T.C. KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE VE FİNANSMAN BİLİM DALI

SERBEST YATIRIM FONU İLE PAY SENEDİ YOĞUN FONUN PERFORMANSINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN KARŞILAŞTIRILMASI: TÜRKİYE UYGULAMASI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Aydın ATEŞ

KOCAELİ 2021

T.C. KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE VE FİNANSMAN BİLİM DALI

SERBEST YATIRIM FONU İLE PAY SENEDİ YOĞUN FONUN PERFORMANSINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN KARŞILAŞTIRILMASI: TÜRKİYE UYGULAMASI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Aydın ATEŞ

Doç. Dr. Sibel FETTAHOĞLU

KOCAELİ 2021

T.C. KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE VE FİNANSMAN BİLİM DALI

SERBEST YATIRIM FONU İLE PAY SENEDİ YOĞUN FONUN PERFORMANSINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN KARŞILAŞTIRILMASI: TÜRKİYE UYGULAMASI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Tezi Hazırlayan: Aydın ATEŞ
Tezin Kabul Edildiği Enstitü Yönetim Kurulu Karar ve No: 09.06.2021/13

KOCAELİ 2021

ÖNSÖZ

Yüksek Lisans bitirme tezim süresince gece gündüz hiçbir desteğini esirgemeyen, fikirlerinden, bilim insanı kişiliğinden çok şey öğrendiğim değerli danışman hocam Doç. Dr. Sibel FETTAHOĞLU'na teşekkür ederim. Çalışma süresince desteklerini eksik etmeyen aileme sonsuz teşekkür ederim.

Aydın ATEŞ

Kocaeli, 2021

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ ..... **iv**
İÇİNDEKİLER ..... **v**
ÖZET ..... **vii**
ABSTRACT ..... **viii**
KISALTMALAR ..... **ix**
ŞEKİLLER LİSTESİ ..... **x**
TABLOLAR LİSTESİ ..... **xi**
GİRİŞ **1**

BİRİNCİ BÖLÜM

1.TEMEL KAVRAMLAR **3**
1.1.Kolektif Yatırım Kuruluşu ve Yatırım Fonu Kavramları **3**
1.2. Yatırım Fonlarına İlişkin Temel İlkeler **5**
1.2.1. Menkul Kıymet Portföyü İşletme İlkesi 5
1.2.2. Riskin Dağıtılması İlkesi 5
1.2.3. Profesyonel Yönetim İlkesi 6
1.2.4. Mal Varlığının Korunması İlkesi 6
1.2.5. İnançlı Mülkiyet İlkesi 6
1.3. Şemsiye Fon ve Yatırım Fon Türleri **7**
1.4 Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu (TEFAS) **10**

İKİNCİ BÖLÜM

2. SERBEST YATIRIM FONLARINA GENEL BAKIŞ **12**
2.1. Serbest Yatırım Fonlarının Tanımı ve Tarihsel Gelişimi **12**
2.2 Serbest Yatırım Fonunun Özellikleri **17**
2.2.1 Kaldıraç Kullanımı 18
2.2.2 Şeffaflık 18
2.2.3 Eşit Yönetim Koşulları 18
2.2.4 Sınırlı Likidite 19
2.2.5 Esnek Yatırım Politikaları 19
2.2.6 Profesyonel Yönetici ve Nitelikli Yatırımcı 20
2.2.7 Getiri Hedefi ve Ücreti Yapısı 20
2.3. Serbest Yatırım Fonunun Yapısı **21**
2.3.1 Yan Yana Serbest Yatırım Fonu Yapısı 22
2.3.2 Ana Fon Yapısı 23
2.4. Serbest Yatırım Fonun Riskleri **24**
2.5. Serbest Yatırım Fonu Stratejileri **26**

2.5.1. Yönlü stratejiler 27
2.5.2. Olay Odaklı Stratejiler 31
2.5.3.Yönsüz stratejiler 35
2.6. Serbest Yatırım Fonuyla İlgili Türkiye'deki Hukuksal Düzenlemeler 38

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. LİTERATÜR TARAMASI 40

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. SERBEST FON İLE PAY SENEDİ YOĞUN FONUN PERFORMANSINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN ANALİZİ 47
4.1 Çalışmanın Amacı, Önemi ve Kısıtları 47
4.2. Analiz 47
4.2.1 Analiz Modeli 48
4.2.2. Analizde Kullanılan Değişkenler 50
4.2.3. Analiz Sonuçları 52
SONUÇ 57
KAYNAKÇA 60
Ek1: Analizde Kullanılan Fon İsimleri 70

ÖZET

Serbest yatırım fonlarının tarihinin 1920'lere kadar gittiği bilinse de, 1949'da ilk serbest yatırım fonunu oluşturan Alfred W. Jones'tur. Serbest yatırım fonları 1960'lı yıllara kadar çok aktif olmamıştır. 1966'da Fortune'de Carol J. Loomis'in yazdığı bir makale bu makalenin yayınlanmasından sonra ciddi bir şekilde bu fonlara talep artmıştır. Türkiye'de 22.09.2006 tarihinden itibaren mevzuatta yer almasına rağmen 2008 yılının sonuna kadar serbest yatırım fonlarının Türkiye'de uygulanması söz konusu olmamıştır. İlk 'serbest yatırım fonu' 2008 yılında kurulmuştur. Bu çalışma, Türkiye'de faaliyet gösteren 'Serbest Yatırım Fon' ve 'Pay Senedi Yoğun Fonu'nun fon özelliklerinin farklılık gösterip göstermediğini araştırmaktadır. Analiz, 01/01/2020-30/12/2020 tarih aralığında verilerine eksiksiz olarak ulaşılabilen on beş serbest yatırım fonu ve pay senedi yoğun fon için Sharpe oranı, fon büyüklüğü, fonun yaşı, yöneticinin deneyimi ve yönetim ücreti değişkenleri kullanılarak yapılmıştır. Analiz sonucunda Sharpe oranı, fon büyüklüğü, yöneticinin deneyimi ve yönetim ücretinin her iki fon türü açısından farklılık göstermediği belirlenmiştir. Fonun yaşı her iki grupta farklılık göstermektedir.

Anahtar kelimeler: Serbest yatırım fonları, pay senedi yoğun fon, kruskal-wallis testi

ABSTRACT

Although hedge funds are known to date back to the 1920s, the person who established the first hedge fund in 1949 was Alfred W. Jones. Hedge funds had not been so active until the 1960s. After the publishing of an article written by Carol J. Loomis in Fortune in 1966, the demand in these funds substantially increased. Even though the application of hedge funds has been included in the legislation in Turkey since 22.09.2006, they had not been applied in Turkey until the end of 2008. The first 'hedge fund' was established in 2008. This study investigated whether the fund characteristics of 'Hedge Fund' and 'Equıty-Intensıve Fund' operating in Turkey vary or not. The analysis was performed using the variables of Sharpe ratio, total net asset value of fund, age of fund, manager's experience and management fee for 15 hedge funds and share register dense funds whose data could be reached fully within the date range of 01/01/2020 and 30/12/2020. As a result of the analysis the Sharpe ratio, total net asset value of fund, manager's experience and management fee did not vary according to both fund types. Age of fund varied in both groups.

Keywords: Hedge Funds**,** equity-intensive fund, kruskal-wallis analysis

KISALTMALAR

AUM: Yönetim Altındaki Varlıklar

BİST 100: Borsa İstanbul 100 Endeksi

CMS: Sabit Vade Swapları

CMT: Sabit Vadeli Hazine

HFR: Serbest Fon Araştırma Şirketi

KAP: Kamu Aydınlatma Platformu

KYD: Kurumsal Yatırımcı Yöneticileri Derneği

LİBOR: Londra Bankalar arası Faiz Oranı

LTCM: Uzun Vadeli Sermaye Yönetimi

SEC: Amerika Birleşik Devletleri Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu

SPK: Sermaye Piyasası Kurulu

SYF: Serbest Yatırım fonu

PSYF: Pay Senedi Yoğun Fon

TEFAS: Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu

TLref: Türk Lirası Gecelik Referans Faiz Oranı

TSPB: Türkiye Sermaye Piyasası Birliği

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Menkul Kıymet ve Serbest Yatırım Fonu Büyüklüğü (Milyon TL) 4
Şekil 2: Yatırım Fonların Fon/Müşteri Sayıları 5
Şekil 3: Son Beş Yılda En Çok Getiri Sağlayan Fon Türleri 11
Şekil 4: İkametgahlarına Göre Küresel Serbest Yatırım Fonu Yönetimi 16
Şekil 5:Türkiye'de Yıllara Göre Serbest Yatırım Fonu Sayıları 17
Şekil 6: Serbest Yatırım Fonunun Temel Yapısı 22
Şekil 7: Yan Yana Serbest Yatırım Fonu Yapısı 23
Şekil 8: Ana Fon Yapısı 24
Şekil 9: Artan Getiri, Oynaklık ve Riskle İlgili Başlıca Serbest Yatırım Fonu Stratejileri 26
Şekil 10: Makro Stratejilerin Riski 28
Şekil 11: Gelişen Piyasa Stratejilerin Riskleri 29
Şekil 12: Uzun ve Kısa Pozisyon Stratejisinin Riskleri 30
Şekil 13: Birleşme Arbitrajının Riskleri 32
Şekil 14: Aktivist Stratejilerinin Riskleri 33
Şekil 15: Finansal Zorluk Stratejisinin Riskleri 34
Şekil 16: Sabit Getirili Arbitraj Riskleri 35
Şekil 17: Dönüştürülebilir Arbitrajın Riskleri 38

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1: Serbest Yatırım Fonu Tarihinin Önemli Noktaları 15
Tablo 2: Serbest Yatırım Fonu ile Yatırım Fonu Karşılaştırması 17
Tablo 3: Serbest Yatırım Fonu ile Yatırım Fonları Arasındaki Farklılıklar..... 21
Tablo 4: Serbest Yatırım Fonu ile İlgili Düzenlenen Maddeler..... 39
Tablo 5: Çalışmalarda Kullanılan Yöntemlere İlişkin Literatür Özeti..... 48
Tablo 6: Değişkenlere İlişkin Açıklamalar 50
Tablo 7: Tanımlayıcı İstatistikler..... 52
Tablo 8: Kruskal-Wallis Testi Sonuçları..... 53
Tablo 9: Hipotez Sonuçları 53

GİRİŞ

Nitelikli yatırımcılar ve kurumsal yatırımcılar uzun süredir serbest yatırım fonuna yatırımlarında yer vermişlerdir. Serbest yatırım fonları, çok fazla denetim olmaması, esnek yatırım stratejileri ve yatırımların performansı üzerinde olumlu bir etkisi olabilecek çeşitli özelliklere sahiptir. Serbest yatırım fonları, küresel finansal sistemin önemli bir parçasıdır. Yatırımcılara, yatırım yöneticilerine ve finans piyasasına çeşitli faydalar sağlamaktadır: Serbest yatırım fonlarında yüksek kaldıraç kullanımı fon fiyatındaki düşüşleri azaltır. Bu fonlar aynı zamanda mutlak getiriyi hedefleyen bir yatırım alternatifidir. Yatırımcılar portföylerinde, serbest yatırım fonu yatırımı ile çeşitlendirme yapabilmektedirler.

Serbest yatırım fonları ismi ilk kez 1966'da Fortune'de Carol J. Loomis'in yazdığı makalede yer almış olmakla birlikte, ilk Serbest yatırım fonlarının ortaya çıkışı 1949'da Alfred Winslow Jones'un serbest yatırım fonu oluşturmasına kadar uzanır. Zamanla bu fonlara ilgi artmıştır. Neredeyse 2.200 milyar dolarlık varlığın yönetildiği yaklaşık 11.000 fon ile serbest yatırım fonları 2007'de zirveye ulaşmıştır. Bununla birlikte, Subprime krizi, serbest yatırım fonu sektörünü etkilemiştir. 2008'de serbest yatırım fonlarının sayısı 10.000'e, yönetilen varlıklar %30 düşüşle 1.500 milyar ABD dolarına gerilemiştir. Yaşanılan bu kriz sonrasında değer düşüşleri olsa da serbest yatırım fonlarının sayı artmaya devam etmektir. Türkiye'de 22.09.2006 tarihinden itibaren mevzuatta yer almış olup 2008 yılının sonuna kadar serbest yatırım fonlarının Türkiye'de uygulanması söz konusu olmamıştır.

Serbest yatırım fonlarının ortaya çıkışı akademik literatürde ilgi görmüştür. Bunun yanı sıra, serbest yatırım fonlarının denetime tabi olmaması ve yöneticilerin yatırım stratejileri konusundaki gizliliği, yeni anlayış ve analizler sağlamak için ek çalışmaların öneminin artırmasına da neden olmuştur. Bu çalışmanın amacı, Türkiye'de faaliyet gösteren serbest yatırım fonu ve pay senedi yoğun fonun çeşitli özellikler (Sharpe oranı, fonun büyüklüğü, fonun yaşı, yönetici deneyimi, yönetim ücreti) açısından fonlar arasında bir farklılık olup olmadığını belirlemektir. Yatırımcılar, hangi faktörlerin yatırım fonları açısından ayırt edici olduğunu bilirlerse tasarruflarını değerlendirmede ona göre karar alacaktır.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde temel kavramlar yer almaktadır. Bu temel kavramlar içerisinde kolektif yatırım kuruluşları, yatırım fonu ve

yatırım fonu türleri hakkında bilgiler yer almaktadır. İkinci bölümde ise serbest yatırım fonun tanımı, tarihsel gelişimi, özellikleri, diğer fonlarla arasındaki farkları, avantajları, dezavantajlarından, serbest yatırım fonun yapısı, stratejileri ve Türkiye'de serbest yatırım fonları ile ilgili düzenlemeleri içermektedir. Üçüncü bölümde ise bu konuyla ilgili yapılan literatür çalışmaları incelenmiştir. Dördüncü bölümde çalışmanın analiz sonuçları yer almaktadır. Çalışma, genel değerlendirmenin yapıldığı sonuç kısmıyla tamamlanmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. TEMEL KAVRAMLAR

Çalışmanın bu bölümünde; kolektif yatırım kuruluşu, yatırım fonların tanımı, yatırım fonlarına ilişkin temel ilkeler, şemsiye fon türleri, yatırım fonların avantaj ve dezavantajları ile TEFAS Fon Bilgilendirme Platformuna değinilecektir.

1.1 Kolektif Yatırım Kuruluşu ve Yatırım Fonu Kavramları

Tasarruf sahipleri, tasarruflarını menkul kıymet alım ve satım işlemleri yaparak değerlendirebilirler. Fakat bireysel birikimleri, çoğunlukla tek başlarına yeteri kadar bir büyüklüğe ulaşamadığı için bu portföyler riskli portföyler olarak adlandırılmaktadır. Tasarrufların, uygun yatırımlara yönlendirilmesinde yeterli bilgi ve uzmanlığa sahip olmak gerekmektedir. Yeterli bilgi ve uzmanlığa sahip olmayanlar hem anapara hem de portföy getirisinde riske maruz kalmaktadır. Bu risk anapara bakımından söz konusu olabileceği gibi portföyün getirisi açısından da söz konusu olabilir.

Kolektif yatırım kuruluşları, yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarının birlikte oluşturduğu kurumsal yapıdır. Kolektif yatırım kuruluşları, hukuki yapılarına göre ayrı ve bağımsız bir tüzel kişilik olarak kurulduklarında yatırım ortaklığı, başka bir tüzel kişilik tarafından bir sözleşme çerçevesinde kurulduklarında ise yatırım fonu olarak adlandırılır (SPK, 2021).

Kolektif yatırım kuruluşları üç farklı hukuki yapıda kurulmaktadırlar:

(1) Şirket esasına dayanan yatırım ortaklığı,

(2) Sözleşme esasına dayanan yatırım fonu,

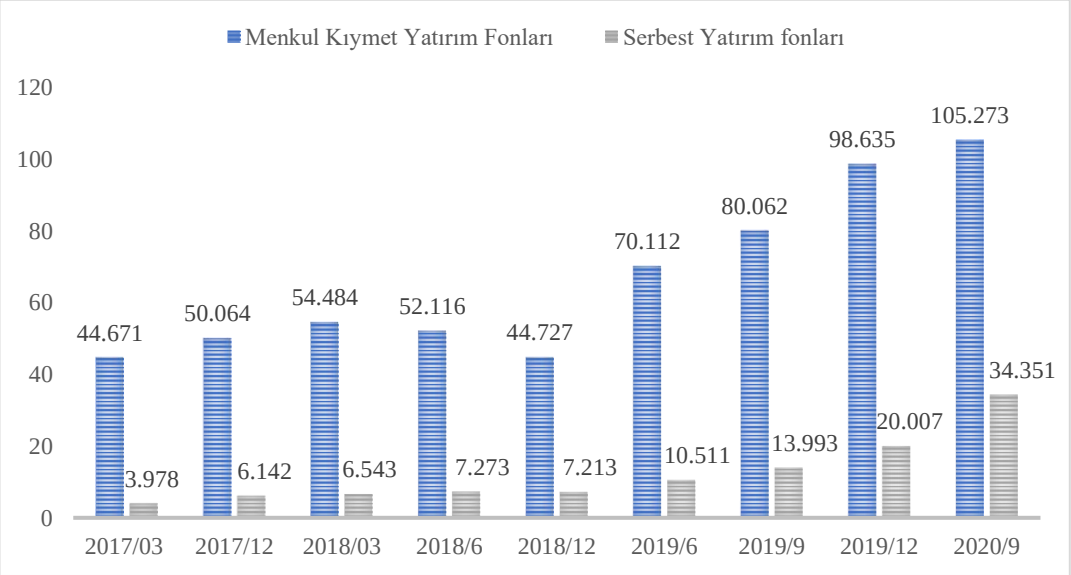
(3) Güven Kuruluşu

Güven Kuruluşu Türk hukukuna yabancı olan ve Anglo Amerikan hukukunun geçerli olduğu ülkelerde görülmektedir. Türkiye'nin içinde bulunduğu Kıta Avrupası hukukunda ise, şirket esasına dayanan yatırım ortaklıkları ile sözleşme esasına dayanan yatırım fonları olarak düzenlenmiştir (Nomer Ertan, 2013: s. 134).

Yatırım fonlarının tanımı 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 52. Maddesinin 1. bendine göre tanımı şöyledir:

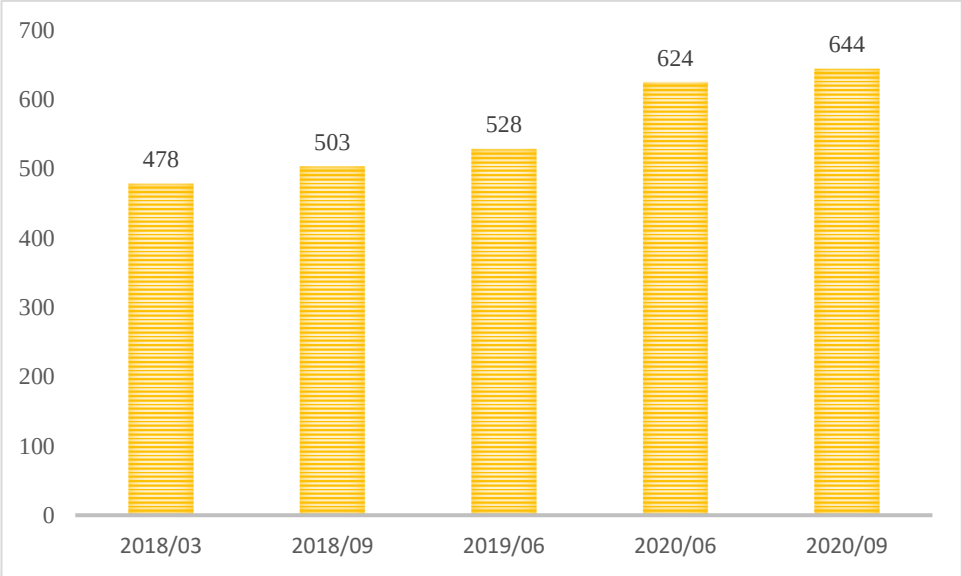
MADDE 52- (1) *"Bu Kanun hükümleri uyarınca tasarruf sahiplerinden fon katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre Kurulca belirlenen varlık ve haklardan oluşan portföy veya portföyleri işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından fon iç tüzüğü ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığına yatırım fonu adı verilir".*

Yatırım fonları, halktan aldıkları paralar ile ortaklık payı sermaye piyasası araçları, gayrimenkuller, girişim sermayesi yatırımları ve kıymetli madenlerden oluşan portföyleri yönetebilmektedir. Yatırımcılar, fona *"katılım payı"* alarak yatırım yapabilmektedirler. Yatırımcılar için katılım payı, fon portföyüne kaç adet pay ile ortak olduğunu göstermektedir (SPK, 2020: s. 70).



Şekil 1: Menkul Kıymet ve Serbest Yatırım Fonu Büyüklüğü (Milyon TL)
Kaynak: (TSPB, 2020)

Şekil 1'de Türkiye'deki menkul kıymet ve serbest yatırım fonu büyüklüğü Milyon TL olarak yıllar itibariyle gösterilmiştir. Serbest yatırım fonlarının büyüklüğü Haziran 2019'dan Eylül 2020'ye kadar iki kattan fazla artış göstermiştir. Yaşanılan bu artış yatırımcıların ilgisini çekmiştir. Menkul kıymet yatırım fonlarında Aralık 2018'de fon büyüklüğünde düşüşler olsa da sonraki dönemlerde artışlar görülmektedir. Şekil 2, yatırım fonlarının fon/müşteri sayılarını göstermektedir.



Şekil 2: Yatırım Fonların Fon/Müşteri Sayıları
Kaynak: (TSPB, 2020)

1.2. Yatırım Fonlarına İlişkin Temel İlkeler

Yatırım fonlarının, belirli ilkeler kapsamında yönetilmesi gerekmektedir. Bu ilkeler aşağıda açıklanmıştır:

1.2.1. Menkul Kıymet Portföyü İşletme İlkesi

Yatırım fonlarının kurulma amacı bu ilkeye dayanmaktadır. Bu ilkenin konulmasındaki amaç tasarruf sahiplerinden alınan paralarla oluşan portföyün menkul kıymetler arasında dağılımını yapmak, alım ve satımlardan kâr elde ederek bunları katılma payları oranında tasarruf sahiplerine kazandırmaktır. Bu ilke, kısa ve uzun dönemli stratejilere dayanmaktadır. Kısa dönemdeki stratejiler kâr maksimizasyonuna, uzun dönemli stratejiler ise sermaye maksimizasyonuna odaklanmıştır. Yatırım fonları kâr odaklı bir ticari mal varlığı olduğundan, bu mal varlığını oluşturan varlıkların etkin bir şekilde yönetme becerisi fonun uzun dönemde başarısının ölçüsünü göstermektedir (Satır, 2012: s. 29-30).

1.2.2. Riskin Dağıtılması İlkesi

Riskin dağıtılması ilkesi, yatırım fonlarının bireylerin kendi olanakları ile sağlayamadıkları ölçüde riski dağıtmalarına olanak sağlamaktadır. Bu ilke çeşitlendirme ile yapılmaktadır. Yumurtaları tek bir sepete koymak yerine farklı sepetlere dağıtarak riskin azaltılmaya çalışılması gibi farklı yatırımlara yapılacak

çeşitlendirme ile portföy riski azaltılabilir. Portföy içerisinde herhangi bir varlıkta oluşabilecek performans düşüşlerini engellemek için çeşitlendirme yaparak risk azaltılabilmektedir (Algüner, 2006: s. 21).

1.2.3. Profesyonel Yönetim İlkesi

Menkul kıymet piyasalarında işlem yapabilmek için belirli bir bilgi birikiminin olması ve bu piyasalardaki gelişmelerin yakından takip edilmesi gerekmektedir. Bireylerin piyasalarda yaşanan olayları düzenli olarak takip etmesi ve menkul kıymet fiyatlarına etkilerini tahmin edip ona göre pozisyon alması oldukça zordur. Yatırım fonları çok fazla sayıda tasarruf sahibinden kaynak toplamak suretiyle yüksek tutarlı ve miktarlı portföyler oluşturduklarından, gerekli donanıma ve menkul kıymet piyasalarıyla ilgili deneyime sahip portföy yöneticileri tarafından yönetilir. Bunun sonucunda piyasalarda yaşanan hareketleri takip ederek alım/satım işlemlerini gerçekleştirmektedirler (SPK, 2016: s. 15).

