



## Hedge Fonlar Ve Şeffaflık Sorunu

Adem ANBAR\*

**Özet :** Hedge fonlar global finansal piyasalarda giderek daha önemli bir oyuncu haline geldikçe, hedge fonlarda şeffaflık sorunlarına ve şeffaflığın artırılması gerektiğine ilişkin tartışmalar da artmaktadır. Şeffaflık, hem hedge fon yatırımcıları ve finansal karşıtaraflar için hem de düzenleyici kurumlar ve diğer piyasa üyeleri için oldukça önemli bir konudur. Fakat şeffaflığın artırılmasına gerek olup olmadığı veya şeffaflığın nasıl artırılabileceğine ilişkin farklı görüşler bulunmaktadır. Bu çalışmada, hedge fon sektöründe şeffaflık sorunu değerlendirilmiş ve şeffaflığı artırmak için önerilen yöntemler incelenmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Yatırım fonları, hedge fonlar, şeffaflık, doğrudan düzenleme, dolaylı düzenleme.

### Hedge Funds And Issue Of Transparency

**Abstract :** As hedge funds have become more significant players in the global financial markets, the debates about transparency issues in hedge funds and greater transparency is needed for hedge funds have increased. Transparency is quite important for both the investors and the financial counterparties of hedge funds, and the regulators and other market participants. But there are different opinions about whether transparency must be enhanced or not enhanced and how transparency can be enhanced. In this study, the issue of transparency in hedge fund sector were evaluated and the proposals which are proposed for enhancing of transparency were examined.

**Keywords:** Mutual funds, hedge funds, transparency, direct regulation, indirect regulation.

### GİRİŞ

Son yıllarda, emeklilik fonları, yatırım fonları, özel sermaye fonları ve hedge fonlar gibi fon yönetim kurumlarının öneminin arttığı görülmektedir. Fonların

toplanarak bir havuz oluşturulduğu ve katılımcılar adına yönetildiği bu kurumlar içerisinde, özellikle, hedge fonlar ön plana çıkmaktadır. Hedge fonlar, kendine özgü özellikleri ile diğer yatırım havuzlarından ayrılmaktadır. Bütün yatırımcılara açık olmayan, performanslarına göre ücret alan profesyonel yöneticiler tarafından kurulan ve yönetilen, pozitif mutlak getiri elde etmek için çeşitli aktif yatırım stratejileri izleyebilen hedge fonlar, uluslararası finansal piyasalarda giderek daha önemli bir konuma gelmeye başlamışlardır. Hedge fonların geleneksel yatırım araçlarına göre nispeten daha yüksek getiriye sahip olmaları, hedge fonların getirileri ile hisse senedi ve tahvil gibi geleneksel varlıkların getirileri arasındaki korelasyonun düşük olması, hedge fonların çeşitlendirme imkanı sağlayarak portföy riskini azaltması gibi nedenlerle yatırımcıların hedge fonlara olan ilgileri her geçen gün artmaktadır. Özellikle, son yıllarda, emeklilik fonları, sigorta şirketleri, geleneksel yatırım fonları, yatırım bankaları gibi kurumsal yatırımcıların da hedge fonlardaki yatırımlarının arttığı gözlenmektedir. Yatırımcıların hedge fonlara olan ilgilerindeki artışa paralel olarak, hedge fon sektörü, hem faaliyet gösteren hedge fon sayısı hem de hedge fonlar tarafından yönetilen fon tutarı açısından hızla büyümektedir (Recent Developments in Hedge Funds, 2006). 1990 yılından 2008 yılına kadar, hedge fon sektörü, yönetilen fon tutarı bakımından 38 kat ve hedge fonların sayısı bakımından da 15 kat büyümüştür (Ferguson ve Laster, 2007; Hutchings, 2008).

Hedge fonlar tarafından yönetilen aktif büyüklüğünün toplam finansal varlıklar içerisinde küçük bir payı teşkil etmesine karşın, hedge fonların finansal piyasalardaki aktif ve etkin rolleri, hedge fonlarla ilgili çeşitli tartışmalara konu olmaktadır. Bu tartışmalar, iki farklı görüş altında toplanabilir. Birinci görüşe göre, hedge fonlar; likiditeyi artırdıkları, doğru fiyatın oluşmasına katkıda buldukları, riski aldıkları ve çeşitlendirme imkanı sağladıkları için finansal piyasalarda önemli bir rol oynamaktadırlar ve hedge fonlar, finansal istikrar için bir tehdit oluşturmamaktadır. İkinci görüşe göre, hedge fonlar; kayıtlı ve şeffaf bir yapıya sahip olmadıkları, bazı piyasalarda çok büyük işlem hacimlerine sahip oldukları ve aşırı kaldıraç kullandıkları için global finansal piyasalarda istikrarsızlığa yol açabilirler ve bu nedenle hedge fonlar, gözetim ve denetim altına alınmalıdır (Podkaminer, 2006; Adams, 2005; Garbaravicius ve Dierick, 2005; Noyer, 2007). Bu iki karşıt görüş içerisinde, son yıllarda, en çok tartışılan konulardan biri de hedge fonlar için daha fazla şeffaflığın gerekli olup olmadığıdır. Bazı kişi ve kurumlar, hedge fonların, finansal sistemin “kara delikleri” olduğunu, piyasa disiplini artırmak ve kalıcı finansal istikrarı

\* Dr. Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F. İşletme Bölümü  
Muhasebe-Finansman A.B.D.

sağlamak için şeffaflığın artırılması gerektiğini ileri sürerken, bazı kişi ve kurumlar da hedge fon sektöründe şeffaflığa ilişkin mevcut uygulamaların yeterli olduğunu ve şeffaflığı artırmaya yönelik girişimlerin finansal istikrar perspektifi açısından istenen sonuçları vermeyebileceğini ifade etmektedirler (Walter, 2006; Podkaminer, 2006; Rato, 2007; Mccarthy, 2007; Jorion, 2008).

Bu çalışmanın amacı, hedge fon sektöründe şeffaflık ile neyin kastedildiğini açıklamak, hedge fonlarda şeffaflığa ilişkin mevcut uygulamaların yeterli olup olmadığını ortaya koymak ve şeffaflığı artırmak için ileri sürülen önerileri değerlendirmektir. Bu kapsamda, birinci bölümde, hedge fonların temel özelliklerine ve hedge fon sektörünün gelişimine kısaca değinildikten sonra, ikinci bölümde, yatırımcılar, karşı taraflar, düzenleyici kurumlar ve diğer piyasa üyeleri açısından şeffaflık sorunu incelenmiştir. Üçüncü bölümde, hedge fonlarda şeffaflığın artırılmasına yönelik ileri sürülen görüşler tartışılmıştır. Dördüncü bölümde ise, Türkiye’de hedge fonlara ilişkin yapılan yasal düzenlemenin şeffaflık açısından bir değerlendirmesi yapılmıştır. Son olarak, söz konusu çalışma, genel bir değerlendirmenin yer aldığı sonuç kısmıyla bitirilmiştir.

## **HEDGE FONLARIN TEMEL ÖZELLİKLERİ VE HEDGE FON SEKTÖRÜNÜN GELİŞİMİ**

Hedge fonlara ilişkin resmi veya genel kabul görmüş bir tanım bulunmamaktadır. Bu nedenle, hedge fonlar, genellikle, temel karakteristikleri ve diğer fon yönetim firmalarından farklı yönleri ön plana çıkarılarak tanımlanmaktadır. Hedge fon; performanslarına göre ücret alan profesyonel yatırım yöneticileri tarafından kurulan ve yönetilen; pozitif mutlak getiri elde etmek için çeşitli aktif yatırım stratejileri izleyebilen; yasal düzenlemelere tabi olmayan veya çok az tabi olan; büyük risk alarak yüksek getiri arayan ve genellikle sadece “nitelikli” yatırımcılara açık olan; hisse senedi, tahvil, türev ürün, yabancı para gibi geniş bir varlık sınıfına yatırım yapabilen; hem uzun hem kısa pozisyon alabilen ve kaldıraç kullanabilen bir havuz yatırım aracıdır (Report of The President’s Working Group on Financial Markets, 1999; Lhabitant, 2006; Walter, 2006; Ferguson ve Laster, 2007). Görüldüğü gibi, bu tanım, hedge fonların geleneksel yatırım fonlarından ve diğer fon yönetim firmalarından temel farklılıklarını ve hedge fonların temel özelliklerini içermektedir.

