

Serbest Fonlar: “HEDGE” Fonlarının Türkiye’ye Uyarlaması

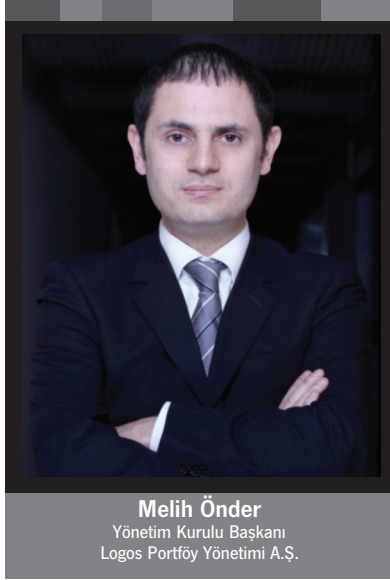
“Türkiye’de halen 23 tane serbest yatırım fonu kurulu olup bunların toplam büyüklükleri tahminen toplam fon piyasasının %1-2’sine tekabül etmektedir”

2006 yılında SPK’nın çıkardığı Tebliğ ile yasal zeminini kurulan serbest fonlar son yıllarda mütevazı de olsa bir artış eğiliminde. “Serbest Fon” esasında 1990’lı ve 2000’li yıllarda küresel piyasalarda hızla yayılıp \$1 trilyon’a yakın bir değere ulaşmış olan ve yine bir Anglo-Saxon icadı olan “hedge fund”ın Türk sermaye piyasalarına uyarlaması olarak nitelendirilebilir. Öyleyse Serbest Fonları anlamak için önce ilham kaynağı olan “hedge” fonlarının ne olduğuna bakmak gerekir.

“Hedge Fund” Nedir?

“Hedge Fund” kavramının çıkış noktası “hedge” etmek yani bariyer veya defans kurmak, risklerden korunmaktır. “Hedge fund”ların temel yatırım filozofisi de piyasaların genel iniş ve çıkışlarından kaynaklanan risklerden kısmen de olsa korunma amacına dayalıdır. Nitekim “hedge fund”lar genellikle hisse senetlerinde kısa pozisyon alarak veya türev enstrümanlardan yararlanarak bu amaca ulaşmaya çalışırlar. Yani hedge fonlarının misyonu piyasadaki kısmen bağımsız, korumalı yüksek veya istikrarlı getiri, başka bir deyişle düşük volatilité ile yüksek (veya pratikçe makul) bir getiri sağlamaktır. Zaten akılcı bir bireysel yatırımcının amacı da bu değil midir?

Ancak “hedge fund” kavramı yaratıcılıkta pek de sınır tanımayan ABD finansal piyasalarında son 20 yılda önemli bir evrim ve çeşitlen-



Melih Önder
Yönetim Kurulu Başkanı
Logos Portföy Yönetimi A.Ş.

2006 yılında çıkan “Serbest Fon” mevzuatının sağladığı en büyük avantaj türev enstrümanlarının kullanımında, açığa satışta ve kaldıraç kullanımında sağlanan esneklikten ziyade, fona giriş ve çıkışların her gün olma zorunluluğunun kalkması ve performans ücretine izin verilmesidir.

meye uğramış ve “hedge fund” kavramı “hedge” etme olgusunun kısmen dışına taşmıştır. Öyleyse herkesin diline doladığı “hedge” fonlarını günümüzde tam olarak nasıl tanımlayabiliriz?

“Hedge Fund”ların Özellikleri

- Hedge fonları piyasa risklerinden kısmen korunaklı ve piyasa getirisinden kısmen bağımsız mutlak getiri hedefler -ki fon yöneticisinin becerisini yansıtan bu getiriye piyasa jargonunda “alfa” denilmektedir.
- Bu amaca ulaşmak için hedge fonları bazen (ama her zaman değil) türev enstrümanlar ve / veya “kaldıraç” kullanırlar -- veya en azından kullanmaya yetkileri vardır. (Kaldıraç kullanımının bir nedeni de arbitraj pozisyonlarının elde edilen küçük “spread”lerini kaldıraçla büyütülmesi gereksinimidir.)
- Hedge fonlarının komisyon yapısı önemli derecede “performans ücretine” odaklıdır. Bu sayede hem “yetenekli beyinler” fon yöneticisi olmaya motive olmakta, hem de yatırımcının çıkarı ile fon yöneticisinin çıkarı arasında paralellik sağlanmaktadır.