1.2.4. Mal Varlığının Korunması İlkesi

Yatırım fonlarının tüzel kişiliği yoktur. Fonun mal varlığı kurucudan ayrıdır. Fon malvarlığı rehnedilemez, teminat gösterilemez ve üçüncü kişiler tarafından haczedilemez. Yatırım fonunun mal varlığı Sermaye Piyasası Kanunu ile güvence altına alınmıştır. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, m. 53(2)' ye göre aşağıdaki gibi açıklanmaktadır:

MADDE 53- (2) *"Fon mal varlığı, fon hesabına olması ve fon iç tüzüğünde hüküm bulunması şartıyla kredi almak, türev araç işlemleri, açığa satış işlemleri veya fon adına taraf olunan benzer nitelikteki işlemlerde bulunmak haricinde teminat gösterilemez ve rehnedilemez. Fon mal varlığı portföy yönetim şirketinin ve portföy saklama hizmetini yürüten kuruluşun yönetiminin veya denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi hâlinde dahi başka bir amaçla tasarruf edilemez, kamu alacaklarının tahsili amacı da dâhil olmak üzere haczedilemez, üzerine ihtiyati tedbir konulamaz ve iflas masasına dâhil edilemez".*

1.2.5. İnançlı Mülkiyet İlkesi

Yatırım fonları inançlı mülkiyet esasına dayanmaktadır. Tasarruf sahipleri fonla ilgili herhangi bir işlem yapma yetkisini fonun kurucusuna vermektedir. Bu yetki devri fon içtüzüğü ile olmaktadır. Kurucu, yetki aldığı fonu iç tüzükte yer alan maddeler çerçevesinde tasarruf sahiplerinin haklarını koruyarak yönetmek/yönettirmek zorundadır (SPK, 2016: s. 17).

1.3. Şemsiye Fon ve Yatırım Fon Türleri

Türkiye'de yatırım fonları için A tipi ve B tipi şeklinde bir ayrımın olduğu görülmektedir. A tipi yatım fonu, fonun portföy değerinin aylık ortalama en az %25'ini devamlı olarak Türkiye içerisinde yer alan ortaklıkların pay senetlerine yatırım yapan fonlar olarak tanımlanmaktadır. B tipi yatırım fonları ise bu durumların dışında yer alan ve hiçbir sınırlılığı olamayan fonlardır. Daha sonra yapılan düzenlemeler sonucunda A tipi ve B tipi ayırımı ortadan kaldırılmıştır (Gül, 2018: s. 22). 1/7/2014 tarihinde yürürlüğe giren Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğinde tüm fonlar, şemsiye fon türü adı altında toplanarak düzenlenmiştir. Şemsiye fon, katılma payları tek bir sözleşme kapsamında çıkartılan, bütün yatırım fonlarını kapsayan, malvarlıkları olmayan farklı özellikteki fonları gruplama amacı taşıyan yatırım fonları olarak tanımlanmaktadır. Bu şekilde belirlenen her bir grup için şemsiye fon çıkarılmaktadır (Toprak, 2019: s. 13).

Şemsiye fonları, aşağıda belirtilmiş olan varlık ve işlemlere sahip portföyleri işletmek amacıyla kurulur: Yatırım Fonları İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.1) **Madde 4 (1)' e** göre:

- *Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye'de kurulan ihraççılara ait paylar, özel sektör ve kamu borçlanma araçları,*
- *Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında karar hükümleri (32 sayılı) gereğince alım satımı yapılabilen yabancı özel sektör ve kamu borçlanma araçları ile ihraççı payları,*
- *12 aydan uzun vadeli olmamak üzere vadeli mevduat, katılma hesabı ve mevduat sertifikaları,*
- *Borsada işlem görmeleri kaydıyla; altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı olarak ihraç edilen sermaye piyasası araçları,*
- *Fon katılma payları,*
- *Repo ve ters repo işlemleri,*
- *Kira sertifikaları,*
- *Gayrimenkul sertifikaları,*
- *Varantlar ve sertifikalar,*
- *Takasbank para piyasası işlemleri,*
- *Türev araç işlemlerinin nakit teminatları ve primleri,*
- *Kurulca uygun görülen özel tasarlanmış yabancı yatırım araçları ve ikraz iştirak senetleri,*

- *Kurulca uygun görülen diğer yatırım araçları yer alır.*

Aşağıda şemsiye fon türleri ve özellikleri açıklanmaktadır:

- **Borçlanma Araçları Şemsiye Fonu**

Portföyün en az %80'i sürekli olarak yerli ve/veya yabancı kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarını yer aldığı fon türü borçlanma araçları şemsiye fonudur. Borçlanma araçları şemsiye fonunun oluşturulmasının kuralları, fon izahnamesi ile sınırlandırılmıştır. Kamu Borçlanma Araçları Fonları, Yabancı Borçlanma Araçları Fonları, Sektör Borçlanma Araçları Fonları, Kamu Dış Borçlanma Araçları Fonları ve Diğer Borçlanma Araçları Fonları gibi türleri vardır. (TSPB, 2015)

- **Değişken Şemsiye Fonu**

Portföy sınırlamaları bağlamında tanımlanan şemsiye fon türlerinden herhangi birinin kapsamına girmeyen fonları kapsamaktadır. Ayrıca izahnamesinde belirli bir yatırım stratejisi yer almayan veya yatırım stratejisi piyasa koşullarına göre değişen fonlardır. Temkinli değişken fonlar, dengeli değişken fonlar, atak/dinamik/büyüme değişken fonlar, agresif değişken fonlar ve diğer değişken fonlar gibi türleri vardır (TSPB, 2015).

- **Pay Senedi Şemsiye Fonu**

Pay senedi şemsiye fonu, portföyünün en az %80'inin devamlı olarak yerli veya yabancı ihraç edenlerin paylarından oluşması şartı bulunan fonlardır. Pay Senedi Fonları, Yabancı Pay Senedi Fonları ve Endeks Pay Senedi Fonları gibi türleri vardır. (TSPB, 2015)

- **Fon Sepeti Şemsiye Fonu**

Diğer fonları ve borsa yatırım fonlarının katılma paylarını da içine alan ve portföyünün en az %80'inde devamlı olarak bu fonlara yer veren şemsiye fonlardır. Pay Senedi Fon Sepeti Fonları, Borçlanma Araçları Fon Sepeti Fonları, Emtia Yabancı Fon Sepeti Fonları ve Diğer Fon Sepeti Fonları gibi türleri vardır. (TSPB, 2015)

- **Karma Senedi Şemsiye Fonu**

Karma senedi şemsiye fonları, portföyünün tümünde sürekli olarak ortaklık payları, borçlanma araçları, altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı

olarak ihraç edilen finansal yatırım araçlarından en az ikisinin yer aldığı fonlardır. Ayrıca karma senedi şemsiye fonları, her kıymetin değerinin fon toplam değerine oranının %20'den az olmaması şartıyla sınırları belirlenmiş olan fonlardır. (TSPB, 2015)

- **Katılım Şemsiye Fonu**

Portföyünün tümünün; devamlı olarak kira sertifikası, katılma hesapları, ortaklık payları, altın ve diğer kıymetli madenler ve diğer faize dayalı olmayan para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan fonlardır. Kira Sertifikası Fonları, Pay Senedi Fonları, Altın Fonu ve Diğer Katılım Fonları gibi türleri vardır. (TSPB, 2015)

- **Kıymetli Madenler Şemsiye Fonu**

Kıymetli madenler şemsiye fonu, portföyünün en az %80'inin sürekli olarak Borsada işlem gören altın ve diğer kıymetli madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan fonlardır. Altın Fonu ve Kıymetli Madenler Fonu gibi türleri vardır. (TSPB, 2015)

- **Para Piyasası Şemsiye Fonu**

Para piyasası şemsiye fonu, portföyün tümünü devamlı olarak, vadesi en fazla 184 gün olan likiditesi yüksek para ve sermaye piyasası araçlarının yer aldığı ve portföyün günlük olarak hesaplanan ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olan fonlardır (TSPB, 2015).

- **Koruma Amaçlı Şemsiye Fonu**

Yatırımcılara başlangıçta yaptığı yatırımın belirli bir bölümünü ya da tamamını koruyarak farklı yatırım araçlarının getirilerinden faydalanma sağlayan fonlardır. Uygun bir yatırım stratejisi benimsenerek en iyi gayret esasının amaçlandığı fonlardır. (TSPB, 2015)

- **Serbest Şemsiye Fonu**

Katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan fonları kapsayan şemsiye fonlardır. (TSPB, 2015)

Yatırım fonlarının avantaj ve dezavantajları aşağıdaki gibidir (Pozen ve Hamacher, 2015: s. 4-8):

Avantajları:

- **Çeşitlilik:** Bir yatırım fonu aracılığıyla hareket eden yatırımcıların kendileri adlarına sahip olabileceklerinden daha fazla menkul kıymete ve birden fazla fon satın alabilmelerine olanak tanımasıdır.
- **Günlük likidite:** Yatırımcıların, hızlı ve kolay bir biçimde fondaki paylarının değerine eşit bir fiyatla her iş günü sonunda pozisyonlarını fona geri satma hakkının olmasıdır.
- **Profesyonel yönetim:** Fonların, birinci sınıf analistler ve uzmanlar tarafından yürütülmesidir.
- **Yatırım fırsatları:** Yurtdışına yatırım yapmak isteyen bireyler için kolaylaştırıcıdır.
- **İdari hizmetlerde kolaylık:** Vergi raporlama, otomatik satın alma programları veya emeklilik planlaması ve diğer eğitim materyallerine erişim de dahil olmak üzere günün 24 saati telefon ya da internet yoluyla yatırım yapılabilmesidir.
- **Şeffaflık:** Yatırım fonları, yatırımcılarına yatırım stratejileri hakkında düzenli olarak rapor verir.
- **Ulaşılabilirlik:** Yatırımcılar, internet ortamı ve telefon üzerinden çeşitli yatırım platformlarından fon alım satım işlemi yapabilmektedirler (Algüner, 2006: s. 20).

Dezavantajları

- **Özelleştirmenin olmaması:** Yatırım fonlarında herhangi bir özelleştirmeye izin verilmemektedir. Bunun yerine, bir fondaki herkes tamamen aynı anlaşmayı alır.
- **Ücret:** Bir hissedarın bir fona sahip olmak için ne kadar ödeyeceği, fonun türüne ve fon hisselerinin yatırımcılara dağıtılma şekline bağlı olarak büyük ölçüde değişmektedir. Yatırımcılardan belli işlemler için ücret alınması bir dezavantajdır.

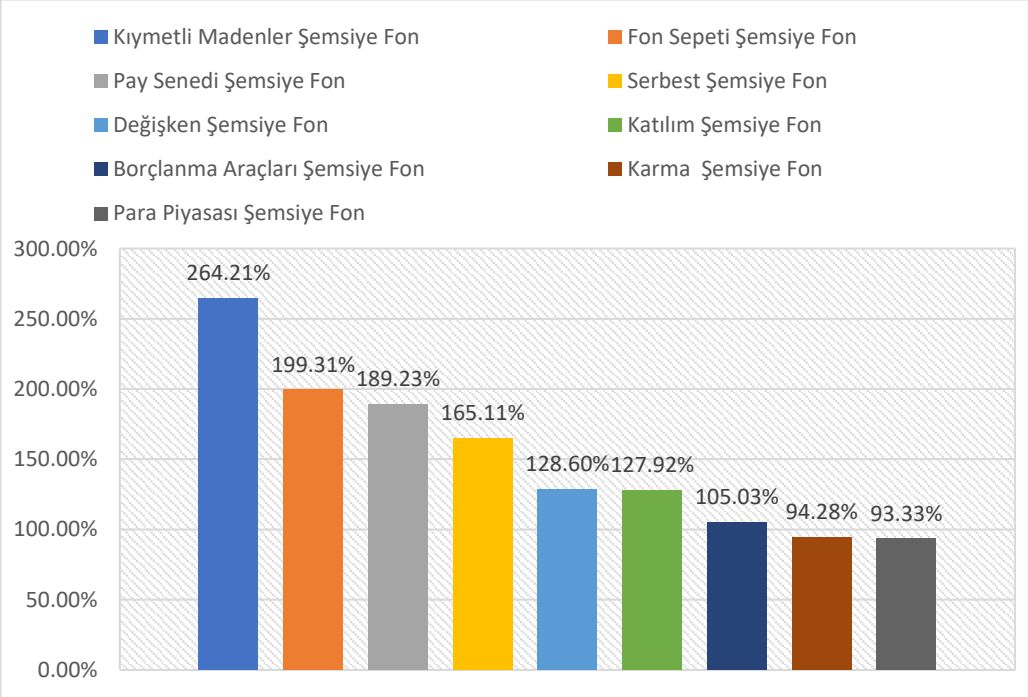
1.4 Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu (TEFAS)

TEFAS; yatırım fonu katılma belgelerini fon kurucuları ile birlikte yer alan dağıtım kuruluşları aracılığıyla satılmasına ve geri alınmasına olanak sağlayan, takasın ve saklamasının Takasbank-Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. (MKK) tarafından

gerçekleştirilmesine imkan sağlayan elektronik bir platformdur. Özel fonlar, gayrimenkul yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım fonları ve garantili ve anapara korunma amaçlı fonlar TEFAS'da işlem göremez (SPK, 2020: s. 213). 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, m. 52(1) göre:

"III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına ilişkin Esaslar Tebliği'nin 15 inci maddesinin yedinci fıkrası, "Kurul, katılma paylarını alım satımının borsalar ve/veya takas kurumları nezdinde kurulmuş Kurulca uygun görülen merkezi bir fon dağıtım platformu aracılığıyla da gerçekleştirilebilmesini teminen, Kurulca uygun görülen tüm fonların bu platforma dahil edilmesine ve yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketleri tarafından bu platformda işlem gören katılma paylarının alım satıma aracılık yapılmasına ilişkin düzenlemeler yapabilir."

Türkiye Elektronik Fon Alım Satım Platformu'nda geçmiş beş yıl esas alınarak oluşturulan verilere göre en çok getiri elde edilen yatırım fon türleri Şekil 3'te gösterilmektedir. Kıymetli madenler şemsiye fonu %264,21 ile ilk sıradadır. Üçüncü sırada %189,23 ile pay senedi şemsiye fon ve dördüncü sırada %165,11 ile serbest şemsiye fon yer almaktadır. Son sırada ise %93,33 ile para piyasası şemsiye fonu bulunmaktadır.



Şekil 3: Son Beş Yılda En Çok Getiri Sağlayan Fon Türleri
Kaynak: TSPB (03/04/2021)

İKİNCİ BÖLÜM

2. SERBEST YATIRIM FONLARINA GENEL BAKIŞ

Çalışmanın bu bölümünde serbest yatırım fonunun tanımı, tarihsel gelişimi, özellikleri, diğer fonlarla arasındaki farkları, avantajları ve dezavantajlarından bahsedilecektir. Serbest yatırım fonunun yapısı ve stratejileri anlatıldıktan sonra Türkiye'de serbest yatırım fonları ile ilgili düzenlemelere değinilecektir.

2.1. Serbest Yatırım Fonlarının Tanımı ve Tarihsel Gelişimi

Serbest yatırım fonları için genel bir tanım yapmak oldukça zordur. İlk Alfred Winslow tarafından 1940'ların sonlarında ilk serbest yatırım fonunun ortaya çıkmasından bu yana, bu yatırım aracı yıllar içinde sürekli olarak değişmiştir. İlk serbest yatırım fonunun temel fikri, piyasa çapında dalgalanma riskini ortadan kaldırmak amacıyla, değerinin artması beklenen pay senetleri üzerinde, uzun süreli pozisyon alarak, bazen de kaldıraç kullanarak değer kaybetmesi beklenen pay senetlerini üzerinden kısa pozisyon alarak oluşmaktadır (Garbaravicius ve Dierick, 2005). Serbest yatırım fonlarının kabul görmüş tek bir tanımı olmamakla birlikte literatürde farklı tanımlarıyla karşılaşmak mümkündür. İlk olarak Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nun mevzuatı incelendiğinde serbest yatırım fonları, mevzuatta "Katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılmak üzere kurulmuş olan fonlar 'Serbest Yatırım Fonları' şeklinde ele alınmaktadır. Serbest yatırım fonları ile ilgili yapılan diğer tanımlar ise aşağıdaki gibidir:

Serbest yatırım fonları profesyonel yatırımcılar tarafından yönetilen, özel olarak organize edilmiş ve kamuya açık olmayan bir havuz yatırım aracı olarak tanımlanmaktadır (Report of The President's Working Group on Financial Markets, 1999: s. 1).

Garbaravicius ve Dierick (2005: s. 5)' e göre serbest yatırım fonları, çeşitli aktif yatırım stratejilerini özgürce kullanabilen, düzenlenmemiş veya esnek bir şekilde düzenlenmiş pozitif mutlak getiri elde etme amacı taşıyan bir fon türüdür.

Serbest yatırım fonları, menkul kıymetler, vadeli işlemler, opsiyonlar, tahviller ve yabancı paralar gibi çeşitli varlıklara yatırım yapmak için yatırımcıların yaptıkları

katkıları bir araya getiren özel olarak sunulan bir yatırım aracı olarak da tanımlanmaktadır (Ferguson ve Laster, 2007: s. 45).

Capocci'e göre (2013) "Bir serbest yatırım fonu, farklı piyasalarda açığa satış, türevler, kaldıraç veya arbitraj gibi geniş araç yelpazesini kullanan bir yatırım sınırlı ortaklığıdır." (Capocci, 2013, s. 2)

Serbest yatırım fonlarının tarihsel sürecine bakıldığında ilk serbest yatırım fonu tarihi 1920'lere kadar gittiği bilinse de (Anson, 2006), serbest yatırım fonu ifadesini ilk kullanan kişi 1949'da ilk serbest yatırım fonunu oluşturan Alfred W. Jones'tur. Jones (1949) yeni bir yatırımın ortaya çıkmasına ışık tutan girişimcilerden biri olmuştur. İlk uzun-kısa pozisyondaki stratejiyi oluşturmak için teknik analiz yöntemlerini modele dahil etmiştir. Uzun-kısa pozisyondaki stratejiler, hem düşük fiyatlı olduğu düşünülen menkul kıymetlerdeki uzun pozisyonları hem de aşırı fiyatlı kabul edilen menkul kıymetlerdeki kısa pozisyonları içermektedir. Jones (1949), bugün yüksek riskli yatırım fonları tarafından kullanılan teşvik ücreti yapısını ortaya atmıştır. Teşvik ücreti yapısı, başlangıçta gerçekleşen kârın yüzde 20'si üzerinden oluşturulmaktadır. Jones(1949)'un çalışması, bir serbest yatırım fonu yönetmenin temel ilkelerini içeren Scientific Forecasting (Karsten, 1931) adlı kitaptaki çalışmaları takip etmiştir. Karsten, 17 Aralık 1930'da küçük bir özel fonu içeren Karsten İstatistik Laboratuvarı'nı kurmuştur. 3 Haziran 1931'de fon, piyasadan bağımsız bir pozisyonla %78 getiri elde etmiştir.

Jones(1949), getirileri en üst düzeye çıkarmak ve portföyün piyasa riski azaltmak için uzun ve kısa pozisyonları birlikte kullanmıştır. Jones'un fonundaki üç temel ilke şunlardır (Capocci, 2013: s. 6): (1) Sürekli kaldıraç kullanmak, (2) Sürekli kısa satış yapmak ve (3) Kârın yüzde 20'sini yöneticiye vermek.

Bu ilkeler hâlâ sektördeki önemini korumaktadır. Jones (1949)'a göre, pay senetlerine yatırım yapılması durumunda iki ana risk kaynağı vardır: Bireysel menkul kıymetlerin seçiminden kaynaklanan risk ve diğeri ise piyasa riskidir. Kısa pozisyonun hedefi, portföyü piyasadaki düşüşe karşı korumaktır. Bu sebeple getirileri en üst düzeye çıkarmak ve etkiyi artırmak için kaldıraç kullanılmıştır (Capocci, 2013: s. 6).

Serbest yatırım fonu ilk kez 1966'da Fortune'de Carol J. Loomis'in yazdığı bir makalede ortaya çıkmıştır. Bu makalede Loomis, Jones fonunun net performansını en

iyi performans gösteren yatırım fonları olan Fidelity Trend Fund ve Dreyfus Fund ile beş ve on yıl boyunca karşılaştırılmıştır; Jones tarafından geliştirilen varlık karışımı, bu fonları sırasıyla yüzde 44 ve yüzde 87 oranında geride bırakmıştır. Bu makalede Loomis, Jones tarafından uygulanan yatırım stratejisini göstermenin iyi bir yolu olduğu için "hedge edilen fon" ifadesini kullanmıştır. Serbest yatırım fonları pratik olarak bu makale ile oluşturulmuştur (Capocci, 2013: s. 7).

Serbest yatırım fonlarının gelişmesine bakıldığında 1966'da Carol J. Loomis'in makalesinde bildirilen ilk serbest yatırım fonunun başarısı, 1960'larda fon sayısında artışa yol açmıştır. Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu tarafından yapılan bir araştırmada, 1968 yılı sonunda yaklaşık 2 milyar ABD doları yöneten 140 adet fon yer almıştır. Fon sayısındaki hızlı artış, büyüyen bir pay senedi piyasasının da ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bununla birlikte 1969 ve 1970 yıllarında pazarlarda art arda gelen düşüşler, bu yeni endüstrinin ciddi şekilde zayıflamasına sebebiyet vermiştir. 1980'lere gelindiğinde özellikle makro fonlara verilen önem artmıştır. Makro fonlar, daha geleneksel serbest yatırım fon stratejilerinden farklıdır. Makro yöneticiler, fırsatçı bir yaklaşım kullanan ve makroekonomik değişkenlere odaklanan küresel veya uluslararası yöneticilerdir. Makro fonlar, o zamanki serbest yatırım fon büyüklüğünün büyük kısmını temsil etmektedir. 2013 yılının başlarında makro fonların yüzdesi önemli ölçüde azalmıştır (Capocci, 2013: s. 9).

20. yüzyılın ortalarından itibaren, serbest yatırım fonları ilk çeyrekte belirli bir oranda büyümüş ve 1990'ların başında varlıkların AUM (Assets Under Management-Yönetim Altındaki Varlıklar) değeri 100 milyar doları geçmiştir. Daha sonra endüstrinin hızla büyümesiyle, 2000 yılında 500 milyar doları ve 2004 yılında 1 trilyon doları geçmiştir. (Romeo ve Balch, 2018)

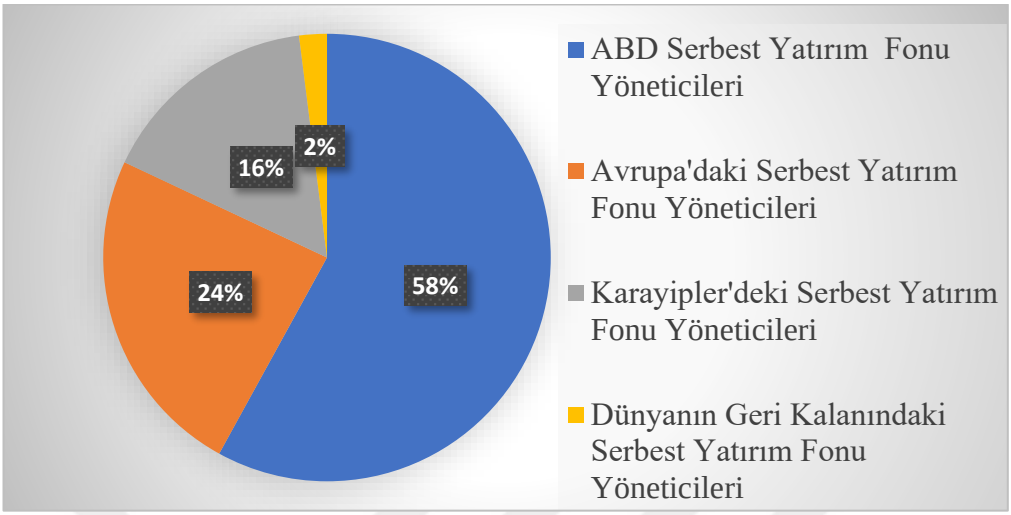
Şekil 4'te görüldüğü gibi bu yükseliş 2007 yılına kadar devam etmiştir. Subprime (Mortgage) kredi krizi 2007'de başlamış olsa da sonuçlarının 2008'de güçlü bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. 2008'de serbest yatırım fonlarının değeri %10'u azalmıştır. (Hofer, 2010: s. 70).

2014'te yaklaşık 10.000 adet mevcut serbest yatırım fonun değeri 2 trilyon doları aşmıştır (Romeo ve Balch, 2018). Serbest yatırım fonların gelişim tarihindeki önemli olaylar Tablo 1'de sıralanmıştır.

