemlidir.

Herhangi bir fon, eğer ABD fon ve vergi düzenlemelerine uyumlu ise Amerikalılara<sup>61</sup> satılabilmektedir. Bir fon ABD dışında kurulduysa; Amerika'da yerleşik ya da Amerikan vatandaşı olan kişilere satılmayacaksa ve ABD'nden herhangi bir kaynak gelmeyecekse, ABD tarafından kayda alınmaktan muaf tutulmaktadır. Regulation S uyarınca, off-shore fonlar, eğer Amerika'da yerleşik bulunmayan ABD vatandaşlarına satılıyorsa, ABD'nde direk satış çabası yoksa ve arz ve satış bir off-shore işlem olarak gerçekleşiyorsa, SEC düzenlemelerinden muaf tutulabilmektedir.

ABD'nde, hedge fonların kuruluşunda, komandit şirketler (limited partnership) vergi avantajı nedeniyle tercih edilmektedir<sup>62</sup>. Bazı durumlarda ise anonim şirket yapısı da kullanılmaktadır.

---

<sup>60</sup> COTTIER, Dr. Philipp, a.g.e., s. 78

<sup>61</sup> Amerikan vatandaşları ve şirketleri ile Amerika'da yerleşik yabancıları kapsamaktadır.

<sup>62</sup> www.cme.com

İki federal organ, SEC ve CFTC hedge fonların yapılandırılması, paylarının alım satımı ve pazarlanmasına ilişkin düzenlemeleri şekillendirmektedir.

Menkul kıymetler borsaları SEC tarafından düzenlendiğinden<sup>63</sup>, hisse senetlerinin veya katılma belgelerinin halka arzı SEC'in görev alanına girmektedir. Commodity Futures Trading Commission (CFTC), mal borsalarını, mala ve finansal araçlara dayalı future ve opsiyonları düzenlemektedir. Hedge fonları, SEC ve CFTC düzenlemelerinin yanısıra, çeşitli emeklilik planları ve vergi kanunlarını takip etmek zorundadırlar.

Hedge fonları temel olarak SEC düzenlemelerinden etkilenmektedir. SEC tarafından kayda alınmak, arzın yapıldığı her eyalette ayrı ayrı kayda alınmayı gerektirdiğinden karmaşık ve pahalıdır. Ayrıca, kayda alınan fonların yatırım stratejileri için bazı sınırlamalar mevcuttur<sup>64</sup>. Bu yüzden hedge fonlar düzenlemelerdeki çeşitli muafiyetlerden yararlanmaya çalışırlar. Bu muafiyetleri içeren en önemli iki menkul kıymetler kanunu aşağıda açıklanmaktadır.

#### **V.1.1.1. 1933 Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act of 1933)**

Menkul kıymetlerin halka arzı, 1933 Menkul Kıymetler Kanunu'na tabidir. Fon yönetimi, yatırım amaç ve politikaları ile ilgili bilgilerin verilmesi zorunlu tutulmakta ve reklamların içerik ve türleri

---

<sup>63</sup> SEC'in denetimindeki (supervision) borsalar, New York Stock Exchange (NYSE), Chicago Board Options Exchange (CBOE), American Stock Exchange (AMEX), Philadelphia Stock Exchange (PHLX) ve Pacific Stock Exchange'dir.

<sup>64</sup> Yatırım fonları tek bir ihraççı tarafından ihraç edilen menkul kıymetleri toplam varlıklarının en fazla %5'i oranında portföye dahil edebilmekte, en fazla %150 oranında borçlanabilmekte, ayrıca, açığa satış ve uncovered opsiyonlar konusunda çeşitli sınırlamalara tabi bulunmaktadır (Investment Company Act of 1940). Ayrıca, riskten korunma amacı dışında örneğin spekülasyon amacıyla net aktif değerinin en fazla %5'i oranında türev araç alınabilmektedir. Ayrıca, çeşitli etik kurallar ve raporlama yükümlülüklerine tabi bulunmaktadır.

sınırlanmaktadır. SEC tarafından kayda alınmaktan muaf olmaya ilişkin hususlar, Bölüm (4)(2) ve Regulation D ile düzenlenmiş olup, kayda alınmayan menkul kıymetlerin satışına ise aşağıdaki şartlarla izin verilmektedir.

-Satışın halka arz niteliğini taşıması (gazetelerde reklam yasaklanmıştır.),

-Regulation D<sup>65</sup>’deki tanım çerçevesinde tüm fon yatırımcılarının accredited (nitelikli) yatırımcı olması,

-Gerekli tüm bilgilerin açıklanması

gerekmektedir.

#### **V.1.1.2. 1940 Yatırım Şirketleri Kanunu (Investment Company Act of 1940)**

1940 Yatırım Şirketleri Kanunu çıkar çatışmaları, aşırı yönetim ücretleri vb. hususları önlemeye yönelik olarak yatırım şirketlerinin yapısını ve günlük işlemlerini düzenlemektedir. Açığa satışı, türev araçların fazla kullanımını kısıtlamakta, yönetim kuruluna ilişkin esasları düzenlemekte ve bazı raporlama standartlarını zorunlu kılmaktadır. Bölüm 3(c)(1)’de yer alan muafiyetle özel yatırım şirketi (private investment company) tanımı getirilmiştir. Buna göre bir fon eğer halka reklam ve ilan yapmayacaksa ve yatırımcılarının sayısını 100 ile kısıtlarsa (1 sınırsız sorumlu 99 sınırlı sorumlu ortak) bu tanımının içine girmektedir.

---

<sup>65</sup> Regulation D üç çeşit sınırlı arz muafiyeti (Rule 504, 505, 506) içermektedir. Bunlardan en önemlisi Rule 506’dır. Rule 506’da “Accredited investors” tanımlanmış ve belirli kurumsal yatırımcılar ve en az 1 milyon Amerikan Doları net varlığa ya da 200.000 Amerikan Doları’nın üzerinde yıllık gelire sahip bireysel yatırımcılar olarak tanımlanmıştır.

Fakat bu kanun hakkında değişiklikler üzerine tartişmalar bulunmaktadır. Düzenlemenin amacı yatırımcıyı korumaktır. Çok saldırgan ve aşırı reklamlar yasaklanmıştır. Fakat bu durum yatırımcının yararına olmaktan çok yeterli bilginin kamuya açıklanmasını engellemektedir<sup>66</sup>. Tahsisli satışla halka arz arasındaki sınırı belirlemek oldukça güçtür. Bir fon yöneticisinin gazetede yer alan raporlarının ya da internette web sayfasında yer alan bilginin reklam mahiyetini taşıyıp taşımadığı tartışmaya açık hususlardır.

Diğer karmaşa yaratan nokta yatırımcı sayısı ile ilgilidir. Bazı kurallar mahkemelerde alınan kararlardan kaynaklanmaktadır. Bazı durumlarda bir yatırımcı havuzu tek bir yatırımcı olarak kabul edilmektedir. Eğer bir anonim şirketin (örneğin çok yöneticili fonlar) hedge fondaki payı %10'u aşarsa "look-through rule" uygulanacaktır. Bu kurala göre, bu şirketin her bir yatırımcısı ya da hissedarı fon için bir yatırımcı sayılacaktır. Off-shore fonlar için Amerikalı yatırımcıların sayısı 99 ile sınırlandırılırken sınırötesi yatırımcıların sayısına bir kısıtlama getirilmemiştir. Kardeş (sister) fonlar diye adlandırılan, tamamen aynı stratejileri uygulayan ve yatırımcı sayısına ilişkin yasal sınırlamaları aşmakta kullanılan fonlara ise izin verilmemektedir<sup>67</sup>.

### **V.1.1.3. 1934 Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (Securities Exchange Act of 1934)**

1934 Menkul Kıymetler Borsaları Kanunu, menkul kıymetler broker ve dealerlarını düzenlemektedir. Bu düzenleme, 1940 Yatırım Danışmanları Kanunu'nda olduğu gibi, SEC tarafından kayda alınmanın avantaj ve dezavantajlarının hedge fonun amacına göre değişmesi nedeniyle her zaman istisnalar yoluyla aşılmaya çalışılmamaktadır<sup>68</sup>.

---

<sup>66</sup> SCHOLL, Jaye, "Invisible Funds", Barron's, 10 Temmuz 1995

<sup>67</sup> LEDERMAN, Jess/KLEIN, Robert A., "Hedge Funds: Investment and Portfolio Strategies for the Institutional Investor", Irwin Professional Publishing, 1995, New York, s. 154-159

<sup>68</sup> COTTIER, Philipp, a.g.e., s. 81

Menkul kıymet alım ve satımları antifraud (hile ve aldatmayı önleyici) hükümlerine tabidir. Sınırsız sorumlu ortak (general partner) ya da komandit şirket şeklinde kurulan ortaklığın broker ya da dealer olarak SEC ve NASD<sup>69</sup> kaydına alınmak için başvurması çeşitli kurallara ve kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine uymayı gerektirmektedir. Bölüm 13(g) uyarınca, toplam değeri 100 milyon ABD Dolarının üzerinde portföy idare eden fon yöneticileri SEC'e 3 ayda bir bilgi formu göndermek zorundadırlar<sup>70</sup>.

#### **V.1.1.4. 1940 Yatırım Danışmanları Kanunu (Investment Advisors Act of 1940)**

1940 Yatırım Danışmanları Kanunu uyarınca, başkalarına bir bedel karşılığında yatırım tavsiyesi veren kişilerin SEC'e yatırım danışmanı olarak kaydolması gerekmektedir. Sınırsız sorumlu ortak (general partner) bu hizmeti vermektedir. 205-3 kuralı<sup>71</sup> uygulanmadıkça, performansa dayalı primler için sınırlamalar sözkonusudur. Bölüm 203(b)(3)'de yer alan muafiyet hükmüne göre, yatırım danışmanı eğer kendini kamuya yatırım danışmanı olarak tanıtmıyor ve son 12 ay boyunca 15'ten az müşteriye<sup>72</sup> sahip bulunuyorsa, SEC kaydına alınmaktan muaf olabilir. Kayda alınmayan danışmanlar için teşvik ve performansa dayalı primler sınırlandırılmamaktadır.

---

<sup>69</sup> National Association of Securities Dealer (NASD) ABD'nde aracı kurumların öz düzenleyici kuruluşudur.

<sup>70</sup> Form 13F

<sup>71</sup> Bu kural uyarınca, her bir müşteri en az 500.000 Amerikan Doları portföye ya da 1 milyon Amerikan Dolarının üzerinde net varlığa sahip olmalıdır.

<sup>72</sup> 99 yatırımcıya sahip her bir fon, bir müşteri olarak sayılmaktadır.

**V.1.1.5. 1936 Mal Borsası Kanunu ve 1974 Mala Dayalı Vadeli İşlemler Komisyonu Kanunu (Commodity Exchange Act of 1936 and Commodity Futures Trading Commission Act of 1974)**

CFTC, ABD mal borsaları konusunda yetkili organ olarak 1974 yılında kurulmuştur. Borsalarda işlem gören future ve opsiyonlara ilişkin işlemler CFTC'nin kontrol ve denetimindedir. Bu durumda, brokerlar, danışmanlar ve fonların tümü NFA<sup>73</sup> ve CFTC tarafından, Futures Commission Merchants (FCMs-Future Komisyonu Taciri), Commodity Trading Advisors (CTAs- Mal Alım Satım Danışmanı) ya da Commodity Pool Operators (CPOs-Mal Havuzu Operatörü) olarak kayda alınmak zorundadır. CFTC kamuyu aydınlatma ve raporlama konusunda çok sıkı kurallar uygulamaktadır.

Commodity Trading Advisor, CFTC tarafından düzenlenmiş olan borsalarda alınıp satılan future ve opsiyonlar konusunda, başkalarına bir bedel karşılığında yatırım tavsiyesi veren kişidir. Raporlar ve tahminler yoluyla yatırım tavsiyesi verebileceği gibi, commodity pools (mal havuzları), kurumsal yatırımcılar ve varlıklı kişiler ve diğerlerinden oluşan müşterileri yararına future alım satımı yapabilir. Eğer CTA, bu işleri sadece belirli bir kesime yapıyorsa ve son 12 ay boyunca 15'ten az müşteriye<sup>74</sup> sahip bulunuyorsa, kayda alınmaktan muaf olmaktadır.

Commodity Pool Operators, fonların ve oluşturulan havuzların future sözleşmelerine yatırımlarını yürütür. Komandit ortaklıklarda CPO sınırsız sorumlu ortak olarak hareket etmekte ve bir ya da birkaç CTA ile anlaşmaktadır. CPO'lar için yönetilen havuzlardaki varlıkların toplamının 200.000 Amerikan Dolarından az olması ve yatırımcı sayısının 15'ten az olması halinde kayda alınma istisnası sözkonusudur.

---

<sup>73</sup> 1976 yılında kurulan NFA çeşitli etik standartlar ile reklam kuralları belirlemiştir.

<sup>74</sup> 99 yatırımcıya sahip her bir fon, bir müşteri olarak sayılmaktadır.

#### **V.1.1.6. Mavi Gök Eyalet Yasaları (State “Blue Sky” Laws)**

Yukarıda belirtilen federal yasaların yanısıra, hedge fonların halka arz edileceği her eyalette ayrı kayda alınma ve SEC’e değişiklikleri bildirme zorunluluğu da bulunmaktadır. Kayda alma konusunda her eyaletin farklı kuralları ve daha da önemlisi farklı tahsisli satış istisnaları bulunmaktadır. Delaware, komandit şirketler konusunda esnek kurallara sahip olması dolayısıyla hedge fonların tercih ettiği bir eyalettir.