Hedge fonlara özgü özelliklerden birincisi, hedge fonların sofistike yatırımcılara yönelik oluşturulan özel yatırım araçları olmasıdır. Diğer bir ifadeyle, hedge fonlara sadece varlıklı bireysel yatırımcılar ile

kurumsal yatırımcılar yatırım yapabilmekte, küçük veya perakendeci yatırımcılar yatırım yapamamaktadırlar. Örneğin, Amerika Birleşik Devletleri’nde (ABD), sadece net mal varlığı 1 milyon \$’dan veya son iki yılda yıllık geliri 200.000 \$’dan (evli çiftlerde 300.000 \$’dan) fazla olan bireysel yatırımcılar ile aktifleri 5 milyon \$’ın üzerinde olan kurumsal yatırımcılar hedge fonlara yatırım yapabilmektedir (Edwards, 2006; Dreyfus, 2007). İkinci özellik, hedge fonların, genel halka arzlar ile değil, özel arzlar aracılığıyla yatırımcılara ulaşmaları ve fon toplamalarıdır. Hedge fonlar, geniş bir reklam veya tanıtım yapmazlar, bunun yerine, zengin kişi ve kurumları hedef olan çok niş bir alana yönelik olarak pazarlama faaliyetlerini ve fon toplama çabalarını sürdürürler (Anson, 2002). Üçüncü özellik, sadece nitelikli yatırımcılara açık oldukları ve özel arzlarla fon topladıkları için, hedge fonların, çoğu yasal düzenlemeden muaf olmaları ve genel olarak, gözetim ve denetim kurumlarının gözetim ve denetimine tabi olmamalarıdır (Kambhu ve diğerleri, 2007). Dördüncü özellik, minimum giriş tutarının yüksek olmasıdır. Geleneksel yatırım fonlarında 100 \$ gibi küçük bir tutarla hesap açılabilirken, hedge fonlar, 100.000 \$ ile 10 milyon \$ arasında değişen tutarlarda minimum giriş sermayesi şartı koyabilmektedirler (Delasantellis, 2006; Recent Developments in Hedge Funds, 2006). Minimum yatırım tutarının yüksek belirlenmesinin genel olarak iki nedeni bulunmaktadır. Birincisi, hedge fon yöneticisinin yatırım stratejisini uygulamak için yeterli yatırım sermayesini sınırlı sayıda yatırımcıdan toplamak istemesidir. İkincisi, yüksek giriş sermayesi şartı ile sadece varlıklı ve kurumsal yatırımcıların hedge fonlara girebilmesini sağlamaktır (Anson, 2002). Hedge fonların beşinci özelliği, geleneksel yatırım fonlarından farklı olarak, hedge fonlara belirli dönemlerde giriş (yatırım) yapılabilmesi, yine belirli dönemlerde fonun çıkabilmesi ve fona ilk giriş tarihinden itibaren belirli bir süre fonda kalma zorunluluğunun olmasıdır. Genel olarak, hedge fonlar, aylık veya çeyrek dönemler bazında yeni yatırımcıların fona girmesine ve fonun çıkmasına izin vermektedir. Benzer şekilde, yatırımcıların fona giriş tarihinden itibaren belirli bir süre içerisinde yatırımlarını sonlandırmalarına izin verilmeyen “bağlı kalma” dönemi de 1 ay ile 4 yıl arasında değişebilmektedir (Anson, 2002; Hedges, 2005; Lhabitant, 2006). Bu likidite kısıtlamaları, yatırımcılar açısından dezavantajlı gibi gözükse de, hedge fonun performansına pozitif katkıda bulunmaktadır. Çünkü, hedge fon yöneticileri, fon çıkışlarını düşünmeden yatırımlara odaklanmakta, daha uzun vadeli yatırımlar yapabilmekte, ellerinde fazla nakit tutmamakta ve likit olmayan pozisyonlar alabilmektedirler (Lhabitant, 2006). Hedge fonları geleneksel yatırım fonlarından farklı kılan altıncı özellik, çift ücret

yapısıdır. Yatırım fonlarında sadece yönetilen varlık tutarının belirli bir yüzdesi olarak sabit yönetim ücreti alınırken, hedge fonlarda, yönetim ücretine ek olarak, gerçekleşen yıllık getiri üzerinden alınan performans ücreti veya teşvik primi de söz konusudur (Fung ve Hsieh, 2006). Yönetim ücreti, genellikle, %1-%3 arasında iken, performans ücreti %15-%30 arasında değişmektedir (Anson, 2002; Foster ve Young, 2008). Yönetim ücreti faaliyet giderlerini karşılamak için alınırken, performans ücretlerinin amacı, yöneticileri maksimum getiri elde etmeye teşvik etmektir (Lhabitant, 2006). Hedge fonların yedinci özelliği, mutlak getiri amacıdır. Geleneksel yatırım fonları, genellikle, piyasadaki belirli hisse senedi veya tahvil endekslerini ölçüt olarak almakta ve performanslarını bu endekslerle karşılamaktadırlar. Hedge fonlar ise, piyasa getirilerini (göreceli getiriyi) değil, mutlak getiriyi amaçlamaktadırlar (FSA, 2005; Recent Developments in Hedge Funds, 2006). Hedge fonların getirilerinin önemli bir kısmı, yatırım yapılan varlığın getirisinden ziyade kullanılan yatırım stratejisinden ve yöneticinin yeteneğinden kaynaklanmaktadır (Hedges, 2005). Hedge fonların diğer bir özelliği, hedge fonların esnek yatırım stratejilerini izleyebilmeleri ve geniş bir varlık sınıfına yatırım yapabilmeleridir. Geleneksel yatırım yöneticileri yatırım seçeneklerinde sınırlı iken, hedge fon yöneticileri; piyasa etkisizliklerinden, yanlış fiyatlamalardan ve fiyat hareketlerinden kazanç sağlamak amacıyla aktif yatırım stratejilerini kullanmaktadırlar. Ayrıca hedge fonlar; açığa satış ve kredili işlem yapabilmekte, yatırımlarını çeşitlendirmek yerine belirli varlıklarda yoğunlaştırabilmekte, kaldıraç kullanabilmekte, likit olmayan varlıklara ve türev ürünlere yatırım yapabilmektedirler (Yıldız, 2004; Garbaravicius ve Dierick, 2005; Delasantellis, 2006; Crockett, 2007; Kambhu ve diğerleri, 2007; Aydın ve Us, 2008).

Hedge fonların tarihi 1949 yılına kadar geriye girmektedir. İlk hedge fon, 1949 yılında, Alfred Winslow Jones tarafından komandit ortaklık şeklinde kurulmuştur. Söz konusu fon, düşük değerlenmiş hisse senetlerinde uzun pozisyon - aşırı değerlenmiş hisse senetlerinde kısa pozisyon alma stratejisi üzerine kurulmuştur. Piyasada fiyatlar yukarı yönlü hareket ettiğinde uzun pozisyonlardan, fiyatlar düştüğünde kısa pozisyonlardan kar sağlanacağı için, bu stratejiyi kullanan fonlara "hedge fon" denilmiştir ve bu tanımlama, günümüzde de kullanılmaya devam etmektedir (Eichengreen ve Mathieson, 1999; Fung ve Hsieh 1999). Fakat Alfred Winslow Jones'un şöhretinin en büyük sebebi; komandit ortaklıkların doğru bir şekilde organize edildiklerinde Yatırım Şirketleri Kanunu 1940'tan muaf olabileceğini keşfetmesidir. Söz konusu muafiyet; diğer yatırım fonlarını veya ortaklıklarını kısıtlayan kredili alım,

açığa satış gibi tekniklerin kullanılmasını sağlamıştır (Yıldız, 2004).

1980'li yıllara kadar fazla bilinmeyen ve nispeten gizli kalmış olan hedge fonlar, özellikle 1990'lı yıllardan sonra tanınmaya ve hedge fonlara olan ilgi artmaya başlamıştır. Yatırımcıların hedge fonlara olan ilgi ve taleplerinin artmasıyla, hedge fonların sayısı ve hedge fonlar tarafından yönetilen fon tutarı hızla artmıştır. Hedge fonlara ilişkin zorunlu bir raporlama veya hedge fonların üye olmaları gereken bir kurum söz konusu olmadığı için, hedge fon sektörüne ilişkin kesin veya resmi veriler bulunmamaktadır. Hedge Funds Research, Van Hedge Fund Advisors, EuroHedge, Lipper TASS gibi bazı araştırma ve danışmanlık firmaları, gönüllü raporlamaya dayalı olarak hedge fon sektörüne ilişkin veri toplamakta ve yayımlamaktadırlar. Hedge fonlara ilişkin veri toplayan kurumların verileri farklılıklar göstermesine karşın, bütün veri bankalarının rakamları, hedge fon sektöründeki hızlı büyümeyi desteklemektedir. Örneğin, Hedge Fund Research'e (HFR) göre, 1990 yılında, global bazda hedge fonların sayısı 610 ve hedge fonların aktif büyüklüğü 39 milyar \$ iken, 2007 yılında, hedge fonların sayısı 9.500'e ve aktif büyüklüğü de 1,87 trilyon \$'a ulaşmıştır (Lhabitant, 2006; Ferguson ve Laster, 2007; Hutchings, 2008). Hedge fon sektörünün büyümeye devam ederek, 2008 yılında aktif büyüklüğünün 2 trilyon \$'ı geçeceği ve 2010 yılında, 4 trilyon \$'a ulaşacağı tahmin edilmektedir (Hedges, 2005).

Hedge fonlar tarafından yönetilen toplam varlık tutarı, toplam global finansal varlıkların sadece %2-%3'ünü oluşturmasına karşın, hedge fonların finansal piyasalar üzerindeki etkisi ve önemi daha büyüktür (Lhabitant, 2006; Lipsky, 2007). Çünkü, gerek hisse senedi, tahvil ve döviz gibi geleneksel finansal piyasalarda, gerekse gelişmekte olan ve likiditesi düşük piyasalarda, hedge fonlar önemli işlem hacmine sahiptirler. Örneğin, hisse senedi piyasalarında, günlük işlem hacminin yaklaşık %25 ile %50'sini hedge fonların yaptığı işlemlerin oluşturduğu tahmin edilmektedir. ABD'de sabit getirili menkul kıymet piyasalarında hedge fonların işlem hacminin toplam işlemler içerisindeki payının %15 olduğu tahmin edilmektedir. Hedge fonlar, özellikle, kredi türevleri, yüksek getirili tahviller gibi, daha az likit piyasalardaki önemli oyuncuların biridir. Hedge fonlar tarafından yapılan işlemlerin; kredi türevleri piyasasındaki toplam işlem hacminin %58'ini, yüksek-getirili tahviller piyasasındaki toplam işlem hacminin %25'ini, mali sıkıntı içindeki işletme menkul kıymetleri piyasasındaki toplam hacminin %80'ini oluşturduğu tahmin edilmektedir (Walter, 2006; Bunderverband Deutscher Banken, 2007; Weber, 2007; Noyer, 2007).