Tablo 1: Serbest Yatırım Fonu Tarihinin Önemli Noktaları

Tarih	Olaylar
1949	Alfred W. Jones tarafından ilk serbest yatırım fonu kuruldu.
1956	Warren Buffett, yedi limited ortakla ortaklık kurdu.
1966	Carol Loomis tarafından Fortune dergisindeki bir makalede "Hedge Fund" teriminin ilk defa kamuya açıklanmıştır.
1967	Michael Steinhardt New York'ta Steinhardt, Fine, Berkowitz ile Company adlı serbest yatırım fonu kurdu.
1968	Security Exchange Commission bir ankette 215 yatırım ortaklığı olduğunu bildirdi ve bunların 140'ının serbest yatırım fon olduğu sonucuna vardı.
1969	Finans piyasasındaki çalkantılı dönem, serbest yatırım fonları arasında ağır kayıplara neden oldu. Birkaç yıl içinde, en büyük 28 serbest yatırım fonu, sermayelerinin üçte ikisini kaybetti. Kaldıraçlı Sermaye Holding ilk Serbest Fon Fonunu hizmete açtı.
1970	George Soros ve Jim Rogers, Quantum Fund'ı başlattı.
1973-1974	Piyasadaki çöküş, birçok serbest yatırım fonunun başarısızlığına neden oldu.
1986	Institutional Investor Magazine, Julian Robertson's Tiger Fund'ın profilini ve performansını sunduğunda yatırımcılar serbest yatırım fonu sektörüne olan ilgilerini gözden geçirdiler.
1987-1993	Yüksek performans yılları, yeni serbest yatırım fonların ortaya çıktığı dönemdir.
1992	Yüksek riskli yatırım fonları, İngiliz Sterlini ERM'den çıkmaya zorlanırken medyanın ilgisini yaygınlaştırmıştır. George Soros'un Kuantum Fonu, İngiliz sterlini kısaltarak bir milyar doları aşmıştır.
1994	Uzun Vadeli Sermaye Yönetiminin Oluşumu gerçekleşmiştir.
1995-1998	Serbest yatırım fonu endüstrisi, 200 milyar dolarlık varlığı yöneten 2200 fondan oluşmuştur. Güçlü pay senedi piyasalarıyla, serbest yatırım fonları olağanüstü getiri elde ederek sektöre yüzlerce yeni yöneticiyi çekmiştir. "Sebest yatırım fon sektörü" yatırımcı, perakende yatırımcılar ve çok çeşitli kurumsal yatırımcıların devreye girmesiyle kademeli değişimlere uğramıştır.
1997	Asya para krizini tetiklemekten serbest yatırım fonları sorumlu tutuldu. Avrupa'da fonların sayısı hızlı bir şekilde arttı.
1998	Piyasa likiditesi yükseldikçe ve pay senedi piyasaları düzeldikçe serbest yatırım fonu patlaması geçici olarak durmuştur. LTCM'nin çöküşü, birçok ülkedeki birçok bankayı, finans kuruluşunu ve büyük komisyoncuları temerrüdün eşiğine getiren domino etkilerine neden olmuştur. Fed, Uzun Vadeli Sermaye Yönetimi fonunun kurtarılması için pazarlık yapmıştır.
1998	Rus hükümeti tahvillerde temerrüde düşmüştür.
2000-2011	Serbest yatırım fonu sektörü, S&P 500 endeksine göre yılda ortalama %6,8 algılanan fazla getiri üretmiştir. Serbest yatırım fon endüstrisi, 2014'ün ikinci çeyreğinde 8000'den fazla fon ve 2,8 trilyon dolarlık varlık işletmektedir.

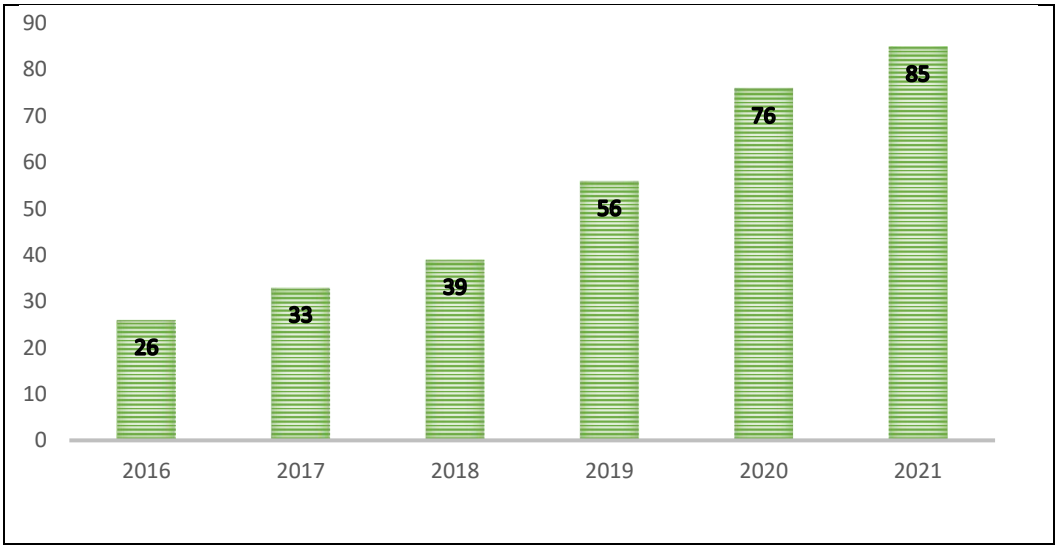
Kaynak: (Ρουμπής, 2015: s. 10)



Şekil 4: İkametgahlarına Göre Küresel Serbest Yatırım Fonu Yönetimi
Kaynak: (Fagetan, 2021: s. 15)

Şekil 4'te görüldüğü üzere serbest yatırım fon yöneticilerinin yaklaşık %60'ı ABD'de ikamet etmektedir. İkinci yoğun bölge ise yaklaşık %24 ile Avrupa'da ikamet etmektedir.

Serbest yatırım fonlarının Türkiye'deki tarihsel gelişimine bakıldığında bu sektörün görece yeni olduğu görülmektedir. 90'lı yıllardan sonra büyük önem kazanan serbest yatırım fonları, 22.09.2006 tarihinden itibaren mevzuatta yer almaya başlamıştır. Ayrıca 2008 yılının sonuna kadar serbest yatırım fonlarının Türkiye'de uygulanması söz konusu olmamıştır. İlk serbest yatırım fonu 2008 yılında kurulmuştur. Türkiye'de yatırım fonu olarak sayılan hedge fonlar serbest yatırım fonu adıyla da yer almaktadır (Terzi, 2014: s. 156). Türkiye'de yıllara göre serbest yatırım fon sayıları Şekil 5'de gösterilmiştir.



Şekil 5:Türkiye'de Yıllara Göre Serbest Yatırım Fonu Sayıları
Kaynak: Tefas (05/02/2021)

2.2 Serbest Yatırım Fonunun Özellikleri

Serbest yatırım fonlarının özelliklerine değinmeden önce klasik bir yatırım fonundan ne ölçüde farklılaştığını değerlendirmek gerekmektedir. Bir serbest yatırım fonu, standart bir yatırım fonundan; hedef, strateji, getiri ve riskin temel kaynakları, likidite, pazarlama, iş ilişkisi ve ücretlendirme gibi konularda farklılaşır. Bu ayrımların ne ölçüde olduğu Tablo 2' de gösterilmiştir (Jaeger, 2003, s. 2):

Tablo 2: Serbest Yatırım Fonu ile Yatırım Fonu Karşılaştırması

	Serbest Yatırım Fonları	**Yatırım Fonları**
Hedef	Mutlak Getiri	Göreceli Getiri
Strateji	Açığa satış, kredili alım ve çeşitli hedge imkanlarının da olduğu geniş bir yelpaze bulunmaktadır.	Açığa satış ve kredili alımda çeşitli sınırlamalar vardır.
Getiri ve Riskin Temel Kaynakları	Fonun Stratejisi ve Yöneticisi	Piyasa
Likidite	Çıkış ve yatırımlarda sınırlamalar yer almaktadır.	Günlük likidite sağlamaktır.
Pazarlama	Pazarlama ve satış için çeşitli sınırlamalar vardır.	Küçük yatırımcılara satış imkanı vardır.
İş İlişkisi	Fon yöneticisi ve yatırımcı ortak şeklindedir.	Fon yöneticisi, yatırımcının temsilcisi şeklindedir.
Ücretlendirme	Yönetim ve performans ücreti bulunmaktadır.	Yönetim ücreti bulunmaktadır.

Kaynak: (Jaeger, 2003: s. 2)

2.2.1 Kaldıraç Kullanımı

Kaldıraç, genellikle varlıkları elde etmek için öz kaynak yerine borcun kullanılması olarak tanımlanır (De Brouwer, 2001: s. 10). Kaldıraç kullanımı, serbest yatırım fonlarının en tipik özelliklerinden biridir. Serbest yatırım fonu yöneticilerinin çoğu, stratejilerini gerçekleştirmek için kaldıracı aktif bir şekilde kullanır (Aktaran Hofer, Fano-Leszczynski, 2010: s. 11).

Liang, (1999)'e göre kaldıraç, serbest yatırım fonlarının %83'ü tarafından kullanılmaktadır. İyi kullanılan kaldıraç, kaldıraç kullanılmayan stratejilere kıyasla birçok serbest yatırım fonu stratejisinin performansını önemli ölçüde artırabilir. Hatta bazı stratejiler, performans hedeflerine ulaşmak için kaldıraç kullanmak durumundadırlar. Riskten korunmak isteyen fon yöneticisi, ne kadar fazla kaldıraç kullanırsa, portföyünün piyasa riskini artırmamak için o kadar çok koruma sağlamalıdır. Portföy hedge edilerek, piyasa ile negatif bir korelasyon olması durumunda, hem getiriler daha öngörülebilir hem de portföyden daha iyi bir performans elde edilebilir. Serbest yatırım fonu yöneticilerinin gelirlerinin çoğu, ağırlıklı olarak performansa dayalıdır. Ne kadar çok kaldıraç kullanırlarsa o kadar büyük fonlarının getirilerini artırma potansiyeli vardır. Kaldıraç iyi veya kötü olarak değerlendirmek doğru değildir. Fakat kesinlikle riski artırır ve serbest yatırım fonu yöneticilerinin stratejilerinin daha güçlü bir etkiye sahip olmasını sağlayan çok güçlü bir araçtır (Aktaran Hofer, Fano-Leszczynski, 2010: s. 12).

2.2.2 Şeffaflık

Serbest yatırım fonlarında, fonun işleyişi ile ilgili olan bilgileri halka açık olarak paylaşma zorunluğu yoktur. Ayrıca yatırımcı portföyüne, yatırım stratejilerine, fonu pazarlama yöntemlerine, aktif varlıklarına, yatırım pozisyonlarına, yatırım yaptıkları varlıklara ilişkin bilgileri kişi veya kurumlara açıklamakla yükümlü değillerdir. Serbest yatırım fonlarının bu özelliği, eleştirilmesinin en büyük nedenlerinden biri haline gelmiştir. (Uçurum, 2019: s. 54)

2.2.3 Eşit Yönetim Koşulları

Serbest yatırım fonu yöneticileri, yatırımcıların sahip oldukları çoğu riske katlanmak durumundadırlar. Bunun nedeni serbest yatırım fonu yöneticilerinin fon içerisinde küçükte olsa hissesinin bulunmasıdır. Buradaki temel amaç, yöneticinin,

yatırımcının aleyhine gerçekleşebilecek durumdan kaçınmasını sağlamak ve her iki tarafın da çıkarlarının eşit ve uyumlu olmasını sağlamaktır. Bu eşitlik koşulları altında fon yöneticileri sahip oldukları yetenek ile yeni stratejiler geliştirerek aktif yönetim olanakları ile fon değerini arttırmayı hedeflemektedirler. Bu noktada, fon yöneticisinin durumu eşitlik koşullarının seyrini etkilemektedir. Çünkü tecrübesi daha az olan bir portföy yöneticisinin aldığı risk karşısında kaybı daha az olacağı için tecrübesi daha fazla olan bir yöneticiye göre daha fazla risk alma durumu söz konusudur (Kasaboğlu, 2020: s. 14).

2.2.4 Sınırlı Likidite

Serbest yatırım fonunda yatırımcılar için en önemli faktör likiditedir. Yatırımcının yatırım yaptığı fonu istediği zaman geri alması kolay değildir. Serbest yatırım fonlarında sadece belirli dönem içerisinde fona girmek ve fondan çıkmak söz konusudur. Bir yatırımcının fondan çıkışına izin verilen yılın belirli dönemleri likidite tarihi olarak ifade edilmektedir. Serbest yatırım fonlarının genellikle bir yılın çeyreğini içeren likidite tarihleri bulunmaktadır. Yatırımcılar paraya çevirme işlemi yapmak istediklerinde, bunu 30 gün öncesinden bildirmek zorundadır. Yatırılmış sermayeyi bağlama veya sermayeyi kilitleme süresi vardır ve başlangıç yatırımını belirli bir süre fonda tutma yükümlülüğü söz konusudur. Bu süre, yatırımcının parasını çekemeyeceği dönemdir ve serbest yatırım fonuna paranın yatırıldığı tarihten itibaren başlamaktadır. Sermayeyi bağlama süresi sona erdikten sonra yatırımcı herhangi bir likidite tarihinde fondan çıkmakta serbesttir (Kalkan, 2010: s. 21-22).

2.2.5 Esnek Yatırım Politikaları

Serbest yatırım fonlarının tüm varlık türlerini sınırsız olarak kullanmasına ilişkin herhangi bir engel bulunmamaktadır. Serbest yatırım fonları, çeşitli finansal araçlar ve stratejiler konusunda deneyime sahip oldukları için risk yönetimini iyi ayarlayabilirler. Ayrıca serbest yatırım fonları açığa satış yapabilir ve değer kaybı yaşayan paylara yatırım yapabilirler (Kambhu, 2007: s. 3). Serbest yatırım fonları yüksek oranda kaldıraç kullanabilir, kâr amaçlı türev ürün kullanabilir ve alternatif yatırım stratejilerine başvurabilirler (Ryback, 2007: s. 144).

2.2.6 Profesyonel Yönetici ve Nitelikli Yatırımcı

Serbest yatırım fonlarının yönetiminde eğitimli ve alanında uzman kişilere ihtiyaç duyulmaktadır. Serbest yatırım fonları piyasaları iyi takip eden, piyasa risklerini yatırımları açısından en az kayıpla atlatan ve piyasanın sunduğu fırsatları avantaja çevirebilen profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmektedir. Serbest yatırım fonları diğer fonlardan farklı olarak herkese açık değildir. Serbest yatırım fonunun yatırımcıları genellikle; nitelikli bireysel yatırımcılardan, emeklilik fonlarından, bağışlar, vakıflardan, sigorta şirketlerinden, yatırım bankaları ve serbest yatırım fonlarından oluşmaktadır. Serbest yatırım fonları ilk kez kurulduğu yıllarda daha çok bireysel yatırımcıların ilgisini çekerken son dönemlerde kurumsal yatırımcıların da dikkatini çekmeyi başarmıştır (Uçurum, 2019: s. 54).

2.2.7 Getiri Hedefi ve Ücreti Yapısı

Serbest yatırım fonları piyasa getirisinden çok mutlak getiriyi hedeflemektedir. Serbest yatırım fonunun getirilerinin önemli kısmı, o varlığın getirisinden ziyade yöneticinin yeteneği ve izlediği stratejilere dayanmaktadır (Hedges, 2005: s. 5). Yatırım fonlarında genellikle yatırımcılardan yönetim ücreti alınırken serbest yatırım fonlarında hem yönetim ücreti hem teşvik veya performans ücreti alınmaktadır. Yönetim ücreti genellikle yönetilen bir varlığın yüzdesi olarak ifade edilmekte olup yıllık veya çeyreklik dönemlerde alınmaktadır. Yönetim ücreti yıllık %1 ile %3 arasında değişmektedir. Performans ücreti ise genellikle yıllık %15-%20 oranında alınmaktadır. Buradaki teşvik ücretinin amacı, başarılı yöneticileri ödüllendirmek ve yatırımcı ve yönetici çıkarlarını yakınlaştırmaktır (Foster ve Young, 2008: s. 3).

Aşağıda serbest yatırım fonunun avantajları ve dezavantajları sıralanmıştır: (Çankaya, 2008)

Avantajları

- Düşen ve yükselen piyasalarda getiri sağlaması.
- Farklı yatırım portföylerinde çeşitlendirme yapılabilmesi.
- Farklı piyasalarda ve yeni finansal araçlarda yatırım imkanı sağlaması.

Dezavantajları

- Kaldıraç riski.

- Denetimin olmaması ve şeffaflık sorunu.
- Ücretlerin yüksek olması.
- Yatırımcıların tam bilgi sahibi olmaması.

Serbest yatırım fonu ile yatırım fonları arasındaki farklılıklar Tablo 3'te gösterilmiştir.

Tablo 3: Serbest Yatırım Fonu ile Yatırım Fonları Arasındaki Farklılıklar

SERBEST YATIRIM FONLARI	YATIRIM FONLARI
Çeşitli menkul kıymetlerden oluşan bir portföye yatırım yapmak için sınırlı bir ortaklık halinde organize edilmiş özel bir yatırım sermayesi havuzudur.	Çok sayıda pay senedi veya tahvilden oluşan bir portföydür.
Ücretleri, yatırımcıların kâr edip etmemesine bağlı olan bir Genel Ortak tarafından yönetilir.	Yatırımcıların kazanç elde edip edilmemesine bağlı olmaksızın ücret alan bir fon yöneticisi tarafından yönetilmektedir.
Ortağın varlıkları çoğunlukla fonun büyük bir yüzdesini oluşturmaktadır.	Fon yöneticisinin varlıkları, fondan ayrıdır.
Nitelikli bireyler ve kurumlar kullanabilir.	Genel halka açık fonlardır.
SEC tarafından herhangi bir fona yatırım yapabilen 499 yatırımcı ("sınırlı ortak") ile sınırlıdır.	Fona yatırım yapabilmek için yatırımcı sayısı sınırlı değildir.
Kazanç elde etmek için kullanılan stratejilerde veya menkul kıymetlerde sınırlandırılma yoktur.	Kazanç elde etmek için kullanılan stratejilerde veya menkul kıymetlerde sınırlandırılmaktadır.

Kaynak: (Ballew vd, 2002: s. 11)

2.3. Serbest Yatırım Fonunun Yapısı

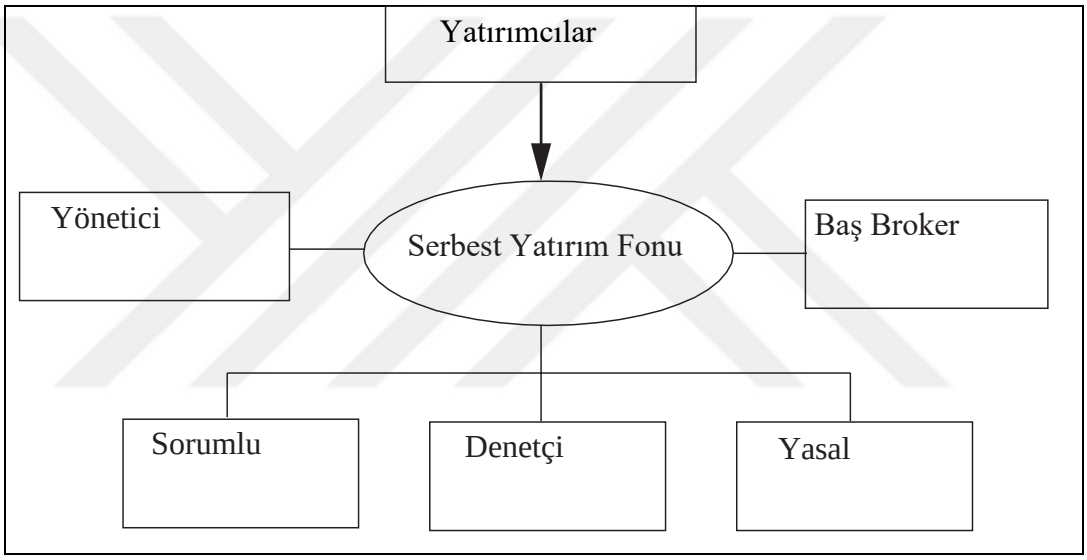
Serbest yatırım fonlarına ilişkin hukuki düzenlemeler henüz tamamlanmamıştır. Serbest yatırım fonlarının hukuki düzenlemeleri muafiyetlerden yararlanacak şekilde yapılandırılmaktadır. Bunun sebebi, serbest yatırım fonlarının nitelikli yatırımcılar için oluşturulmuş olmasıdır. Serbest yatırım fonlarının yasal yapısı kendilerine özgüdür. Bu fonların yasal yapısının verdiği esneklik ile yüksek oranda spekülatif işlem gerçekleştirilebilmektedir. (Connor ve Woo, 2004: s. 8).

Serbest yatırım fonu, katılımcıların her biri için performansa dayalı ücretleri hesaplar ve fon yöneticisine geri ödemesi için sermaye hesaplarının oluşturulmasında esneklik sağlamaktadır (Krug, 2010: s. 664). Fonun yatırımcıları, fonun organizasyonu, yönetimi ve yatırım yetkisi için temel oluşturan bir sınırlı ortaklık

sözleşmesi, bir işletme sözleşmesi veya bir ürün açıklama beyanı gibi bir yönetim belgesine tabidir (August ve Cohen, 2006: s. 18).

Serbest yatırım fonları açık uçludurlar ve aktif olarak yönetilirler ve net varlık değerine dayalı olarak doğrudan yatırımcılarla birimleri veya payları ihraç eder ve kullanırlar. Buna karşılık, kapalı uçlu fonlar likit değildir veya tasfiyeye kadar tutulması ya da borsada işlem görmesi gerekir.

Şekil 6'da serbest yatırım fonlarının temel işleyişinin yürütüldüğü ve finansmanın sağlandığı hukuki yapı dahilinde yer alan bağımsız bir yapı olarak da bilinen tipik bir yerel serbest yatırım fon yapısı yer almaktadır.

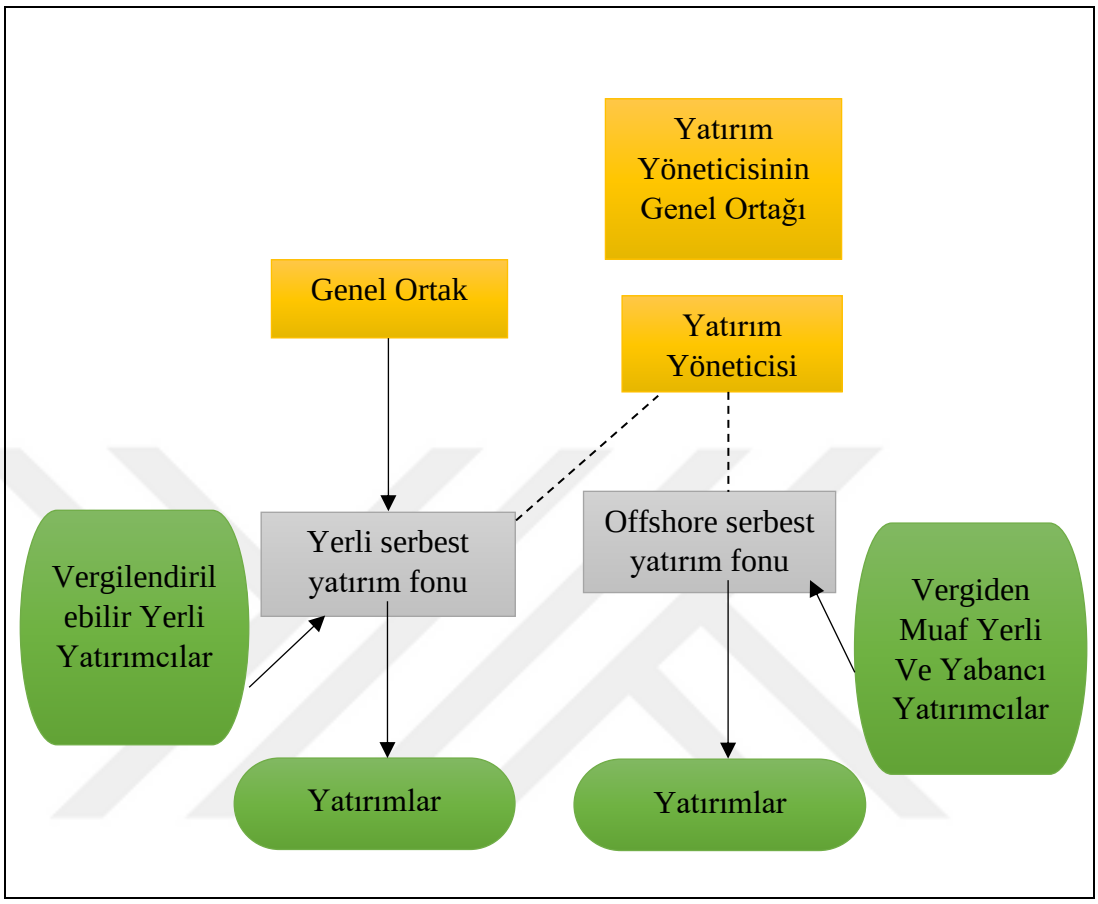


Şekil 6: Serbest Yatırım Fonunun Temel Yapısı
Kaynak: (Darbyshire ve Hampton, 2014: s. 4)

2.3.1 Yan Yana Serbest Yatırım Fonu Yapısı

Yan yana bir yapıda hem bir yerel fon hem de bir offshore fon vardır. Burada her iki fon, yatırım stratejisine uygun olarak doğrudan yatırım yapar ve alım satımları net varlık değeri tahsis eder. Yerel fon yapısı, genel ortak olarak hareket eden yatırım yöneticisi ile sınırlı bir ortaklıktır. Offshore fon ise, menkul kıymetlerini ABD dışındaki yatırımcılara ve ABD'de vergiden muaf yatırımcılara sunan, ABD dışında kurulmuş bir yatırım şirketidir. Bir offshore fonun avantajı, yatırımcıların genellikle ABD vergisine tabi olmayacak olmasıdır. Yerli fonun kazanç ve kayıpları orantılı olarak yatırımcılara aktarılır. Offshore fonu, serbest yatırım fonlarına kurumsal

düzeyde vergi uygulamayan vergiden muaf bölgelerde bulunabilir (Tunke, 2013). Şekil 7'de yan yana serbest yatırım fon yapısı gösterilmektedir.