“Hedge Fund”larla İlgili Yanılgılar

Hedge fonları ile ilgili en önemli yanılgı -ki bu yanılgı kanaatimce “Serbest Fon”lara da sirayet etmiştir- klasik yatırım fonlarından daha riskli oldukları kanaatidir. Bu kanaatin nedeni bazı hedge fonlarında kaldıraçın kullanılması ve kaldıra-

Serbest fonlar Türk sermaye piyasalarının gelişmesi için gerekli olan “yaratıcılık” faktörünü sağlayan unsurlardan biri haline gelebilir ve gelmelidir.

cın doğal olarak büyük çaplı ve hatta total sermaye kaybına neden olabilmektedir. Oysaki hedge fonlarının önemli bir kısmı, hiç kaldıraç kullanmamakta ve türev enstrümanlarına yalnızca “koruma” amaçlı yatırım yapmaktadır. Aslında ortaya çıkış amacı riski azaltmak olan hedge fonlarının kaldıraç kullanımından dolayı normalden daha riskli olarak algılanır hale gelmesi, kaderin bir cilvesi olarak görülebilir. Ancak gerçek şudur ki: kaldıraç kullanan hedge fonlarının riski normalden daha yüksek olabilir; kaldıraç kullanmayanların riski ise ehil fon yöneticilerinin elinde ortalamadan daha düşüktür.

Hedge fonları ile ilgili bu yanılgı, mevzuata dayalı nedenlerle “offshore”da kurulmaları ile birleşince, “hedge fund” dünyasının yüksek varlık düzeyine sahip yatırımcılara mahsus olduğu algısını ortaya çıkarmıştır. Oysaki korumalı yüksek getiri büyükten küçüğe her yatırımcının doğal arzusu ve bilhassa küçük yatırımcının bir gereksinimidir.

Türkiye’de Serbest Fonlar

2006 yılında çıkan “Serbest Fon” mevzuatının sağladığı en büyük avantaj türev enstrümanlarının kullanımında, açığa satışta ve kaldıraç kullanımında sağlanan esneklikten ziyade, (i) fona giriş ve çıkışların her gün olma zorunluluğunun kalkması ve (ii) performans ücretine izin verilmesidir. Bu sayede fon

yöneticilerinin fonu daha etkin idare etmeleri, bu doğrultuda motive olabilmeleri ve yatırımcı çıkarları ile fon yöneticilerinin çıkarları arasında paralellik sağlanabilmesinin önü açılmıştır.

Türkiye’de halen 23 tane serbest yatırım fonu kurulu olup bunların toplam büyüklükleri tahminen toplam fon piyasasının %1-2’sine tekabül etmektedir. Bu oran küresel piyasadaki durumdan pek de farklı değildir.

Serbest Fonlarla İlgili Sorunlar ve Gelişmelerini Frenleyen Faktörler

Türkiye’de serbest fonların büyümesini engelleyen en önemli mevzuata bağlı unsur, serbest fonların SPK tarafından riskli olarak algılanmasından dolayı yalnızca bir milyon TL’nin üzerinde nakit varlığı olan “nitelikli yatırımcı”lara satılabilmesi ve ayrıca tanıtımlarının aynı nedenden dolayı neredeyse tamamen kısıtlanmasıdır. Oysaki kaldıraçsız serbest yatırım fonları orta veya küçük çaplı bireysel yatırımcılar için dahi son derece işlevsel bir yatırım aracı olabilir.

Diğer bir sorun ise sermaye piyasalarında çeşitliliğin, açığa satış imkanının az olması ve türev enstrümanlarının kısıtlılığı nedeniyle “hedge fund” yönetim tarzlarının önemli bir kesitinin Türk sermaye piyasalarına yönelik olarak icra edilememesidir. En başta “piyasa nötr” stratejilerin uygulanması pratikte zor olup trend takibi, yarı yönlü ve değer odaklı stratejileri uygulamak şu anki konjunktürde daha gerçekçidir.

Serbest fonlar Türk sermaye piyasalarının gelişmesi için gerekli olan “yaratıcılık” faktörünü sağlayan unsurlardan biri haline gelebilir ve gelmelidir. Bu bağlamda SPK ve fon yöneticileri işbirliği içinde olup bireysel ve kurumsal yatırımcılara katma değerli ürün sunulması doğrultusunda çalışabilirler.

İŞ YATIRIM - LOGOS DİNAMİK DAĞILIMLI SERBEST YATIRIM FONU

İş Yatırım’ın kurucusu ve Logos Portföy Yönetimi A.Ş.’nin portföy yöneticisi olduğu İş Yatırım - Logos Dinamik Dağılımlı Serbest Yatırım Fonu (“DDSYF”) 2011 yılı içinde halka arz edilmiştir. Fonun hedefi nitelikli yatırımcılara, değişik varlık sınıflarının ağırlıklarının dinamik olarak ayarlanması ve temel değerlemeye dayalı hisse senedi seçimi marifetiyle piyasa dalgalanmalarından kısmen korumalı yüksek mutlak getiri sunmaktır.

Peki İş Yatırım - Logos DDSYF bu amacına nasıl ulaşır? Başka bir deyişle piyasadan bağımsız getiriyi (yani “alfa”yı) nasıl elde etmeyi hedefler?

- Deneyim birikimi, makroekonomik ve politik analize dayalı piyasa zamanlaması;
- temel analize ve değerlendirme modeline dayalı hisse seçimine dayanarak “alfa” elde edilmesi,
- kaldıraç kullanmadan türev enstrümanların yalnızca koruma amaçlı olarak değerlendirilmesi ve
- piyasa düşüşlerinde “stop loss” stratejilerinin disiplinli olarak uygulanması sayesinde kayıpların sınırlanması hedeflenir.