## HEDGE FONLARDA ŞEFFAFLIK SORUNU

Hedge fonlar, çok sayıda ve çeşitte riskin farklı ve yeni bir takım finansal araçlar aracılığıyla dağıtıldığı bir finansal sistemde kritik bir rol oynamaktadır. Hedge fonlar; finansal piyasalarda likiditenin artmasına, doğru fiyatın oluşmasına, sermayenin ve riskin etkin dağıtımına katkıda bulunmaktadırlar (Becker ve Doherty-Minicozzi, 2000; Walter, 2006; Garbaravicius ve Dierick, 2005; Papademos, 2007). Dolayısıyla, hedge fonlar, piyasa etkinliğinin artmasına ve finansal istikrara katkıda bulunmaktadırlar. Fakat hedge fonların faaliyetlerine bağlı bazı riskler de söz konudur. Hedge fonların finansal piyasalardaki etkinliği arttıkça, büyük bir hedge fonun veya orta ölçekli birkaç hedge fonun batmasının, diğer piyasa üyelerini etkileyerek ve sonunda bir krizi tetikleyerek, uluslararası finansal istikrara zarar verebileceğine ilişkin endişeler de artmaktadır (Fung ve Hsieh, 2006; Prada 2007; Noyer, 2007). Finansal istikrarı sağlamanın ön koşulu ise, finansal riskin seviyesi ve dağıtım hakkındaki yeterli şeffaflıktır (Lhabitant, 2006; Bunderverband Deutscher Banken, 2007). Diğer bir ifadeyle, şeffaflık, piyasa volatilitesini azaltarak, fiyat etkinliğini ve likiditeyi artırarak, finansal istikrarın sağlanmasına olumlu katkıda bulunmaktadır (Vishwanath ve Kaufmann, 1999; Huisman ve Koedijk, 1998).

Türk Dil Kurumu'nun sözlüğünde, şeffaflık, "saydam olma durumu" olarak ifade edilmiş, "saydam" kavramı ise, (1) "içinden ışığın geçmesine ve arkasındaki şeylerin görülmesine engel olmayan (cisim)" ve (2) "açık seçik, belirgin" olarak tanımlanmıştır (<http://www.tdk.gov.tr>). Finansal piyasalarda şeffaflık kavramı, "bilginin; tam, doğru ve zamanlı olarak açıklanması" anlamında kullanılmaktadır (<http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/transparency>).

Şeffaflığın olmaması ise, "bilgiye ulaşılmasına izin vermeme", "yanıltıcı bilgi verme" veya "sunulan bilginin yeterli anlamlılığa ve niteliğe sahip olmaması" olarak tanımlanabilir (Vishwanath ve Kaufmann, 1999).

Hedge fonlara özgü özelliklerden biri de, genel olarak şeffaflığın olmamasıdır. Diğer bir ifadeyle, hedge fonlar; faaliyetlerine, işlem hacimlerine, yatırımcı profiline, yatırım stratejilerine ve fonun net aktif değerine ilişkin bilgileri belirli düzenleyici kurumlara sunmak veya kamuoyuna açıklamak zorunda değildirler. Hedge fonlar, sadece varlıklı bireysel yatırımcılara ve kurumsal yatırımcılara özel arzlar aracılığıyla satış yaptıkları için çoğu yasal düzenlemeden muafırlar. Ayrıca, hedge fonların çoğunlukla offshore finansal merkezlerde kurulmalarının önemli bir nedeni de yasal

düzenlemelere bağlı yükümlülüklerden kaçınmaktır (Lhabitant, 2006). Karşıtaraf, düzenleyici kurumlar ve diğer piyasa üyeleri, hedge fonların aktif büyüklüğüne, yatırımcı profiline, izledikleri stratejilere ve aldıkları pozisyonlara ilişkin daha fazla bilgi açıklamalarını isterken, hedge fonlar, bazı spesifik bilgileri açıklamak istememektedirler. Çünkü, hedge fonun başarısının bağlı olduğu özel yatırım stratejilerinin ve tekniklerinin diğer hedge fonları veya finansal kurumlar tarafından taklit edilmesi veya bu bilgiye göre pozisyon almaları söz konusu olabilir (Kambhu ve diğerleri, 2007). Bu nedenle, hedge fonlar, şeffaflığı iki ucu keskin kılıç olarak değerlendirmektedirler.

Bir hedge fonun sunacağı bilgi; bilgi alıcısının bir yatırımcı, karşıtaraf, düzenleyici kurum veya genel bir piyasa üyesi olmasına göre değişkenlik gösterecektir. Dolayısıyla, hedge fonlarda şeffaflık sorunu üç kapsamda ele alınabilir:

1. Yatırımcılar için şeffaflık,
2. Karşıtaraf için şeffaflık ve
3. Düzenleyici kurumlar ve diğer piyasa üyeleri için şeffaflık.

### *Hedge Fonlar ile Yatırımcılar Arasında Şeffaflık*

Yatırımcılar açısından şeffaflık, yatırım öncesi şeffaflık ve yatırım sonrası şeffaflık olarak ikiye ayrılabilir (Huisman ve Koedijk, 1998). Yatırım öncesi şeffaflık, yatırımcının yatırım kararını almak için gerekli bilginin elde edilebilirliğini ifade ederken, yatırım sonrası şeffaflık, yatırım yapıldıktan sonra yatırıma ilişkin gerekli bilginin elde edilebilirliğini ifade etmektedir. Şeffaflığın bu boyutu, sadece hedge fon yatırımcıları için değil, bütün yatırımcılar için geçerlidir.

Yatırımcıların, hedge fonlara yatırım yapıp yapmayacaklarına veya hangi hedge fonlara yatırım yapacaklarına karar verirken, genel olarak hedge fon sektörüne ve yatırım yapmayı düşündükleri hedge fonlara ilişkin verilere ulaşabilmeleri büyük önem taşımaktadır. Fonlarını genel halka arz yerine, özel arzlar aracılığıyla toplayan hedge fonlar, yatırımcılara, genellikle danışmanlar, aracı kurumlar, kendi resmi temsilcileri veya yatırım danışmanları aracılığıyla ulaşmaktadırlar (Garbaravicius ve Dierick, 2005). Yatırım kararı verirken, yatırımcıların; hedge fonun izlediği stratejiler, yönetim ve performans ücretleri, fona giriş ve çıkış koşulları, risk yönetimi, değerlendirme metodları, raporlama, denetim, yöneticinin nitelikleri, olası çıkar uyumsuzluklarının çözümü gibi konularda hedge fonların kendilerine verecekleri nitel ve nicel bilgiye ihtiyaçları vardır (Bunderverband Deutscher Banken, 2007; Enos, 2008). Dolayısıyla, hedge fonlar, tüzük

ve izahnamelerinde bu bilgilere yer vermemelidirler. Fakat uygulamada, bazı sorunlar ortaya çıkabilmektedir. Çünkü, tüzük ve izahnamelerde bütün bilgilerin yer almaması veya ayrıntılı bilgi verilmemesi, yatırımcıların aleyhine sonuçlar doğurabilmektedir.

Mevcut hedge fon yatırımcıları için düzenli raporlama da oldukça önemlidir. Çoğu hedge fon, aylık veya çeyrek dönemler bazında hazırladıkları raporlar ve bültenler aracılığıyla yatırımcılarına bilgi vermektedirler. PricewaterhouseCoopers tarafından yapılan bir araştırmada, hedge fonların %9'unun günlük, %19'unun haftalık, %57'sinin aylık ve %10'unun çeyrek dönemler bazında raporlama yaptıkları bulunmuştur (Holt, 2008). Bu raporların içeriği değişmekle birlikte, bunlar genellikle performans verisi, fonların sektörel veya coğrafik dağılımı, risk ölçüleri, piyasa beklentileri ve yöneticilerin fona ilişkin değerlendirmeleri gibi unsurları içermektedir (SEC, 2003).

Son yıllarda, hedge fonların, yatırımcılarına sundukları bilgilerin ve yaptıkları açıklamaların artmasına karşın, değerlendirme, bazı yatırımcılara tanınan imtiyazlar, operasyonel riskler gibi bazı alanlarda şeffaflığın artırılması gerekmektedir. Özellikle, likit olmayan varlıklardaki veya piyasalardaki pozisyonları değerlendirme zorluğu, hedge fonlar için olduğu kadar, diğer finansal kurumlar için de genel problemlerden biridir. Değerleme hataları yatırımcının zarar etmesine yol açabilir veya bazı durumlarda kasten yanlış hesaplama söz konusu olabilir. Bu nedenle, hedge fon yöneticileri, pozisyonların nasıl değerlendirileceğine, hangi değerlendirme yöntemlerinin kullanılacağına ve değerlendirilen hangi sıklıkla yapılacağına ilişkin bilgileri yatırımcılarına sunmalıdır. Kurumsal yatırımcıları çekmek isteyen hedge fonlar, portföylerini daha sık değerlendirmeye başlamışlardır. Örneğin, ayda bir net aktif değeri hesaplayan bazı hedge fonlar, haftalık ve hatta günlük bazda net aktif değeri hesaplamaya başlamışlardır (Enos, 2008). Bazı hedge fonlar, büyük yatırımcılara çeşitli imtiyazlar (daha iyi likidite koşulları, daha fazla bilgiye ulaşma gibi) sunmaktadır. Bu imtiyazlar, hedge fondaki diğer yatırımcıların aleyhine olabilir. Bu nedenle, bu tür imtiyazların olup olmadığı ve eğer varsa koşulların neler olduğu diğer yatırımcılara da açıklanmalıdır (Mccarthy, 2007).