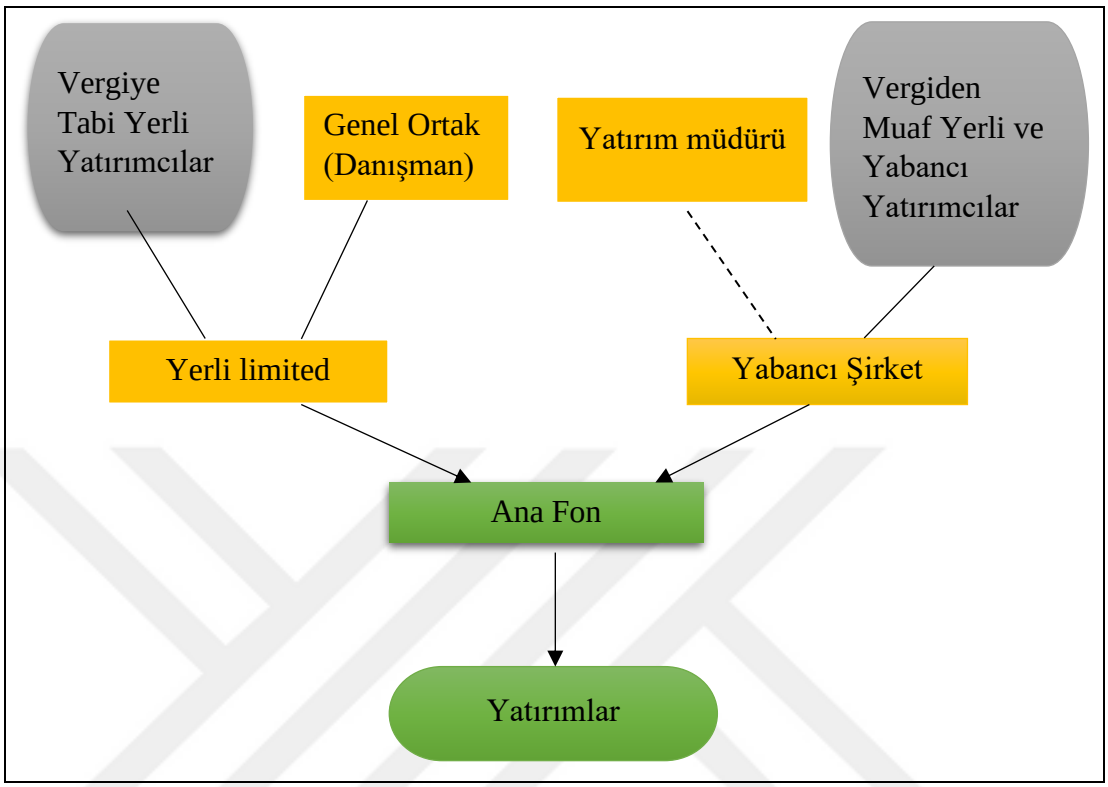
Şekil 7: Yan Yana Serbest Yatırım Fonu Yapısı
Kaynak: (Kumar, 2013: s. 126)

2.3.2 Ana Fon Yapısı

Ana fon yapısı, yatırımcılardan gelen tüm yatırım kaynakları, ana fonda bir araya getirilmek üzere ana fona yatırılır ve daha sonra fon yöneticisi tarafından tek bir yatırım hedefi ve kısıtlamasına göre yatırılır (Aggarwal ve Jorion, 2010, s. 241).

Ana fon tipik olarak, 'Yurtiçi Vergilendirilebilir Yatırımcılar' ve 'Yabancı ve Yurtiçi Vergiden Muaf Yatırımcılar' olarak gösterilen, çeşitli yatırımcı türlerinden gelen varlıkları bir araya getiren vergi ve yatırım dostu bir hukuki yapıya dahil edilir. Bu nedenle, birleşik bir koruma fonu yapısı içindeki ortak bir strateji, üzerinde mutabık kalınan bir yatırım stratejisi altında varlıkların havuzlanması için amaçlanan bir yatırım aracının oluşturulmasıdır. Genellikle çeşitli derecelerde çeşitlendirilmiş bir

finansal enstrüman portföyüne yatırım yapılabilir (Kumar, 2013: s. 128). Ana fon yapısı Şekil 8'de gösterilmiştir.



Şekil 8: Ana Fon Yapısı
Kaynak: (Kumar, 2013: s, 127)

2.4. Serbest Yatırım Fonun Riskleri

Serbest yatırım fonunun riskleri aşağıdaki gibi sıralanabilir:

Likidite riski: Likidite riski, iki duruma işaret edebilir: Birincisi, bir serbest yatırım fonunun bir yatırımı mevcut piyasa değerine yakın bir fiyattan tasfiye edememesi anlamına gelmektedir. Satılması gereken daha büyük yatırım pozisyonlarında zorluk çıkabilir. Ayrıca, bazı yüksek riskli yatırım fonları nispeten likit olmayan varlıklara yatırım yaptığından, bu pozisyonları satmak önemli zaman ve çaba gerektirebilir. İkincisi, likidite riski, serbest yatırım fonundan para çekmeye ilişkin kısıtlamalardan kaynaklanabilir. Çoğu riskten korunma fonunda paranın ne zaman çekilebileceği konusunda özellikle yatırımın ilk yılında değil, sadece üç ayda bir şeklinde kısıtlamalar vardır. Bu, bazı serbest yatırım fonu yatırımcıları için uygun olmayan bir koşuldur (Frush, 2008: s. 54).

Operasyonel risk: Operasyonel risk, geniş anlamda, 'yetersiz veya başarısız dahili süreçler, kişiler ve sistemlerden veya harici olaylardan kaynaklanan kayıp riski' olarak tanımlanabilir. Pratik olarak, alternatif yatırım fonu yöneticilerindeki operasyonel risk, bir fon yöneticisinin yatırım dışı faaliyeti ile ilgili süreci ve prosedürel riskleri kapsar. Bu, bir fonun yatırım faaliyetleriyle doğrudan ilgili olan yatırım riski yönetiminden ayırt edilebilir. (Scharfman, 2020: s. 101)

Kaldıraç Riski: Serbest yatırım fonlarının alabileceği en büyük risk, kaldıraç riskidir. Kaldıraç, fonda tutulan yatırımların performansına bağlı olarak hem kötü hem de iyi olabilir. Yüksek oranda kaldıraçlı bir serbest yatırım fonu iyi durumda olduğunda, kaldıraç kazançların artmasına neden olacaktır. Bununla birlikte, bunun tersine, yüksek oranda kaldıraçlı bir serbest yatırım fonu kötü performans gösterdiğinde, kayıpları da artmış olacaktır. Kaldıraç riskinin olumlu yönü, riskten korunma fonu yöneticilerinin kullanmak istedikleri kaldıraç miktarı konusunda takdir yetkisine sahip olmaları nedeniyle kontrol edilebilmesidir. Kaldıraç kullanılmazsa, serbest yatırım fonunda kaldıraç riski yoktur. Bazı riskten korunma fonu stratejileri özellikle kaldıraç kullanımı gerektirmektedir. Sonuç olarak, riskten korunma fonu yöneticileri, mütevazı bir kazanımı daha yüksek bir kazanca dönüştürmek için genellikle kaldıraç kullanırlar (Frush, 2008: s. 56).

Portföy likidite riski: Portföy likidite riski (aynı zamanda 'varlık likidite riski' olarak da adlandırılır), piyasadaki likidite eksikliğinden dolayı, serbest yatırım fon portföyündeki menkul kıymetlerin gerçek değerine eşit nakit tutarı karşılığında satılamaması riskidir. Bu risk, bir varlığın satışıyla ilgilenen bir serbest yatırım fonunun bunu yapamadığı durumlardan kaynaklanmaktadır. Çünkü piyasada bu varlığı takas etmek veya satıcının daha esnek nakit elde etmek için ihtiyaç duyduğu büyüklükte ticaret yapmak isteyen bir alıcı yer almamaktadır. Portföy likidite riski, portföydeki diğer riskleri birleştirme eğilimindedir. Örneğin, bir riskten korunma fonunun likit olmayan bir varlıkta pozisyonu varsa, bu pozisyonu kısa sürede tasfiye etme kabiliyeti, yatırım riskini artıracaktır. Benzer şekilde, bir fonun temerrüt korelasyon riskinin arttığı bir menkul kıymette pozisyonu varsa, pozisyonun likit edilememesi fonun yatırım riskini artırmaktadır (Belmont, 2011: s. 103).

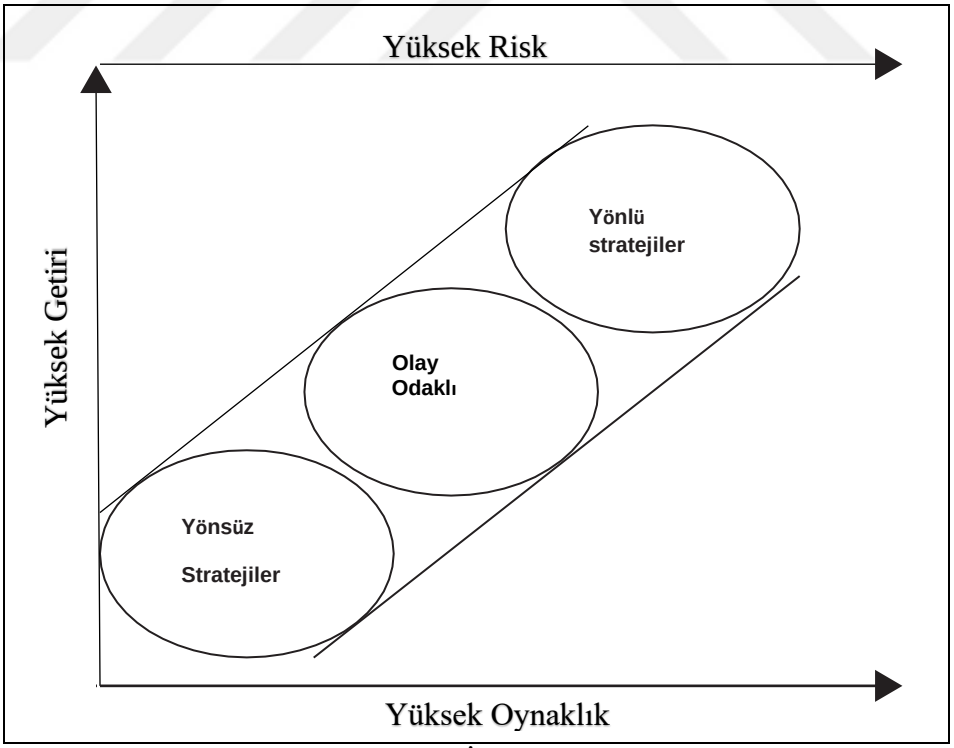
Sistematik Risk: Sistematik risk, meydana gelen daha fazla makro olayın ışığında riskten korunma fonlarının karşılaştığı risk anlamına gelir. Bu tür bir risk, geleneksel

yatırımlarda da çok yaygındır. Son araştırmalar, yatırım piyasasında bu tür riskin arttığını göstermiştir (Frush, 2008: s. 56).

2.5. Serbest Yatırım Fonu Stratejileri

Serbest yatırım fonu, yöneticilere çeşitli varlıklar kullanarak yatırım yapma ve bu yatırımlara uygun stratejiler bulma imkânı sağlamaktadır. Serbest yatırım fonları genellikle kaldıraç içeren dinamik yatırım stratejilerini kullanmaktadır (Rodríguez-Mancilla ve Ziemba, 2008: s. 96**).**

Riskten korunma fonları, strateji ve bireysel strateji stillerine göre sınıflandırılabileceği gibi risk getiri özellikleri ve her stratejinin oynaklığı açısından da kategorize edilebilirler. Şekil 9'da riskten korunma fonu stratejisi ile risk, getiri ve oynaklık arasındaki ilişki şematik olarak gösterilmiştir. Yönlü stratejiler, en yüksek getiriyi sağlar ancak en büyük riske açıktır ve genellikle fon yöneticisinden olağanüstü beceriler, yetenek ve deneyim gerektiren oldukça değişken stratejilerdir. (Darbyshire ve Hampton, 2011: s. 27)



Şekil 9: Artan Getiri, Oynaklık ve Riskle İlgili Başlıca Serbest Yatırım Fonu Stratejileri
Kaynak: (Darbyshire ve Hampton, 2011: s. 28)

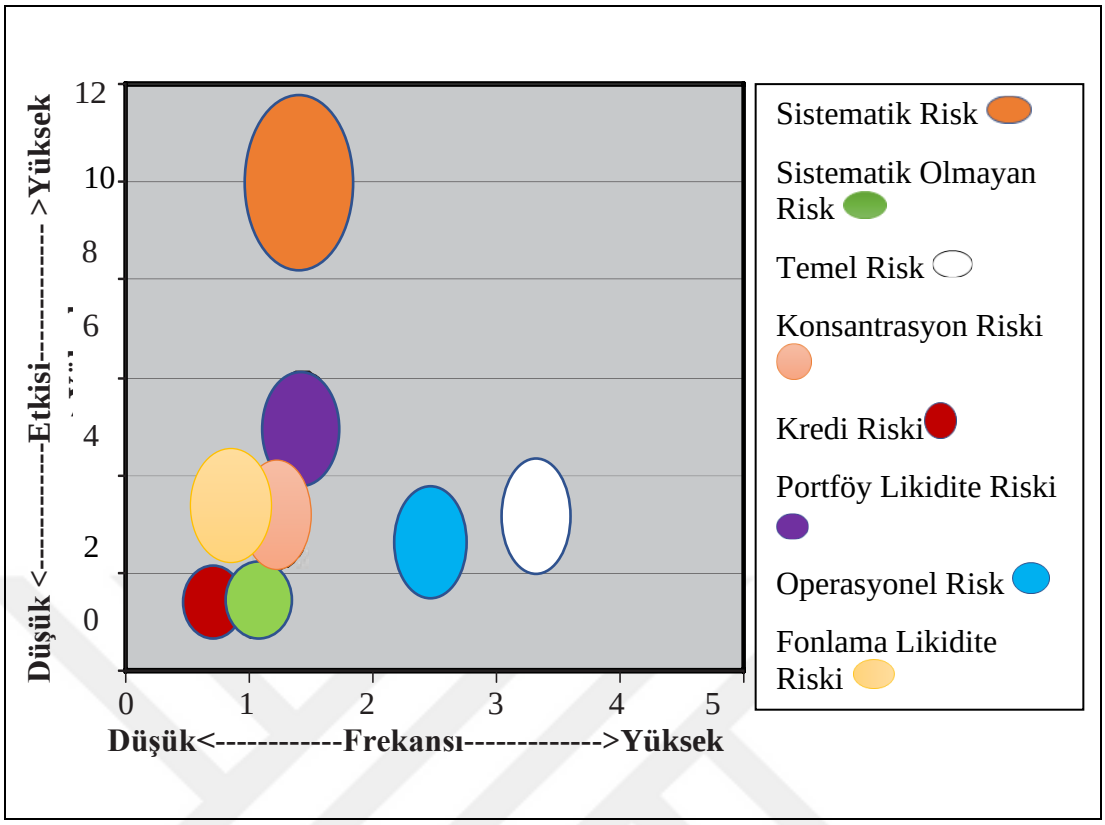
Literatür incelendiğinde stratejilerin genel olarak üç kategoride toplandığı görülmektedir. Bunlar: Yönlü stratejiler, olay odaklı stratejiler ve yönsüz stratejilerdir.

2.5.1. Yönlü stratejiler

Bu stratejiyi izleyen serbest yatırım fonları, finansal varlıkların hem artışından hem de azalışından kâr elde etmeye odaklanan fonlardır. Serbest yatırım fonları diğer fonlara göre türev ürünler ve açığa satış ile ilgili olarak esnek olduğu için uzun ve kısa pozisyonda getiri sağlamaktadır. Bu stratejilerin kârlı olabilmesi, çoğunlukla serbest yatırım fonu yöneticisinin yeteneğine bağlıdır (Holler, 2012: s. 15). Yönlü stratejiler, küresel makro, gelişen piyasalar, uzun ve kısa pozisyon ve açığa satış stratejileri olarak kendi içinde sınıflara ayrılmaktadır.

2.5.1.1 Küresel Makro

Bu stratejiyi kullanan yöneticiler, belirli bölgelere veya pazarlara ilişkin gelecekteki beklentilerden yararlanmaya çalışır. Küresel makro stratejiler, herhangi bir bölgeye yatırım yapabilirler ve büyük piyasalarda pay senetleri, tahviller, emtialar, para birimlerine pozisyon alabilirler. Sürekli olarak, dünya çapında fırsatlar ararlar ve küresel ekonomilerdeki değişiklikleri takip ederler. Yine de küresel yatırım yaptıkları için çeşitli risklere maruz kalırlar. Bu stratejide serbest yatırım fonları, makro olaylara odaklanırlar ve piyasalar üzerindeki etkilerini tahmin etmeye çalışırlar. Bu stratejide, yatırım stilleri zaman içinde istikrarlı olmayabilir. Bir noktada belirli bir finansal araca veya bölgeye odaklanabilirler ve daha sonra başka fırsatlar bulduklarında çeşitli piyasalarda işlem yapmaya başlayabilirler. George Soros, Julian Robertson ve Michael Steinhardt gibi ünlü isimler serbest yatırım fonu makro yöneticileri arasında yer almaktadır. Bu strateji, tüm serbest yatırım fon stratejileri arasında en çok kullanılan yatırım stratejisidir (Ural, 2006: s. 13-14).



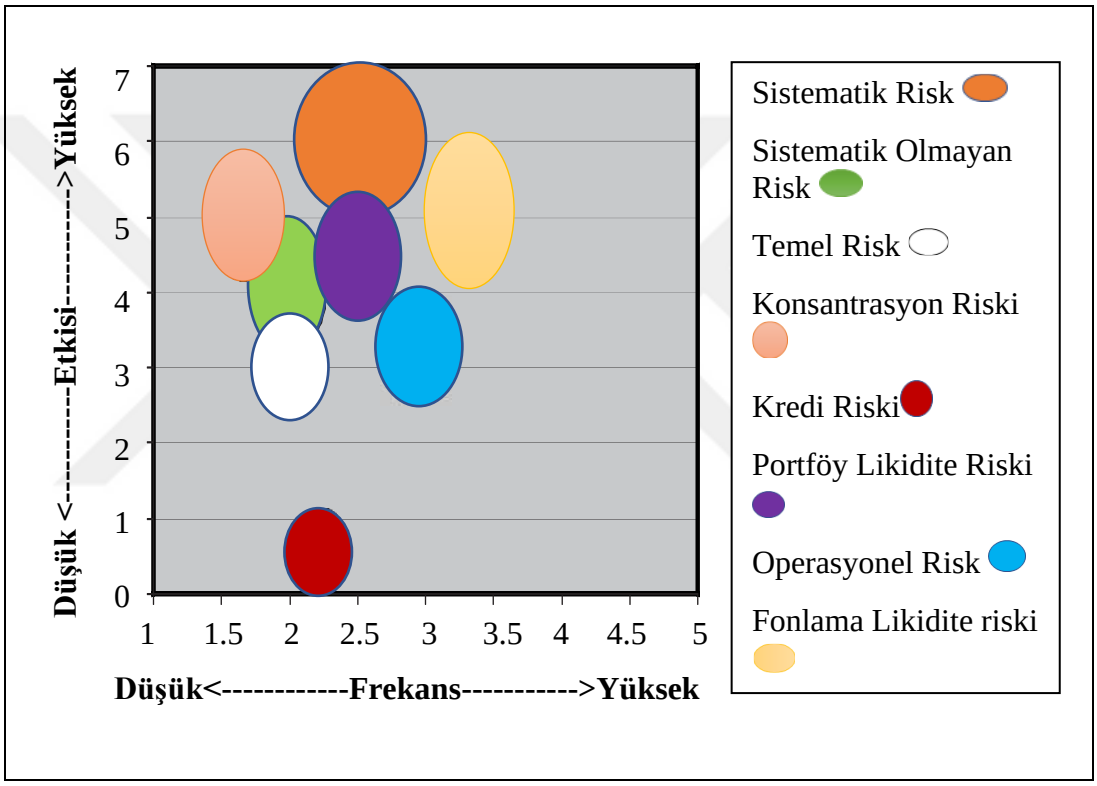
Şekil 10: Makro Stratejilerin Riski
Kaynak: (Belmont, 2011: s. 144)

Şekil 10'da makro stratejiyi izleyen yöneticilerin karşı karşıya kaldığı riskler görülmektedir. Sistematik riskin, risklerinin niteliği ve boyutu nedeniyle getiriler üzerinde en yüksek riske sahip olduğu görülmektedir. Bu fonlarda ikinci en önemli risk, göreli değer fırsatlarından önemli ölçüde yararlanmalarından kaynaklanan temel risktir. Üçüncü en önemli risk, operasyonel risktir. Makro stratejilerin karşı karşıya olduğu son önemli risk, menkul kıymetlerin yanlış fiyatlandırmalarından getiri elde etmek için daha yüksek kaldıraca bağımlı olmalarından kaynaklanan finansman likidite riskidir (Belmont, 2011: s. 144-146).

2.5.1.2 Gelişen Piyasalar Stratejileri

Gelişen piyasalar stratejileri, öncelikle, gelişmekte olan veya 'yükselen' finansal piyasalara sahip ülkelerdeki şirketlerin menkul kıymetlerin uzun dönemdeki yatırımları içerir. Yöneticiler, finansal bilginin genellikle kıt olduğu piyasalarda özel bilgilerden ve sahadaki mevcut bilgilerden yararlanırlar. Bu tür bilgi ile gelişmekte olan pazar verimsizliklerinin neden olduğu yanlış fiyatlandırmalardan yararlanma olanağı söz konusudur. Bu piyasaların daha az gelişmiş ve daha az likit niteliği nedeniyle, gelişmekte olan piyasalarda menkul kıymetler genellikle gelişmiş

piyasalarda işlem gören menkul kıymetlerden daha oynaktır. Yöneticiler, ülke risklerine ve kullanılan araç türlerine göre ayırt edilebilir. Öncelikle coğrafi yönelimle ayırt edilen yükselen piyasalar alt stratejileri arasında Asya, Doğu Avrupa, Latin Amerika ve Küresel stratejileri yer alır. Risk seviyeleri, pozisyon yoğunluğu, temeldeki yatırımların likiditesi ve alınıp satılan menkul kıymet türlerine göre belirlenir. Tüm gelişmekte olan piyasa yatırımları dalgalıdır, ancak Dolar veya Euro cinsinden borçlar genellikle yerel para birimi bonoları ve pay senetlerinden daha azdır (Nıcholas, 2004: s. 30).



Şekil 11: Gelişen Piyasa Stratejilerin Riskleri
Kaynak: (Belmont, 2011: s.155)

Sistematik risk, portföy likidite riski, fonlama likidite riski ve operasyonel riskin bu strateji için en önemli riskler olarak görülmektedir.

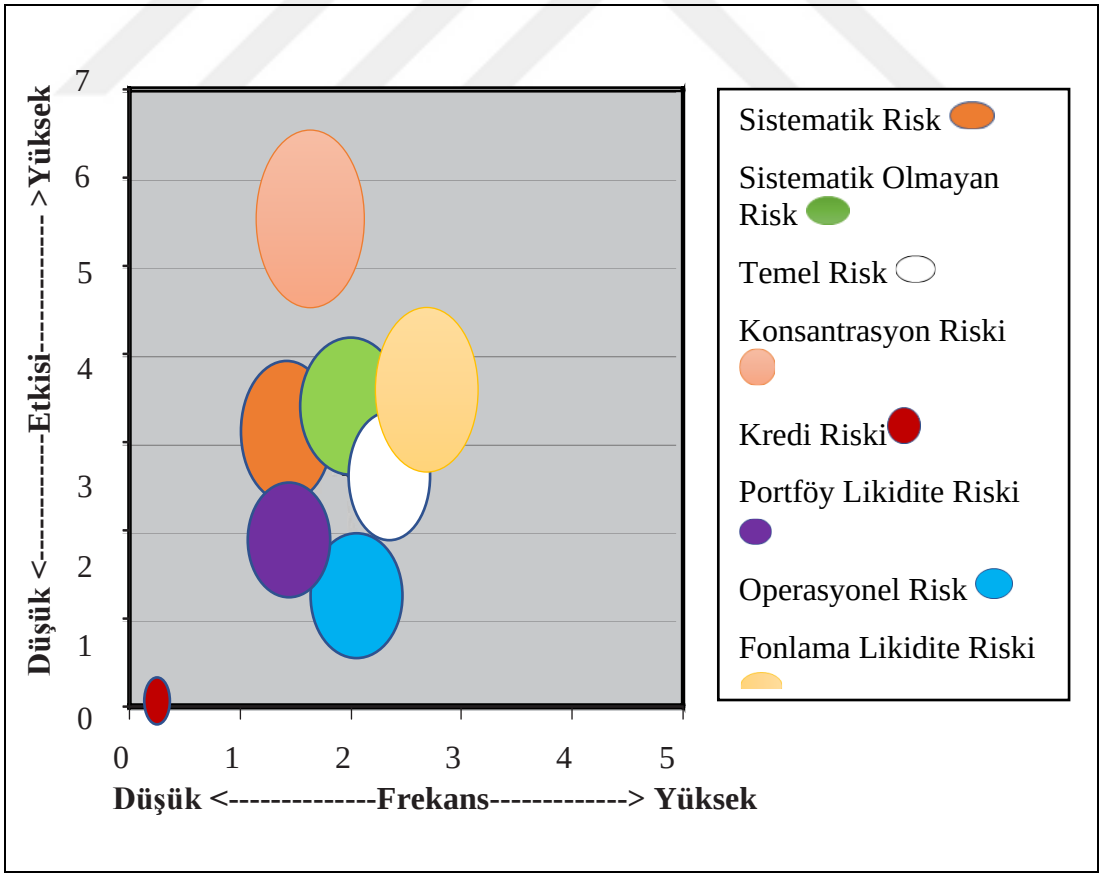
2.5.1.3 Açığa Satış

Açığa satış, satıcıya ait olmayan bir menkul kıymetin satışını içerir; beklenen fiyat düşüşünden yararlanmak için kullanılan bir tekniktir. Açığa satış yapmak için satıcı, alıcıya teslimat yapmak için üçüncü bir taraftan menkul kıymetler ödünç alır. Satıcı daha sonra ödünç aldığı menkul kıymetleri açık piyasada satın alarak ödünç verene iade eder. Satıcı hisseyi tekrar daha düşük bir fiyattan satın alırsa, kâr elde

edilir; fiyat yükselirse, bir zarar oluşur. Açığa satış yapan bir satıcı, genellikle ödünç alınan menkul kıymetlerin piyasa fiyatına eşit bir miktarda diğer menkul kıymetleri veya nakitleri ödünç verenle rehin vermelidir. Bu teminat, ödünç alınan menkul kıymetlerin piyasa fiyatındaki değişikliklere cevaben artırılabilir ya da azaltılabilir (Guızot, 2007: s. 19).