Amerikan Kongresi özellikle yatırım şirketleri konusunda, federal düzenlemelerin yanısıra eyaletlerin birbirinden farklı düzenlemelerinin bulunması konusunda çalışmalar yapmakta, bu birbirleriyle çelişen düzenlemeleri önlemeyi amaçlamaktadır<sup>75</sup>.

#### **V.1.1.7. 1974 Çalışanların Emeklilik Güvencesi Kanunu (Employee Retirement Income Security Act of 1974 - ERISA)**

Yatırım danışmanları SEC kaydına alınma zorunluluğunun yanısıra ERISA standart ve yükümlülüklerine<sup>76</sup> de uymak zorundadır. Emeklilik fonlarının portföye alabilecekleri kıymetler konusunda, varlıklarının en fazla %25’i için istisnai bir serbesti tanınmıştır.

Sigorta şirketleri ise portföylerinde en fazla %5 oranında komandit şirket hissesi bulundurabilmektedir<sup>77</sup>.

#### **V.1.1.8. Vergi Düzenlemeleri**

---

<sup>75</sup> [www.ici.org/issues/testimony-state-fed-regul-fund.html](http://www.ici.org/issues/testimony-state-fed-regul-fund.html)

<sup>76</sup> Raporlama yükümlülüklerini, performansa dayalı prim üzerine kısıtlamaları, belli çıkar ilişkisine sahip olunan kişilerle işlem yapma ve yabancı menkul kıymet işlemleri konusunda sınırlamaları içermektedir.

Amerika'da, komandit şirketler ve limited şirketlerde, federal hükümet fon gelirlerini vergi dışı tutarak, yatırımcıların elde ettiği kazancı vergiye tabi tutar (pass-through), böylece çifte vergileme de önlenmiş olur. Ancak vergi dışı olmak için yatırım fonunun aynı yıl içinde elde ettiği tüm geliri yatırımcılara ödemesi gerekmektedir. Yatırımcının vergilendirilmiş olan kazancı ise tekrar fona yatırılabilir.

Amerikalıların yatırım yaptıkları off-shore fonlar vergiden muaf olacak şekilde kurulmadıkça dezavantajlı durumda olmaktadır. Komandit şirket gibi "pass through" konumundaki kuruluş yapılar tercih edilerek bu dezavantajlı durum giderilmeye çalışılmaktadır.

## **V.2. Avrupa Birliği**

Avrupa'daki yatırım kanunlarını uyumlu hale getirmeyi amaç edinen, 85/611 sayılı Avrupa Birliği Konseyi'nin menkul kıymetlere yatırım yapmak suretiyle portföy işleten kollektif yatırım şirketleriyle ilgili kanun, yönetmelik ve idari düzenlemelerin koordinasyonuna ilişkin 20 Aralık 1985 tarihli direktifi bulunmaktadır. Söz konusu direktifle, Birlik üyesi ülkelerin birinde kayda alınan açık uçlu yatırım şirketlerinin (UCITS-Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) söz konusu direktife uyumlu olmaları halinde, bir sınırlamaya tabi olmadan diğer birlik üyesi ülkelerde satılabilmesi amaçlanmıştır. Ancak, söz konusu direktif hedge fonlara izin vermemektedir. Direktif, türev araçların yalnızca riskten korunma amacıyla kullanılmasına izin vermekte, açığa satışı tamamen yasaklamakta, kredi kullanımını fonun net aktif değerinin %10 ile sınırlamakta ve likit olmayan varlıkların fonun net aktif değerinin %10'unu aşamayacağı hükmünü içermektedir. Ayrıca direktif uyarınca kıymetli maden ve mala dayalı yatırımlara izin verilmemektedir.

---

<sup>77</sup> LEDERMAN/KLEIN, a.g.e., s. 190-196



Direktifin 21. maddesinde, üye devletlerin, belirledikleri şartlar ve limitler dahilinde olmak üzere ve etkin portföy yönetimi amacına hizmet etmesi koşuluyla, kollektif yatırım şirketlerinin bazı teknik ve araçları kullanmalarına izin verilebileceği hükmü yer almaktadır. Ayrıca, üye devletlerin, kollektif yatırım şirketlerinin aktif-pasif yönetiminde karşılaşılabilecekleri döviz kuru risklerine karşı koruma önlemleri getirebilecekleri teknikleri ve araçları kullanmalarına izin verebilecekleri de aynı maddede belirtilmektedir. Ancak, ülkeler bu konuda birbirinden farklı düzenlemelere gitmişlerdir. Örneğin Fransa bu direktifi çok liberal yorumlarken, İngiltere türev araç pozisyonlarından kaynaklanan yükümlülükler konusunda çok sıkı sınırlamalar getirmiştir<sup>78</sup>.

Birlik üyesi ülkeler UCITS direktifini kendi ulusal yatırım kanunlarına adapte etmişlerdir. Bazı AB ülkeleri, UCITS kapsamı dışındaki fonlara da izin vermektedirler. Geleneksel olmayan fonların halka arzı her ülkenin kendi düzenlemelerine bağlı olarak farklılık göstermektedir. UCITS kapsamı dışındaki fonların halka arzı, fonun AB sınırları içinde ya da dışında kurulduğuna bakılmaksızın, her ülkede ayrı ayrı kayda alınmayı gerektirmektedir. Ülkelerin çoğunda tahsisli satış istisnası da bulunmaktadır. Reklam ve ilan konusundaki kısıtlamalar nedeniyle hedge fonları ülkeler bazında belirli kişilere ya da halka özel olarak pazarlanabilmektedir.

### **V.3. İngiltere**

AB üyesi olan İngiltere, UCITS kapsamı dışındaki fonlar konusunda önemli düzenlemelere sahiptir. Yasal düzenleyiciler The Securities and Investment Board<sup>79</sup> (SIB-Menkul Kıymetler ve Yatırım Kurulu) ve The Securities and Futures Authority (Menkul Kıymetler ve Vadeli İşlemler Kurulu- SFA)'dir. 1986 Finansal Hizmetler Kanunu (Financial Services Act) halka satılan İngiliz fonları, kabul edilmiş

---

<sup>78</sup> FARROW, Paul, a.g.e. , s. 90

yabancı planlar (recognized foreign schemes) ve düzenlenmemiş planlar (unregulated schemes) arasında bir ayrıma gitmektedir.

1. Authorized<sup>80</sup> Unit Trusts (Yetkilendirilmiş Yatırım Fonları / Public U.K. Funds- Halka Satılan İngiliz Fonları) : Yatırım fonları ve yatırım şirketleri eğer FSA tarafından yetkilendirildiyse halka arz yapabilmektedirler. Geleneksel yatırım fonlarının yanısıra, 1991 yılından beri “non-geared futures and options funds” (FOFs) ile “geared futures and options funds” (GFOFs) olmak üzere iki sınıf yetkilendirilmiş (authorized) yatırım fonu kabul edilmiştir. Borsalarda işlem gören futures ve opsiyonlara yatırım yapılabildiği gibi tezgahüstü piyasalarda işlem gören opsiyonlara, varantlara, döviz ve altına dayalı vadeli işlem sözleşmelerine de yatırım yapma konusunda serbesti bulunmaktadır. FOFs, türev araç pozisyonlarından kaynaklanabilecek yükümlülüklerini karşılayabilecek (uncovered) portföy kompozisyonuna sahip olmalıdır. Ayrıca FOFs, mala dayalı sözleşmelere yatırım yapamamakta ve net aktif değerinin %10'una kadar borçlanabilmektedir. GFOFs'ın, türev araç işlemine konu kıymeti portföyde bulundurmamak yoluyla pozisyonlarını karşılamak zorunda olmamaları onların kaldıraç kullanmalarına imkan vermektedir. Ancak, net aktif değerinin %20'sinden fazlası future işlemlerinin başlangıç marjini ve opsiyon işlemlerinin primi olarak yatırılamamaktadır<sup>81</sup>. FOFs ve GFOFs katılma belgeleri halka arz edilememekte, satışları profesyonel yatırımcılarla sınırlı kalmaktadır. Ancak reklam verebilmektedirler.

2. Kabul Edilmiş Yabancı Planlar: İngiltere'deki düzenlemelere uyumlu yabancı UCITS fonları İngiltere'de halka pazarlanabilmektedir. Belli bölgelerin yatırım fonları ise (Bermuda, Jersey, Isle of Man ve Guernsey) durumları bazında ayrı ayrı değerlendirilmektedir.

---

<sup>79</sup> 28 Ekim 1997 tarihinde, Securities and Investments Board'un unvanı Financial Services Authority (FSA) olarak değiştirilmiştir.

<sup>80</sup> Metro Collins Cobuild Essential Dictionary: “yetkilendirilmiş, izin verilmiş”

<sup>81</sup> Global Derivatives Study Group, “Derivatives: Practice and Principles”, Appendix II: Legal Enforceability: Survey of Nine Jurisdictions, The Group of Thirty, 1993, s. 161

3. Halka Satılmayan Fonlar: Düzenlemesi bulunmayan açık uçlu fonlar ve off-shore fonlar, yetkili kişi ya da sınırotesi kişiler (overseas persons) tarafından profesyonellere, var olan özel müşterilere, muaf olan ya da izin verilen (FSA'da belirlenen) kişilere pazarlanabilmektedir<sup>82</sup>. Kayda alınmayan kapalı uçlu yabancı fonlar, kollektif yatırım kuruluşu sayılmayıp herhangi bir şirket gibi değerlendirildiğinden hiç bir sınırlamaya tabi tutulmaksızın halka satılabilmektedirler.

#### **V.4. Almanya**

Almanya'da %50'sinden fazlası menkul kıymetlerden oluşan bir fon menkul kıymetler fonu (Kapitalanlagegesellschaft) olarak nitelendirilmektedir. UCITS sınırlamalarının yanısıra, Alman menkul kıymetler fonu hukuku<sup>83</sup> borsada işlem gören opsiyonlardan kaynaklanabilecek pozisyonu fon varlıklarının %20'si ile sınırlandırmıştır. Futures ve döviz forward işlemleri yalnızca riskten korunma amacıyla yapılabilmektedir. Açığa satışa ve kıymetli madenlere yatırıma izin verilmemekte, kredi kullanımı %10'la sınırlı tutulmaktadır.

Yerli fonlara uygulanan sınırlamalar kayda alınan yabancı fonlara da uygulanmaktadır. Kayda alınmayan geleneksel fonlar yalnızca tahsisli olarak satılabilmektedir. Yatırımcıların niteliği konusunda bir sınırlama olmamasına rağmen sayısı 30 ile sınırlandırılmıştır. Ancak, vergi kanunlarında kayda alınmayan fonlar için çok önemli ayrımlar bulunmaktadır. Fon gelirleri ve yatırımcıların elde ettiği kazançların tamamı gelir olarak vergilendirilebilmektedir<sup>84</sup>.

---

<sup>82</sup> COTTIER, Philipp, a.g.e., s. 88

<sup>83</sup> "Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften vom 14. Januar 1970", Bu kanun 1990 ve 1994 yıllarında ek kanunlarla değişikliğe uğramıştır.

<sup>84</sup> COTTIER, Philipp, a.g.e., s. 88

## V.5. Fransa

Fransa'daki finansal borsalar ve yatırım fonları "Commission des Operations de Bourse" (COB) tarafından düzenlenmektedir<sup>85</sup>. Fonlar, kapalı uçlu (SICAF<sup>86</sup>) ya da açık uçlu (OPCVM<sup>87</sup>) olarak oluşturulabilmektedir. OPCVM, SICAV (Societe d'investissement a capital variable) yatırım şirketi ya da FCP (Fonds Communs de Placement) yatırım fonu olarak ikiye ayrılmaktadır. Anılan geleneksel fonların yanısıra 23 Aralık 1988 tarih ve 88-1201 sayılı kanunla getirilen, tamamen kote edilmemiş menkul kıymetlere yatırım yapan FCC (Fonds Communs de Placement a Risques) adlı ve teminatsız borçlanma araçlarına yatırım yapabilen FCP (Fonds Communs de Creances) adlı fon türleri de bulunmaktadır. Futures fonları FCIMT olarak kurulabilmektedir.<sup>88</sup> FCIMTs için halka yönelik reklam verme yasağı bulunmakta, satış broşürü ve izahnamelerde taşınan riskler konusunda ayrıntılı bilgiye yer verilmesi zorunlu tutulmaktadır. FCIMTs mala dayalı sözleşmelere yatırım yapamamakta, net aktif değerinin %20'sine kadar borçlanabilmektedir. Ayrıca, portföyün en az yarısının devamlı olarak likit varlıklara yatırılması, net aktif değerinin en fazla %10'u değerinde aynı menkul kıymet ya da pozisyona sahip olunabilmesi gibi kısıtlamalar bulunmaktadır. COB'a günlük ve 3 aylık olarak bildirimde bulunmak zorunlu tutulmuştur.

## V.6. Lüksemburg

Lüksemburg Avrupa Birliği'ndeki yatırımcılara satılan fonların kayda alınması konusunda çok aktiftir. Düşük kayda alma ücretleri ve düşük vergi oranlarının yanısıra Lüksemburg fon hukuku büyük bir

---

<sup>85</sup> "Association Française des Fonds d'Investissements" (ASFFI) adlı ulusal fonlar birliği niteliğinde bir öz düzenleyici kuruluş da bulunmaktadır.