### ***Hedge Fonlar ile Karşıtaraf Arasında Şeffaflık***

Ticari bankalar, yatırım bankaları ve aracı kurumlar çeşitli açılardan hedge fon sektörüyle yakından ilişki içindedirler. Çünkü bu finansal kurumlar, hedge fonlara; (1) birincil aracılık, (2) menkul kıymet işlemlerinde karşı taraf veya (3) kredi verme

hizmetlerini sunmaktadırlar. Birincil aracılık; menkul kıymet alım-satım işlemlerinin netleştirilmesi, takas, menkul kıymet ve nakit ödünç verme, portföy yönetimi, nakit yönetimi, raporlama, değerlendirme, emanet ve yatırım danışmanlığı gibi hizmetlerin tam yetkili araçlar tarafından sunulduğu bir sistemdir (Doherty-Minicozzi, 2000; Yıldız, 2004; Recent Developments in Hedge Funds, 2006; Bernanke, 2006). Birincil aracılık hizmetini, genellikle Merrill Lynch, Bear Stearns ve Morgan Stanley büyük yatırım bankaları vermekteler (Dreyfus, 2007). Yatırım bankaları gibi ticari bankalar da hedge fonlara; kredi verme, kredi garantisi, menkul kıymet ödünç verme, tezgah üstü türev ürünlerde karşı taraf olarak hizmet verme, emanet, nakit yönetimi gibi hizmetleri sunmaktadırlar.

Karşıtaraf olarak hedge fonlarla ilişki içinde olan bankalar ve aracı kurumlar, ödünç verme, kredili işlem, menkul kıymet ve türev ürün işlemlerinde karşı taraf olma gibi faaliyetleri nedeniyle çeşitli risklere maruz kalmaktadırlar. Karşıtarafın hedge fonlarla ilgili faaliyetlerinden kaynaklanan riskleri doğru bir şekilde değerlendirebilmek için yeterli nicel ve nitel bilgiye ihtiyaçları bulunmaktadır. Bu nedenle, karşıtaraf ile hedge fonları arasında şeffaflık oldukça önemlidir.

Bankalar ve birincil araçlar, hedge fonlarla olan ilişkilerinden kaynaklanan riskleri değerlendirmek için gelişmiş risk yönetim modellerini kullanmaktadırlar ve dolayısıyla, hedge fonlardan geniş bir bilgiyi açıklamalarını istemektedirler. Bu bilgi; hedge fonun yatırım stratejisi, yatırım yapılan menkul kıymetler, kaldıraç oranı, fonun geçmiş performansı, fonun risk profili gibi hususları içerebilir (Bunderverband Deutscher Banken, 2007; Mccarthy, 2007).

Hedge fonlar, genellikle, bankaların ve aracı kurumların istedikleri bilgileri sunmaktadırlar. Çünkü, bankalar ve aracı kurumlar hedge fonlardan istedikleri bilgileri alamadıklarında, teminat ve kredi koşullarını ağırlaştırabilirler. Fakat birincil aracılık sektöründeki yoğun rekabet nedeniyle, bankaların, teminat ve kredi koşullarını gevşetebileceklerine ilişkin bir endişe bulunmaktadır (Bernanke, 2006). Diğer bir endişe kaynağı da, hedge fonların birden fazla birincil aracıyla çalışması durumunda ortaya çıkmaktadır. Bu durumda, bankalar, hedge fonların tüm pozisyonları, toplam kaldıraç ve maksimum olası kaybı hakkında yeterli bilgiye sahip olamayabilir ve dolayısıyla, sağlıklı bir değerlendirme yapamayabilirler. Düzenleyici kurumlar, bankaların ve birincil araçların hedge fonlarla ilgili risklerini ölçmek ve kontrol etmek için gerekli sistemlere sahip olmalarını ve söz konusu sistemlerini sürekli

geliştirmelerini teşvik etmeye çalışmaktadırlar (Cole ve diğerleri, 2007; Mccarthy, 2007).

### ***Hedge Fonlar ile Düzenleyiciler ve Diğer Piyasa Üyeleri Arasında Şeffaflık***

Hedge fonlar ile bankalar ve hedge fonlar ile yatırımcılar arasında, bazı eksiklikler olsa da, şeffaflığın olduğu ifade edilebilir. Fakat, hedge fonlar ile düzenleyiciler ve diğer piyasa üyeleri arasındaki şeffaflık için aynı şeyi söylemek mümkün değildir. Asıl tartışılmasına konu olan ve şeffaflığın artırılmasının istendiği alan, düzenleyiciler ile hedge fonlar arasındaki şeffaflık düzeyidir. Çünkü, hedge fonların, genellikle belirli düzenleyici kurumlara kayıt olma zorunlulukları olmadığı gibi, faaliyetlerine ilişkin bilgi verme ve açıklama zorunlulukları da bulunmamaktadır.

Hedge fonlar birincil araçlardan ve bankalardan borç aldıkları (kaldıraç kullandıkları), likiditesi düşük piyasalarda yüksek işlem hacimlerine sahip oldukları ve türev ürünleri yoğun olarak kullandıkları için, bir veya birkaç hedge fonun yükümlülüklerini yerine getirememesi, öncelikle bunlarla işlem yapan karşı tarafları finansal sıkıntıya düşürebilir ve ardından, domino etkisiyle diğer finansal kurumları da etkileyebilir. Bu zincirleme etki, sistemik risk olarak ifade edilmektedir (Fung ve Hsieh, 2006; Ferguson ve Laster, 2007). Sistemik risk, bir finansal krize yol açabilir ve finansal istikrarsızlığa neden olabilir. Düzenleyici kurumların, finansal istikrara ilişkin hedge fonlardan kaynaklanan riskleri değerlendirebilmeleri için hedge fonların faaliyetlerine ilişkin bazı temel bilgilere ihtiyaçları bulunmaktadır. Hedge fonların faaliyetlerinden kaynaklanabilecek sistemik riskin büyüklüğünü ölçmek ve değerlendirmek için düzenleyici kurumların; (1) fonlama likidite riski, kaldıraç kullanımı, piyasa riski gibi hedge fonlara özgü içsel risk unsurları, (2) bankaların hedge fonlarla ilgili riske maruz tutarları ve (3) hedge fon işlemlerinin yoğunlaşma oranı gibi bilgilere ihtiyacı vardır (Papademos, 2007). Bugün için, düzenleyici kurumlar, sadece bankaların hedge fonlarıyla ilgili riske maruz tutarları hakkında bilgiye sahiptirler ve bu bilgiye de bütün düzenleyici kurumlar kolayca ulaşamamaktadır (Bunderverband Deutscher Banken, 2007). Bu nedenle, hedge fonlar ile düzenleyici kurumlar arasında, kapanması kolay olmayan bir şeffaflık boşluğu bulunmaktadır. Hedge fonlar tarafından düzenleyici kurumlara sunulan bilginin, dolayısıyla şeffaflığın artması, sistemik riskin ölçülmesine ve kontrol altında tutulmasına yardımcı olacaktır (Fung ve Hsieh, 2006). Fakat, piyasa düzeyindeki şeffaflığın artırılması ve finansal istikrar açısından istenen sonucu vermesi, yapılması gereken yasal düzenlemeler ve düzenleyici kurumlar

arasındaki veri paylaşımı açısından uluslararası koordinasyonu gerektiren bir süreçtir.

Piyasa düzeyinde şeffaflığın diğer bir boyutu, hedge fonların, bilgileri sadece düzenleyici kurumlara değil, halka açık firmalar gibi kamuoyuna açıklamalarıdır. Fakat, genel kamuoyuna açıklama alternatifine çoğu taraf sıcak bakmamaktadır. Çünkü hedge fonlar özel arzlar aracılığıyla sadece nitelikli yatırımcılara pazarlandığı ve karmaşık hedge fon verisinin kamuoyu açısından çok fazla bir değeri olmadığı için, hedge fonların kamuoyuna açıklama yapmalarına gerek yoktur (Walter, 2006).