2.5.1.4 Uzun Kısa Pozisyon

Uzun kısa pozisyon en çok kullanılan strateji olarak serbest yatırım fonlarının yaratılmasında ana itici güçtür ve yöneticilere sağladığı esneklik nedeniyle bugüne kadar uygulanabilir bir strateji olarak kalmıştır. Bu stratejinin altında yatan ana avantaj, çok yönlülüğüdür. Bu stratejiye sahip serbest yatırım fonu yöneticileri, genellikle uzun pozisyonda bir pay portföyüne ve açığa satılacak başka bir pay portföyüne sahiptir. Bu çok yönlülüğü, fonun piyasada algılanan, uzun vadede bir varlık sınıfına fayda sağlayabilecek ve kısa vadede zarar verebilecek fiyat asimetrilerine yatırım yapmasına olanak tanır (Gonçalves, 2013: s. 10).



Şekil 12: Uzun ve Kısa Pozisyon Stratejisinin Riskleri
Kaynak: (Belmont, 2011: s. 149)

Şekil 12’de, uzun-kısa pozisyon stratejisini izleyen yöneticilerin karşı karşıya kaldığı riskler örülmektedir. Konsantrasyon ve sistematik olmayan riskler birbiriyle bağlantılıdır. Bu iki risk birlikte en büyük potansiyel etkiye sahiptir. Uzun / kısa pozisyon stratejisiyle ilişkili risklerin çoğu, yöneticinin sistematik olmayan riskten kâr etmek için uzun pozisyonda satın almak ve kısa pozisyonda satmak için 'doğru' pay senetlerini seçme ve ardından en yüksek pozisyonları üzerinde kaldıraç yoluyla fon riskine odaklanma becerisi etrafında döner. Genel olarak, kısa pozisyonlardan çok daha fazla uzun pozisyon vardır. Bu strateji için ikinci önemli risk, konsantrasyon ve sistematik olmayan risk birbiri ile bağlantılı olmasıdır. Portföyün likiditesi, fon yöneticisinin riskleri dinamik olarak yönetme yeteneği ile ilgilidir. Üçüncüsü, temel risk mevcuttur ancak genellikle daha az potansiyel etkiye sahiptir (Belmont, 2011: s. 148-151).

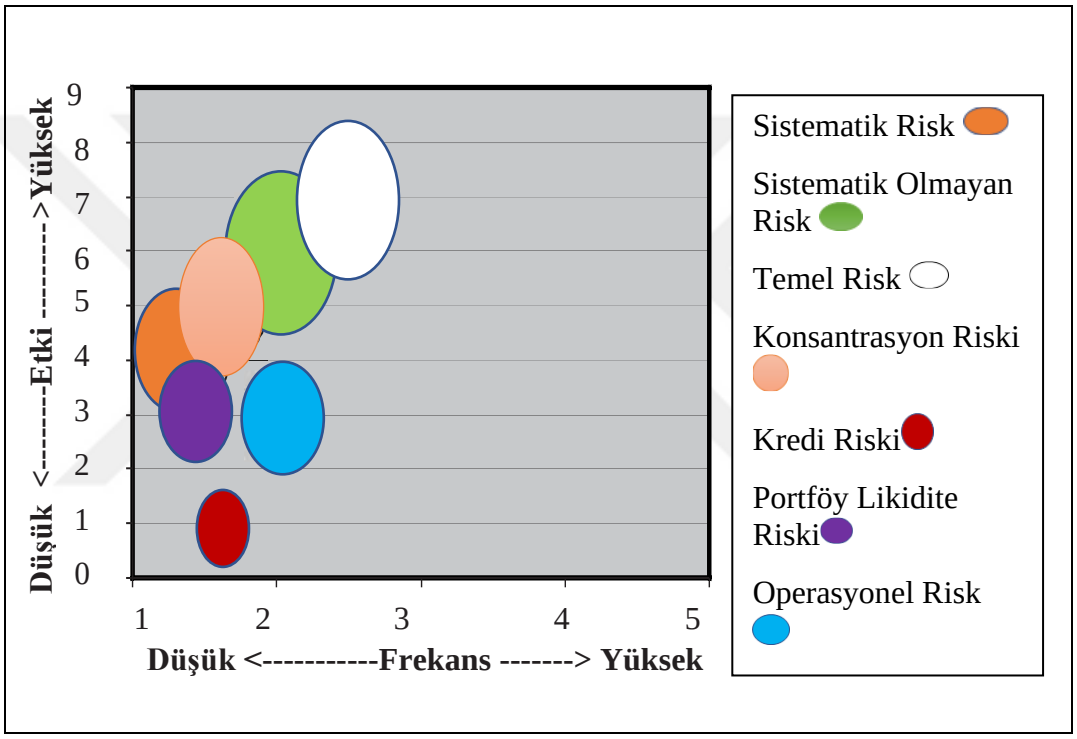
2.5.2. Olay Odaklı Stratejiler

Bu stratejiler belirli olaylardan yararlanmaya çalışır. Büyük fiyat hareketleri yaratan her türlü olay potansiyel olarak bu stratejilerin ilgi alanındadır. Fırsatlar, uzun ve kısa adi pay senetleri, tahviller, opsiyonlar, kredi temerrüt takasları ve bazen de daha yüksek kaldıraç seviyeleri gibi araçlar kullanılarak değerlendirilir. Fon yöneticileri, piyasanın mevcut durumu doğru bir şekilde değerlendiremeyeceğine inanmaktadır. Bu tarz girişimlerde, tüm olay odaklı fonların piyasa hareketlerinden bağımsız olduğu varsayılmaktadır. Olay güdümlü stratejiler, mevcut literatürde ve uygulamada açıkça sınırlandırılmıştır (Muske ve Kuhn, 2007: s. 19). Olay odaklı stratejiler birleşme arbitrajı, aktivist stratejiler ve finansal zorluk olarak kendi içerisinde ayrılmaktadır.

2.5.2.1 Birleşme Arbitrajı

Risk arbitrajı olarak da adlandırılan birleşme arbitrajı, devralma veya birleşme teklifleri, takas teklifleri, nakit ihale teklifleri, kaldıraçlı satın almalar, yeniden sermayelendirmeler, yeniden yapılandırmalar veya kurumsal işlemin konusu olan şirketlerin menkul kıymetlerine yatırım yapmayı içerir. Bu işlemler genellikle nakit para, diğer menkul kıymetler veya nakit ve diğer menkul kıymetlerin bir kombinasyonu için menkul kıymet değişimini içerir. Tipik olarak, bir fon yöneticisi satın alınan veya başka bir şirketle birleşen bir şirketin hisselerini satın alabilir ve

devralan şirketin hisselerini satabilir. Birleşme arbitraj işlemleriyle uğraşan bir fon yöneticisi, satın alınan menkul kıymetlerin fiyatı ile nihai olarak bunların elden çıkarılmasından elde edilen değer arasındaki fiyat farkından kâr (veya zarar) elde eder. Bu stratejinin başarısı genellikle önerilen birleşme, ihale teklifi veya değişim teklifinin tamamlanmasına bağlıdır. Yöneticiler, pay senedi opsiyonlarını doğrudan adi pay senedi alım satımına alternatif olarak düşük riskli bir alternatif olarak kullanabilir. Bir birleşmenin sonucunun çok şüpheli olduğu bazı durumlarda, fon yöneticisi pozisyonları tersine çevirip hedefi giden yolu kısaltabilir (Nıcholas, 2004: s. 41).

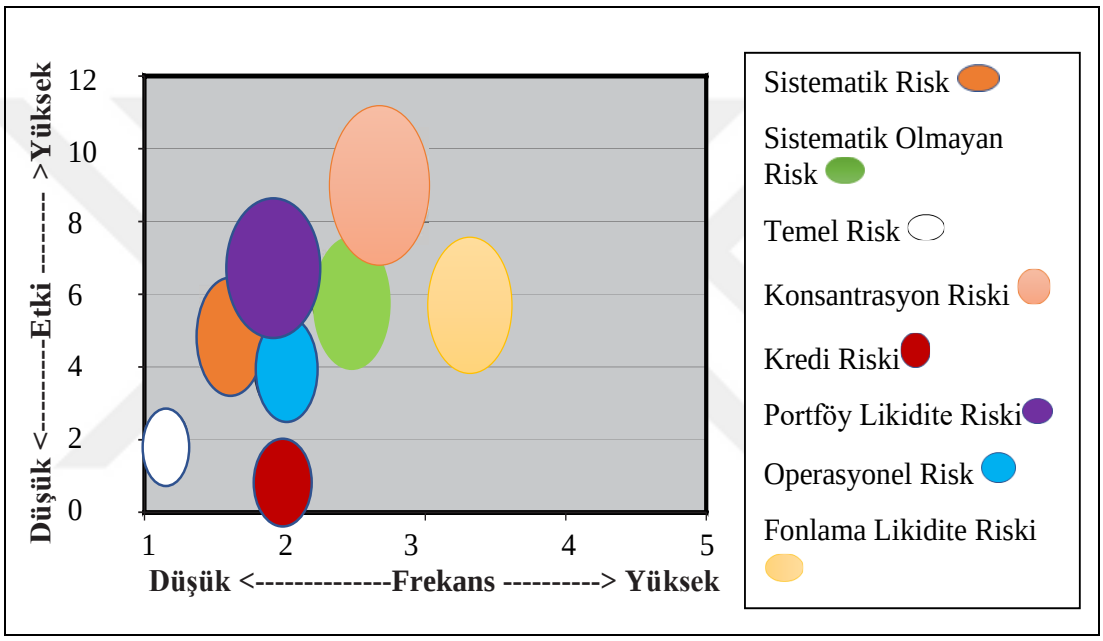


Şekil 13: Birleşme Arbitrajının Riskleri
Kaynak: (Belmont, 2011: s. 162)

Temel risk (yani, anlaşmanın bozulması durumunda geçerliliği olmayan korunma oranı), risk arbitraj fonlarının karşı karşıya olduğu birincil risktir. Ek olarak, risk arbitraj fonları, sistematik olmayan risklere maruz kalır. Anlaşma, devralanın belirli mali nedenleri ile motive edilebilir. Edinilen işletmenin önemli üçüncü şahıs finansmanına bağımlı olması durumunda, edinen işletmenin mali durumunda meydana gelen bir değişiklik, anlaşmanın yeniden müzakeresine veya iptaline neden olabilir. Konsantrasyon riski üçüncü potansiyel olarak önemli bir risktir ancak daha seyrek ortaya çıkar (Belmont, 2011: s. 161-162).

2.5.2.2 Aktivist Stratejiler

Aktivist yatırım, bir portföy yöneticisinin bir şirketin menkul kıymetlerinde etkili bir pay satın alması ve ardından olayların sonucunu aktif olarak etkilemek için bu payı kullanmasıdır. Portföy yöneticisi, kurumsal eylemlere oy verirken pasif bir konum üstlenmez, bunun yerine, bölünmeler, yeniden yapılanmalar, birleşmeler veya satın almalar gibi hissedar değerinin yaratılmasıyla veya sermaye yapısında belirli menkul kıymetlerin sahiplerine işletme değerinden daha büyük bir pay verilmesi stratejisidir (Belmont, 2011: s. 87).



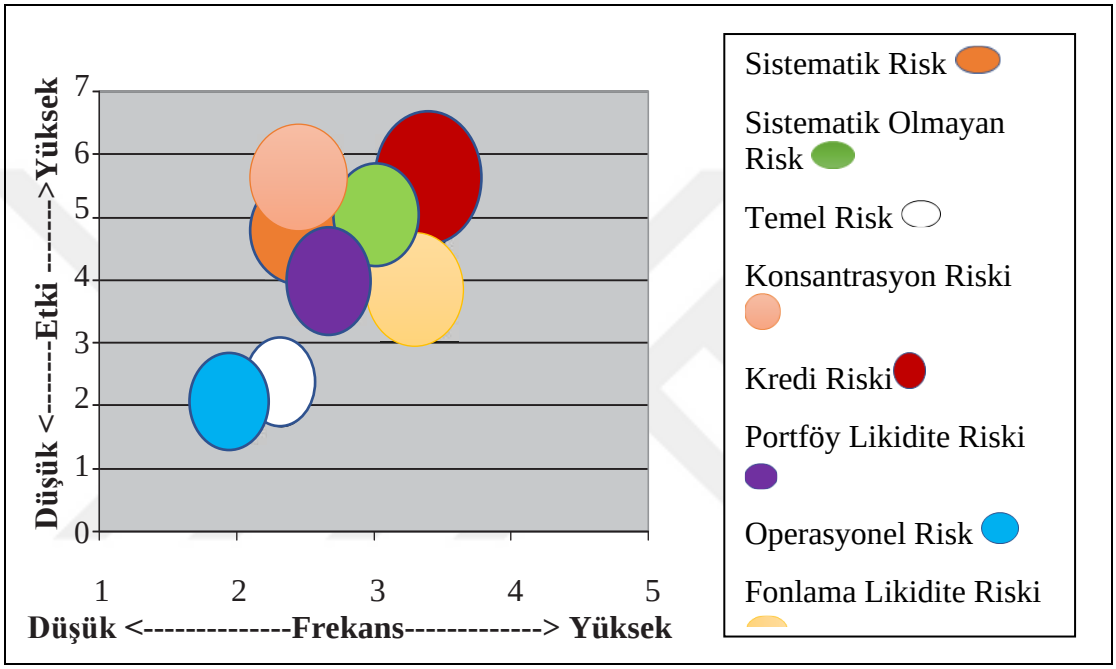
Şekil 14: Aktivist Stratejilerinin Riskleri
Kaynak: Belmont, 2011: s. 175)

Aktivist stratejilerinin karşılaştığı risklerin göreceli etkisi ve sıklığı Şekil 14'te özetlenmiştir. Bu stratejinin en önemli riskleri portföy likidite ve fonlanma likidite riskidir (Belmont, 2011: s. 176-177).

2.5.2.3 Finansal Zorluk

Finansal zorluk stratejisinde, fon yöneticisi, iflasın eşiğinde olan veya yakınlaşan şirketlerin pay senetlerini veya bonolarını satın alır. Bu menkul kıymetler genellikle nominal değerden veya daha önceki fiyat seviyelerinden büyük indirimlerle satın alınır. Strateji, zarar riskini dengelemek için yeterli kâr potansiyeline sahip menkul kıymetler satın alabilmeye dayanır. Çoğunlukla alıcılar, fiyatların düşük olduğu finansal sıkıntıda bulunan işletmelerin menkul kıymetlerine yatırım yapmaz.

Serbest yatırım fonları, dolayısıyla temerrüt riskine maruz kalırlar. Fonlar kredi marjları daraldığında iyi performans gösterme eğilimindedir ve spreadler genişlediğinde kötü performans gösterirler. Yatırımlar likit değildir. Sonuç olarak, bu tarz strateji yatırımcıların lehine hareket etse de strateji likidite baskılarına karşı savunmasızdır. Bu nedenle, bu fonlar genellikle yatırımcılardan daha uzun taahhütler almaya zorlar. Getirilerin oynaklığına (belki de borsa getirilerinin yarısı kadar değişken) dayalı, düşük riskli bir strateji türüdür (Mccrary, 2002: s. 41- 42).



Şekil 15: Finansal Zorluk Stratejisinin Riskleri
Kaynak: (Belmont, 2011: s. 167)

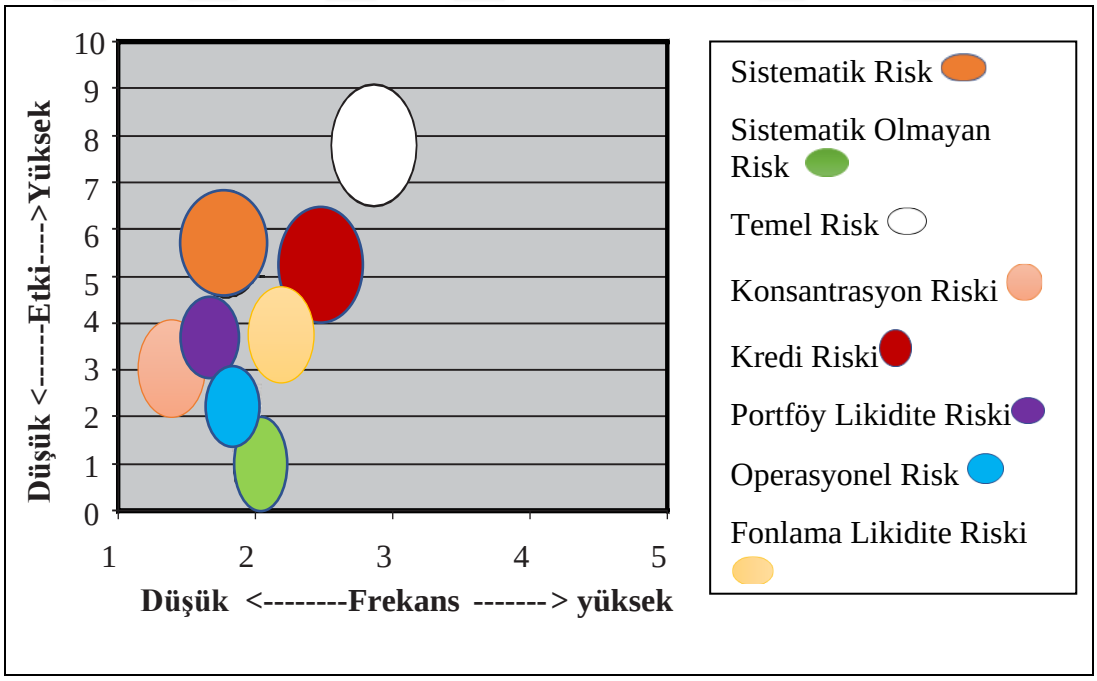
Stratejinin taşıdığı riskler arasında kredi riski en önemlisidir. Finansal zorluk stratejisi için kredi riski, sistematik risk ve sistematik olmayan risk ile bağlantılıdır. Riskli menkul kıymetlerin içsel değeri, genellikle ekonomik krizler derinleştikçe, sektöre özgü veya şirkete özgü temeller daha da kötüleştikçe ve serbest yatırım fonu yöneticilerinin satın alımlarını yaptıktan sonra düşer. Satın alma işleminin zamanlaması ve fiyatı kritiktir. Sistematik risk faktörü, yüksek getirili kredi marjlarının, risksiz eğrinin şekli ve seviyesinin ve ayrıca geleneksel öz sermaye betasının birleşimidir. (Belmont, 2011: s. 167-169).

2.5.3.Yönsüz stratejiler

Yönsüz serbest yatırım fon stratejileri, piyasa değişikliklerinden doğrudan etkilenmez. Bunun yerine, fiyat farklarıyla ilgili iki veya daha fazla pazardaki dengesizliklerden yararlanırlar. Aynı varlık farklı pazarlarda farklı fiyatlardan satılırsa, varlığın fiyatı normale dönmeden önce bir getiri elde etmeye çalışılır (Montazeri, 2013: s. 18).

2.5.3.1 Sabit Getirili Arbitrajı

Bu stratejide fon yöneticileri, ilgili borç senetleri arasındaki fiyat farklarındaki fırsatlardan yararlanmayı amaçlamaktadır. Yöneticiler, küçük fiyat farklılıklarından elde ettikleri getirileri artırmak için önemli miktarda kaldıraç kullanabilirler. Spreadler çoğunlukla 3 ila 20 baz puan aralığındadır ve kaldıraç 30 katına kadar çıkabilir. Bu stratejinin faiz oranı takası arbitrajı, devlet tahvili arbitrajı ve vadeli getiri eğrisi arbitrajı gibi birçok alt kategorisi vardır. 1998 yılındaki riskten korunma fonu krizi sırasında birçok büyük firma sabit gelirli arbitraj pozisyonlarında zarar bildirmiş olsa da bu strateji o zamandan beri en popüler serbest yatırım fon stratejilerinden biri haline gelmiştir (Ural, 2006: s. 13).



Şekil 16: Sabit Getirili Arbitraj Riskleri
Kaynak: (Belmont, 2011: s. 202)

Sabit getirili arbitraj fonları sistematik riski ortadan kaldırmaya çalışırken, devlet getiri eğrilerine ve kurumsal kredi marjlarına yönelik riskleri korurlar. Şekil 16'da çoğu sabit gelir arbitraj stratejisinin karşılaştığı riskleri özetlemektedir. Temel riskler, riskten korunma stratejilerinde her zaman mevcuttur, ancak geleneksel riskten korunma ilişkileri istikrarsızlaştıkça, piyasa krizi dönemlerinde potansiyel etkileri önemli ölçüde artar (Belmont, 2011: s. 202-203).

Bir diğer popüler sabit getirili arbitraj stratejisi, Swap-spread arbitrajdır. Swap-spread arbitraj, çeşitli swap oranlarının, LIBOR'un, Hazine bonolarının, kupon oranlarının ve repo oranlarının göreceli seviyelerine yapılan bir işlemdir. Fon yöneticisi bir hazine bonosu ile repodaki bir teminat hesabını swap işlemi gerçekleştirecektir. Bu yatırımdaki nakit akışları, hazine bonosu üzerindeki sabit kupon oranının ödenmesi, yani sabit vadeli hazine (CMT Constant Maturity Treasury) faizinin ödenmesi ve teminat hesabında repo oranından elde edilen gelirin alınmasından oluşacaktır. Genel pozisyon, yöneticinin takas spreadinden (yani CMS Constant Maturity Swaps eksi CMT Constant Maturity Treasury) sabit bir nakit akışı almasını ve dalgalı spread'in (yani LIBOR eksi repo oranı) ödemesini içerir. Dolayısıyla, swap spread'i stratejinin ömrü boyunca dalgalı spread ortalamasından daha büyükse, pozitif bir getiri elde edilecektir. Swap-spread stratejisi yeterince basit görünse de 1998 yılı mali krizi sırasında Uzun Vadeli Sermaye Yönetimi (LTCM) için en büyük zarar kaynaklarından biri, Avrupa tahvillerindeki büyük swap-spread pozisyonlarına aittir. Bu kadar büyük kayıp olasılığına rağmen, swap-spread stratejisi, göreceli değerli serbest yatırım fonları için en popüler sabit getiri stratejilerinden biri haline gelmiştir (Darbyshire ve Hampton, 2011: s. 57).