<sup>86</sup> "Societe d'investissement a capital fixe"

<sup>87</sup> "Organismes de placement collectif en valeurs mobilières"

<sup>88</sup> COTTIER, Philipp, a.g.e., s. 90

esnekliğe sahip bulunmaktadır. Fonların, yerel olarak kota alınması için başvuruda bulunmak zorunludur. Sıkı kamuyu aydınlatma ve raporlama standartları bulunmaktadır. İrlanda'nın rekabeti artsa da Lüksemburg, tahvil ve bono fonları ve garantili fonlar gibi araçların kote edilmesi konusunda en gözde merkez konumundadır.

1988 Lüksemburg Fon Hukuku, Avrupa Birliği'ndeki en az kısıtlayıcı UCITS kurallarına sahip bulunmaktadır. Kanun'un ikinci bölümü UCITS'e tabi olmayan para piyasası, risk sermayesi ve futures fonları gibi fonların halka arzı için yasal araçlar içermektedir. Tüm fonlar IML (Institute Monetaire de Luxembourg)'den izin almak zorundadırlar. Kanuna açıklık getiren 1991 tarihli tebliğ uyarınca, saklayıcı (depository) banka ve yöneticiler Lüksemburg'da yerleşik olmak zorundadır. Futures fonları büyük oranda SICAV (açık uçlu yatırım şirketleri) olarak organize edilmektedirler. Yatırım tutarı 500.000 Lüksemburg Frangı'nın üzerinde olmalıdır. Yatırım şirketlerinin tahsisli satışı için hedge fonu oluşturmaya imkan verecek esneklikte ayrı bir kanun bulunmakta ancak bu kanun kapsamında halka arz yalnızca kurumsal yatırımcılara yapılabilmektedir.

## **V.7. İrlanda**

1987'de Uluslararası Finansal Hizmetler Merkezi'nin (The Financial Services Centre) kurulmasıyla Dublin off-shore fonlar için Lüksemburg'a önemli bir rakip haline geldi. Düzenlemeler Lüksemburg'dakinden daha esnek, kayda alma daha hızlı ve ucuzdur. Dublin'deki Menkul Kıymetler Borsası dünyanın en önemli off-shore fonları borsası olma yolunda hızla ilerlemektedir. Lüksemburg'dakinin tam tersine İrlanda'da yabancı yatırım fonları ülke içinde kurulmak zorunda değildir. Bu yüzden Dublin'de kote edilmiş fonların çok büyük kısmı İrlanda menşeli değildir.

Fon endüstrisinde, Merkez Bankası düzenleyici otorite konumundadır. Vergiden muaf olan, UCITS fonları, değişken sermayeli UCITS dışı yatırım şirketleri, UCITS dışı kapalı uçlu yatırım şirketleri, UCITS dışı açık uçlu ve kapalı uçlu yatırım fonları ve komandit şirketler gibi seçenekler bulunmaktadır. Şemsiye ve çok yöneticili fon oluşumları da mümkün bulunmaktadır. Yerel bir yeddi-emin, yerel fon idarecisi ve İrlanda'da yerleşik iki direktörün bulunması gerekmekte olup sermaye en az 100.000 İrlanda lirası tutarında olmalıdır. UCITS dışı fonlar için Merkez Bankası'nın yatırım sınırlamalarına ilişkin düzenlemelerinden en önemlileri, fonun net aktif değerinin %10'undan fazlasının bir kıymete yatırılmaması (döviz fonları hariç), türev araç pozisyonlarının net aktif değerinin %5'ini aşmaması (marjin ve primler) ve portföyün net varlık değerinin en az %70'inin likit varlıklara yatırılmasıdır. Ayrıca açığa satış için kısıtlamalar da bulunmaktadır. Yerli futures fonları, sermaye korumalı ve finansal kaldıraç fonları olarak ikiye ayrılmakta ve ancak borsada işlem gören araçlara yatırım yapabilmektedirler.

Minimum 200.000 İrlanda lirası sermayeli olarak kurulabilen "profesyonel yatırımcı fonları" bu yatırım sınırlamalarından muaf tutulmaktadır.

## **V.8. İsviçre**

İsviçre geleneksel olmayan fonlar için önemli müşteri kitlesine sahiptir. Cenevre ve Zürih'teki birçok özel banka hedge fonların sponsoru ve distribütörüdür. Geleneksel olmayan fonların promosyonu için çeşitli imkanlar bulunmaktadır. 1995 yılının başında yatırım fonlarının halka arzını düzenleyen yeni fon hukuku yürürlüğe girmiştir. Kanun, Federal Bankacılık Komisyonu tarafından kayda alınan fonları, geleneksel yatırım fonları, gayrimenkul fonları ve diğer fonlar olmak üzere üçe ayırmaktadır. Para piyasasına, hisse senetlerine ve/veya tahvil ve bonolara yatıran fonlar birinci kategoriye girmektedir. Bunların,

açığa satış yapmalarına izin verilmemekte, kredi kullanımını %10 ile sınırlandırılmakta ve hisse senedi ve tahvil varantlarına eğer borsada işlem görüyorlarsa ve riskten korunma amacıyla kullanılıyorsa izin verilmektedir. Kıymetli madenlere yatırım ise yasaklanmıştır.

"Diğer fonlar" ise, daha esnek yatırım sınırlamalarına sahiptir. Varantlara ve borsada işlem gören future ve opsiyonlara yatırım yapmalarına izin verilmektedir. Aynı zamanda kıymetli madenlere de yatırım yapabilmektedirler. Bazı durumlarda istisnalar da olsa kredi kullanım limiti %25'tir. "Diğer fonların" özel riske sahip olanlar şeklinde sınıflandırmaya tabi tutulan bir alt grubu bulunmaktadır. "Özel riske sahip diğer fonlar" için çok büyük esneklik sağlanmış olup futures fonlarının ve hedge fonların kayda alınabilmesine imkan tanınmaktadır. Satış dökümanlarında tüm riskler potansiyel yatırımcılara açıklanmaktadır.

Yabancı fonların halka satılması Federal Bankacılık Komisyonu tarafından kayda alınmayı gerektirmektedir.

Yeni Kanun'la İsviçre yetkilileri son bir kaç yılda büyük oranda Lüksemburg'a kaymış olan fon endüstrisini tekrar kazanmayı amaçlamaktadırlar. Söz konusu kanun geleneksel olmayan fonların pazarlanmasında ve kurulmasında önemli serbesti sağlamaktadır.

Off-shore fonların tahsisli satışında, Federal Bankacılık Komisyonu tarafından kayda alınma gerekmediğinden, hiç bir kural uygulanmamaktadır. Bu fonların İsviçre gazetelerinde reklam vermeleri ve fiyatlarını açıklamaları yasaklanmıştır. Ancak İsviçre'de yayımlanan yabancı gazetelere ve yurtdışında ilan vermek suretiyle yatırımcılarla bağlantı kurmaları teorik olarak mümkündür.

## V.9. Avrupa Off-Shore Merkezleri

Karayıplerdeki off-shore merkezlerine nazaran Avrupa off-shore merkezleri daha sıkı düzenlemelere sahiptir. Asgari sermaye ve finansal kaldıraç konusunda sınırlamalar mevcuttur. Yerel otoriteler tarafından kabul konusunda durum göz önüne alınarak değerlendirme yapılmaktadır. Bazı kanunlar yerel yeddi-emin ve yerel yönetim şirketini zorunlu tutmaktadır. Jersey, Isle of Man, Guernsey ve Gibraltar düzenlemeleri, İngiltere düzenlemelerine paralel olduklarından İngiltere'deki yatırım fonlarına eşdeğer olarak kabul edilmektedirler. Off-shore fon olmanın getirdiği vergi avantajının yanısıra İngiltere'de halka pazarlanabilmektedirler.

## V.10. Karayıplerdeki Off-Shore Merkezleri

Karayıplerdeki off-shore merkezlerindeki yasal düzenlemeler çok gevşektir. Fonlar için en çok anonim şirket yapısı tercih edilmektedir.

**Bahamalar:** Bahamalar hızla gelişmekte olan off-shore merkezlerden biridir. Yatırım araçları için özel düzenlemeler bulunmamaktadır. Fonlar, uluslararası iş şirketleri (international business companies-IBCs) ve yatırım ortaklığı yapılarından birini tercih etmek zorundadırlar.

**Bermuda:** Bermuda, Karayıplerdeki merkezler içinde en gelişmiş düzenlemelere sahip olanıdır. *İngiltere tarafından düzenlenmiş bölge* (U.K. designated territory) olmasından dolayı, Bermuda fonları, SFA tarafından "yetkilendirilmiş yatırım fonu" olarak kabul edilebilmekte ve İngiltere'de halka arz edilebilmektedir. Bermuda, *İngiltere tarafından düzenlenmiş bölgelerin içinde* en esnek düzenlemelere sahip olanıdır. Karayıplerdeki off-shore merkezleri arasında ise tam tersi bir konuma sahiptir. 1981 Şirketler Kanunu ile yatırım fonlarına ve bunların



pazarlanmalarına ilişkin hususlar düzenlenmiştir. Fonlar Bermuda Menkul Kıymetler Borsası tarafından kota alınabilmektedir. Bermuda Para Otoritesi (Bermuda Monetary Authority) yerel yönetim şirketi ve yerel yeddi-eminî zorunlu kılmaktadır.

**British Virgin Islands (BVI):** BVI, hedge fonların en çok kullandığı off-shore merkezdir. 1990 yılında, yasal düzenlemelerde önemli değişikliklere gidilmesine rağmen, BVI Kararılarıdaki en gevşek düzenlemelere sahip merkez konumundadır. En yaygın hedge fonu kuruluş yapısı, 1984 Uluslararası İş Şirketleri Kanunu'na düzenlenen uluslararası iş şirkettir (IBCs). Vergi ve kamuyu aydınlatma konusunda zorunluluk bulunmamaktadır. Yönetim şirketinin BVI'da yerleşik bir şirket olması da zorunlu değildir. Yasal bir izin almaya gerek bulunmadığından formaliteler minimum düzeydedir.

**Cayman Islands :** Cayman Islands da hedge fonlar tarafından yaygın olarak kullanılmaktadır. Yatırım fonları için yerel yöneticiler (directors) ve kamuyu aydınlatma konularında bir zorunluluk bulunmamaktadır. Ancak, yerel idareci (administrator) ve yerel yeddi-eminî zorunlu tutulmuştur.

**Hollanda Antilleri:** Büyük makro hedge fonlarının bir kısmı Hollanda Antilleri'nde kurulu bulunmaktadır. Yöneticilerden birinin orada yerleşik bir kişi olması zorunludur. Off-shore fonların tercih ettiği kuruluş yapısı limited şirkete benzer bir yapıdır.

## **VI. YATIRIM FONLARI İLE HEDGE FONLARIN PERFORMANSLARININ KARŞILAŞTIRILMASI**

### **VI.1. HEDGE FONLARIN PERFORMANSLARI ÜZERİNE YAPILAN ÇALIŞMALAR VE GETİRİLERİNİN YATIRIM FONLARI İLE KARŞILAŞTIRILMASI**

Hedge fon endüstrisinin büyüklüğünü belirlemek zor olsa da, 1995 yıl sonu itibarıyla 80 milyar Amerikan Doları tutarında portföy yöneten 1.300 fon ile 250 milyar Amerikan Doları tutarında portföy yöneten 4.000 fon arasında olduğu tahmin edilmektedir<sup>89</sup>.

George SOROS'un, çok yöneticili bir macro hedge fonu olan ünlü "Quantum Fund", kardan yönetim ücretleri ve performans primleri çıkarıldıktan sonra 1969 yılından 1995 yılına kadar, 26 yılda yatırımcılarına yıllık ortalama %35 getiri sağlamıştır<sup>90</sup>. Bu oran 1969-1998 dönemi için ise %32,6 olarak gerçekleşmiş, diğer bir deyişle 1969'da yatırılan 1.000 Amerikan Doları, getirilerle birlikte yaklaşık 3,52 milyon Amerikan Doları'na ulaşmıştır<sup>91</sup>. Larry Bowman's Spinnaker Technology fonu da geçmiş üç yılda, yıllık ortalama net %60 getiri sağlamıştır<sup>92</sup>.

Bu örneklerin yanı sıra, Nisan 1994'te Askin Capital Management Şirketi'nin yöneticisi ve 3 hedge fonunun sahibi David J. Askin 600

---

<sup>89</sup> COTTIER, Dr. Philipp, a.g.e., s.22

<sup>90</sup> SOROS, George, "Para Yönetiminin Sihirbazı Soros Soros'u Anlatıyor", Sabah Kitapları, 1997, (Çeviri: Gülden ŞEN), s.43-44

<sup>91</sup> Mc LEAN, Bethany, "Everybody's going hedge funds", FORTUNE, 8 Haziran 1998, s.181

<sup>92</sup> Mc LEAN, Bethany, a.g.e., s.181

milyon Dolarlık toplam portföyün 420 milyon dolarını kaybederek iflas etmiştir<sup>93</sup>.

Bu uç örnekler bir yana bırakılırsa, gerçekte hedge fonların ortalama getirisi ne olmuştur? Yatırım fonlarından daha iyi performans elde etmişler midir? Aşağıda bu soruların cevabı üzerinde durulmuştur.

Hedge fonları hakkında çok az sayıda kantitatif analiz yapılabilmektedir. Çünkü bu tip bir araştırma, analiz için çok sayıda veri gerektirmektedir. Bazı bilgiler portföy yöneticileri ve yatırım danışmanları tarafından tutulan özel kaynaklar niteliğindedir. Kamuyu aydınlatma konusundaki yükümlülüklerden muaf olmaları dolayısıyla, SEC ya da muadili kuruluşlardan da hedge fonlara ilişkin yeterli bilgi sağlanamamaktadır. Ayrıca, SEC, medyada, hedge fonlar hakkında tek tek isim belirtilerek ayrıntılı bilgiler verilmesine karşı çıkmaktadır. Bu nedenle hedge fonlar konusunda bilgi Soros ve Robertson ile arada sırada yapılan röportajlarla sınırlı kalmaktadır.