### **HEDGE FONLARINDA ŞEFFAFLIĞIN ARTTIRILMASINA İLİŞKİN ÖNERİLER**

Sınırlı veya hiç düzenlemeye tabi olmayan hedge fonların işlem hacminin ve piyasalardaki etkinliğinin artması, şeffaflığın önemini giderek daha da arttırmaktadır. Şeffaflığın nasıl artırılabilceğine ilişkin çeşitli öneriler sunulmasına karşın, geniş ölçüde üzerinde uzlaşılan ortak bir yöntem henüz bulunmamaktadır. Fakat alınması düşünülen önlemlerin aşağıdaki ilkeleri içermesi gerektiği ifade edilmektedir (Walter, 2006):

- Önlemler, uluslararası bazda kabul görmeli ve uygulanmalıdır. Aksi takdirde, hedge fonlar, düzenlemelerin geçerli olmadığı, yani offshore ülkelere gideceklerdir. Dolayısıyla yapılan düzenlemeler de amacına ulaşmamış olacaktır.
- Önlemler, fayda-maliyet analizine uygun olmalıdır. Şeffaflığın artırılmasına ilişkin yapılan düzenlemelerin sağlayacağı fayda, söz konusu düzenlemelerin olumsuz etkilerinden fazla olmalıdır.
- Önlemler, tarafsız olmalıdır. Diğer bir ifadeyle, "aynı iş, aynı risk, aynı kurallar" ilkesi uygulanmalıdır. Hedge fonlarla aynı riske sahip ve hedge fonlara benzer faaliyetlerle iştigal olan bütün kurumlar, aynı kurallara tabi olmalıdır.

Hedge fon sektöründe şeffaflığı artırmaya yönelik ileri sürülen başlıca öneriler şunlardır:

- Doğrudan düzenlemeler ile şeffaflığın artırılması,
- Dolaylı düzenlemeler ile şeffaflığın artırılması,
- Hedge fon sektörünün kendi içerisinde standartlar geliştirmesi,
- Hedge fonların derecelendirilmesi.

### ***Doğrudan Düzenleme ve Şeffaflık***

Hedge fonlara ilişkin şeffaflığın artırılmasındaki önerilerden biri, hedge fonların, düzenleyici kurumların gözetim ve denetimi altına alınması ve dolayısıyla, hedge fonlara, düzenleyici kurumlara bilgi verme zorunluluğunun getirilmesidir (Adams, 2005). Fakat bu önerinin, hayata geçirilmesinin ve

uygulamada başarılı olmasının kolay olmadığı ifade edilmektedir. Çünkü hedge fonlara ilişkin yapılacak doğrudan düzenlemeler ve bilgi açıklama yükümlülükleri, düzenleyici arbitraja neden olabilir. Diğer bir ifadeyle, hedge fonlar offshore finansal merkezlere giderek söz konusu yükümlülüklerden kaçınılabılır (Podkaminer, 2006; Danielson ve Zigrand, 2007). Bu nedenle, eğer herhangi bir doğrudan düzenleme yapılacaksa, bunun uluslararası bazda çok geniş bir mutabakatla uygulanması gerekecektir (Garbaravicius ve Dierick, 2005).

Şeffaflığın doğrudan düzenleme aracılığıyla artırılması seçeneğinde; hedge fonların hangi bilgileri hangi düzenleyici kurumlara vereceği, hedge fonlardan kaynaklanan riskin artması durumunda hangi önlemlerin alınacağı, düzenleyici kurumların bu bilgileri analiz etmek için gerekli uzman personele sahip olup olmadığı gibi sorular cevaplanması gereken noktalardır (Bermanke, 2006; Walter, 2006). Ayrıca, hedge fonlardan kaynaklanan riskin global bazda değerlendirilebilmesi için, ulusal düzenleyici kurumlar arasında veri değişimine ihtiyaç olacaktır veya söz konusu verilerin uluslararası bir kurum tarafından toplanması ve değerlendirilmesi gerekecektir.

ABD’de SEC’in (Securities and Exchange Commission) hedge fonları kayıt altına alma girişiminin başarısız olması, şeffaflığın artırılması için doğrudan düzenlemenin etkin bir yol olmadığını göstermiştir. SEC, hedge fon sektörünün büyümesi ve dolandırıcılıkla ilgili şikayetlerin artması üzerine, Aralık 2004’te, hedge fonların yatırım danışmanı olarak kayıt altına alınmalarını zorunlu tutmuştur. Kayıt koşulu, sadece bağlı kalma dönemi en fazla 12 ay, müşteri sayısı en az 15 ve aktif büyüklüğü en az 25 milyon \$ ve üzeri olan hedge fonları kapsamaktaydı. Hedge fonlar ise bağlı kalma dönemlerini uzatarak, oluşturdukları paralel fonlarla yatırımcı sayısını ve aktif büyüklüğünü sınırlandırarak söz konusu düzenlemeden kaçınma yolunu tercih etmişlerdir. Ayrıca kayıt şartını getiren bu düzenlemeyi, Haziran 2006’da, ABD yüksek mahkemesi de iptal etmiştir (Ferguson ve Laster, 2007; Dreyfus, 2007).

### ***Dolaylı Düzenleme ve Şeffaflık***

Dolaylı yoldan şeffaflığın artırılması seçeneğinin arkasındaki mantık, genel olarak piyasa disiplini. Piyasa disiplini sektörün kendi dinamikleri çerçevesinde, piyasa katılımcılarının yaklaşımlarına bağlı olarak kendiliğinden oluşan kurallar yoluyla düzenlenmesini ifade etmektedir (Delice ve diğerleri, 2004). Diğer bir ifadeyle, hedge fonlara kredi veren kurumlar ve diğer karşıtaraf, iyi yönetilen hedge fonları ödüllendirecekler, kötü yönetilen hedge

fonlarla ilgili risklerini azaltacaklar ve sonuçta, başarılı ve iyi yönetilen hedge fonlar varlıktan sürdürecektir, kötü yönetilen fonlar piyasadan silinecektir (Cole ve diğerleri, 2007). Etkin bir piyasa disiplini ise, karşıtarafın ve ödünç verenlerin, hedge fonların risk profilini sağlıklı bir şekilde değerlendirmek için yeterli bilgiye ve sistemlere sahip olmalarını gerektirmektedir (Bermanke, 2006). Bu nedenle, karşıtaraf (ticari bankalar, yatırım bankaları, birincil aracılar vb.), hedge fonlarla olan faaliyetlerinden kaynaklanan riskleri doğru bir şekilde değerlendirebilmek amacıyla hedge fonlardan gerekli bilgileri vermelerini isteyeceklerdir. Düzenleyici kurumlar ise, bankaların hedge fonlara verdikleri kredileri izleyerek ve bankaların karşıtaraf risk yönetim sistemlerini sürekli geliştirmelerini sağlayarak, dolaylı yoldan hedge fonları gözetim altına almış olacaktırlar. Fakat dolaylı düzenleme seçeneğinin başarılı ve faydalı olması, ulusal düzenleyici kurumlar arasındaki işbirliğine bağlıdır. Çünkü, ulusal düzenleyici kurumlar sadece kendi bankalarının hedge fonlara ilişkin riske maruz tutar verisine sahip olacaklarından, global bazda hedge fonların kaldırıcıları ve olası riskler hakkında tam bir değerlendirme yapmaları mümkün olmayacaktır (Walter, 2006). Bu nedenle, ulusal düzenleyiciler arasında veri değişimi yapılabilir veya söz konusu veriler, BIS (Bank for International Settlements) veya IOSC (International Organization of Securities Commissions) gibi bir uluslararası kurum tarafından toplanabilir.

Hedge fonlar hakkında bilgi kaynağı olarak bankaların kullanılması önerisi, pratikte uygulanabilir görünmektedir ve birçok kurum tarafından önerilen bir yaklaşımdır (Becker ve Doherty-Minicozzi, 2000; Crockett, 2007; Ryback, 2007; Nouy, 2007). Zaten çoğu ülkede bankalar, hedge fonlar hakkındaki bilgileri de içeren verileri düzenleyici kurumlara vermektedirler. Bunun dışında, bazı ülkelerde, bankalar hedge fonlarla olan faaliyetlerine ilişkin daha detaylı bilgileri de düzenleyici kurumlara vermektedirler. Örneğin, İngiltere’de, hedge fonlara birincil aracılık hizmeti veren bankalar, bu faaliyetleriyle ilgili ayrıntılı bilgileri yılda iki kez düzenlenen bir anket aracılığıyla FSA’ya (Financial Services Authority) vermektedirler. Almanya’da, bankalar, hedge fonlara verdikleri krediler dahil, borç verme faaliyetlerine ilişkin olarak düzenleyici kuruma düzenli rapor vermek zorundadırlar. Karşılığında bankalar, hedge fonlar dahil, kendi raporlarında bulunan borçluların toplam borçluluk düzeyi hakkında bilgi alabilmektedirler. Bu şekilde kredi kayıt sistemini uygulayan Avrupalı düzenleyici kurumlar (Almanya, Avusturya, Belçika, Fransa, Portekiz ve İspanya), 2005 yılında kendi aralarında veri değişimine başlamışlardır. İngiltere’de bankaların hedge fonlarla ilgili faaliyetleri hakkında

düzenleyici kuruma bilgi sunmaları ve Avrupa’da bazı ulusal düzenleyici kurumlar arasındaki veri değişimi, uluslararası bazda bir raporlama sisteminin kurulması için bir temel oluşturabilir (Bunderverband Deutscher Banken, 2007).