Getiri eğrisi (veya faiz oranlarının vade yapısı), eşit kredi kalitesine sahip ancak farklı vadelere sahip bono getirilerinin nasıl karşılaştırıldığının grafiksel bir temsilidir. Getiri eğrisi, genellikle ipotek ve banka borç verme oranları gibi piyasalardaki diğer borçlar için bir ölçüt olarak kullanılır. Eğri aynı zamanda gelecekteki faiz oranı değişiklikleri ve ekonomik koşullar için çok yararlı bir göstergedir. Verim eğrisinin şekli ve eğimi, düzenleyen hükümetin kredi notu, para ve maliye politikasının durumu ve diğer ekonomik faktörlerin bir sonucu olarak değişmektedir. Getiri eğrisinde paralel bir kayma, tüm vadelerdeki getiri aynı miktarda değiştiğinde meydana gelir. Ancak, daha olası senaryolar, kısa ve uzun vadeler

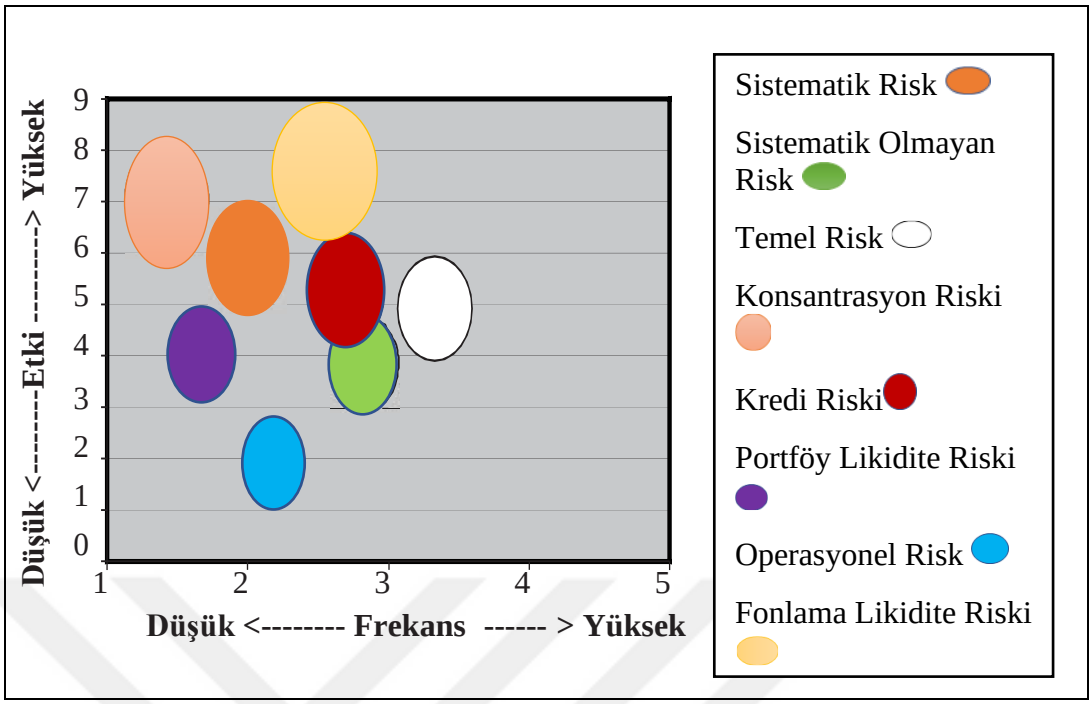
arasındaki farktaki değişikliklerin getiri eğrisini artırması (dikleşmesi) veya azaltması (düzleşmesi) durumudur. Getiri eğrisi arbitrajı, farklı vadelerde hazine bonolarındaki uzun ve kısa pozisyonlar alarak getiri eğrisindeki değişimlerden kâr sağlamayı amaçlamaktadır (Darbyshire ve Hampton, 2011: s. 58).

2.5.3.2 Nötr Pay Senedi Piyasası

Nötr pay senedi piyasası stratejileri, toplam net portföy riski sıfır olan pay senedi pozisyonlarını seçerek hem yukarı hem aşağı yönlü piyasalarda tutarlı getiri elde etmeye çalışır. Yöneticiler, pay senetlerindeki uzun pozisyonuna ve sıfıra yakın toplam net risk için eşit veya eşite yakın bir kısa pozisyona sahiptir. Nötr Pay Senedi Piyasası yöneticileri, eşit miktarlarda uzun ve kısa pozisyonlar alarak, sistemik bir değişikliğin bir bütün olarak borsa değerleri üzerindeki etkisini etkisiz hale getirmeye çalışırlar. nötr pay senedi piyasası yöneticilerinin tümü olmasa da çoğu, tarafsızlık kavramını risk faktörlerine, endüstri, sektör, yatırım tarzı ve piyasa değeri gibi özelliklere göre genişletir. Tüm nötr pay senedi piyasası portföylerinde, piyasadan daha iyi performans göstermesi beklenen pay senetleri uzun süre tutulur ve piyasanın altında performans göstermesi beklenen pay senetleri açığa satılır. Getiriler, uzun-kısa aralıklardan veya uzun pozisyonların kısa pozisyonlardan daha iyi performans gösterdiği miktardan elde edilir (Nıcholas, 2004: s. 35).

2.5.3.3 Dönüştürülebilir Arbitraj

Dönüştürülebilir arbitraj, uzun pozisyonlu bir menkul kıymet almayı ve aynı ihraççının genellikle farklı menkul kıymetlerdeki pozisyonları dengeleyerek piyasa riskinden korunmasını içerir. Bir yönetici, değişen fiyat farklarından yararlanmak amacıyla, dönüştürülebilir menkul kıymetlerde, genellikle dönüştürülebilir tahvillerde veya varantlarda uzun pozisyonlar alabilir ve temel adi pay senedini açığa satarak öz kaynak riskinin bir kısmını korunmaya alabilir. Bir yönetici ayrıca bazı durumlarda faiz oranını veya kredi riskini korunmaya çalışabilir. Örneğin, bir yönetici uzun vadeli dönüştürülebilir tahviller alabilir ve ayrıca faiz oranı riskinden kaçınmak için vadeli işlemleri veya temerrüt riskini kaçınmak için kredi temerrüt swaplarını kullanabilir. (Nıcholas, 2004: s. 27).



Şekil 17: Dönüştürülebilir Arbitrajın Riskleri
Kaynak: (Belmont, 2011: s. 180)

Portföy likiditesi ve sistematik, kredi ve fonlama likiditesi en önemli risklerdir. Sistematik ve kredi riski, bu fonların kısa kredi spraedleri olması ve özellikle yüksek getirili tahvillere ve yüksek getirili kredi marjlarına maruz kalmalarından (kredi riskinden korunmadığı ölçüde) ortaya çıkmaktadır. Fonlama likidite riski, sık olmamakla birlikte, dönüştürülebilir arbitraj fonları için de önemli bir risktir (Belmont, 2011: s. 180-182).

2.6. Serbest Yatırım Fonuyla İlgili Türkiye'deki Hukuksal Düzenlemeler

Türkiye'de serbest yatırım fonları sermaye piyasası kanununa uygun olarak hazırlanmış SPK tebliğine bağlı kalarak faaliyetlerini sürdürmektedir. Ancak SPK tarafından serbest yatırım fonları için hazırlanmış özel bir tebliğ bulunmamaktadır. 9 Temmuz 2013 tarihinde resmî gazetede yayımlanmış olan III-52.1 nolu 'Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde yatırım fonlarının uyması gereken kurallardan bahsedilmiştir (SPK, 2013).

Bu tebliğin serbest yatırım fonları ile ilgili olan önemli maddeleri aşağıda açıklanmıştır (SPK, 2013):

Tablo 4: Serbest Yatırım Fonu ile İlgili Düzenlenen Maddeler

MADDELER
Yatırım fonlarının varlıklarının %10'undan fazlasını belli bir ihraççıya ait finansal araçlara yatırma durumu söz konusu değildir. Yatırım fonlarında bir ihraççıya ait fonların %10'undan fazlasını yer verilmez. Serbest yatırım fonları için bu durum geçerli değildir. **(Madde 25/1)**
Serbest yatırım fonlarının yabancı fonlara yatırımıyla ilgili belli kısıtlar getirilmiştir **(Madde 25/2)**
Sadece nitelikli yatırımcılar serbest yatırım fonlarına yatırım yapabilmektedir. **(Madde 25/4)**
"Serbest fonun portföy yöneticilerinin tümünün sermaye piyasası faaliyetleri ileri düzey lisans belgesi ile türev araçlar lisans belgesine ve bu fonlar konusunda gerekli bilgi ve tecrübeye sahip olmaları gereklidir." ***(Madde 25/5)***
Yatırım fonları ile ilgili olarak yönetim ücreti dahil izahname de belirtilen bütün giderler için belli bir sınır söz konusuyken, bu durum serbest yatırım fonları için geçerli değildir. **(Madde 25/6)**
Serbest fonlarının pay fiyatlarının en az ayda bir kere hesaplanması ve yatırımcılara bu hesaplamaları bildirmesi gerekmektedir. **(Madde 25/9)**
Serbest fonlar fon sepeti fonu şeklinde oluşturulabilir. **(Madde 25/12)**

SPK, serbest yatırım fonları ile ilgili olarak bir yatırım rehberi de hazırlamıştır. Bu rehberde yatırımcılara ilişkin kısıtlar, yatırım amacı ve politikası, portföye alınabilecek varlıklar ve yapılacak işlemler, yönetici şirkete ve kurucuya yönelik getirilen ek şartlar, kuruluş ve kayda alma süreçleri, değerleme esasları ve pay fiyatı ilanı, asgari alım ve satım limiti, dağıtım kanalları ile reklam ve ilanlar, nitelikli yatırımcılara yönelik periyodik bilgilendirmesi, performans ücreti ve fonun sorumluluğu hakkında bilgiler verilmiştir (Serbest Yatırım Fonları Tanıtım Rehberi, 2021).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. LİTERATÜR TARAMASI

Serbest yatırım fonları literatüründe, farklı modeller de yer almaktadır. Bilinen ilk çalışmada, Fung ve Hsieh (1997) Sharpe'ın (1992) varlık sınıfı faktör modelini genişletmiş ve serbest yatırım fonlarında beş baskın yatırım stili kullanmıştır. Schneeweis ve Spurgin (1998) de çok faktörlü bir yaklaşıma dayanan stil analizi kullanmaktadır. Ackermann ve vd. (1999) çalışmalarında tek faktörlü bir model kullanarak yalnızca toplam riske odaklanmıştır. Agarwal ve Naik (2000) regresyon tabanlı (parametrik) ve parametrik olmayan yöntemleri kullanmıştır. Liang (1999), Fung ve Hsieh (1997) modelinin genişlemesini, fon özelliklerine dayalı regresyonları ve Sharpe oranı gibi klasik ölçüyü kullanmaktadır (Capocci ve Huebner, 2004).

Ackermann vd (1999) çalışmalarında serbest yatırım fon performansları ile fon özellikleri arasındaki ilişkiyi belirlemek için 1272 serbest yatırım fonunun aylık verileri ile regresyon analizi yapmışlardır. Sonuç olarak yalnızca teşvik ücretlerinin performans üzerinde etkili olduğu ve fon yaşının ve yönetim ücretlerinin fonun getirileri üzerinde hiçbir etkisi olmadığı sonucuna varılmıştır.

Liang (1999) çalışmasında serbest yatırım fon performansını iki farklı modelle analiz etmiştir. İlk model, serbest yatırım fon getirileri ile piyasa endekslerinin getirileri arasındaki ilişkiyi incelemektedir. İkinci model ise serbest yatırım fon getirileri ile serbest yatırım fonlarının kendi özellikleri arasındaki ilişkiyi regresyon analiz yaparak incelemiştir. Liang (1999), yönetim ücretlerinin serbest yatırım fon performansları üzerinde hiçbir etkisinin olmadığını, teşvik ücretlerinin, kilitlenme döneminin ve yönetim altındaki varlıkların fon getirileri üzerinde olumlu ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca, fon yaşının fon getirileri üzerinde olumsuz bir etkisi olduğu belirlenmiştir.

Gregorio ve Rouah (2000) çalışmalarında 1994-1999 yılları arasında serbest yatırım fonlarının getirilerinin ve fonun büyüklüğünün performans üzerinde bir etkisinin olup olmadığını, Sharpe ve Treynor performans ölçütüne göre analiz etmişlerdir. Sonuçlar, serbest yatırım fon büyüklüğünün, performans üzerinde hiçbir etkisinin olmadığını göstermektedir.

Edwards ve Caglayan (2001) çalışmalarında Ocak 1990'dan Ağustos 1998'e kadar serbest yatırım fonlarının aylık getirilerine ilişkin verileri kullanarak, fon getirileri ve piyasa endekslerini regresyon analizi kullanarak serbest yatırım fon performansını araştırmıştır. Performans ücreti ile fon getirileri arasında da pozitif bir korelasyon olduğu sonucuna varılmıştır.

Ammann ve Moerth (2005) çalışmalarında Ocak 1994'ten Nisan 2005'e kadar TASS veri tabanını kullanarak, serbest yatırım fon büyüklüğünün fon performansı üzerindeki etkisini incelemektedirler. Fon büyüklüğünün riskten korunma fonu getirilerine, standart sapmalara, Sharpe oranlarına ve çok faktörlü modellerden türetilen alfalara göre etkisi analiz edilmiştir. Sonuç olarak kesitsel regresyon kullanıldığında fon büyüklüğünün getirilerle negatif ilişkili olduğunu bulmuşlardır. Ayrıca standart sapma ile fon büyüklüğü arasında negatif ilişki olduğu bulunmuştur.

Sarıtaş (2005) çalışmasında 01.01.1998-31.12. 2002 yılları arasında yatırım fonlarının fon varlık değeri, fon süresi (yaş), risk düzeyi ve getirilerin standart sapması gibi değişkenleri kullanarak çoklu regresyon kullanarak analiz yapmıştır. Elde edilen sonuçlar neticesinde yatırım fonların getirileri ile varlık değerleri arasında pozitif bir ilişkinin olduğu fon yaşı, risk düzeyi ve standart sapma arasında negatif yönlü bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

Do (2005) çalışmasında Avustralya serbest yatırım fonlarının performansını, Capocci ve Hubner (2004)'in çalışmalarındaki serbest yatırım fon performansının analizini genişleterek ve değiştirerek araştırmaktadır. Bu model, Avustralya serbest yatırım fon getirilerini açıklamada geleneksel Fama ve French üç faktörlü modelden daha iyi performans göstermektedir. Analizde kullanılan veriler Haziran 2001-Aralık 2003 dönemi boyunca 31 fon grubu oluşturulmuştur. Sonuçlar, Avustralya'daki serbest yatırım fonu getirilerinin piyasa endeksleriyle düşük korelasyona sahip olduğunu ve aynı zamanda standart piyasa endeksi getirilerinin üzerinde performans gösterdiği gözlemlenmektedir. Ayrıca, Avustralya serbest yatırım fon getirilerinin teşvik ücretleriyle olumlu ve yönetim ücretleriyle olumsuz yönde ilişkili olduğunu belirlemiştir. Ayrıca yöneticilerin önemli bir piyasa zamanlama becerisi olmadığını ve piyasa koşullarının, serbest yatırım fon performansını önemli ölçüde etkilemediği sonucuna varmıştır.

Sarıtaş (2006) çalışmasında 01.01.1998-31.12.2004 tarihleri arasında sürekli faaliyette olan 40 adet A Tipi yatırım fonuna ait aylık yatırım bilgilerini kullanılarak portföy büyüklüğünün A Tipi yatırım fonlarının performansı üzerindeki etkilerini zaman serisi regresyon yöntemiyle analiz edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre fon getirisi ile portföy büyüklüğü arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı sonucuna varmıştır.

Jones (2007) çalışmasında Ocak 1996- Haziran 2006 yılları arasında 1790 küçük fonu (varlıklarda 100 milyon dolara kadar), 480 orta fonu (100 milyon-500 milyon dolar) ve 137 büyük fonu (500 milyon doların üzerinde) montecarlo simülasyonu yöntemiyle analiz etmiştir. Sonuç olarak fon büyüklüğü arttıkça getirilerin azaldığını sonucuna varılmıştır.

Javed (2008) çalışmasında İsveç'te faaliyet gösteren 192 farklı kategorideki yatırım fonlarını 2000 ve 2007 yılları arasında analiz etmektedir. Çalışmasında, fonun büyüklüğü, piyasa değeri, fonun giderleri, fonun yaşı gibi değişkenleri ekleyerek regresyon analizi yapılmıştır. Sonuç olarak bu değişkenlerin fon performansı üzerinde etkisi olmadığı sonucuna varılmıştır.

Frumkin ve Vandegrift (2009) çalışmalarında Mayıs 2005-Temmuz 2007 yılları arasındaki serbest yatırım fonlarının performansını büyüklük, yaş değişkenlerini dahil ederek regresyon analizi yapılmıştır. Yapılan analiz sonucunda büyüklük ve yaşın performans üzerinde etkili olmadığı sonucuna varılmıştır.

Teo (2009) çalışmasında Ocak 1994 ile Haziran 2008 tarihleri arasında büyük boyutlu fonlar ile küçük boyutlu fonlardan portföy oluşturup Fama-MAcBeth modelini kullanarak regresyon analizi yapmıştır. Regresyon modeline yönetim ücreti, performans ücreti, itfa sıklığı gibi fonun özellikleri dahil ederek analiz yapılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre küçük ölçekli serbest yatırım fon portföyü, büyük ölçekli serbest yatırım fon portföyünden %3,65 oranında daha iyi performans gösterdiğini ve yönetim ücreti, performans ücreti ve itfa sıklığının fonun büyüklüğüne etki etmediği ifade edilmiştir.

Clare vd (2015) çalışmalarında 1994 – 2014 yılları arasında Fama-MacBeth modelini kullanarak serbest yatırım fon performansı ile fon büyüklüğü ve yaşı arasındaki ilişkiyi araştırmaktadır. Çalışmanın sonuçları serbest yatırım fon

performansı ile fon büyüklüğü ve fon yaşı arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Dağlı vd (2015) çalışmalarında Türkiye'de bireysel emeklilik yatırım fonlarının karakteristik özellikleri ile getirileri arasındaki ilişkiyi, 29 adet emeklilik yatırım fonunun 01.2008-12.2012 tarihleri arasında panel veri analizi kullanılarak analiz etmişlerdir. Analizin sonucunda; emeklilik yatırım fonlarının getirisi ile fonların pay senedi oranı, yaşı ve aracılık komisyonu giderleri arasında pozitif yönlü; fonların getirisi ile fonların yönetim ücreti, büyüklüğü ve riski arasında ise negatif yönlü ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

Maestrı (2016) çalışmasında Eylül 2009'dan Ocak 2016 zaman aralığındaki verileri kullanarak yöneticiyle ilgili hangi değişkenlerin, serbest yatırım fonlarının portföy kompozisyonunu ve performansını etkilediğini Stata programı ile analiz etmiştir. Sonuç olarak portföy kompozisyonunun, emsallerinden daha iyi performansa sahip yöneticilerin deneyim, yönetim altındaki fon miktarı ve lokasyon özelliklerinden etkilendiğini göstermiştir. Yöneticinin özellikleri ile yönetimi altındaki fonların miktarının serbest yatırım fonlarının elde ettiği performansı açıklamak için önemli olduğu sonucuna varılmıştır.

Onat (2016) çalışmasında Türkiye'de yer alan serbest yatırım fonlarının 2012 yılı yıllık mali tablolarından yararlanarak, karşılaştırmalı oran analizini kullanmıştır. Elde edilen sonuçlara göre 2012 yılı itibariyle 12 adet serbest yatırım fonunun 10'u (%83,3) kârlı gözlemlenmiştir. Bu oran fonlarda etkinlik düzeyinin yüksek olduğunu da göstermektedir.

Garay vd (2017) çalışmalarında fonun yaşı, itfa süresi, minimum yatırım tutarı, büyüklük, finansman, denetim ve teşvik yüzdesi değişkenlerinin kriz döneminde serbest yatırım fon performansını nasıl etkilediğini araştırmaktadır. Analizde Eylül 2008- Haziran 2009 arasında aylık verileri kullanılarak probit regresyon modeli oluşturulmuştur. Sonuç olarak fonun yaşı, itfa süresi, finansman, minimum yatırım, denetim ve boyut değişkenlerinin performansı etkilemediği teşvik yüzdesinin performansı olumsuz etkilediği sonucuna varılmıştır.

Maestri ve Malaquias (2018) çalışmalarında yatırım fonu yöneticilerinin bazı özelliklerinin ve portföy sahiplerinin fon performansını etkileyip etkilemediğini analiz

etmektedir. Eylül 2009 ile Aralık 2015 zaman aralığında aylık veriler kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Sonuç olarak portföy kompozisyonunun (portföylerin değişken gelire ve sabit gelire dağıtılması) Brezilya çoklu piyasa fonlarının performansındaki potansiyel bir değişikliği açıklamada en önemli faktör olduğunu belirlediler. Daha az deneyimli yöneticilerin, portföylerini sabit gelire dikkate alarak daha düşük bir yönetim ücreti ile daha büyük fonlar talep etmektedirler.

Agarwal vd (2018) çalışmalarında 1994-2012 tarihleri arasında serbest yatırım fon performansını en küçük kareler yöntemi kullanılarak analiz ettiler. Çalışmada toplam 25.732 fon kullanılmıştır. Temel olarak mutlak getiri ölçütünü (fon firmaları üzerinden hesaplanan oran) kullandılar. Sonuç olarak mutlak getiri oranı yüksek olan fonlar düşük mutlak getiri payına sahip fonlardan %6'dan daha fazla performans göstermektedir. Serbest yatırım fon performansını açıklayan risk faktörleri hesaba katıldığında, mutlak getiri payının, yönetimsel teşvik ve takdir ölçüleri ile olumlu bir şekilde ilişkili olduğu sonucuna varılmıştır. Fonun performansının, daha iyi teşvik edilmiş yatırım fonu yöneticilerinin daha aktif olması ve üstün performans sunmasıyla tutarlı olduğu belirlenmiştir.

Sun ve Teo (2019) çalışmalarında Ocak 1994'ten Aralık 2013'e kadar TASS, Hedge Fund Research (HFR) ve BarclayHedge veri setlerinde bildirilen devam eden ve devam etmeyen serbest yatırım fonlarının yönetim verileri altında aylık net ücret getirilerini ve varlıklarını kullandılar. Veri setinde 12.380'i devam eden, 18.129'u devam etmeyen fon olarak toplam 30.509 serbest yatırım fonu yer almaktadır. En küçük kareler yöntemi kullanılarak regresyon analizi yapılmıştır. Bu modele yönetim ücreti, performans ücreti, itfa süresi, fon büyüklüğü ve fon yaşı gibi değişkenler eklenerek analiz yapılmıştır. Sonuç olarak yönetim ücreti, itfa süresi ve performans ücretinin performans ile olumlu ilişkide olduğu, fonun yaşı ile performans arasında olumsuz ilişki olduğu ve fon büyüklüğü ile performans arasında ise belirsizlik söz konusu olduğu belirlenmiştir.

Kamışlı ve Temizel (2019) çalışmalarında 24.8.2005 – 25.7.2018 tarihleri arasında, Asya (Asia), Rusya/Doğu Avrupa (east_eu), Latin Amerika (lat_amr), MENA (mena), Kuzey Amerika (nrth_amr), Kuzey Avrupa (nrth_eu) ve Batı Avrupa (West_eu) bölgesel serbest yatırım fon endeksleri kullanarak doğrusal olan serbest yatırım fon endekslerine Harvey testi ve doğrusal olmayan serbest yatırım fon

endekslerine KSS birim kök testi yaptılar. Bu çalışmadaki temel amaç bölgesel serbest yatırım fonlarının zamanla değişen etkinlik yapısının belirlenmesidir. Serbest yatırım fon piyasalarında zayıf formda etkinliğin zamana bağlı olarak değişim gösterdiği sonucuna varılmıştır.

Rzakhanova ve Jetley (2019) çalışmalarında 1994 ve 2015 yılları arasında çeyreklik veriler kullanılarak, sektörün ve bireysel fon büyüklüğünün performans üzerindeki etkisini yedi faktörlü model üzerinde araştırmışlardır. Elde edilen sonuçlara göre sektör boyutu, fiyat etki kanalı yoluyla alfa'yı etkilediğini, fon büyüklüğünün performans üzerinde bir etkisi olmadığını, yönetim becerisinin fonların performansı üzerinde ekonomik olarak önemli bir etkisi olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca fon yaşı ile performans arasında bir etkinin olmadığı sonucunu da tespit etmişlerdir.

Kang (2020) çalışmasında 2000 ve 2011 yılları arasındaki verileri kullanarak yöneticilerinin çeşitli eğitimsel özelliklerinin serbest yatırım fonunun performansını nasıl etkilediğini araştırmaktadır. Serbest yatırım fon yöneticilerden işletme veya ekonomi alanında uzman olan yöneticilerin diğer yöneticilerden daha iyi performans gösterdiği belirlenmiştir. Ancak daha sonraki yıllarda, mühendislik okuyan serbest yatırım fon yöneticilerinin de performansı iyileştirdiğini ve sonunda diğer tüm yöneticilerden daha iyi performans gösterdiği sonucuna varılmıştır.

Guirguis (2020) çalışmasında, 1998-2003 dönemi için serbest yatırım fonlarının performansını test etmek için Jensen'in alfa, Sharpe oranı ve çok faktörlü modellerini kullanmıştır. Sonuçlar incelenen dönem için serbest yatırım fonlarının yüksek işlem maliyetleri, yönetim ücretleri ve teşvik ücretlerine rağmen üstün performans sağladığını göstermektedir.

Stafylas ve Andrikopoulos (2020) çalışmalarında serbest yatırım fonunun boyutu, yaşı ve kilitlenme süresi değişkenlerini dahil ederek Markov modeli oluşturdular. Bir sonraki adımda ise regresyon modeli kurularak analiz yapılmıştır. Elde edilen sonuçlar neticesinde fonun boyutu ve yaşının fonun performansını olumsuz etkilediğini kilitlenme süresinin ise olumlu etkilediğini belirlediler.