Hedge fonlar için son 20 yılın en kötü yılı 1994 yılı olmuştur. Portföyler ve dolayısıyla yatırımcılar büyük zarar etmişlerdir. Bunun en önemli nedeni portföy çeşitlendirmesinin yapılmamasıdır<sup>94</sup>. 1989-1993 yılları arasındaki 5 yıllık dönemde tüm hedge fon türleri içinde makro hedge fonları tarihlerindeki en iyi getiriye sağlamışlardır. Bu fonlar portföylerini oluştururken geçmiş performanslarını göz önüne almışlardır. Ancak, yatırım fonları daha belirli talimatnamelere göre yönetilirken, hedge fonları çok geniş stratejilerle idare edilmektedir. Bu yüzden hedge fonların geçmiş performansları gelecek performanslarının tahmininde daha yararsızdır.

Riske ilişkin bulguları açıklamak için aşağıda üç ölçütten bahsedilmiştir.

---

<sup>93</sup> COTTIER, Dr. Philipp, a.g.e., s.50

<sup>94</sup> VAN, George P., "Quantitative Analysis of Hedge Fund Return/Risk Characteristics" in LAKE, Ronald A., a.g.e., s.219

- a) *Standart sapma*, ortalama getiriden farklılığı ölçmektedir. Yüksek standart sapma değişken getirili bir yatırımı ifade etmektedir.
- b) *Sharpe rasyosu*, risk-getiri rasyosudur. Sharp rasyosunun artması belli bir risk düzeyinde daha yüksek getiri sağlanacağını ifade etmektedir.
- c) *Van rasyosu*, ise bir yıldaki zarar riskini vermektedir. %20 Van rasyosu bir yılda zarar riskinin 1/5 düzeyinde olduğunu göstermektedir.

Beta katsayısı, bir fonun beklenen getirisi ile piyasanın beklenen getirisi arasındaki ilişkiyi ölçmektedir<sup>95</sup>. Sistemik riskin ölçüsü olan beta katsayısı, hedge fonlar için yararsız bir ölçüttür. Çünkü, hedge fonların getirileri ile hisse senedi piyasalarındaki yükseliş ve düşüşler arasında yüksek bir korelasyon bulunmamakta, ayrıca hedge fonlara ilişkin piyasa portföyünü oluşturmak oldukça zor bir iş olarak karşımıza çıkmaktadır<sup>96</sup>.

Van Hedge Fund Advisors Inc. tarafından yapılan bir araştırmaya göre son yıllarda, hedge fonları, net getiri, risk-getiri oranı (reward-risk ratio) ve bazı dönemlerde ise mutlak zarar riski (absolute risk of loss) açısından yatırım fonlarından daha iyi performans göstermişlerdir<sup>97</sup>. Bu araştırmada hedge fonların sayısının ve varlıklarının yıllık %20 oranında arttığı tespit edilmiştir. Bu tespit hedge fonların ileride daha büyük bir endüstri haline geleceğini göstermektedir.

Yapılan araştırmaya, yaklaşık 3.000 adet Amerikan hedge fonundan 800'ü, 1.100 off-shore hedge fonundan 500'ü dahil edilmiştir. Araştırmaya konu tüm hedge fonların 1988-1994 yılları arasında yıllık ortalama getirisi net %18,5, sadece Amerikan hedge fonlarının

---

<sup>95</sup> Beta katsayısının iki olması, piyasa endeksinde %10'luk artış olması durumunda fonda %20'lik artış olacağı anlamına gelmektedir.

<sup>96</sup> COTTIER, Dr. Philipp, a.g.e., s.160

<sup>97</sup> VAN, George P., "Quantitative Analysis of Hedge Fund Return/Risk Characteristics" in LAKE, Ronald A., a.g.e., s.217

ortalama getirisi ise %18,2 olarak hesaplanmıştır (Tablo XI ve XII). Bu dönemde S&P 500 endeksi %12,8 ve Lehman Brothers Ağırlıklı Tahvil Endeksi yalnızca %8,6 getiri sağlamıştır.

**Tablo XI : Amerikan Hedge Fonlarının Net Getirileri<sup>98</sup>**

STRATEJİ	1988 (%)	1989 (%)	1990 (%)	1991 (%)	1992 (%)	1993 (%)	1994 (%)	YEDİ YILLIK ORTALAMA GETİRİ (%)	VAN RASYOSU (%)	SHARPE RASYOSU (%)	STANDART SAPMA (%)
Yüksek Büyüme	20,0	32,7	2,9	47,8	18,1	22,0	0,4	19,7	14,3	0,8	17,7
Distressed M.K.	61,7	22,8	6,6	38,4	26,7	31,3	2,7	25,9	4,1	1,3	16,6
Gelişmekte Olan Piy.	31,7	76,3	27,5	43,4	27,6	75,5	-8,5	36,2	12,9	1,0	27,8
Fon Ailesi	16,0	21,2	11,0	9,9	9,5	21,1	-1,2	12,3	9,9	0,9	9,7
Gelir	11,0	11,9	10,2	28,2	16,8	20,7	-0,8	13,7	3,9	0,9	7,2
Makro	32,1	34,3	12,4	39,9	18,1	45,9	-16,4	22,0	10,3	1,0	16,1
Piyasa duyarsız-arbitraj	35,2	14,4	9,7	16,0	13,2	17,4	3,8	15,3	14,2	0,7	12,3
Piyasa duyarsız-M.K. hedging	21,0	17,4	22,1	25,3	15,8	22,9	4,2	18,2	15,1	0,8	14,9
Piyasa Zamanlaması	20,8	27,0	19,6	54,2	13,7	13,9	3,1	20,9	9,1	1,0	9,7
Fırsatçı	23,2	30,5	3,2	43,3	26,3	31,3	3,8	22,3	15,9	0,9	17,1
Çeşitli Stratejiler	27,8	23,9	6,2	32,2	17,8	23,4	0,3	18,3	10,1	1,1	12,2
Açığa satış	15,6	26,2	37,3	-17,9	6,0	-5,1	13,7	9,4	38,0	0,1	25,6
Özel Durumlar	37,1	17,9	11,4	28,2	17,3	29,7	2,5	20,1	10,7	0,9	13,4
Değer	22,6	21,5	-1,4	34,3	17,5	26,2	2,8	17,0	18,0	0,6	16,0
<i>Van ABD Hedge Fon Endeksi</i>	24,7	24,0	7,7	30,2	17,2	24,9	1,4	18,2	14,2	0,8	15,1
MSCI Dünya H.S. Endeksi	23,3	16,6	-17,0	18,3	-5,2	22,5	5,1	8,1	28,6	0,2	14,3
S&P 500	16,5	31,6	-3,1	30,3	7,6	10,0	1,4	12,8	11,7	0,7	10,8
Morningstar Ortalama Hisse Senedi Y.F.	14,6	25,3	-6,9	32,0	6,6	19,4	-2,2	11,9	n.a.	n.a.	n.a.
Lehman Brothers Ağırlıklı Tahvil Endeksi	7,9	14,5	10,3	14,6	7,4	9,8	-2,9	8,6	4,2	0,7	5,0

<sup>98</sup> Kaynak: VAN, George P., "Quantitative Analysis of Hedge Fund Return/Risk Characteristics", in LAKE, Ronald A., a.g.e., s.243

**Tablo XII : Global Hedge Fonların Net Getirileri<sup>99</sup>**

STRATEJİ	1988 (%)	1989 (%)	1990 (%)	1991 (%)	1992 (%)	1993 (%)	1994 (%)	YEDİ YILLIK ORTALAMA GETİRİ (%)	VAN RASYOSU (%)	SHARPE RASYOSU (%)	STANDART SAPMA (%)
Yüksek Büyüme	17,8	31,8	2,6	46,1	16,6	23,8	0,1	18,9	15,7	0,8	18,1
Distressed M.K.	83,0	25,3	6,6	37,5	25,7	30,9	3,5	28,3	4,6	1,3	19,5
Gelişmekte Olan Piy.	40,6	59,8	-4,9	29,3	22,7	84,4	-4,1	29,0	14,8	0,9	30,3
Fon Ailesi	17,0	20,6	12,4	12,5	11,3	24,3	-3,3	13,2	10,2	0,9	9,4
Gelir	11,0	10,8	11,8	25,3	14,8	21,4	-0,6	13,2	3,9	0,9	7,2
Makro	34,9	36,9	7,1	40,8	17,0	47,5	-13,8	22,5	10,0	1,1	17,7
Piyasa duyarsız-arbitraj	31,8	14,0	9,1	17,7	14,8	18,6	2,5	15,2	12,2	0,8	11,3
Piyasa duyarsız-M.K. hedging	18,9	17,8	19,5	22,5	15,3	22,1	4,3	17,0	13,0	0,8	12,6
Piyasa Zamanlaması	23,9	25,8	15,7	45,6	12,1	20,4	-1,9	19,5	6,8	1,2	9,6
Fırsatçı	21,8	32,6	3,6	47,2	27,1	31,4	2,6	22,8	14,0	0,9	17,4
Çeşitli Stratejiler	25,0	23,9	4,2	31,8	18,5	24,3	0,1	17,7	9,5	1,2	11,9
Açığa satış	15,5	23,7	38,4	-19,8	7,8	-6,8	14,1	8,9	37,9	0,1	25,9
Özel Durumlar	40,7	17,5	11,5	28,8	17,4	29,0	3,2	20,6	11,2	0,9	13,5
Değer	22,7	22,2	0,7	30,5	15,4	28,3	2,5	17,0	17,7	0,6	15,4
<i>Van Global Hedge Fon Endeksi</i>	25,0	24,9	7,1	29,4	17,0	29,0	0,4	18,5	14,4	0,8	15,5
MSCI Dünya H.S. Endeksi	23,3	16,6	-17,0	18,3	-5,2	22,5	5,1	8,1	28,6	0,2	14,3
S&P 500	16,5	31,6	-3,1	30,3	7,6	10,0	1,4	12,8	11,7	0,7	10,8
Morningstar Ortalama Hisse Senedi Y.F.	14,6	25,3	-6,9	32,0	6,6	19,4	-2,2	11,9	n.a.	n.a.	n.a.
Lehman Brothers Ağırlıklı Tahvil Endeksi	7,9	14,5	10,3	14,6	7,4	9,8	-2,9	8,6	4,2	0,7	5,0

<sup>99</sup> Kaynak: VAN, George P., "Quantitative Analysis of Hedge Fund Return/Risk Characteristics", in LAKE, Ronald A., a.g.e., s.225

Tablo XII, ayrıca, aynı dönemde hedge fonların getirilerinin düşük risk özellikleriyle birleştiğini göstermektedir. Van rasyosu hedge fonlar için %14,4 olarak hesaplanırken, MSCI Dünya Hisse Senedi Endeksi için yaklaşık iki kat (%28,6) ve S&P 500 Endeksi için %11,7 olarak gerçekleşmiştir.

Tablo XII hedge fon stratejilerinin birbirlerinden çok farklı getiri ve risk karakterine sahip olduklarını göstermektedir. Yedi yıllık ortalama net yıllık getirinin en yüksek, gelişmekte olan piyasalar fonlarından %29'la ve en düşük, açığa satış fonlarından %8,9'la sağlandığını da ortaya koymaktadır.

En iyi Van rasyosu, %3,9'la gelir fonları tarafından sağlanmıştır. En kötü Van rasyosu , diğer bir deyişle en yüksek kaybetme riskine sahip hedge fonu, %37,9'la açığa satış fonları olmuştur. Distressed menkul kıymetler fonları, en iyi performansı göstererek %4,6 Van rasyosuyla yıllık net %28,3 getiri sağlamışlardır.

Yapılan araştırmada, yedi yıllık döneme ilişkin bulguların, daha önce diğer dönemde için yapılan getiri risk özelliklerine ilişkin araştırmalarla tutarlılık taşıdığı ve hedge fonların performanslarının piyasa göstergeleri ile yatırım fonlarına nazaran daha iyi olduğunu gösterdiği ifade edilmiştir<sup>100</sup>.

Ayrıca, yapılan araştırmalar piyasadaki büyük düşüşler sırasında hedge fonların daha iyi koruma sağladığını göstermektedir. 1990 ile 1994 yılları arasında S&P 500 endeksinde meydana gelen altı büyük düşüş sırasında, hisse senedi yatırım fonları ortalama %23,7, tahvil ve bono yatırım fonları %2,5 kaybederken hedge fonları ortalama %2 oranında değer kazanmıştır<sup>101</sup>.

<sup>100</sup> VAN, George P., "Quantitative Analysis of Hedge Fund Return/Risk Characteristics" in LAKE, Ronald A., a.g.e., s.224

<sup>101</sup> [www.vanhedge.com/hedge.html](http://www.vanhedge.com/hedge.html) (VAN Hedge Fund Advisors Group)



Hedge fonlara ilişkin kantitatif risk ölçümleri, hedge fonlarda yatırım fonları kadar raporlama ve kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin olmaması ve hedge fon yöneticisine büyük insiyatif verilmesi nedeniyle büyük önem taşımaktadır. Ayrıca, net getiriler hesaplanırken, elde edilen kar üzerinden ödenen ortalama %20'lik performans priminin çıkarıldığı unutulmamalıdır.