### ***Sektörün Kendi İçinde Standartlar Oluşturması***

Hedge fon sektörü kendi içerisinde; kurumsal yönetim, yöneticilerin ve çalışanların nitelikleri, risk yönetimi, değerlemede benimsenecek ilkeler ve kullanılacak modeller, yatırımların ve fonun likiditesi, kaldıraç ve yatırımcılar, birincil araçlar ve düzenleyicilerle olan ilişkilerdeki şeffaflık düzeyi gibi konularda en iyi uygulamaları gerçekleştirebilmek amacıyla bir “davranış kodu” veya “standartlar” geliştirebilir ve şeffaflığın artırılmasına katkıda bulunabilir. Hedge fon sektörünün kendi içerisinde inisiyatif alması seçeneğinin hedge fonlar açısından olumlu yönleri şu şekilde ifade edilebilir (Bunderverband Deutscher Banken, 2007):

- Hedge fonlar, istikrarlı ve sorunsuz işleyen finansal piyasalardan daha fazla fayda sağlayacaklardır. Bu nedenle, finansal istikrara katkıda bulunmaları hedge fonların yararındadır.
- Hedge fonlarda kurumsal yatırımcıların payının artması, sektör içerisinde ortak standartların geliştirilmesini ve benimsenmeyi destekleyen diğer bir unsurdur. Çünkü kurumsal yatırımcılar, belirli standartları ve kuralları gönüllü olarak kabul eden hedge fonlara yatırım yapmayı tercih edeceklerdir.
- Ortak standartları benimseyen ve uygulayan hedge fonlar, bankalardan ve birincil araçlardan daha iyi koşullarda kredi temin edebilecekler veya daha iyi teminat koşullarına sahip olacaklardır.
- Hedge fon sektörünün şeffaflığı artırma konusunda kendisinin inisiyatif alması, doğrudan düzenleme yapılmasına ilişkin baskıları azaltacaktır.

Hedge fon sektörüne ilişkin çeşitli konularda standartların geliştirilmesi konusunda, BCBS (Basel Committee on Banking Supervision), CRMPG (Counterparty Risk Management Policy Group), FSF (Financial Stability Forum), PWG (US President’s Working Group on Financial Market), MFA (Managed Funds Association) ve IOSCO gibi bazı kamu ve özel sektör kurumlarının çalışmaları bulunmaktadır (Lahabiant, 2006). Örneğin, MFA, Ağustos 2005’te “Hedge Fon Yöneticileri İçin En İyi Uygulamalar” adlı bir rapor yayımlarken, IOSCO, Mart 2007’de, “Hedge Fon Portföylerini Değerleme İlkeleri” adlı bir rapor yayımlamıştır.

Hedge fon sektörünün kendisi de, yatırımcının korunması sağlamak ve piyasa disiplini arttırmak

çeşitli inisiyatifler almaktadır (Garbaravicius ve Dierick, 2005). Önemli inisiyatiflerden biri, Londra bazlı 14 hedge fon yöneticisinin bir araya Temmuz 2007’de “The Hedge Fund Working Group” (HFWG) adlı bir çalışma grubu oluşturmalarıdır. Bu çalışma grubu, sektör temsilcileri ve diğer ilgili taraflarla yapılan görüşmelerin ardından, 28 Ocak 2008 tarihinde, hedge fon yöneticileri için en iyi uygulama standartlarını yayımlamıştır (The Hedge Fund Working Group, 2008).

Bu seçeneğin başarılı olması için, standartların geniş bir sektör üyesi tarafından geliştirilmesi ve yine geniş bir sektör üyesi tarafından benimsenerek uygulanması gerekmektedir. Bunun için öncelikle hedge fonların çıkarlarının uyuşması gerekmektedir. Ayrıca gönüllü uygulamaya dayalı olması da bu seçeneğin olumsuz yönlerinden birini oluşturmaktadır.

### ***Hedge Fonların Derecelendirilmesi***

Hedge fonlara ilişkin şeffaflığın artırılmasında diğer bir öneri, derecelendirme kurumlarının hedge fonları değerlendirerek bir kredi notu vermeleridir. Bu şekilde, kredi notları, hem yatırımcılar hem de genel kamuoyu için bir bilgi değeri taşıyabilir ve daha fazla şeffaflık için diğer bir temel yapı taşını oluşturabilir (Walter, 2006). Derecelendirme kuruluşlarının kredi notları, genel olarak borçlunun temerrüde düşme riskini göstermektedir. Hedge fonlar aktif işlem yapan kurumlar oldukları için, hedge fonların portföy kompozisyonları ve risk profili günlük bazda tamamen değişebilmektedir. Bu nedenle, hedge fonların temerrüde düşme olasılığını değerlendirmek için geleneksel kredi notlarının kullanılması pek mümkün gözükmemektedir. Ayrıca bu tür kredi notları, yatırımcılar veya diğer taraflar için de bir anlam ifade etmeyecektir. Dolayısıyla kredi derecelendirme kuruluşları; hedge fonun risk yönetim yapısı, denetim, fonun altyapısının gelişmişliği, sermaye yapısı, yatırımcılara olan şeffaflık düzeyi gibi kriterleri kullanarak hedge fonları değerlendirmelidirler (Mccarthy, 2007; Bunderverband Deutscher Banken, 2007). Moody’s Investors Service, Standard & Poor’s ve Fitch Ratings gibi derecelendirme kurumları, hedge fonların derecelendirilmesi için ayrı metodolojiler geliştirmektedirler. Bazı hedge fonlar ise, kredi notu almak için bu derecelendirme kurumlarına başvurmaya başlamışlardır (Postelnicu, 2006).

## **TÜRKİYE’DE HEDGE FONLARA İLİŞKİN MEVZUATIN ŞEFFAFLIK AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ**

Hedge fonların geçmişinin 1950’li yıllara kadar geriye gitmesine ve günümüzde hedge fonların sayısının



yaklaşık on bine ve aktif büyüklüğünün 2 trilyon \$'a ulaşmasına karşın, Türkiye'de hedge fonlarla ilgili yasal düzenleme 2006 yılında yapılmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), 22/9/2006 tarihli ve 26297 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan "Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ" (Seri:VII, No:29) ile hedge fonlara ilişkin gerekli düzenlemeleri yapmıştır. Görüldüğü gibi, SPK, hedge fonlara ilişkin ayrı bir tebliğ düzenlemek yerine, yatırım fonlarına ilişkin tebliğde değişikliğe giderek, hedge fonları, yatırım fonlarının bir türü olarak nitelendirmiştir.

Seri:VII ve No:29 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğde, en az 1 milyon YTL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişiler "nitelikli yatırımcı", katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan fonlar ise "serbest yatırım fonları" (hedge fonlar) olarak tanımlanmıştır. Ayrıca söz konusu Tebliğde, hedge fonların özellikleri ve diğer fon türlerinden farklılıkları düzenlenmiştir. Bilgi verme ve açıklama yükümlülükleri, yani şeffaflık açısından, hedge fonların temel özellikleri ve diğer fon türlerinden farklılıkları aşağıdaki şekilde sıralanabilir:

- Bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 sayılı Kanun'un geçici 20. maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar SPK'dan izin almak koşuluyla fon kurabilirler. Dolayısıyla, hedge fon kurmak isteyen söz konusu kurumların öncelikle SPK'dan izin almaları gerekmektedir. Hedge fonların içtüzükleri, SPK tarafından belirlenen esaslara uygun olması gerekmektedir. SPK tarafından uygun görülen fon içtüzüklerinin ticaret siciline tescil ve TTSG'de (Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi) ilan olunması gerekmektedir. Benzer şekilde, SPK'nın onay verdiği içtüzük değişikliklerinin de ticaret siciline tescil ve TTSG'de ilan olunması ve eğer yapılan içtüzük değişiklikleri, yatırımcıların yatırım yapma kararını etkileyebilecek derecede önemli ise, söz konusu değişikliğin Türkiye çapında yayım yapan günlük en az iki gazetede ilan ettirilmesi gerekmektedir. Fakat, Türkiye çapındaki gazetede ilan şartı, özel fonlar (katılma belgeleri önceden belirlenmiş kişi veya kuruluşlara tahsis edilmiş fonlardır) ve hedge fonlar için geçerli değildir. Hedge fonlar sadece nitelikli yatırımcılara yönelik olduğu için, hedge fonların yatırımcı kararlarını etkileyebilecek önemli içtüzük değişikliklerini gazetelerde ilan ettirme yükümlülüğü bulunmamaktadır.
- Diğer fonlarda olduğu gibi, hedge fonların izahnamelerinin de SPK tarafından onaylanması ve kurucunun merkezinin bulunduğu yer ticaret siciline tescil ve TTSG'de ilan ettirilmesi

gerekmektedir. Fakat, özel fonlarda TTSG'nde ilan edilen izahnamenin ayrıca içtüzükte belirlenen kişi ve kuruluşlara, hedge fonlarda ise satış yapılan nitelikli yatırımcılara iadeli taahhütlü mektupla 6 iş günü içinde gönderilmesi gerekmektedir. Görüldüğü gibi, diğer fonlarda izahnamenin tescil ve ilanı yeterli iken, özel ve hedge fonlarda izahnamenin tescil ve ilanına ilaveten, yatırımcılara gönderme yükümlülüğü de bulunmaktadır.