Yaoa vd (2020) çalışmalarında aynı yöneticiler tarafından 1994'ten 2018'e kadar işletilen serbest yatırım fonlarını ele alarak, fonların özelliklerini ve performansını işlem görmeyen serbest yatırım fonlar ile karşılaştırarak analiz yaptılar. Bu analizde 7

faktörlü model kullanılmıştır. Bu çalışmadaki amaç eski fonları yöneten yöneticilerin bu fonları kapatıp yeni bir fon açtığında fon performansının nasıl etkilendiğini ölçmektir. Elde dilen sonuçlara göre yöneticinin deneyimi ile performansı arasında pozitif ilişki belirlenmiştir.

Zor ve Çoşkun (2020) çalışmalarında 12 ülkenin 1999-2018 yıllarına ait serbest yatırım fon performanslarının sonraki dönem getirilerine etkisini bilgi oranı, calmar oranı, m2 performans ölçüsü, Jensen'in alfa ölçüsü, Sharpe oranı, Sortino oranı, Sterling oranı ve Treynor indeksini performans ölçütlerini kullanarak analiz etmişlerdir. Sonuç olarak toplam riski baz alan performans ölçüm oranları Sharpe ve Sortino oranları, sistematik riski baz alan performans ölçüm oranı Treynor indeksi anlamlı bağımsız değişken olarak tespit edilmiştir.

Li vd (2021) çalışmalarında Nisan 2010'dan Aralık 2017'ye kadar olan dönemde Çin'deki 1031 serbest yatırım fonu yöneticisi örneklemi üzerinde Fung ve Hsieh (2004)'in yedi faktörlü modelini kullanarak analiz yaptılar. Çalışmanın amacı aynı anda birden fazla fonu yöneten serbest yatırım fonu yöneticilerinin performansını ölçmektir. Sonuç olarak birden fazla fonu işleten yöneticilerin daha düşük getiri, daha düşük performansa sahip olduğu bulunmuştur. Ayrıca çoklu görev yöneticileri, birden çok strateji kullanırlarsa veya yönetim ekibinde hizmet verirlerse daha düşük performans gösterdiğini belirlediler.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. SERBEST FON İLE PAY SENEDİ YOĞUN FONUN PERFORMANSINI ETKİLEYEN FAKTÖRLERİN ANALİZİ

Bu bölümde çalışmanın önemi, amacı ve kısıtları, kullanılan değişkenler, veri seti, çalışmada kullanılan analiz yöntemi ve analiz sonuçlarının yorumlanması yer almaktadır.

4.1 Çalışmanın Amacı, Önemi ve Kısıtları

Bu çalışmanın amacı, Türkiye'de faaliyet gösteren serbest yatırım fonu ve pay senedi yoğun fonlarına ilişkin özelliklerin iki grup arasında farklılık gösterip göstermediğini belirlemektir.

Yatırımcılar, hangi faktörlerin yatırım fonunun performansında etkili olduğunu bilirlerse tasarruflarını nereye yatıracaklarını daha iyi seçeceklerdir. Bu durum da fonu etkileyen faktörlerin neler olduğunun bilinmesi yatırımcı ve fon yöneticisinin ilgisini çeken konular arasında yer almaktadır. Serbest yatırım fonlarının denetime tabi olmaması sebebiyle, çok fazla analize konu olmamıştır. Bu çalışmada serbest yatırım fonları üzerinde çalışarak, bu fonların işleyişini etkileyen faktörlerin analizi yapılmaya çalışılmıştır.

Çalışma için toplamda 01/01/2020-30/12/2020 tarihleri arasında serbest yatırım fonlarından 15 tanesinin kesintisiz olarak tüm verilerine ulaşılabilmiştir. Bu durum çalışmanın kısıtını oluşturmaktadır. Dolayısıyla bu çalışmada 15 tane serbest yatırım fonu analiz edilmiştir. Analiz sonuçları da bu 15 fon için söz konusudur. Analizin daha iyi yapılabilmesi için analiz edilecek fon sayılarının birbirine eşit olması gerekmektedir. Bu sebeple 15 tane serbest yatırım fonu olduğundan pay senedi şemsiye fonlar arasından benzer büyüklüklere sahip olan 15 tane pay senedi yoğun fon tesadüfi olarak seçilerek analize dahil edilmiştir.

4.2. Analiz

Analizin modeli, analizde kullanılan değişkenler ve analiz sonuçlarına yer verilmiştir.

4.2.1 Analiz Modeli

Çalışmada Kruskal-Wallis Testi kullanılmıştır. Bu test ile serbest yatırım fonları ve pay senedi yoğun fonlarını etkileyen faktörlerin gruplar arası bir farklılık yaratıp yaratmadığı tespit edilmiştir. Aşağıda Tablo 5'te bu konuya ilişkin literatür taraması yapıldığında analiz için kullanılan istatistiksel modeller yer almaktadır. Bu çalışmada Kruskal-Wallis Testinin uygulanmasının temel nedenleri TEFAS üzerinden verisi kesintisiz ve tam olarak ulaşılabilen 15 tane serbest yatırım fonunun olması, geriye dönük veri sayısının yetersizliğinden dolayı örneklemin sayıca kısıtlı olması analizde parametrik olmayan testlerin kullanılmasını gerektirmiştir. Normallik varsayımı ve grupların kendi içinde homojen olmayışı varsayımları karşılanamadığı için bu çalışmada ikiden fazla grubun belirli bir değişken üzerindeki ortalamalarını birbiriyle karşılaştırabilen Kruskal-Wallis Testi kullanılmıştır.

Tablo 5: Çalışmalarda Kullanılan Yöntemlere İlişkin Literatür Özeti

Yöntem	**Yapılan Çalışmalar**
Çarpan ürün oran testi (Z- İstatistiği)	1. Agarwal ve Naik (2000b) 2. Agarwal ve Naik (2000c) 3. Brown vd (1999) 4. DeSouza ve Gokcan (2004) 5. Edwards ve Caglayan (2001) 6. Kat ve Menexe (2003) 7. Koh vd. (2003) 8. Dude (2013)
Ki-kare Testi	1. Agarwal vd. (2007) 2. Agarwal ve Naik (2000a) 3. Koh vd. (2003) 4. Kouwenberg (2003) 5. Malkiel ve Saha (2005) 6. Dude (2013)
Kesitsel Regresyon (T İstatistiği)	1. Agarwal vd. (2007) 2. Agarwal ve Naik (2000b) 3. Agarwal ve Naik (2000c)

	4. Amenc vd. (2003) 7. Brown vd. (1999) 8.Brown ve Goetzmann (2003) 9.Capocci vd. (2005) 10.Capocci ve Hübner (2004) 11.Chen ve Passow (2003) 12.De Souza ve Gokcan (2004) 13.Edwards ve Caglayan (2001) 14.Harri ve Brorsen (2004) 15. Jagannathan vd. (2006) 16.Kat ve Menexe (2003) 17.Kosowski vd. (2007) 18. Dude (2013)
Kolmogorov-Smirnow Testi (KS İstatistiği)	1. Agarwal ve Naik (2000b) 2. Koh vd (2003)
Sıra bilgi Katsayısı (Fisher istatistiği)	Herzberg ve Mozes (2003)
Spearman Korelasyon Testi (Fisher T istatistiği)	1. Harri ve Brorsen (2004) 2. Dude (2013)

Kruskal Wallis (1952), normal dağılıma sahip olmayan birbirinden bağımsız olarak iki veya daha fazla grup arasındaki farklılıkları değerlendiren parametrik olmayan istatistiksel bir testtir. Karşılaştırılan değişkenler arasında bir farklılık olup olmadığını test etmektedir (McKight ve Najab, 2010). Kruskal Wallis Testi'nin denklemi aşağıdaki gibidir:

$$H = N - 1(gn_n\ (\ t_i - T_i)^2\ /\ gsn_n\ (t_j\ -\ T_i)^2\ )$$

H: Gruplar arasındaki sıralardaki varyansı,

n_n: Karşılık gelen grubun örnek boyutunu,

g: n grubunun toplamını,

sn_n : Karşılık gelen n grubunun toplamını,

t_i : Grup için gözlemlenen ortalama sıra toplamını,

t_j : İlgili grup için gözlemlenen sırayı,

T_i: Gözlemlenen toplam ortalama sırasını ifade eder.

4.2.2. Analizde Kullanılan Değişkenler

Analizde kullanılan her bir değişken, 01/01/2020-30/12/2020 tarih aralığı için Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformu üzerinden alınmıştır. Çalışmada günlük olarak elde edilen veriler aylık verilere dönüştürülmüştür. Bağımsız değişkenlere ilişkin veriler ise, fonun günlük fiyatı, fon büyüklüğü Türkiye Elektronik Fon Dağıtım Platformundan, yaş ve yöneticinin deneyimi değişkenleri ise fonun izahnamesinden ve Kamuyu Aydınlatma Platformu üzerinden alınmıştır. Risksiz faiz oranı TLref şeklinde investing.com sitesi üzerinden alınmıştır

Tablo 6'da analizde kullanılan değişkenlere ilişkin açıklamalar verilmiştir.

Tablo 6: Değişkenlere İlişkin Açıklamalar

Değişkenler	**Açıklama**
Performans	Sharpe oranı şeklinde hesaplanmıştır.
Fon Büyüklüğü	TEFAS üzerinden alınmıştır.
Fonun Yaşı	Fonun kurulduğu andan itibaren geçen süre alınmıştır.
Yönetici Deneyimi	Fon yöneticisinin sermaye piyasasındaki çalışma süresi olarak alınmıştır.
Yönetim Ücreti	Fon Yönetim Ücreti/Fonun Toplam değeri olarak hesaplanmıştır.

Fonun yaşı değişkeninde 1-5 yıl arası olan fonlar yeni, 6 yıl ve üstü olan fonlar eski fon olarak sınıflandırılmıştır. Yeni fonlara sıfır, eski fonlara da bir kukla değişkeni verilmiştir. Yöneticinin deneyimi değişkeninde fon yöneticisinin sermaye piyasasındaki çalışma süresi 0-20 yıl olanlar deneyimli, 21 yıl ve üstü olanlar ise çok deneyimli olarak sınıflandırılmıştır. Deneyimli gruba sıfır, çok deneyimli gruba ise bir kukla değişkeni verilmiştir.

Herhangi bir pay senedinin günlük getirisini hesaplamak için daha önceki bir günde satın alınıp, devam eden gün sonunda satılarak pay senedi yatırımcısının gün

sonunda elde ettiği yüzdesel getiri olarak tanımlanmaktadır (Kapucu, 2011: s. 5). Analizde kullanılan fiyatlar, günlük alınmış olup logaritmik getirileri hesaplanıp normalize edilerek getiri serisi elde edilmiştir. Logaritmik getiriler aşağıdaki eşitlikteki gibi hesaplanmıştır:

$$R_i = ln \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}$$

$P_{i,t}$: Şu anki fiyat

$P_{i,t-1}$: Bir önceki fiyat

Sharpe oranı, William Sharpe (1992) tarafından kullanılan riske uyarlanmış bir ölçümü tanımlamak için kullanılan bir performans ölçütüdür. Finansta kullanılan en yaygın performans ölçütlerinden biridir. Bu oran, bir portföyün fazla getirisini veya risk primini, risksiz oranla karşılaştırarak ölçmektedir. Portföyün standart sapması ile ölçülen toplam riskiyle karşılaştırılır. Sharpe oranının pozitif olması daha iyi performans sergilediğini göstermektedir (Amenc ve Sourd, 2003: s. 109). Sharpe oranının matematiksel olarak formülasyonu aşağıdaki gibidir:

$$S_P = \frac{R_p - R_f}{\sigma_P}$$

S_p: Sharpe oranını,

R_p: Portföy getirisini,

R_f: Risksiz faiz oranını,

σ_p: Portföyün standart sapmasını ifade etmektedir.

Risksiz Getiri Oranı: Yatırımcı yaptığı yatırımdan hiç risk almadan bir getiri elde etmek ister. Hazine bonosu ve devlet tahvilleri risksiz varlıklardır. Serbest yatırım fonların performansının ölçülmesinde ihtiyaç duyulan risksiz faiz oranı analizde TLref olarak kullanılmıştır.

Model ve ilgili değişkenler ışığında oluşturulan hipotezler aşağıdaki gibidir:

$\boldsymbol{H_0}$**,1**: Serbest yatırım fonu ile pay senedi yoğun fon grupları arasında fon büyüklüğü ortalamaları arasındaki fark anlamlı değildir.

H_0**,2**: Serbest yatırım fonu ile pay senedi yoğun fon grupları arasında fonun yaşı ortalamaları arasındaki fark anlamlı değildir.

H_0**,3**: Serbest yatırım fonu ile pay senedi yoğun fon grupları arasında yöneticinin deneyimi ortalamaları arasındaki fark anlamlı değildir.

H_0**,4:** Serbest yatırım fonu ile pay senedi yoğun fon grupları arasında yönetim ücreti ortalamaları arasındaki fark anlamlı değildir.

H_0**,5:** Serbest yatırım fonu ile pay senedi yoğun fon grupları arasında performans ortalamaları arasındaki fark anlamlı değildir.

4.2.3. Analiz Sonuçları

Analizi yapmak için SPSS 26 paket programı kullanılmıştır. Tablo 7'de değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır:

Tablo 7: Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Standart Sapma	Örneklem Sayısı
Sharpe Oranı	0,013	2,041	30
Fon Büyüklüğü	2,093	4,645	30
Fonun Yaşı	0,534	0,507	30
Yöneticinin Deneyimi	0,670	0,479	30
Yönetim Ücreti	-0,540	0,390	30

Tablo 8, Kruskal-Wallis Testi sonuçlarını göstermektedir. Serbest yatırım fonu ile pay senedi yoğun fon grupları arasında %5 anlamlılık düzeyinde sadece fonun yaşı değişkeni açısından anlamlı farklılık olduğu belirlenmiştir. Performans, fon büyüklüğü, yönetim ücreti ve yöneticinin deneyimi değişkenleri açısından gruplar arası anlamlı bir farklılık bulunamamıştır.

Tablo 8: Kruskal-Wallis Testi Sonuçları

Değişkenler	Fon Grupları	Sıralama Ort.	Kruskal-Wallis Testi	Serbestlik Derecesi	Anlamlılık
Sharpe Oranı	SYF*	14,13			
	PSYF**	16,87	0,723	1	0,395
Fon Büyüklüğü	SYF	13,27			
	PSYF	17,73	1,931	1	0,165
Yönetim Ücreti	SYF	14,8			
	PSYF	16,2	0,19	1	0,663
Fonun Yaşı	SYF	12,5			
	PSYF	18,5	4,661	1	**0,031**
Yönetici Deneyimi	SYF	17,5			
	PSYF	13,5	2,32	1	0,128

* Serbest Yatırım Fonu
** Pay Senedi Yoğun Fon

Tablo 9'da hipotez sonuçları görülmektedir:

Tablo 9: Hipotez Sonuçları

Hipotezler	Kabul	Red
$H_{0,1}$	✓	
$H_{0,2}$		✓
$H_{0,3}$	✓	
$H_{0,4}$	✓	
$H_{0,5}$	✓	

Her iki fon grubunun performansları karşılaştırıldığında ortalamalar arasındaki farkın anlamlı olmadığı belirlenmiştir. Fonun yaşı değişkeni açısından serbest yatırım fonu ile pay senedi yoğun fon gruplarının ortalamaları arasındaki farkın anlamlı olduğu görülmektedir. Bu farklılığın sebebi serbest yatırım fonlarının Türkiye'de yeni gelişmeye başlamasıdır. Yapılan araştırmalar, yaş ve performans arasındaki etkinin negatif yönlü olduğunu göstermektedir. Amenc vd (2003), Frumkin ve Vandegrift, (2009), Howell (2001), Clare vd (2015) çalışmalarında yeni kurulmuş fonların eski kurulmuş fonlara göre dahi iyi performansı olduğunu belirtmektedir. (Schneeweis vd, 2002) çalışmalarında tam tersini savunarak eski kurulmuş fonların yeni kurulmuş fonlara göre daha iyi performans gösterdiği sonucuna varmıştır. Jones (2007)'e göre,

bir yatırımcı getirisini en üst düzeye çıkarmak istiyorsa, daha yeni kurulmuş ve daha küçük fonları hedefleyerek başlamalıdır. Yatırımcı sermayenin korunmasını en üst düzeye çıkarmak istiyorsa, daha büyük ve daha eski serbest yatırım fonları aramaya başlamalıdır. Ayrıca bir yatırımcının belirli bir fonun niteliksel yönlerini de dikkate alması gerektiğini ifade etmektedir. Frumkin ve Vandegrift, (2009) bir serbest yatırım fonunun yaşı arttıkça, yöneticilerin izlediği stratejilerden saptığını ve bunun da daha düşük getiri sağladığını ifade etmektedirler.

Fonun yaşının, performansı pozitif etkilediği çalışmalar da bulunmaktadır. Budiono ve Martens (2010)'e göre fon yaşının uzun olması yatırım kararlarını önemli ölçüde etkilemektedir. Aynı şekilde Malhotara ve Mcleod (1997) uzun süre faaliyet gösteren bir fonun yeni kurulan bir fona göre daha iyi performans gösterdiğini belirtmektedir. Serbest yatırım fonlarında fonun yaşının fon performansını negatif yönde etkilediği, pay senedi yoğun fonlarda ise fonun yaşının fon performansını pozitif yönde etkilediği belirlenmiştir. Dağlı vd (2015) ve Budiono ve Martens (2010) in ifade ettiği gibi yatırım kararlarında sürenin uzun olması daha rasyonel kararlar alınmasına neden olacaktır.

Fon büyüklüğü değişkenine göre iki fon grubu arasında anlamlı bir farklılık olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Fon büyüklüğü ile yapılan çalışmalarda Gregoriou ve Rouah, (2002) fon performansı ile fon büyüklüğü arasında bir ilişki bulamamıştır. Farklı zaman aralıkları, veri tabanları ve farklı metodolojiler kullandıkları için sonuçlar farklılaşabilmektedir. Yatırımcılar, yatırım fonlarının getirilerinin artmasıyla birlikte daha fazla kazanç elde etmek için tasarruflarını yatırım fonlarına yapmaktadır. Yatırım fonlarına yapılan bu tasarruflar fon büyüklüklerinin artmasına neden olmaktadır. Serbest yatırım fonlarının şeffaf olmaması, sıkı denetim altında olmayıp yatırımcı açısından yatırım yaparken güven problemi oluşturabilmesi ve sadece nitelikli yatırımcıların bu fon türüne yatırım yapabilmesi nedenleriyle fon büyüklüğünün yabancı ülkelere görece fon büyüklüğü açısından küçük kaldığı söylenebilir. Literatür incelendiğinde fon büyüklüğü ve fon performansı arasında negatif bir ilişkinin olduğu çalışmalar vardır: Agarwal vd (2004), Amenc vd (2003), Ammann ve Moerth (2005), Harri ve Brorsen (2004), Hedges (2003), Joenväärä vd (2012), Schneeweis vd (2002), çalışmalarında küçük fonlar büyük fonlara göre daha iyi performans göstermektedir. Bununla birlikte, çalışmaların çoğu, serbest yatırım fon

büyüklüğü ile performans arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna varmaktadır. Bu sonuçlar ticari çalışmalarla uyumludur. Agarwal vd (2004) serbest yatırım fonları, finansal piyasalardaki arbitraj benzeri fırsatlardan yararlanmak için genellikle ticaret stratejileri kullanır. Dolayısıyla, genellikle bu stratejilerin bazılarında kullanılabilecek sınırlı sermaye yer almaktadır. Bu, büyük para akışlarına veya daha büyük boyuta sahip fonların, sermayelerinin tamamını ticaret stratejilerine (birleşme arbitraj fonları, birleşme ve devralmalar) dağıtamazlarsa, yüksek getiri sağlamaya devam etmekte zorlanabilecekleri anlamına gelmektedir. Harri ve Brorsen, (2004) serbest yatırım fonu yöneticileri, sürekli olarak yeni piyasa verimsizliklerini araştırarak stratejilerini dinamik olarak değiştirmektedirler. Bununla birlikte, getirileri ve piyasa değeri ters bir ilişkinin olduğu durumunda serbest yatırım fonu yöneticilerinin piyasa verimsizliklerinden yararlandığı anlamına gelmektedir. Bu piyasa verimsizliklerinin ölçeklenemeyeceğinden verimsizlikten yararlanmak için daha fazla para koymak, getirilerin azalmasına neden olacaktır. Bu durum fon büyüklüğünü negatif etkileyecektir. Joenvaara vd (2012) çalışmalarında küçük ölçekli fonların, büyük fonlardan daha iyi fırsatlara sahip olduğunu çünkü fon büyüklüğü arttıkça, fon yöneticilerinin büyük yatırımlarını karşılamak için daha az kârlı fırsatları benimsemeleri gerektiğini ifade etmektedirler. Stafylas ve Andrikopoulos (2020)'a göre küçük fonlarda, düşük AUM nedeniyle daha yüksek baskı vardır ve bu nedenle, daha düşük ilişkili yönetim ücretleri söz konusudur. Diğer bir yorum ise, fon ne kadar büyükse, fon yöneticilerinin güvenlik seviyesi analizinden o kadar uzakta olacağıdır.

Yapılan çalışmada, yöneticinin deneyimi açısından serbest yatırım fonları ile pay senedi yoğun fonlar arasında anlamlı bir farklılık bulunamamıştır. Bunun sebebi her iki fon türünde alanında uzman kişilerin olduğu söylenebilir. Yapılan çalışmalarda yönetici deneyiminin fonun performansını olumsuz etkilediği Boyson (2003) tarafından da ele alınmış ve daha deneyimli yöneticilerin kişisel servet, cari gelir ve itibar açısından kaybedecek daha çok şeye sahip oldukları için daha muhafazakâr olduklarını ifade etmiştir. Malaquias ve Junior (2013), yöneticinin deneyiminin faaliyet gösterdiği pazarla ilgili belirli bilgileri yansıtabileceği düşünüldüğünde, bu ilişkinin vekalet çatışmalarının bir göstergesi olabileceğini belirtmektedir. Serbest yatırım fonları da uzman kişiler tarafından yönetilmektedir. Naidenova vd (2015) en deneyimli yöneticilerin genellikle en az deneyimli olanlara kıyasla genellikle piyasa tarafından daha çok kabul gördüğünü ve muhtemelen geçmişte doğru olan bazı

stratejileri ve rutinleri uygulamaya devam ettikleri için daha muhafazakâr olma eğiliminde olduklarını tespit etmişlerdir. Bryant (2012)'a göre yatırım fonları sonuçta onlardan tecrübe, yetkinlik ve özel bilgi gerektiren yöneticiler tarafından yönetilir. Bu nedenle, bir öz sermaye fonundan varlık satın alan bir yatırımcı, yöneticinin daha iyi getiri sağlayan payları seçme konusundaki uzmanlığına ihtiyaç duymaktadır.

Fon yönetim ücreti açısından iki fon grubu arasında anlamlı bir farklılık olmadığı bulunmuştur. Do vd (2005) göre yönetim ücretleri hem işlem hem de idari maliyetleri kapsamalıdır. Sonuç olarak, yönetim ücretleri ne kadar düşükse, yatırımcılara aynı net ücret getirilerini sağlamak o kadar iyi olur. Ben-David vd (2021)'e göre teşvik ücretlerinin yöneticilere ömür boyu performanslarına bakılmaksızın ödendiğini görülmektedir. Bu yüksek harcama sonrası teşvik ücretleri (Performans ücreti), yatırımcıların net toplam getirilerini yılda %1,19 oranında düşürdüğü gözlemlenmiştir. Kontrol edilmeden yapılan harcamalar fonun durumunu olumsuz etkilemektedir. Bali vd (2013) göre %2 ve %20 arasında alınan ücret yapısı söz konusudur. Bu tür bir ücret yapısı, brüt getiriler geleneksel para yönetimi araçlarının ürettiklerinden daha yüksek olsa bile, fon yöneticilerinin ürettiği getirileri her zaman haklı göstermeyebilir. Bu ücret yapısının arkasındaki temel nedeni, serbest yatırım fonlarının, büyük ölçüde başarılarına dayalı olarak yöneticilerine tazminat ödeyerek en parlak yöneticileri ve en iyi yetenekleri işlerine çekmeye çalışmasıdır. Bunun dezavantajı, bu tür bir ödül sisteminin asimetrik olması ve fon yöneticilerinin kârın bir kısmını alması, ancak portföy zararlarını paylaşmamasıdır. Bu durum yatırımcıların yanlış bilgilenmesine neden olacaktır. Türkiye'de yaşanan Merkez Banka'sının faiz artırımı ya da azaltma konusunda yaşanan dengesizlikler ücretler kısmını olumsuz yönde etkileyebilir. Faiz kararlarında yaşanan durumlar ücretlerin yükseltilmesi ya da düşürülmesi konusunda daha iyi kararlar alınabilir. Joenväärä vd (2012), Ling (1999), Budiono ve Martens (2010) yönetim ücretinin fonu pozitif yönde etkilediği sonucunu bulmuşlardır.