Tablo XIII'te, en yüksek ve en düşük getirili yatırım fonu grubu ile hedge fon grubu karşılaştırılmıştır. Buna göre, en başarılı hedge fonlar, en yüksek getirili yatırım fonlarından daha yüksek net kar elde etmişler, ayrıca, en düşük getirili hedge fonların getirisi de en başarısız yatırım fonlarınınkinden daha yüksek çıkmıştır.

**Tablo XIII : Amerikan Hedge Fonları ile Yatırım Fonlarının Performans Karşılaştırması (1990-1994 dönemi ortalaması)<sup>102</sup>**

	HEDGE FONLARIN GETİRİSİ (%)	YATIRIM FONLARININ GETİRİSİ (%)
En başarılı 10 fon	33,0	22,9
En başarılı ilk %10'luk dilimdeki fonlar	28,3	14,7
En başarılı ilk %25'lik dilimdeki fonlar	22,6	11,7
En başarısız 20 fon	-3,5	-10,8
En başarısız son %10'luk dilimdeki fonlar	-0,5	1,7
En başarısız son %25'lik dilimdeki fonlar	3,6	4,1

Aynı karşılaştırma Tablo XIV'te, Nisan 1993-Nisan 1998 dönemi için yapılmış yine benzer sonuçlar ortaya çıkmıştır. Ancak, en dikkat çekici husus, en yüksek getirili yatırım fonları ile hedge fonları arasındaki getiri farkının azalmış olmasıdır.

<sup>102</sup> Kaynak: VAN, George P., "Quantitative Analysis of Hedge Fund Return/Risk Characteristics", in LAKE, Ronald A., a.g.e., s.229

**Tablo XIV : Amerikan Hedge Fonları ile Yatırım Fonlarının Performans Karşılaştırması (Nisan 1993- Nisan 1998 dönemi 5 yıllık ortalaması)<sup>103</sup>**

	<b>HEDGE FONLAR (%)</b>	<b>YATIRIM FONLARI (%)</b>
En başarılı 10 fon	31,4	30,0
En başarılı ilk %10'luk dilimdeki fonlar	29,1	22,7
En başarılı ilk %25'lik dilimdeki fonlar	25,5	20,5
En başarısız 20 fon	1,4	-11,5
En başarısız son %10'luk dilimdeki fonlar	1,8	2,4
En başarısız son %25'lik dilimdeki fonlar	7,4	4,3

Dr. Philipp Cottier tarafından hedge fonların performansları üzerine bir araştırma yapılarak 1986-1995 dönemi incelenmiştir. Analize, 361 adet tek yöneticili hedge fonu ile 88 adet çok yöneticili hedge fonu dahil edilmiştir. Van Hedge Fund Advisors Inc. tarafından yapılan araştırma sonuçlarıyla tutarlı olarak, hedge fonların geleneksel yatırım araçlarından daha iyi performans gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır<sup>104</sup>.

## **VI.2. Hedge Fonların Türev Araç Kullanımı ve Kullanım Amaçları**

Hedge fonların türev araç kullanımı ve kullanım nedenleri incelendiğinde, ortalama %71,9'unun portföyünde türev aracın yer aldığı ve hedge fonların sadece %1,4'ünün yalnızca getiriye artırmak amacıyla türev araç kullandığı görülmektedir. Sanılanın aksine, hedge fonların büyük kısmının spekülasyon için değil portföylerini hedge amacıyla türev araç kullandığı sonucu ortaya çıkmaktadır.

<sup>103</sup> Kaynak: [www.vanhedge.com/hedge.html](http://www.vanhedge.com/hedge.html) (VAN Hedge Fund Advisors Group)

<sup>104</sup> COTTIER, Dr. Philipp, a.g.e., s.176

**Tablo XV : Global Hedge Fonların Türev Araç Kullanımı<sup>105</sup>**

STRATEJİ	TÜREV ARAÇ KULLANMAYAN (%)	TÜREV ARAÇ KULLANANLAR (%)			
		RİSKTEN KORUNMA AMAÇLI	GETİRİ AMAÇLI	HEM RİSKTEN KORUNMA HEM GETİRİ AMAÇLI	TOPLAM
Yüksek Büyüme	47,4	40,9	0,6	11,1	52,6
Distressed M.K.	42,9	37,1	0,0	20,0	57,1
Gelişmekte Olan Piy.	21,6	64,9	0,0	13,5	78,4
Fon Ailesi	6,3	53,4	0,0	40,2	93,7
Gelir	31,5	43,2	0,0	21,6	64,9
Makro	20,5	38,6	0,0	40,9	79,5
Piyasa duyarsız-arbitraj	23,5	55,1	1,0	21,4	76,5
Piyasa duyarsız-M.K. hedging	33,3	43,3	0,0	23,3	66,7
Piyasa Zamanlaması	13,8	55,2	6,9	24,1	86,2
Fırsatçı	23,9	36,6	5,6	33,8	76,1
Birden Çok Strateji	46,3	41,5	0,0	12,2	53,7
Açığa satış	23,3	46,7	0,0	30,0	76,7
Özel Durumlar	25,0	63,2	0,0	11,8	75,0
Değer	37,6	50,5	2,6	9,3	62,4
<b>Toplam İçinde</b>	<b>28,1</b>	<b>48,8</b>	<b>1,4</b>	<b>21,7</b>	<b>71,9</b>

### VI.2.1. Hedge Fonların Performanslarını Etkileyen Faktörler

Hedge fonların performanslarını etkileyen faktörler aşağıda yer almaktadır:

**Stratejiler:** Hedge fon yatırım stratejileri önemli bir faktördür. Bazı stratejiler doğal olarak daha yüksek getiri potansiyeline ve daha düşük riske sahiptirler.

**Varlık Sınıfı:** Seçilen varlık sınıfı (hisse senedi, tahvil, futures gibi) ve bunların tek ya da belli oranlarda kullanımları getiri ve riski etkilemektedir.

**Risk Kontrolü:** Seçilen risk kontrol yöntemi ve bunun kalitesi hedge fonların performanslarında önemli rol almaktadır.

<sup>105</sup> Kaynak: VAN, George P., "Quantitative Analysis of Hedge Fund Return/Risk Characteristics", in LAKE, Ronald A., a.g.e., s.246

**Kaldıraç:** Kaldıraç kullanım oranının, yöneticinin tahmininin doğruluğuna göre getirinin azalıp artmasında önemli bir yeri vardır.

**Portföy Konsantrasyonu:** Kaldıraç gibi portföy konsantrasyonu da yöneticinin tahmininin doğruluğuna göre getirinin azalıp artmasında önemli rol oynar.

**Yatırım Yapılan Sektör:** Yatırım yapılan sektörler özellikle yükselen bir piyasada fona yüksek getiri sağlayabilir.

**Fon Büyüklüğü:** Fon büyüklüğü ile performans arasında kesin bir negatif ilişki tespit edilememişse de fon büyüklüğü performansta etkili olduğu tahmin edilmektedir. Bazı büyük hedge fonların daha büyüdükçe getirilerinin azaldığı ve bu fonların yatırımcılarına para iadesi yaparak küçülme yoluna gittikleri gözlenmiştir.

## **VI.2.2. Hedge Fonların Yüksek Performanslarının Nedenleri**

### **VI.2.2.1. Getiri Açısından**

Hedge fonların yüksek getirilerinin nedenleri aşağıda yer almaktadır.

#### *Veriler*

Kullanılan veriler hedge fonların sadece bir kısmını temsil ettiğinden, veriler hedge fonların tümünü temsil etme kabiliyetleri konusunda bir yanıltıcı durum olabilir. Ele alınan 7 ila 10 yıllık dönemler kısa zaman dilimleri olup, zaten hedge fonların büyük bir kısmı 1990'lı

yıllarda kurulmuşlardır<sup>106</sup>. Mali piyasaların dikkate alınan zaman diliminde duyarlı olması zaman diliminin uzun olmasını önemli kılmaktadır. Daha önceki hedge fonlar hakkında yeterli ve güvenilir kaynak olmaması başka bir dönemin analizinin yapılmasını engellemektedir.

#### *Hedge Fonların Kendi Yapısal Özellikleri:*

Geleneksel olmayan fonların, düşük likidite, performansa dayalı teşvik primleri, off-shore merkezli ve asgari yatırım tutarlarının yüksek olması gibi özellikleri nedeniyle getirilerinin yüksek olması tartışılmaktadır. Düşük likidite, satılan payların geri dönüş ihtimalinin azalması anlamına geldiğinden performansa olumlu katkıda bulunmaktadır. Yüksek teşvik primlerinin etkisi göreceli olarak daha az olmakla birlikte performansı pozitif yönde etkilemektedir<sup>107</sup>. Ancak diğer özelliklerin etkisi çok açık değildir. Yüksek prim ve ücretler, işlem maliyetleri, satış komisyonları getiriye olumsuz yönde etkilemektedir.

Diğer yandan, önemli bir özellik de varlık sınıfları, piyasalar, portföy yönetim stratejileri ve araçlar açısından büyük bir esnekliğin var olmasıdır. Hedge fonlar, yatırımcıları uzun dönemli yatırıma yönelttiğinden geleneksel fonlardan daha iyi getiri sağlamak zorundadırlar. Modern finans teorisinin aksine piyasalarda etkinliği bozucu unsurlar bulunmaktadır. Piyasalar aşırı tepki göstermekte, psikolojik faktörlerin önemi de artmaktadır. Hedge fonlar, esneklikleri ve çok sayıdaki yatırım araçları ile piyasaların etkin olmamasından faydalanma imkanlarına sahiptirler.

---

<sup>106</sup> Halihazırda kurulmuş olan hedge fonların ancak %5'inden azı 10 yıllık maziye sahiptir. Mc LEAN, Bethany, a.g.e., s.179

<sup>107</sup> COTTIER, Dr. Philipp, a.g.e., s.200

### *Yöneticilerin Nitelikleri*

Hedge fon yöneticisi, genellikle çok özel know-how'a sahip bulunmakta, aynı zamanda çok ileri ve karmaşık portföy yönetim tekniklerini kullanmaktadırlar. Bazı hedge fonlar, büyük bankaların fonlarını yöneten deneyimli portföy yöneticileri tarafından idare edilmektedir. Diğerleri ise bağımsızdır. Büyük yatırım bankaları ve yatırım fonları portföy yöneticilerini hedge fon endüstrisine kaptırmaktadırlar<sup>108</sup>. Bu kişiler kendi şirketlerini kurmayı yeğlemektedirler. Kendi kendilerinin patronları olmanın yanısıra, yüksek performans primleri gibi teşvik unsurlarına da sahip olmaktadır. Portföye varlık seçiminde serbest olan hedge fon yöneticilerinin ancak iyi olanları bu piyasada uzun dönemli var olabilmektedirler.

#### **VI.2.2.2. Risk Açısından**

Hedge fonlar sadece getiri açısından değil riske göre düzeltilmiş getiri açısından da daha iyi sonuçlar almaktadırlar. Hedge fonların, düşük riske sahip olmalarının nedenleri aşağıda yer almaktadır.

#### *Tarihi Standart Sapmanın Özel Riskleri İçermemesi*

Tarihi standart sapma, potansiyel özel hedge fon riskini içermemektedir. Likidite, piyasa, insan, strateji değişikliği ve ölçek-büyük riski dahil edilmediğinden, hedge fonlar basit standart sapma/getiri skalasında geleneksel fonlardan daha iyi performans sağlamalıdır. Bu nedenle, hesaplanan risk değerine bir kaç puan eklemek suretiyle ölçülemeyen özel risklerin de dahil edilebilmektedir. Diğer taraftan sözkonusu ölçümlerde hedge fonların normal dağılıma sahip oldukları kabul edilmektedir.

---

<sup>108</sup> Mc LEAN, Bethany, a.g.e., s.177-179

### *Geleneksel Fonlarla Düşük Korelasyona Sahip Olmaları:*

Yatırımcılar, tek yöneticili fonlar yerine, daha düşük değişkenliğe sahip iyi çeşitlendirilmiş çok yöneticili hedge fonlara yatırım yapma olanağına sahiptirler. Çok yöneticili hedge fonların daha düşük riske sahip olmasının nedeni hedge fonlar arasında var olan negatif korelasyondur. İki araç arasında yüksek negatif korelasyon olması portföyün riskini azaltıcı bir durum yaratacaktır. Hedge fonlarla geleneksel yatırım araçları arasında düşük korelasyon olması ise bir diğer tartışılan husustur<sup>109</sup>.

### *Hedging Stratejileri ve Risk Yönetimi:*

Klasik hedge fonlar riskten korunma amacı güderler. Gerçekte, klasik hedge fonların piyasa pozisyonları ve riskleri hisse senedi fonlarına nazaran daha düşüktür. Diğer hedge fonlar ise piyasa riskinden korunmak için spread alım satımı yapmakta ve arbitraj teknikleri kullanmaktadırlar. Birçok hedge fon yöneticisi karmaşık risk yönetimi tekniklerini uygulamakta ve zarar riskini azaltmaya çalışmaktadır.

Yukarıda da belirtildiği gibi, hedge fonlar bugüne kadar, yatırım fonlarından ve diğer geleneksel yatırım araçlarından daha iyi performans elde etmişlerdir. Ancak önemli olan bunu ileride devam ettirip ettiremeyecekleridir. Hedge fonların getirilerinin trendine bakıldığında bir düşüş eğilimi olduğu gözlenmektedir. Bu çıkarım çok önemlidir. Bu, son 15 yılda piyasaların daha etkin hale geldiğini (Pazar aralığı stratejileri uygulayan fonlar için önemlidir) ve yeni hedge fonların kurulmasıyla birlikte rekabetin arttığını göstermektedir.