- Diğer fon türlerinde, izahnamenin tescilini takiben 10 işgünü içinde sirkülerin Türkiye çapında yayım yapan en az iki günlük gazetede ilanından sonra katılma belgeleri tasarruf sahiplerine satılırken, özel ve hedge fonlarda, izahnamenin tescil ve ilanını takiben 10 işgünü içinde katılma paylarının yatırımcılara satılmasına başlanmaktadır. Diğer bir ifadeyle, özel ve hedge fonlarda, fon arzına ilişkin sirküleri gazetelerde ilan ettirme yükümlülüğü bulunmamaktadır.
- Diğer fon türlerinde, SPK'dan onay alındıktan sonra izahnamedeki değişikliklerin ticaret siciline tescil ettirilmesi ve ilanı, sirkülerdeki değişikliklerin ise, bu sirkülerin ilan edildiği gazetelerde yayımlanması zorunlu tutulmuştur. İzahnamede yapılacak değişiklikler, özel fonlarda, katılma payı sahiplerine 6 iş günü içinde iadeli taahhütlü mektupla bildirilmesi gerekirken, hedge fonlarda, yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek önemli değişiklikler yürürlüğe giriş tarihinden en az 30 gün önce katılma payı sahiplerine iadeli taahhütlü mektupla bildirilmesi gerekmektedir.
- Diğer fon kurucuları, kurdukları fonların halka arzına veya satışına ilişkin reklam yapabilirken, özel fonlar ve hedge fonlar, halka arza veya satışa ilişkin ilan ve reklam veremezler. Çünkü, özel fonlar, içtüzüklerinde belirlenen kişi ve kurumlara satılmak üzere çıkarılmaktadır. Hedge fonlar ise nitelikli yatırımcılara yönelik çıkarılmaktadır.
- Yatırım fonları, fon toplam değerini tedavüldeki katılma belgesi sayısına bölerek her gün için katılma belgesinin değerini hesaplar ve ilan ederler. Ayrıca içtüzüklerinde hüküm bulunmak kaydıyla fonlar, aynı gün içinde iki fiyat da açıklayabilirler. Fakat diğer fon türlerinden farklı olarak, hedge fonların pay fiyatları en az ayda bir kere hesaplanmak ve fon yatırımcılarına bildirilmek zorundadır.
- İchtüzüğünde hüküm bulunmak şartı ile kurucunun talebi ve borsanın uygun görmesi üzerine menkul kıymet niteliği verilen A tipi fonların katılma belgeleri borsada işlem görebilirken, hedge fonların katılma paylarının borsada işlem görmesi söz konusu değildir.
- Diğer yatırım fonları, periyodik raporlar kapsamında günlük, aylık ve yıllık olarak rapor düzenlemek zorunda iken, hedge fonlar, günlük

rapor hazırlama yükümlülüğünden muaftırlar. Dolayısıyla, hedge fonlar, sadece aylık ve yıllık rapor hazırlamak ve SPK'ya sunmak zorundadır. Ayrıca aylık raporlar, ay içerisindeki menkul kıymet ve katılma belgesi hareketleri ile fon performansına ilişkin bilgileri içerecek şekilde düzenlenmelidir. Bir önceki yılla karşılaştırmalı olarak hazırlanmış bağımsız denetimden geçmiş fon bilanço ve gelir tabloları ile fon portföy değeri ve fon toplam değeri tablolarını içeren yıllık raporun ise, her hesap döneminin bitimini takip eden 3 ay içinde SPK'ya gönderilmesi gerekmektedir. Fakat, özel fonlara ve hedge fonlara ilişkin bağımsız denetim raporları gazetelerde ilan edilmez, buna karşın, yatırımcılara iadeli taahhütlü olarak postayla gönderilir. Ayrıca, hedge fonların ara mali tablolarının bağımsız denetimden geçirme ve SPK'ya gönderme yükümlülükleri bulunmamaktadır.

- Diğer yatırım fonu türleri; halka arza ilişkin ve kamuoyunu aydınlatma kapsamında periyodik olarak yapılanlar dışında, belirli kurallara uymak şartıyla reklam ve ilan verebilirler. Buna karşın, özel fonlara ve hedge fonlara ilişkin olarak her ne suretle olursa olsun reklam ve ilan verilmesi yasaktır.

Düzenleyici kurum olarak SPK, gerek hedge fonları kayıt altına alarak faaliyetlerini izlemek ve hedge fonların faaliyetlerinden kaynaklanabilecek olası riskleri değerlendirebilmek, gerekse yatırımcıları korumak için, Türkiye'de kurulacak hedge fonlara izin alma ve kayıt olma şartı dışında, yatırım fonlarının tabi olduğu çoğu yükümlülüğe de uyma şartı getirmiştir. SPK'ya ve yatırımcılara bilgi verme ve açıklama yapma açısından, hedge fonlar ile diğer fonlar arasında fazla bir farklılık bulunmamaktadır. Hedge fonlar ile diğer fonlar arasındaki temel farklılık, hedge fonlara sadece nitelikli yatırımcıların yatırım yapabilmeleri ve hedge fonların portföy sınırlamalarına tabi olmadan istedikleri yatırım stratejilerini kullanabilmeleridir. Hedge fonlar yasal düzenlemelerin getirdiği kısıtlamalardan kaçınmak için, genellikle Cayman Adaları, Virgin Adaları, Bahamalar, Panama, Bermuda gibi vergi cenneti (offshore) ülkeleri tercih ettikleri ve Türkiye'deki mevzuatın diğer ülke uygulamalarına göre daha ağır olduğu göz önünde bulundurulduğunda, yabancı yatırımcılar tarafından Türkiye'de yerleşik bir hedge fon kurulması pek mümkün görünmemektedir. Buna karşın, yerli yatırımcılara yönelik olarak yerel hedge fonlar kurulabilir. Nitekim, Türkiye'de henüz kurulmuş bir hedge fon bulunmamasına karşın, SPK, iki yerel kurumun hedge fon kurmak amacıyla kendilerine başvuruda bulduklarını açıklamıştır. Yerel hedge fonlar kurulduktan ve faaliyetlerine başladıktan sonra, gerek şeffaflık gerekse diğer konularda daha sağlıklı bir değerlendirme yapmak mümkün olabilecektir.

## SONUÇ

Fonların toplanarak bir havuz oluşturulduğu ve profesyonel yöneticiler tarafından katılımcılar adına yönetildiği yatırım fonlarının bir türü olan hedge fonlar, bazı özellikleri ile geleneksel yatırım fonlarından ve varlık yönetim firmalarından ayrılmaktadır. Hedge fon; performanslarına göre ücret alan profesyoneller tarafından özel olarak kurulan ve yönetilen, sadece nitelikli yatırımcılara açık olan, portföy sınırlamalarına tabi olmadan hisse senetleri, tahviller, türev ürünler, yabancı paralar gibi geniş bir varlık sınıfına yatırım yapabilen ve pozitif mutlak getiri elde etmek amacıyla aktif yatırım stratejileri izleyebilen bir yatırım aracıdır. Hedge fonların temel özelliği, yatırım yaptığı varlıklar ve izlediği yatırım stratejileri açısından hiçbir kısıtlamaya tabi olmamaları ve diğer fonların veya fon yönetim firmalarının tabi olduğu yasal düzenlemelerin çoğundan muaf olmalarıdır.

Son yıllarda hedge fonlar, global finansal piyasalarda önemli oyuncuların biri haline gelmiştir. Özellikle 1990'lardan sonra hızla büyüyen hedge fon sektörü, yaklaşık 2 trilyon \$ varlığı yönetir hale gelmiştir. Aktif büyüklüğü olarak hala fon yönetim sektöründe küçük bir paya sahip olmasına karşın, hedge fonların finansal piyasalardaki rolleri ve yüksek işlem hacimleri, hedge fonları, büyüklüğüne göre daha önemli bir konuma getirmektedir. Bu nedenle hedge fonlar, çeşitli açılardan oldukça fazla tartışmaya konu olmaktadır.

Hedge fonlarla ilgili tartışma konularından biri de şeffaflıktır. Şeffaflığın; hedge fonlar ile yatırımcılar arasındaki şeffaflık, hedge fonlar ile karşıtaraflar arasındaki şeffaflık ve hedge fonlar ile düzenleyici kurumlar ve genel kamuoyu arasındaki şeffaflık olmak üzere üç boyutu bulunmaktadır. Hedge fonlar, yatırımcılarına ve karşıtaraflara zaten bilgi sunmakta ve açıklama yapmaktadırlar. Bazı eksikliklerin ve yetersizliklerin olmasına karşın, hedge fonlar ile yatırımcılar ve karşıtaraflar arasında şeffaflığın olduğunu söyleyebiliriz. Burada asıl tartışma konusu olan, hedge fonlar ile düzenleyici kurumlar ve diğer piyasa üyeleri arasındaki şeffaflıktır. Bazı kişi ve kurumlar; hedge fonların kayıt altına alınmasını ve hedge fonların faaliyetlerinden kaynaklanabilecek olası riskleri değerlendirebilmek amacıyla hedge fonların yatırım pozisyonlarına ilişkin bilgilerin düzenleyici kurumlara rapor edilmesini istemektedirler. Bazıları ise, hedge fonlar ile düzenleyici kurumlar arasındaki şeffaflığın artırılmasının pek kolay olmadığı gibi, bunun fazla bir faydasının da olmayacağını ifade etmektedirler. Çünkü hedge fonlara yönelik doğrudan düzenleme yapılması durumunda, hedge fonlar, kolayca yer değiştirebilir ve yasal yükümlülüklerden kurtulabilirler. Bu nedenle, hedge fonlara yönelik yapılacak herhangi bir doğrudan düzenlemenin uluslararası bazda çok geniş bir mutabakatla uygulanması gerekecektir. Genel kabul

gören görüş ise, hedge fonların raporlama ve açıklama yapmalarını zorunlu kılacak doğrudan düzenlemeler yerine, hedge fon karşıtarafına ve hedge fonlara ödünç verenlere yönelik denetim ve risk yönetim sürecini geliştirerek dolaylı yoldan hedge fonların düzenleme altına alınmasıdır. Hedge fonlara ilişkin artan kaygılara rağmen, yakın zamanda, hedge fonların, düzenleyici kurumların gözetimi ve denetimi altına alınması muhtemel gözükmemektedir. Çünkü, İngiltere, ABD ve diğer bazı ülkelerdeki düzenleyici kurumlar, hedge fonların karşıtaraf riskinin yönetimi aracılığıyla dolaylı olarak düzenleme altına alınmasının, hedge fon faaliyetlerini izlemenin ve hedge fonların faaliyetlerinden kaynaklanabilecek olası riskleri azaltmanın en iyi yolu olacağı görüşüne sahiptirler. Hedge fonların ağırlıklı olarak ABD ve İngiltere merkezli olması, bu ülkelerin konunun üzerine gitmelerinin önemli bir nedeni olarak görülmektedir. Buna karşın, yatırımcının korunmasına ve şeffaflığın artırılmasına yönelik ortak ilke ve standartlar belirlemek amacıyla, hedge fon sektörü kendi içerisinde bazı çalışmalar yapmaya başlamıştır. Ancak sektör temsilcileri tarafından atılan bu adımların da, görüş farklılıkları ve çıkar uyumsuzlukları nedeniyle, kısa zaman içerisinde bir sonuca ulaşması beklenmemektedir.