---

<sup>109</sup> COTTIER, Dr. Philipp, a.g.e., s.202

## VII. TÜRKİYE'DE YATIRIM FONLARINA İLİŞKİN MEVCUT YASAL ÇERÇEVE

### VII.1. GENEL YASAL DÜZENLEMELER

Yatırım fonları, Sermaye Piyasası Kanunu'nun "Sermaye Piyasası Faaliyetleri ve Sermaye Piyasası Kurumları" başlıklı Beşinci Bölümü'nde yer alan 37. maddesinde "*halktan katılma belgeleri karşılığı toplanacak paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan mal varlığı*" olarak tanımlanmıştır.

Yatırım fonlarına ilişkin ilk düzenleme, 12.12.1986 tarih ve 19310 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Seri:VII, No:1 sayılı "Menkul Kıymetler Yatırım Fonu Katılma Belgelerinin İhracına ve Halka Arzına Dair Esaslar Tebliği"dir. Bu düzenleme çerçevesinde ilk yatırım fonu 1987 yılında kurulmuştur.

1996 yılı sonlarında, yatırım fonlarına ilişkin düzenlemeler gözden geçirilmiş ve 19.12.1996 tarih ve 22852 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:VII, No:10 sayılı "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği" (Tebliğ) aynı tarihte yürürlüğe girmiştir.

Tebliğ ile, yatırım fonları portföy ağırlıklarına göre gruplandırılmış ve farklı risk-getiri tercihlerini yansıtan fon çeşitlemesine gidilmiştir (Tablo XVI).



**Tablo XVI : Türkiye’de Yatırım Fonu Türleri**

<b>Fon Türü</b>	<b>Portföy Yapısı</b>	<b>Portföy İçeriği</b>
Tahvil ve Bono Fonu	En Az %51'i devamlı olarak	Özel ve/veya kamu sektörü borçlanma senetlerine yatırılır
Hisse Senedi Fonu	En Az %51'i devamlı olarak	Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil yerli hisse senedine yatırılır
Sektör Fonu	En Az %51'i devamlı olarak	Belli bir sektörü oluşturan ortaklıkların menkul kıymetlerine yatırılır
İştirak Fonu	En Az %51'i devamlı olarak	İştiraklerce çıkarılmış menkul kıymetlere yatırılır
Grup Fonu	En Az %51'i devamlı olarak	Belli bir topluluğun menkul kıymetlerine yatırılır
Yabancı Menkul Kıymetler Fonu	En Az %51'i devamlı olarak	Yabancı özel ve kamu sektör menkul kıymetlerine yatırılır
Altın ve Diğer Kıymetli Madenler Fonu	En Az %51'i devamlı olarak	Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın, diğer kıymetli madenler ve bu madenlere dayalı olarak ihraç edilen ancak borsada işlem gören sermaye piyasası araçlarına yatırılır
Karma Fon	Portföyün Tamamı	Hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından en az ikisine fon portföy değerinin en az %20'si oranında yatırılır.
Likit Fon	Portföyün Tamamı	Vadesine 90 günden az kalmış sermaye piyasası araçlarından oluşan fonlar
Değişken Fon	Portföyün Tamamı	Yukarıdaki türlerden hiç birine girmeyen fonlar
Endeks Fon	Portföyün Tamamı	Endeks kapsamındaki hisse senetlerinden oluşan fonlar

Yatırım fonları konusunda ülkemiz düzenlemeleri ile yabancı ülke uygulamaları arasındaki en temel farklılık, yurtdışında kolektif yatırım kuruluşlarının bağımsız bir şekilde finansal hizmet veren tamamen ayrı kuruluşlar olarak düzenlenmesidir. Ülkemizde ise bazı kuruluşların (bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri, yardım sandıkları) imtiyazında olan bir finansal hizmet şekli olarak yapılandırılmıştır. Fon ile kurucu arasında inançlı mülkiyet esasına dayalı bir ilişki bulunmakta, kurucu, fonun hem yönetiminden, hem de varlıklarının saklanmasından sorumlu bulunmaktadır.

Yurtdışı uygulamalarda ise sadece işi yatırım fonu kurmak ve yönetmek olan “Fon Yönetim Şirketleri” (Avrupa’da Fund Management Company, Amerika’da Investment Company) oluşturularak bu şirketlerin kurduğu yatırım fonlarının katılma belgeleri pazarlanmaktadır. Bu şirketler finansal hizmet veren banka, sigorta şirketlerinde olduğu gibi müşterilerine hesap açmakta ve halktan para toplamaktadır. Verilen hizmet belirli bir ücret (yönetim ücreti) karşılığında toplanan paraların yönetilmesi faaliyetidir. Ülkemizde, toplanan paraların karşılığında katılma belgesi verme değil, katılma belgelerinin karşılığında para toplanması sistemi geçerlidir.

Yabancı yatırım fonları uygulamasında üç ana kuruluş bulunmaktadır:

**a) Fon Yönetim Şirketi:** Sadece yatırım fonu kurmak ve yönetmek üzere kurulmuş bulunan şirketlerdir. Fonun kuruluşundan itibaren esas görevleri katılma belgelerinin fiyatının hesaplanması, müşteri kayıtlarının tutulması, portföy yönetim ilkelerinin belirlenmesi, muhasebenin tutulması ve ilgili kuruluşlarla iletişimin sağlanarak organizasyonun kurulmasından sorumludur.

**b) Yatırım Danışmanı<sup>110</sup>:** Yatırım fonunun, fon yönetim şirketi tarafından belirlenmiş portföy yönetim stratejileri çerçevesinde günlük olarak portföyünün yönetilmesinden sorumludur.

**c) Yeddi-emin (Custody) :** Fon varlıklarının saklanmasından ve portföyde yer alan menkul kıymetlerin hareketlerinden sorumlu olan ayrıca fonun belirlenmiş yatırım sınırlamaları, kanunlar ve diğer düzenlemelere uygun olarak yönetilmesinin takip edilmesinde sorumluluğu olan ve birim pay fiyatının hesaplamasını yapan kuruluşlardır. Kurulan sistemlerde, fon yönetim şirketinin organizasyonu

---

<sup>110</sup> Bizdeki portföy yönetim şirketlerine eşdeğer kuruluşlardır.

ve kurucular konusunda bir sınırlama getirilmemekle birlikte sistemin güvenliğini bu kuruluşlar sağlamaktadır. Ancak, yeddi-emin olabilecek kuruluşlar bazı sınırlamalar getirilmiştir. Bir çok ülkede yeddi-eminlik faaliyet yetkisi, belirli bir sermaye şartını ve organizasyon yükümlülüğünü yerine getiren bankalara verilmiştir.

Türk mevzuatında yeddi-emin kuruluşlara yönelik bir düzenleme bulunmamaktadır.

## **VII.2. TÜREV ARAÇ KISITLAMALARI**

### **VII.2.1. Yapılan Düzenlemeler ve Alınan Kararlar**

Kurulumuzun 24.07.1997 tarih ve 23059 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak aynı gün yürürlüğe giren Seri:VII, No:11 sayılı Tebliğ'in 5. maddesi ile 19.12.1996 tarih ve 22852 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:VII, No:10 sayılı "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 43. maddesinin (a) bendi yürürlükten kaldırılmış ve (b) maddesinde de değişiklik yapılarak yatırım fonlarına, fon portföyünün riskten korunması amacıyla sermaye piyasası araçları üzerinden düzenlenmiş future, opsiyon ve forward kontratları alabilmeleri imkanı tanınmıştır.

Söz konusu maddenin tam metni aşağıda verilmektedir:

**Madde 43 (b) :** *Fon portföyünün riskten korunması amacıyla portföye, döviz, altın ve sermaye piyasası araçları üzerinden düzenlenmiş future, opsiyon ve forward kontratları dahil edilebilir. Bu işlemler için prim olarak ödenen ücret toplamı fon portföy değerinin %5'inden fazla olamaz.*

Yürürlükten kaldırılan 43. maddenin (a) bendinde; fon portföyünün riskten korunması amacıyla portföye opsiyonların dahil edilebileceği ve bu işlemler için prim olarak ödenecek ücret toplamının fon portföy değerinin %5'ini geçmeyeceği hükmü yer almaktaydı. Ayrıca değişiklik öncesi (b) bendinde ise, yalnızca yabancı menkul kıymet fonlarının portföylerini kur riskinden korumak maksadıyla döviz forward ve döviz opsiyon işlemleri yapmasına izin verilmekteydi. Yapılan değişiklik neticesinde yalnızca yabancı menkul kıymet fonlarına değil, tüm fonlara future sözleşmeleri de dahil olmak üzere, sermaye piyasası araçları üzerine türev araç (future, opsiyon, forward) alabilmeleri serbestisi tanınmıştır.

Öte yandan, Sermaye Piyasası Kurulu, portföyüne hisse senetleri üzerinden düzenlenmiş forward sözleşmeleri almayı düşünen fonların "Özel Fon" olarak kurulması ve özellikle portföye dahil edilecek olan forward sözleşmelerinin belli koşulların gerçekleşmesi halinde alınması yönünde özel nitelikte kararlar almıştır. Bu kararlar çerçevesinde;

*i. Forward sözleşme tutarının fon portföy değerinin %10'unu geçmemesi,*

*ii. İşlemin Standard & Poor's tarafından A, Moody's tarafından ise en az A2 notu ile derecelendirilmiş olması,*

*iii. İşlemin portföyde mevcut hisse senetleri ile sınırlanması,*

*iv. Fon portföy değerinin %75'inin likit varlıklardan oluşması,*

*v. Katılma belgesi sahiplerinin fondan çıkışlarına ilişkin gerekli önlemlerin alınması,*

kaydıyla uygulanmasının gerekmekte olduğu sonucuna varılmıştır.

## VII.2.2. Yapılan Düzenlemelerin Değerlendirilmesi

Tebliğ'in 43 (b) madde hükmünde yer alan % 5'lik sınırlamanın, maddede yer alan forward, future ve opsiyon sözleşmelerinin kaldıraç etkisi göz önüne alınarak değerlendirilmesi gerekmektedir. Anılan madde hükmü yalnızca ödenecek prim için bir sınır getirmekte, ancak sözkonusu türev araç pozisyonlarından kaynaklanacak yükümlülükler konusunda herhangi bir sınırlama içermemektedir. Yatırım fonlarının türev araçlara yapacakları yatırımlarda, türev araçlara ilişkin olarak gerçekleştirilecek işlemler için ödenecek prim tutarının fon portföy değerinin %5'ini aşamayacağı kısıtlaması aslında yatırım fonları için çok büyük risk doğurmaktadır. Ayrıca, maddenin lafzında %5'lik sınırlama sadece ödenecek primler için öngörülmüş, türev araç sözleşmeleri için yatırılması gerekli olan teminatlardan bahsedilmemiştir.

Türev araçların kaldıraç etkisi düşünüldüğünde, herhangi bir yatırım fonunun portföyünün %5'ini prim ödemek suretiyle türev araçlara yatırması, portföyünün tamamını riske etmesi sonucunu doğurabilecektir. Örneğin fon portföy değeri 1 trilyon T.L. olan herhangi bir yatırım fonu, 10 milyar T.L.'lık bir prim ödemek suretiyle toplam sözleşme değeri 1 trilyon T.L. olan bir işlem gerçekleştirebilecektir.

Yukarıda yer alan temel düzenleme dışında, türev araçların muhasebeleştirilmesi, değerlemesi, getireceği yükümlülükler konusunda mali tablo dipnotlarında ve periyodik raporlarda yer alması, vb. hususlara ilişkin herhangi bir düzenleme mevcut değildir.

Ayrıca, özel nitelikli Kurul kararında, likidite kavramına açıklık getirilmemiştir.

Yatırım fonlarının son üç yıl itibari ile portföy dağılımı Tablo XVII'de yer almaktadır. Yatırım fonlarının portföy yapıları incelendiğinde,

A Tipi fonlar dahil fon portföylerinin borçlanma senedi ağırlıklı olduğu tespit edilmektedir.

**Tablo XVII : Türkiye'deki Yatırım Fonlarının Yıllara Göre Portföy Dağılımı**  
(Kaynak=SPK)

	1995		1996		1997	
	A Tipi	B Tipi	A Tipi	B Tipi	A Tipi	B Tipi
<b>Devlet Tahvili</b>	0.48	12.60	0.34	1.50	1.76	6.64
<b>Hazine Bonosu</b>	63.21	83.06	67.30	95.73	15.44	21.02
<b>Ters Repo<sup>111</sup></b>					34.06	63.79
<b>Repo<sup>112</sup></b>					9.48	-
<b>Altın</b>					0.03	0.33
<b>Döviz Endeksli Senet</b>	-	0.02	-	-	-	-
<b>Özel Sektör Tahvili</b>	0.11	0.02	-	0.01	-	-
<b>Finansman Bonosu</b>	-	-	-	0.07	-	-
<b>Hisse Senedi</b>	36.20	0.36	32.36	0.95	39.08	1.34
<b>Diğer</b>	-	3.94	-	1.74	0.16	6.88
<b>TOPLAM</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

Tablo XVII'de, hisse senetlerinin A Tipi fonlarda dahi portföy değerinin yarısından azını oluşturduğu izlenmektedir. Bunun nedeni, ülkemizde hisse senedi yatırımının riskli yatırım olarak görülmesidir.

Yukarıdaki Tablo'dan anlaşıldığı üzere, 1997 yılı itibariyle ülkemizde kurulu olan B tipi yatırım fonlarının portföylerinin yaklaşık olarak %70'i ters repo işlemlerinden oluşmaktadır. Fonların büyük bölümü hazine bonoları ya da devlet tahvilleri üzerinden ters repo

<sup>111</sup> Ters repolar, Temmuz 1997 tarihinden itibaren kesin alım hazine bonosu ve tahvillerden ayrı bir sınıflandırmaya tabi tutulmaya başlanmıştır.

<sup>112</sup> A tipi fonların repo yapmalarına 19.12.1997 tarihli Tebliğ ile izin verilmiştir.

işlemleri gerçekleştirmekte, böylelikle diğer araçlar ile kıyaslandığında sadece sistematik riskle (faiz, enflasyon, piyasa riski gibi) karşı karşıya kalmaktadırlar.

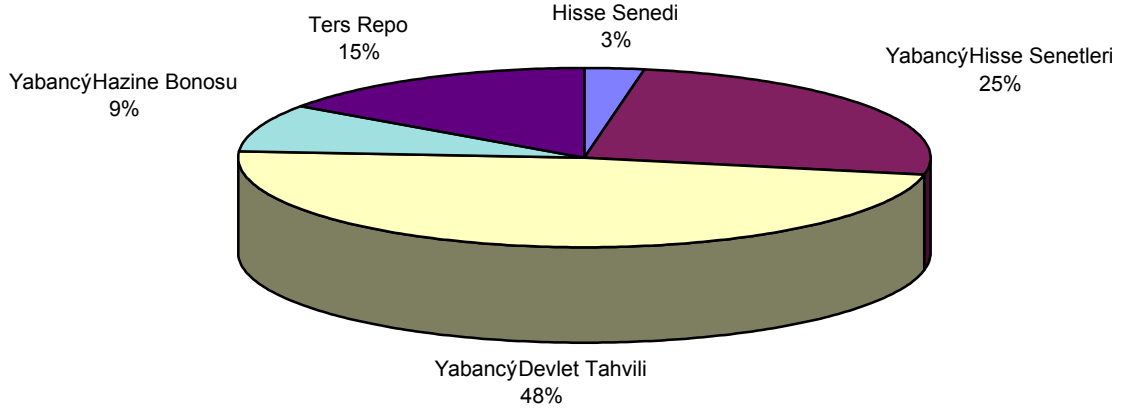
Portföylerinde aylık ağırlıklı ortalama bazda en az %25 oranında hisse senedi bulundurmak zorunda olan A Tipi yatırım fonlarının portföyleri incelendiğinde ise, 1997 yılı itibariyle, bu tip fonların portföylerindeki hisse senedi oranının %40 düzeylerinde olduğu görülmektedir.

### **VII.3. BAZI FON TÜRLERİNDE PORTFÖY DAĞILIMI**

Seri:VII, No: 10 Tebliği hükümleri çerçevesinde oluşturulan fon türleri arasında diğer türlere nazaran daha aktif bir portföy yönetimi gerektirdiği düşünülen Yabancı Menkul Kıymetler Fonu, Hisse Senedi Fonu ve Özel Fon türlerinin portföy yapıları Mayıs 1998 tarihi itibariyle aşağıda incelenmiştir.

Türkiye’de 31.05.1998 tarihi itibariyle katılma belgeleri halka arz edilmiş 5 adet B tipi yabancı menkul kıymetler yatırım fonu bulunmaktadır. Söz konusu fonların portföylerinde herhangi bir türev araç yer almamaktadır. Söz konusu yatırım fonlarının fon toplam değerleri yaklaşık olarak 1,6 trilyon TL. düzeyinde olup, portföy yapılarına ilişkin bilgiler Tablo XVIII’de sunulmaktadır.

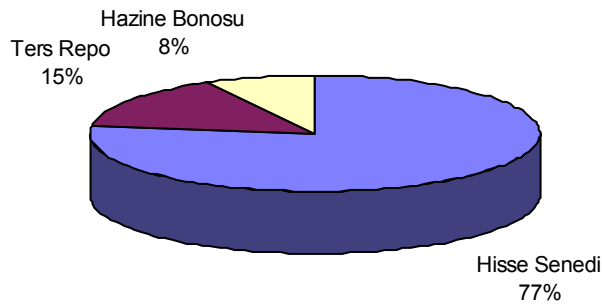
**Tablo XVIII : Mayıs 1998 itibariyle Yabancı Menkul Kıymetler Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı**



Tablo'nun incelenmesi sonucunda, yabancı menkul kıymet yatırım fonlarının portföylerinin büyük bir kısmının yabancı hisse senetleri ve devlet tahvillerinden oluştuğu görülmektedir. Türk menkul kıymetlerine ise %18 oranında yatırım yapılmıştır.

Türkiye'de 31.07.1998 tarihi itibariyle katılma belgeleri halka arz edilmiş A tipi hisse senedi yatırım fonu sayısı 11'dir. Söz konusu yatırım fonlarının fon toplam değerleri yaklaşık olarak 4,03 trilyon T.L. olup, portföy yapılarına ilişkin bilgiler Tablo XIX'da sunulmaktadır.

**Tablo XIX : Mayıs 1998 itibariyle A Tipi Hisse Senedi Yatırım Fonlarının Portföy Yapısı**

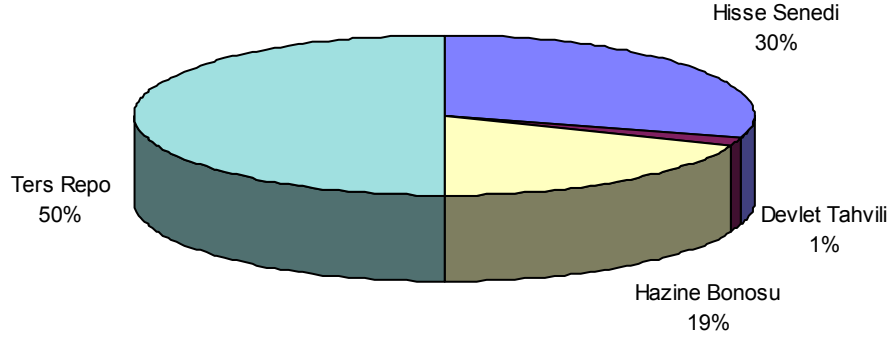




Tablodan da anlaşıldığı gibi, hisse senedi fonlarının portföylerinde hisse senedi dışında kalan kısmını %15 ile ters repo işlemleri ve %8 ile hazine bonoları oluşturmaktadır.

Türkiye’de, 31.05.1998 tarihi itibarıyla katılma belgeleri halka arz edilmiş A tipi özel fon sayısı 4 olup, bunların üçünün payları sigorta şirketlerine tahsisli olarak satılmaktadır. Fon toplam değerleri yaklaşık olarak 5,94 trilyon T.L. olan sözkonusu fonların portföy yapılarına ilişkin bilgiler Tablo XX’de sunulmaktadır.

**Tablo XX : Mayıs 1998 itibariyle A Tipi Özel Fonların Portföy Yapısı**



Özel fonların portföylerinin %30'u hisse senetlerinden oluşurken, en büyük paya %50 ile ters repolar sahip bulunmaktadır.

#### **VII.4. İ.M.K.B. BÜNYESİNDE VADELİ İŞLEMLER PİYASASI OLUŞTURULMASI KONUSUNDA YAPILAN ARAŞTIRMALAR**

1995 yılında SPK-İMKB Vadeli Piyasalar Ortak Çalışma Grubu'nun 163 aracı kurumun %69'unu içeren bir grup üzerinde Türkiye'de finansal türev piyasaların oluşturulması hakkında yaptığı çalışma sonucunda, araştırma kapsamındaki aracı kuruluşların,

-%88'inin vadeli işlem,

-%86'sının opsiyon piyasalarının kurulmasını talep ettiği,

tespit edilmiştir<sup>113</sup>.

<sup>113</sup> YILDIRIM, Sevdil, "Türkiye'de Finansal Türev Piyasaların Olabilirliği", Sermaye Piyasası Kurulu, Araştırma Raporu, 1998, s.112

Bu anket çalışması, 1998 yılında 142 aracı kuruluşu kapsacak şekilde içeriği genişletilerek tekrarlanmıştır. Ankete 120 aracı kuruluş cevap vermiştir. Anket sonucunda;

-92 aracı kurumun türev işlemlere ilk aşamada İMKB-30 endeksi ile başlanması yönünde görüş bildirdiği ve 103 aracı kurumun İMKB-30 endeksine dayalı vadeli işlemler piyasasının açılması durumunda bu piyasaya katılmak istediklerini bildirdiği,

-aracı kurumların en çok talep ettiği türev aracın, hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlemler olduğu (112 aracı kurum talep etmiştir), bunu sırasıyla hisse senedi endeksine (85 aracı kurum talep etmiştir) ve hisse senedine dayalı opsiyonlar (82 aracı kurum talep etmiştir), döviz (62 aracı kurum talep etmiştir) ve faiz oranına dayalı vadeli işlemlerin izlediği (59 aracı kurum talep etmiştir),

-türev piyasalar konusunda kurum, uzman ve yönetici bazında eğitime ihtiyacı bulunduğunu düşünen aracı kurum sayısının 114 olduğu,

tespit edilmiştir<sup>114</sup>.

Yapılan bu piyasa araştırmalarından çıkan en önemli sonuç, türev işlemlere karşı yoğun bir talep olduğudur.

Araştırma sonuçlarından, Türkiye'deki yatırım fonlarının çok büyük bir kısmının yöneticisi, bir kısmının ise hem kurucusu hem de yöneticisi konumundaki aracı kurumların, mevcut durum itibariyle fon portföylerine türev araç dahil etmemelerine rağmen, bu piyasaların ülkemizde işlerlik kazanmaya başlamasıyla birlikte bu araçlara yatırım yapma gayesinde oldukları anlaşılmaktadır.

---

<sup>114</sup> YILDIRIM, Sevdil, a.g.e., s.115-117

## VIII. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Türev araçlar, değerleri dayalı oldukları menkul kıymetlere, oranlara, mallara veya endekslere göre belirlenen sözleşmelerdir. Piyasalarda türev araç sözleşmelerinin işlem hacminin yükselmesiyle birlikte likiditeleri de artmış ve kullanım alanları yaygınlaşmıştır.

Türev araçlara ilişkin riskler, piyasa, kredi ve likidite riskleri ile düzenleme ve operasyonel riskleri içermektedir. Dünya piyasalarının bütünleşme sürecinin hızlanması ve Uzak Doğu Asya ülkelerinin borsalarında yaşanan krizlerin yayılma hızı dikkate alındığında, bireysel ve kurumsal yatırımcılar açısından risk yönetiminin öneminin artması kaçınılmaz olmuştur.

Geleneksel yatırım olarak adlandırılan yatırım fonları, genellikle türev araçları riskten korunma amaçlı olarak portföylerine dahil etmektedirler. Ancak, açığa satış yapmaları ve yüksek oranda borçlanarak kaldıraç etkisinden faydalanmaları önemli ölçüde kısıtlanmıştır.

Alternatif yatırım fonları ise, türev araçları ve çok çeşitli yatırım enstrümanlarını portföylerine dahil edebilmekte ve karmaşık portföy yönetim stratejilerini uygulayabilmektedirler.

Yatırımcıların alternatif fonları keşfetmeleri ve daha yüksek performans arayışına girmeleri bu fonların çok hızlı bir gelişim göstermesine neden olmuştur.

Alternatif yatırım enstrümanlarının en ilginçlerinden biri olan "hedge fonlar", paylarının varlıklı bireysel yatırımcılar ve kurumsal yatırımcılara tahsisli satılması nedeniyle genellikle kamuyu aydınlatma

ve kayda alınma yükümlülüklerinden muaftır. Riskli yatırımlara karşı daha toleranslı yatırımcı kitlesine sahip olan hedge fonların yöneticileri, çeşitli portföy yönetim teknikleri ve araçlarını kullanabilmekte, yatırım fonları ve diğer fonlara nazaran portföy yönetiminde daha büyük bir esnekliğe sahip bulunmaktadır. Ayrıca hedge fon yöneticisi, karın ortalama %20'si olarak belirlenen performans dayalı teşvik primi almakta, bu da fon yöneticisi için en önemli motivasyon unsurunu oluşturmaktadır. Yapılan çalışmalar, hedge fonların yatırım fonlarından daha iyi performans sağladıklarını ortaya koymaktadır.

Tüm dünyada olduğu gibi ülkemizde de yatırım fonları en kısıtlayıcı düzenlemelere sahip kurumlardan biri olarak karşımıza çıkmaktadır.

Kurulumuzun Seri: VII, No: 10 sayılı "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği"nde, *katılma belgeleri önceden belirlenmiş kişi veya kuruluşlara tahsis edilmiş fonlar* olarak tanımlanan "özel fonlar", Tebliğ'de tanımlanmış diğer fon türleri için geçerli olan portföy sınırlamaların tamamına yakınına tabidirler. Muaf oldukları sınırlamalar, fonun kurucu ve yöneticisi, bunların iştirakleri ve yöneticilerinin menkul kıymetlerinin portföye alınması konusunda olup, daha çok çıkar çatışmalarıyla ilgilidir.

Avrupa Birliği'ne üye ülkelerdeki düzenlemelere bakıldığında, Birlik direktifleri uyarınca kurulan fonların yanısıra, "non-UCITs" olarak adlandırılan esnek portföy sınırlamalarına sahip fonların da bulunduğu görülmektedir. Genellikle tahsisli satılan bu fonlar etkin portföy yönetiminin sağlanması ve daha riskli bir yatırımı tolere edebilecek bir yatırımcı kitlesine satılmasının hedeflenmesi nedeniyle, türev araçlar, açığa satışa ve borçlanma konularında daha gevşetilmiş kısıtlamalara tabi bulunmaktadır.