#### KAYNAKÇA

“Recent developments in hedge funds” (2006). Financial Systems and Bank Examination Department, Financial Markets Department, Bank of Japan, June 13.

Adams, C. (2005). “Hedge funds and financial market dynamics: Some perspectives from the Asian experience”, September.

Anson, M.J. P. (2002). “Hedge funds”, *The Handbook of Financial Instruments*, Ed.: Frank J. Fabozzi, New Jersey: John Wiley & Sons Inc..

Aydın, F. ve Us, V. (2008). “Hedge fonlar: Eğilimler ve riskler”, *TİSK Akademi*, 3(5): 168-184.

Becker, B. ve Doherty-Minicozzi, C. (2000). “Hedge funds in global financial markets”, February, <http://www.wilmerhale.com/files/Publication/6a289a59-73ba-4bb7-a1e5-2b2232d858d2/Presentation/PublicationAttachment/d40c0566-7cfc-4381-aa61-d30812777594/Markets.PDF>, (16.04.2008).

Bernanke, B.S. (2006). “Hedge funds and systemic risk”, *BIS Review* 41/2006: 1-4, <http://www.bis.org/review/r060522a.pdf>, (16.04.2008).

Bunderverband Deutscher Banken (2007). “Making hedge funds more transparent”, Position Paper of the Association of German Banks”, Berlin, 15 May.

Cole, R.T., Feldberg, G. ve Lynch, D. (2007). “Hedge funds, credit risk transfer and financial stability”,

*Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds*, Banque de France, 10: 7-17.

Crockett, A. (2007). “The evolution and regulation of hedge funds”, *Financial Stability Review: Special issue on hedge funds*, Banque de France, 10: 19-28.

Danielson, J. ve Zigrand, J. (2007). “Regulating hedge funds”, *Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds*, Banque de France, 10: 29-36.

Delasantellis, J. (2006). “Hedge funds: Playing dice with the universe”, [http://www.atimes.com/atimes/Global\\_Economy/H06Dj02.html](http://www.atimes.com/atimes/Global_Economy/H06Dj02.html), (18.04.2008).

Delice, G., Doğan, A. ve Uzun, M. (2004). “Finansal regülasyon ve piyasa disiplini”, *C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 5(1): 101-130.

Dreyfus, B. (2007). “What hedge funds risk”, <http://www.nakedcapitalism.com/2007/06/what-hedge-funds-risk.html>, (12.05.2008).

Edwards, F.R. (2006). “Hedge funds and investor protection regulation”, *Economic View*, Federal Reserve Bank Of Atlanta, Fourth Quarter, 35-48.

Eichengreen, B. ve Mathieson, D. (1999). “Hedge funds: What do we really know?”, International Monetary Fund, September, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues19/index.htm>, (18.04.2008).

Enos, G. (2008). “Full disclosure”, BenefitsCanada, Spring, [http://www.benefitscanada.com/investments/alternative/article.jsp?content=20080310\\_140551\\_2732](http://www.benefitscanada.com/investments/alternative/article.jsp?content=20080310_140551_2732), (18.06.2008).

Ferguson, R. ve Laster, D. (2007). “Hedge funds and systemic risk”, *Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds*, Banque de France, 10: 45-54.

Financial Services Authority (FSA), (2005). “Hedge funds: A discussion of risk and regulatory engagement”, Discussion Paper, June.

Foster, D.P. ve Young, H.P. (2008). “The hedge fund game: Incentives, excess returns and piggy-backing”, March 2, <http://ideas.repec.org/p/oxf/wpaper/378.html>, (26.05.2008).

Fung, W. ve Hsieh, D. (1999). “A primer on hedge funds”, *Journal of Empirical Finance*, (6): 309-331.

Fung, W. ve Hsieh, D. (2006). “Hedge funds: An industry in its adolescence”, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta Fourth Quarter, 1-34.

Garbaravicius, T. ve Dierick, F. (2005). “Hedge funds and their implications for financial stability”, European Central Bank, Occasional Paper Series, No. 34, August.

- The Hedge Fund Working Group (HFWG), (2008). "Hedge fund standards: Final report", January, <http://www.pellin.co.uk/HFWG/Final-Report.pdf>, (14.06.2008).
- Hedges, J.R. (2005). *Hedges on Hedge Funds: How to Successfully Analyze and Select an Investment*, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc..
- Holt, C. (2008). "Survey: Hedge funds report more frequently than other asset managers", June 10, <http://seekingalpha.com/article/80714-survey-hedge-funds-report-more-frequently-than-other-asset-managers>, (12.05.2008).
- Huisman, R. ve Koedijk, K.G. (1998). "Financial market competition: The effects of transparency", *De Economist*, 146(3): 463-473.
- Hutchings, W. (2008). "Industry assets hit \$1,9 trillion", January 31, <http://www.efinancialnews.com/usedition/index/content/2349664184>, (02.06.2008).
- Jorion, P. (2008). "How to resolve hedge fund transparency", June 9, <http://www.pionline.com/apps/pbcs.dll/article?AID=/20080609/PRINTSUB/568354356/1026/TOC>, (16.07.2008).
- Kambhu, J., Schuermann, T. ve Stiroh, K.J. (2007). "Hedge funds, financial intermediation and systemic risk", Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 291, July.
- Lhabitant, F. (2006). *Handbook of Hedge Funds*, Chichester: John Wiley & Sons Ltd..
- Lipsky, J. (2007). "International financial markets: Stability and transparency in the 21<sup>st</sup> century", Keynote Speech at the Social Democratic Party Caucus, Berlin, June 20, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2007/062007.htm>, (12.06.2008).
- Mccarthy, C. (2007). "Transparency requirements and hedge funds", *Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds*, Banque de France, 10: 77-83.
- Nouy, D. (2007). "Indirect supervision of hedge funds", *Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds*, Banque de France, 10: 95-104.
- Noyer, C. (2007). "Hedge funds: What are the main issues?", *Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds*, Banque de France, 10: 105-111.
- Papademos, L.D. (2007). "Monitoring hedge funds: A financial stability perspective", *Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds*, Banque de France, 10: 113-125.
- Podkaminer, L. (2006). "Hedge funds and financial stability", <http://www.europarl.europa.eu/comparl/econ/emu/20061010/podkaminer.pdf>, 12.03.2008.
- Postelnicu, A. (2006). "Funds: New ratings for hedge funds", September 6, <http://www.iht.com/articles/2006/09/05/bloomberg/xfund.php>, (10.06.2008).
- Prada, M. (2007). "The world of hedge funds: Prejudice and reality, the AMF's contribution to the debate on alternative investment strategies", *Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds*, Banque de France, 10: 127-135.
- Rato, R. (2007). "Expanding world economy is risky business", *Globe and Mail*, June 18, <http://www.imf.org/external/np/vc/2007/061807.htm>, (12.12.2007).
- The Report of The President's Working Group on Financial Markets, (1999). "Hedge funds, leverage and the lessons of Long-Term Capital Management", April.
- Ryback, W.A. (2007). "Hedge funds in emerging markets", *Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds*, Banque de France, 10: 143-149.
- Securities and Exchange Commission (SEC), (2003). "Implications of the growth of hedge funds", September, <http://www.sec.gov/news/studies/hedgefunds0903.pdf>, (12.03.2008).
- Vishwanath, T. ve Kaufmann, D. (1999). "Towards transparency in finance and governance", The World Bank Draft, September.
- Walter, N. (2006). "Hedge funds and financial stability", October, <http://www.europarl.europa.eu/comparl/econ/emu/20061010/walter.pdf>, (18.04.2008).
- Weber, A. (2007). "Hedge funds: A central bank perspective", *Financial Stability Review: Special Issue on Hedge Funds*, Banque de France, 10: 161-168.
- Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri:VII, No: 10), Sermaye Piyasası Kurulu.
- Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (Seri: VII, No: 29), Sermaye Piyasası Kurulu.
- Yıldız, T.E. (2004), "Hedge fonların işleyişi", Yeterlik Etüdü, SPK, İstanbul, Haziran.
- <http://www.tdk.gov.tr/TR/SozBul.aspx?F6E10F8892433CFFAAF6AA849816B2EF4376734BED947CDE&Kelime=%u015feffaf>, (12.06.2008).
- <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/transparency>, (12.06.2008).