Ülkemizde yatırım araçlarının çeşitlenmesi ve İMKB'ndaki pazarların daha etkin hale gelmesiyle birlikte, bireysel portföy yönetimi

yerine kollektif portföy yönetimi önem kazanmaya başlamıştır. Yurtdışındaki uygulamalar örnek alınarak, ülkemizdeki özel fonların geliştirilmesi konusunda çalışmalar yapılması, bu fonlar için daha esnek portföy sınırlamalarının belirlenmesi yararlı olacaktır.

Ülkemizde tamamı Lüksemburg menşeli olmak üzere Türkiye’de katılma belgesi ya da pay satmış olan 13 adet yabancı yatırım fonu bulunmaktadır. Yabancı yatırım fonlarının Türkiye’de kayda alınması ve satışı konusunda SPK’na yapılmış bir çok başvuru da halen incelenme aşamasındadır. Ayrıca, bu konuda bir tebliğ çalışması da yürütülmektedir.

Yıl sonunda faaliyete geçmesi planlanan İMKB Vadeli İşlemler Piyasası’nın açılması, ileriki yıllarda yatırım araçlarının çeşitlenmesi ve yabancı yatırım fonlarının Türkiye’de pay satışlarının artmasıyla birlikte, yatırım fonları etkin portföy yönetimi konusunda daha büyük çaba göstermek durumunda kalacaklardır.

Türkiye’deki yatırım fonlarının performansları üzerine yapılan çalışmalarda, fonların İ.M.K.B. endeksleri ve devlet iç borçlanma senetlerinden daha düşük getiri sağladıkları ortaya konulmaktadır. Bu durumun, fon yöneticilerinin etkin portföy yönetimi kaygısını taşımamaları ve bunun da büyük oranda toplam değer üzerinden alınan yönetim ücretlerinden kaynaklandığı tahmin edilmektedir<sup>115</sup>. Bu durumda, yönetici, fonun karından (ya da zararından) çok fazla etkilenmemekte, fonun toplam varlıkları üzerinden hesaplanan sabit oranlı bir yönetim ücretine sahip olmaktadır.

Kurucu ve yöneticinin fondan aldıkları yönetim ücretlerinin toplam varlıklar üzerinden alınan sabit oranlı bir ücretin yerine ya da bunun yanısıra isteyen fonların performansa dayalı teşvikler de

---

<sup>115</sup> ESER, Rüya, “The Performance and Portfolio Behaviour of Mutual Funds in Turkey”, The University of Birmingham, 1996, s.31

uygulayabilmelerine imkan tanınması, yatırımcıların lehine bir sonuç doğurabilecektir.

Öte yandan, Kurulumuz tarafından 24.07.1997 tarihinden itibaren yatırım fonlarına, portföyün riskten korunması amacıyla sermaye piyasası araçlarına dayalı future, opsiyon ve forward sözleşmelerini portföylerine alabilmeleri imkanı tanınmıştır.

Kurulumuzun Seri: VII, No: 10 sayılı Tebliği'nin 43 (b) maddesinde yer alan % 5'lik sınırlamaya ilişkin hükmün, maddede yer alan forward, future ve opsiyon sözleşmelerinin kaldıraç etkisi göz önüne alınarak değerlendirilmesi gerekmektedir. Yatırım fonlarının türev araçlara yapacakları yatırımlarda, türev araçlara ilişkin olarak gerçekleştirilecek işlemler için ödenecek prim tutarının, fon portföy değerinin %5'ini aşamayacağı kısıtlaması aslında yatırım fonları için çok büyük risk doğurmaktadır. Çünkü anılan madde hükmü yalnızca ödenecek prim için bir sınır getirmekte, ancak sözkonusu türev araç pozisyonlarından kaynaklanacak yükümlülükler konusunda herhangi bir sınırlama içermemektedir.

Ülkemizde yatırım fonlarının türev araçları portföylerine almalarında aşağıda yer alan ilkelerin geçerli olmasının uygun olacağı düşünülmektedir:

*\* Menkul Kıymetler Üzerine Opsiyon İşlemleri*

-Yatırım fonları, alım ve satım opsiyonları yazabilmeli, yerli ve yabancı borsalarda işlem gören opsiyon sözleşmelerini alabilmelidir.

-Alınan ve yazılan tüm opsiyon sözleşmelerinden kaynaklanan toplam yükümlülük, fon varlıklarının belli bir oranı ile sınırlandırılmalıdır.

-Yükümlülük tutarı, call ve put opsiyonlarda, bu opsiyonlara konu menkul kıymetlerin sözleşmede belirlenmiş olan kullanım fiyatları üzerinden hesaplanmalıdır.

-Tek bir ihraççı tarafından ihraç edilen menkul kıymetlere dayalı, alınan ya da yazılan opsiyon sözleşmelerinin kullanım fiyatı üzerinden hesaplanan tutarı, yatırım fonunun varlıklarının belirli bir oranı ile sınırlandırılmalıdır.

-Call opsiyon (alım hakkı) sözleşmeleri, ancak sözleşmeye konu menkul kıymet o tarihte fonun portföyünde yer alıyorsa yazılabilmeli ve opsiyon süresince sözkonusu menkul kıymet portföyde tutulmalıdır.

-Put opsiyon (satış hakkı) sözleşmeleri, ancak sözleşmeye konu menkul kıymet o tarihte fonun portföyünde bulunuyorsa satın alınabilmelidir.

#### *\* Forward İşlemleri*

-Yatırım fonu kendi aktiflerini kur dalgalanmalarına karşı korumak için döviz forward sözleşmeleri yapabilmeli, ancak sözkonusu sözleşme tutarı, portföyde yer alan bu işleme konu döviz cinsinden varlıkların değerini aşmamalı ve işlemin süresi sözkonusu menkul kıymetlerin elde tutma süresiyle uyumlu olmalıdır.

#### *\* Finansal Future İşlemleri*

-Yatırım fonu, varlıklarını riskten korumak amacıyla, hisse senedi piyasası endeksine ve faiz oranına dayalı future sözleşmeleri yapabilmelidir.

-Hisse senedi endeksine dayalı future sözleşmelerinin tutarı, yatırım fonunun portföyünde bulunan hisse senetlerinin rayiç değerinin toplamını aşmamalıdır.



-Faiz oranına dayalı futures sözleşmelerinden kaynaklanacak toplam yükümlülük, portföyde yer alan ve kur riskine maruz kalan varlıkların tutarını aşmamalıdır.

Bu ilkelerin yanısıra, kullanılacak teknik ve araçlar ile bu işlem türlerinden hangisinin ne amaçla kullanılacağı, koşulları ve sınırlamaları izahname ve sirkülerlerde açıkça belirtilmeli, türev araçlara ilişkin olarak, günlük bazda değerlendirme yapmakta olan yatırım fonlarının değerlendirme ilkeleri tespit edilmeli ve bu araçların muhasebeleştirilme ilkeleri belirlenmelidir.

## IX. KAYNAKÇA

- 1) ATASOY Y., “*Vadeli İşlemler ve Opsiyonlar*”, A. Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı, İşletme Yüksek Lisans Tezi, 1993,
- 2) BARR G. P., “*Institutions Cut Derivatives Use*”, Pensions & Investments, Mart 1995, Vol.179, Issue 3,
- 3) BARR, Paul G., “Change in Law Could Increase Mutual Funds’ Derivatives Use”, Pension & Investments, 23 Haziran 1997, Vol. 25, Issue 13,
- 4) COTTIER, Dr. Philipp, “Hedge Funds and Managed Futures”, Paul Haupt Publishers, 1997, İsviçre
- 5) ERGİNCAN Y., Endekse Dayalı Vadeli İşlem Sözleşmeleri- Portföy Yönetiminde Kullanımı ve Türkiye’de Uygulanabilirliği, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:33, Mayıs 1996.
- 6) FARROW, Paul, “The Future of European Institutional Mutual Funds”, FT Publications, Londra, 1996
- 7) GASTINEAU, Gary L., “The Options Manual”, Mc Graw-Hill Book Company, Third Edition, 1988
- 8) GLOBAL DERIVATIVES STUDY GROUP, “Derivatives: Practice and Principles”, Appendix II: Legal Enforceability: Survey of Nine Jurisdictions, The Group of Thirty, 1993
- 9) GREENWALD J., “*Business The Devil’s In The Derivatives*”, Time, Ekim 1994, Vol.144, Issue 15,
- 10) HENTSCHEL L., CLIFFORD W. S. Jr., “*Risks In Derivatives Markets*”, Wharton Financial Institutions Center, Conference Paper, 1995
- 11) INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, “*Investments In Derivatives By Registered Investment Companies*”, 1994
- 12) IOSCO Teknik Komitesi tarafından hazırlanan, kolektif yatırım kuruluşlarına ilişkin ülke düzenlemelerinin karşılaştırmalı olarak verildiği Temmuz 1995 tarihli tablo

- 13) İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI A.Ş., Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, Eğitim Yayınları, 13. Basım, Mayıs 1998
- 14) KOSKİ L. J., PONTİFF J., *“How Are Derivatives Used? Evidence From The Mutual Fund Industry”*, Wharton Financial Institutions Center, Conference Paper, 1996
- 15) LAKE, Ronald A., Evaluating and Implementing Hedge Fund Strategies, Euromoney Books, İngiltere, 1996
- 16) LEDERMAN, Jess/KLEIN, Robert A., *“Hedge Funds: Investment and Portfolio Strategies for the Institutional Investor”*, Irwin Professional Publishing, New York, 1995
- 17) Mc LEAN, Bethany, "Everybody's going hedge funds", FORTUNE, 8 Haziran, 1998
- 18) PEKER İ, Türev Araçlar, Riskleri, Düzenlemeleri ve Kontrol Sistemleri, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayınlanmamış Yeterlik Etüdü, 1997
- 19) ÖNEN, Seda, Yatırım Fon ve Ortaklıklarında Kamuyu Aydınlatma ve Performans Değerlemesi, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayınlanmamış Yeterlik Etüdü, 1997
- 20) PEKER İ, Türev Araçlar, Riskleri, Düzenlemeleri ve Kontrol Sistemleri, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayınlanmamış Yeterlik Etüdü, 1997
- 21) POROY, R., TEKİNALP, Ü., ÇAMOĞLU E., *“Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku”*, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., Altıncı Bası, İSTANBUL, 1995
- 22) RITCHKEN P., Options - Theory, Strategy and Applications, 1987
- 23) SCHOLL, Jaye, "Invisible Funds", Barron's, 10 Temmuz 1995
- 24) SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *“Mutual Funds and Derivative Instruments”*, Division of Investment Management, 1994
- 25) SOROS, George, "Para Yönetiminin Sihirbazı Soros Soros'u Anlatıyor", Sabah Kitapları, 1997, (Çeviri: Gülden ŞEN)

- 26)SOYDEMİR, Selim, “A.B.D., İsviçre, Kore ve Türk Hukuku’nda Yatırım Fonları ve Para Piyasası Fonlarının Olabilirliği”, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayınlanmamış Yeterlik Etüdü, 1986
- 27)TEKER, Bahadır, Yatırım Fonları ile İlgili Lüksemburg Uygulaması ve Düzenlemeleri, Sermaye Piyasası Kurulu, Araştırma Raporu,1997
- 28)TEKER, Bahadır, Portföy Yatırımlarının Uluslararasılaşması ve Kollektif Yatırım Kurumları, Sermaye Piyasası Kurulu, Araştırma Raporu,1997
- 29)YILDIRIM S., “Risk Management Through Futures Markets In Agricultural Sector and Evaluations for Turkey”, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:88, 1997
- 30)YILDIRIM, Sevdil, “Türkiye’de Finansal Türev Piyasaların Olabilirliği”, Sermaye Piyasası Kurulu, Araştırma Raporu, 1998
- 31)WEISS, Gary / WEBER, Joseph, “Fall Guys?”, Business Week (cover story), 25 Nisan 1994
- 32)www.cme.com (Chicago Merchantile Exchange)
- 33)www.ici.org/issues/testimony-state-fed-regul-fund.html (Institute Testifies on State-Federal Regulation of Mutual Funds)
- 34)www.rpifs.com/tax7m12e.html
- 35)www.vanhedge.com/hedge.html (VAN Hedge Fund Advisors Group)
- 36)“*Sermaye Piyasası Kanunu*”
- 37)“*Sermaye Piyasası Kurulu Aralık 1997, Mayıs 1998 Aylık Bültenleri*”
- 38)“*Sermaye Piyasası Mevzuatı*”

### ***Ülke Mevzuatları***

-85/611 sayılı Avrupa Birliği Konseyi'nin menkul kıymetlere yatırım yapmak suretiyle portföy işleten kollektif yatırım şirketleriyle ilgili kanun, yönetmelik ve idari düzenlemelerin koordinasyonuna ilişkin 20 Aralık 1985 tarihli direktifi

-Code on Unit Trusts and Mutual Funds, Hong Kong, Third Edition, December 1997

Lüksemburg

Undertakings for Collective Investment in Luxemburg, Circular LMI 91/75 of 21 January, 1991

Almanya

Investment Companies Act (KAGG), General and Special Terms of Contract for Securities Funds and Money Market Funds,

Malezya

“Securities Commission (Unit Trust Scheme) Regulations 1996”  
Guidelines on Unit Trust Funds

ABD

-Investment Company Act of 1940

-Securities Act of 1933

-Securities Exchange Act of 1934

-Investment Advisors Act of 1940

-Commodity Exchange Act of 1936

-Commodity Futures Trading Commission Act of 1974