SONUÇ

Serbest yatırım fonları, esnekliğine sahip, denetime çok az derecede tabi olan aktif yatırım araçlarıdır. Gelişmiş yatırım stratejileri izlerler ve finansal piyasalarda mutlak getiri sağlamayı amaçlarlar. Serbest yatırım fonları tarafından yönetilen varlıklar, önemli ölçüde büyümüştür. Türkiye'de serbest yatırım fonu 2008 yılında kurulmuştur. Serbest yatırım fonları Türkiye'de yeni olduğu için sistemsel olarak tam da oturmuş sayılmamaktadır. Türkiye' de serbest yatırım fonların sayılarında artışlar devam etmektedir.

Serbest yatırım fonları, 2013'ten itibaren yükselişini sürdürmektedir. Bu yükselişlere rağmen pazarın gerisinde kalmaya devam etmektedir. HFR'den alınan verilere göre, 2019'un pay senedi ve tahvillerdeki güçlü rallisinin çoğunu yakalayamadıktan sonra, serbest yatırım fonları 2019 yılı genel olarak yüzde 8,5'lik bir getiri sağlamıştır (Finance Times, 2019). Serbest yatırım fonları, koronavirüs salgını sırasındaki piyasa dalgalanması ve belirsizliğin yatırımcıların olumsuz etkilemesinin ardından on yıldan fazla bir süredir serbest yatırım fonlarında en fazla üç aylık çıkışlar söz konusu olmuştur. HFR veri grubuna göre yatırımcılar 2020 yılının ilk üç ayında serbest yatırım fonlarından 33 milyar $ çıkışlar olmuştur. Bu, sektörün tarihindeki en büyük dördüncü üç aylık çıkışına ve müşterilerin 42 milyar $ 'lık düşüşe geçtiği 2009'un ikinci çeyreğinden bu yana en yüksek seviyeye işaret etmektedir (Finance Times, 2020). Ayrıca 2020'de en iyi performans gösteren serbest yatırım fonları ise 75,7 milyar dolarla Blackstone ilk sırada, ikinci sırada 33,7 milyar dolar ile UBS Asset Management bulunurken üçüncü sıradaysa 33,2 milyar dolar ile Goldman Sachs yer almaktadır (Bloomberght, 2021).

Ken Griffin ve Michael Hintze gibi önemli yöneticilerin dönüştürebilir arbitrajın yöneticiler için daha iyi getiri sağlayacağını düşünülmektedir. EVestment veri grubuna göre, Ağustos ayına göre ortalama yüzde 6,9 artışla bu yılın en iyi performans gösteren serbest yatırım fon stratejisi haline gelmiştir. (Finance Times ,2020).

2020'de son yılların en yüksek getiriyi elde eden serbest yatırım fonları, bu yıl da kazançlarını devam ettirebilmek için, Türk lirasının da içinde olduğu gelişen ülke varlıklarına yönelmeyi tercih etmektedir. Bu değişimlerin sebebi, ABD'de kalıcı

şekilde faiz oranları düşük olması ile ekonomide doların zayıflayacağı beklentisi etkili olduğu düşünülmektedir. Stratejilerin büyük bölümü Türk lirası ile Meksika pezosuna yatırım yapılması öngörülmektedir (Bloomberght, 2021)

Serbest yatırım fonlarının Türkiye'ye yeni olması bu konuyla ilgili araştırmalara merak uyandırmaktadır. Türkiye'de yapılan çalışmalar genellikle teorik ve krize yönelik çalışmalar şeklindedir. Serbest yatırım fonunun performansı ile yapılan çalışmaların sayısı azdır. Bu çalışmada serbest yatırım fonu ve pay senedi yoğun fon yatırım fonu türlerine ilişkin özelliklerin bu iki fonda farklılık gösterip göstermediğini araştırmaktadır. Sharpe oranın, fon büyüklüğünün, yöneticinin deneyiminin ve yönetim ücretinin iki fon üzerinde farklılık göstermediğini, fon yaşının farklılık gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Pay senedi yoğun fonlar ile serbest yatırım fonlarının karşılaştırılmasının nedeni iki fon türünün de riskli varlıklar kategorisinde yer almasıdır. Bu iki fonun benzer yanları birbirine yakın olduğundan iki fon türü arasına karşılaştırma yapılmak istenmiştir. Ayrıca TEFAS'da son bir yıl da en çok kazandıran fon türünün pay senedi yoğun fonlar olduğu yer almaktadır. Yatırımcıların son bir yılda en çok tercih ettiği fon türü olarak analizde kullanılması tercih edilmiştir.

Pay senedi yoğun fonların portföy yöneticileri fon havuzunda sabit gelirli ya da diğer türlü menkul kıymet bulundursa bile esas olarak pay senedine yatırım yapmaktadır (Kara, 2018: s.89). Devamlı sabit bir getirinin olmaması, kâr payı dağıtılıp dağıtılmama konusunda belirli bir durumun olmaması, değer artış kazancının ortaya çıkıp çıkmayacağı durumunun belirsiz olması yatırımcı açısından kararsızlığa neden olabilir. Serbest yatırım fonları gibi farklı noktalarda belirsizliklerin olması bu anlamda karşılaştırma yapmak için uygun olacaktır.

Serbest yatırım fonları, yatırımcılarına yatırımlarından büyük getiri sağlamasıyla bilinmektedir. Fakat, piyasada yüksek kaldıraçlı ve bazen riskli pozisyonlar almak olumsuz etkilemektedir. Türkiye'de yaşanan merkez bankası para politikası değişiklikleri, enflasyonda yaşanan yükselmeler ve gelişen ülkeler arasında TL'nin değer kaybetmesi hem yabancı yatırımcı için hem de yerel yatırımcılar için riskli ve güvensiz bir ortam oluşturmaktadır. Ayrıca Merkez bankasının piyasaya ters yönde hareket etmesi bu durumu iyice tetiklemiştir. Bu olaylar ışığında uzman

yatırımcıların izleyeceği stratejiler karışık bir hale gelebilir. Bu durum hem fon getirilerini ve fonun performansını olumsuz etkiler. Bu, yatırımcının istemediği bir durumdur. Serbest yatırım fonu yöneticilerinin yatırımcılarının yatırım faaliyetlerinde bulunan tüm risklerin farkında olmaları gerekmektedir. Ayrıca bu olaylar dışında pandemi sürecinde yaşanan olaylarda olumsuz bir ortam yaratmıştır. Belirsiz bir ortamda kararlar almanın riskli olmasından dolayı riski sevemeyen bir yönetici ya da yatırımcı bu durumlardan kaçınabilir. Türkiye'de serbest yatırım fonların sistemsel olarak tam oturamamış olmaması ve KAP üzerinden istenilen bazı bilgilere detaylı bir şekilde ulaşma imkanının olmaması hem belirlenen stratejinin işleyip işlemediğini tespit etmede ve fon performansını iyi anlama konusunda soru işaretleri bırakabilir.

Rasyonel bir finansal karar alıcı için, geri dönüşler, karar verme sürecinin yalnızca bir bölümünü oluşturur. Yatırım kararı verilirken dikkate alınması gereken bir diğer husus, getirilerin oynaklığıdır (risk). Getirilerin oynaklığında haftanın günlerine göre değişkenlik olup olmadığını ve yüksek (düşük) bir getirinin belirli bir gün için buna karşılık gelen yüksek (düşük) volatilite ile ilişkili olup olmadığını bilmek önemlidir (Heymans, 2005). Gelecekte, Türkiye'de faaliyet gösteren serbest yatırım fonlarını tanımak ve bunlar hakkında daha detaylı bilgi edinmek için konu hakkında daha farklı değişkenler koyarak, zaman dilimi uzatarak ya da farklı ülkeler arasında benzer bir serbest yatırım fonu kıyaslaması yapılabilir.

KAYNAKÇA

Kitaplar

Algüner, Ayhan (2006). Kurumsal Yatırımcılar Finansal Piyasalara Etkileri ve Türkiye Örneği. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.

Anson, Mark. J. P (2006). The Handbook of Alternative Assets. Hoboken: John Wiley & Wiley, Inc.

Amenc, Noel ve Sourd, Veronique Le (2003). Portfolio Theory and Performance Analysis. England: John Wiley & Sons.

Belmont, David P (2011). Managing Hedge Fund Risk and Financing: Adapting to a New Era. Singapore: John Wiley & Sons.

Capocci, Daniel (2013). The Complete Guide to Hedge Funds and Hedge Fund Strategies. London: Palgrave Macmillan.

Darbyshire, Paul ve Hampton, David (2011). Hedge Fund Modelling and Analysis Using Excel and VBA. United Kingdom: John Wiley & Sons Ltd.

Darbyshire, Paul ve Hampton, David (2014). Hedge Fund Modelling and Analysis Using MATLAB. United Kingdom: John Wiley & Son.

De Brouwer, Gordon (2001). Hedge Funds in Emerging Markets. United Kingdom: Cambrıdge Unıversıty Press.

Fagetan, Ana Maria (2021). The Regulation of Hedge FundsA Global Perspective a Global Perspective. Italy: Palgrave Macmillan.

Frush, Scott (2008). Hedge Funds Demystified: A Self-Teaching Guide. United States of America: McGraw-Hill.

Guızot, Armella (2007). The Hedge Fund Compliance and Risk Management Guide. Canada: John Wiley & Sons.

Hedges, James R. (2005). Hedges on Hedge Funds: How to Successfuly Analyze and Select an İnvestment. Hoboke, New Jersey: John Wiley & Sons.

Holler, Julian (2012). Hedge Funds and Financial Markets. Wiesbaden: Gabler Verlag Springer Fachmedien.

Jaeger, Robert A. (2003). All about Hedge Funds: The Easy Way to Get Started. ABD: McGraw-Hill Professional.

Kara, Erkan (2018). Yatırım Fonları ve Diğer Yatırım Şirketleri. A. K. Zvı Bodie İçinde,Yatırımların Temelleri (s. 84-108). Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık

Kapucu, Hakan (2011). İMKB Uygulamalarıyla Portföy Yönetimi. İstanbul, IJOPEC Yayıncılık.

Karsten, Karl G. (1931). Scientific forecasting; its methods and application to practical business and to stock market operations. New York: Greenberg.

Mccrary, Stuart A. (2002). How to Create and Manage a Hedge Fund. New Jersey: John Wiley & Sons.

Nıcholas, Joseph G. (2004). Hedge Fund of Funds Investing: An Investor's Guide. U.S.A: Bloomberg Professional Library.

Pozen, Robert ve Theresa Hamacher (2015). The Fund Industry: How Your Money is Managed. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.

Romeo, Philip J. ve Balch, Tucker (2018). Hedge Fund Secrets: An Introduction to Quantitative Portfolio Managemen. New York: Business Expert Press, LLC.

Satır, Aylin (2012). Ulusal ve Uluslararası Yatırım Fonlarının Karşılaştırmalı Risk Analizi. İstanbul: Beta Yayınları.

Scharfman, Jason (2020). Alternative Investment Operations: Hedge Funds, Private Equity, and Fund of Funds. New York, USA: Palgrave Macmillan.

Spk. (2020). Sermaye Piyasası Araçları 1. Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu.

Spk. (2020). Finansal Piyasalar. Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu.

Stavetskı, Edward J. (2009). Managing Hedge Fund Managers: Quantitative and Qualitative Performance Measures. New Jersey: John Wiley & Sons.

Terzi, Nuray (2014). Hedge Fonlar. İstanbul: Beta Yayıncılık.

TSPB. (2015). Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği Yatırım Fonları Sınıflandırma Rehberi. İstanbul: TSPB.

Tezler, Makaleler, Diğer Basılı Yayınlar

Ackermann, C., Richard McEnally, David Ravenscraft (1999). "The Performance of Hedge Funds: Risk, Return, and Incentives". *The Journal Of Finance, 54(3*), 833-874.

Agarwal, Vikas, ve Narayan Y Naik (2000). "Multi-period performance persistence analysis of hedge funds". *Journal of Financial and quantitative Analysis*, 327-342.

Agarwal, Vikas ve Narayan Y Naik (2000b). "On Taking the Alternative Route: Risks, Reward, Style and Performance Persistence of Hedge Funds". *Journal of Alternative Investments*, 2, 6-23.

Agarwal, Vikas ve Narayan Y Naik (2000c). "On Taking the Alternative Route: Risks, Rewards, and Performance Persistence of Hedge Funds", *Journal of Alternative Investments*, *2(4),* 6–23.

Agarwal, Vikas, Naveen D. Danıel , Narayan Y Naik (2007). "Role of Managerial Incentives and Discretion in Hedge Fund Performance", Working Paper.

Agarwal, Vikas, Stefan Ruenzi, Florian Weigert (2018). "The Absolute Return Wedge A New Measure That Predicts Hedge Fund Performance". 10th Annual Hedge Fund and Private Equity Research Conference Paris, France, (s. 1-48).

Aggarwal, Rajesh ve Philippe Jorion (2010). "The Performance of Emerging Hedge Funds and Managers". *Journal of Financial Economics, 96(2),* 238-256.

Amenc, N., Lionel Martellini, Teilhard de Chardin (2003). "The Alpha And Omega of Hedge Fund Performance Measurement". *Edhec Risk And Research Asset Management Centre,* 1-35.

Ammann, Manuel ve Patrick Moerth (2005). "Impact of Fund Size on Hedge Fund Performance". *Journal of Asset Management*, 6, 219-238.

Atılgan, Yiğit, Turan G Bali, Özgür Demirtaş (2013). "The Performance of Hedge Fund İndices". *Borsa İstanbul Review*, 13(3), 30-52.

August, Jerald David ve Lawrence Cohen (2006). "Hedge Funds: Structure, Regulation, and Tax Implications. ", *Business Entities*, *8(4),* 14-27.

Ballew Amy, Meenu Gupta, Geoffrey Lasry, vd (2002). "Hedge Funds: Approaches To Diversification". Kellogg School of Management.

Brown, Stephen, William Goetzmann, Roger G Ibbotson (1999). "Offshore Hedge Funds: Survival and Performance 1989-1995", *Journal of Business, 72(1),* 91-118.

Brown, Stephen ve William Goetzmann (2003): "Hedge Funds with Style", *Journal of Portfolio Management, 29(2),* 101–112

Bryant, Lonnie L. (2012). "Down but not out" Mutual Fund Manager Turnover Within Fund Families". *Journal of Financial Intermediation, 21(4),* 569-593.

Boyson, Nicole M. (2003). "Why do experienced hedge fund managers have lower returns". Working Paper, Purdue University, West Lafayette.

Budiono, Diana P. ve Martin Martens (2010). "Mutual Funds Selectıon Based on Funds Characterıstıcs". *The Journal of Finacial Research, 33(3),* 249-265.

Capocci, Daniel ve Georges Huebner(2004), “Analysis of hedge fund performance”. *Journal of Empirical Finance, 11(1),* 55-89

Capocci, Daniel, Albert Corhay, Georges Hübner (2005). “Hedge Fund Performance and Persistence in Bull and Bear Markets”, *European Journal of Finance, 11(5),*361–392.

Connor, Gregory ve Mason Woo (2004). “An Introduction to Hedge Funds”. *Financial Markets Group London School of Economics and Political Science, Discussion, 447,* 1-37.

Çankaya, Serkan (2008). “Dünyada ve Türkiye'de Hedge Fonlar ve Uygulanabilirliği”. *Maliye ve Finans Yazıları, 1(81),* 10-24.

Dağlı, H., Aykut Karakaya, Esra Bulut (2015). “Emeklilik Yatırım Fonlarının Karakteristik Özellikleri ve Performansı: Türkiye Örneği”. *Uluslararası İktisadi ve İdari İnceler Dergisi, 7(14),*177-200.

De Souza, Clifford ve Suleyman Gokcan (2004). “Hedge Fund Investing: A Quantitative Approach to Hedge Fund Manager Selection and De-Selection”, *Journal of Wealth Management, 6(4),* 52–73.

Do, Viet, Robert Faff, Jayasinghe Wickramanayake (2005) An empirical analysis of hedge fund performance: *The case of Australian hedge funds industry. Journal of Multinational Financial Management 15 (4-5*), 377-393.

Dude, Ceplas (2013). Analysis of Hedge Funds’ Performance in South Africa.Master Thesis, University of Cape Town, Rondebosch.

Edwards, Franklin R. ve Mustafa Onur Caglayan (2001). “Hedge Fund Performance And Manager Skill”. *Journal Of Futures Markets: Futures, Options, and Other Derivative Products, 21(11),* 1003-1028.

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

Foster, Dean P. ve H. Peyton Young (2008). "The Hedge Fund Game: Incentives, Excess Returns, and Piggy-Backing". 1-24.

Frumkin, Dvir ve D. Vandegrift 2009). "The Effect Of Size, Age, Beta And Disclosure Requirements on Hedge Fund Performance". *Journal of Derivatives & Hedge Funds, 15,* 241–251.

Fung, William, ve David. A. Hsieh (1997). "Empirical characteristics of dynamic trading strategies: The case of hedge funds". *The review of financial studies, 10(2),* 275-302.

Fung, William, ve David A. Hsieh (2004). "Hedge fund benchmarks: A risk-based approach". *Financial Analysts Journal, 60(5),* 65-80.

Garay, U., Manuel Hernández, Carlos Rivillo (2017). "Variables Microeconómicas De Los Fondos De Fondos De Cobertura (FFC) y su Desempeño Durante La Crisis Financiera Global 2008-2009". Revista Finanzas y Politica Economica, 9(2), 373-396.

Garbaravicius, Tomas ve Frank Dierick (2005). Hedge Funds and Their İmplications for Financial Stability. Frankfurt: Occasıonal Paper Serıes, European Central Bank (ECB) No: 34.

Gonçalves, Rodrigo Miguel Moutinho (2013). Hegde Funds vs. Mutual Funds. Estratégıas Dıferentes. Master Thesis, Retornos Dıferentes, Lisbon School Of Economics & Management, Lisbon.

Gregoriou, Greg N. ve Fabrice Rouah (2002). "Large Versus Small Hedge Funds: Does Size Affect Performance?" *The Journal Of Alternative Investments, 5(3),* 75-77.

Gül, Yavuz (2018). Türkiye'de İşlem Gören Hisse Senedi Yatırım Fonları: 2012-2016 Dönemi Performanslarının Mornıngstar Derecelendirme Yöntemi'ne Göre İncelenmesi.Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir..

Harri Ardian ve B. Brorsen (2004). "Performance Persistence and The Source of Returns for Hedge Funds". *Applied Financial Economics, 14(2),* 131-141.

Hedges, James (2003). "Size Versus Performance İn The Hedge Fund İndustry". *Journal Of Financial Transformatio*n, 10, 14-17.

Herzberg, Martin M. ve Haim A. Mozes (2003). "The Persistence of Hedge Fund Risk: Evidence and Implications for Investors", *Journal of Alternative Investments, 6(2),* 22–42.

Heymans, André (2005). The Day Of The Week Efect As A Risk For Hedge Fund Managers. Dıssertatıon Submıtted to The Centre For Busıness Mathematıcs and Informatıcs Ofthe North-West Unıversıty (Potchefstroom Campus), ABD.

Hofer, Marcus (2010) Hedge funds in the subprime credit crisis. Diplomarbeit University of Vienna Fakultät für Wirtschaftswissenschaften, Wien.

Howell, Michael J. (2001). "Fund Age And Performance". *The Journal Of Alternative Investments Fall, 4 (2)* , 57-60.

Joenväärä, Juha, Robert Kosowski, and Pekka Tolonen(2012) "Revisiting Stylized Facts About Hedge Funds." *Imperial College Business School.*

Jones, Alfred Winslow (1949). "Fashion in Forecasting". *Fortune, 88(39),* 186.

Jones, Meredith (2007). "Examination Of Fund Age and Size and İts İmpact on Hedge

Fund Performance". *Derivatives Use, Trading & Regulation, 12 (4),* 342-350.

Kalkan, Kadri (2010). Hedge Fonların Küresel Krizdeki Rolü ve Türkiye'de Finansal Piyasalar Üzerine Etkileri. Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bursa.

Kambhu, John, Til Schuermann, Kevin J. Stiroh (2007). Hedge Funds, Fınancıal Intermedıatıon, and Systemıc Rısk. Federal Reserve Bank of New York. No: 291.

Kamışlı, Melik ve Fatih Temizel (2019). "Hedge Fon Piyasalarında Zamanla Değişen Zayıf Formda Etkinlik". *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, 17(3),* 312-323.

Kang B. U., Jin-Mo Kim, Oded Palmon vd (2020). Are College Education And Job Experience Complements Or Substitutes? Evidence From Hedge Fund Portfolio Performance. *Review Of Quantitative Finance And Accounting, 54(4)* , 1247–1278.

Kasaboğlu, Güliz (2020). Hedge Fonlar, Sıcak Para Hareketleri Ve Para Krizleri: Türkiye Örneği. Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Bursa Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bursa.

Kat, Harry M. ve Faye Menexe (2003). "Persistence in Hedge Fund Performance: The True Value of a Track Record", *Journal of Alternative Investments, 5(4),*66–72.

Krug, Anita K. (2010). "Moving beyond the Clamor for Hedge Fund Regulation: A Reconsideration of Client under the Investment Advisers Act of 1940". Villanova Law Review, 55(3), 661-700.

Kruskal, William H. ve W. Allen Wallis (1952). "Use of Ranks İncone-Criterion Variance Analysis". *Journal of the American Statistical Association*, 47, 583–621.

Koh, Francis, Winston T. H. Koh, Melvyn Teo, (2003). Asian Hedge Funds: Return Persistence, Style, and Fund Characteristics, Working Paper, Singapore Management University - School of Business.

Kouwenberg, Roy (2003). "Do Hedge Funds Add Value to a Passive Portfolio?" *Journal of Asset Management,* 3(4), 361–382

Kumar, Lagnesh (2013). Hedge Fund Regulation İn a Egulation İn Australia: Mitigating Fraud Risk İn an Envir aud Risk İn an Environment of Mandated Disclosure. Doctor of Philosophy, School of Accountıng, Economıcs And Fınance University of Wollongong, Wollongong.

Liang, Bing (1999). "On the Performance of Hedge Funds". *Financial Analysts Journal,* 55(4), 72-85.

Li Lu, Yang Li Xueding Wang vd. (2021). Limited attention, managerial multitasking, and hedge fund performance in China. *Pacific-Basin Finance Journal, 67*, 1-20.

Maestri, Cláudia Olímpia Neves Mamede veRodrigo Fernandes Malaquias (2018). "Aspects of manager, portfolio allocation, and fund performance in Brazil". *Revista Contabilidade & Finanças, 29(76),* 82-96.

Malaquias, Rodrigo Fernandes ve William Eid Junior (2013). "Eficiência de mercado e desempenho de fundos multimercados." *Revista Brasileira de Finanças, 11(1),* 119-142.

Malhotra, D. K., ve Robert W. McLeod, (1997)."An Empirical Analysis Of Mutual Fund Expenses". *Journal of Financial Research,* 20, 175-190.

Malkiel, Burton G ve Atanu Saha (2005). "Hedge Funds: Risk and Return", *Financial Analysts Journal, 61(6),*80–88.

McKight, E. McKight ve Julius Najab (2010). "Kruskal-Wallis Test". *The Corsini Encyclopedia Of Psychology*, 1-1.

Montazeri, Martin (2013). Hedgefonder: En empirisk studie om olika hedgefondstrategier och deras påverkan på avkastning. Student thesis, Vårterminen: Södertörns högskola - Institutionen för Företagsekonomi, Swedish.

Muske ve Kuhn, A. v. (2007). Hedge Funds and Their Strategies: An Investigation about Correlation Market Neutrality and the Improvement of Portfolio Performance. Master Thesis, Umeå University, Faculty of Social Sciences, Umeå School of Business, Umeå,

Naidenova, Iuliia, Petr Parshakov, Marina Zavertiaeva vd (2015). "Look for people, not for alpha: mutual funds success and managers intellectual capital". *Measuring Business Excellence, 19(4),* 57-71.

Nomer Ertan, Füsun (2013). "6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Kolektif Yatırım Kuruluşları ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı". *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası, 71(2),* 131 - 143.

Onat, Osman Kürşat (2016). "Serbest Yatırım Fonlarında Finansal Analiz:Türkiye'de Faaliyet Gösteren Serbest Yatırım Fonları Üzerine Bir Araştırma". *Artvin Çoruh Üniversitesi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi, 2(2),* 1-23.

Report of The President's Working Group on Financial Markets. (1999). Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management. United States: Report of The President's Working Group on Financial Markets.

Rodríguez-Mancilla, José R. ve William T. Ziemba (2008). "The Duality Of Option

İnvestment Strategies For Hedge Funds". *Mathematical Programming, 113,* 95–131.

Ryback, Wıllıam A 2007). "Hedge Funds in Emerging Markets". B*anque de France Financial Stability Review-Special Issue on Hedge Funds,10,* 144-150.

Rzakhanova, Zaur ve Gaurav Jetley (2019). "Competition, Scale And Hedge Fund Performance: Evidence From Me Gauravrger Arbitrage". *Journal of Economics And Business*, 105, 1-15.

Sarıtaş, Hakan (2005). "Yatırım Fonu Karakteristiklerinin Getiri Üzerindeki Etkisi". *Muhasebe Ve Finansman Dergisi, 27 , 169-175.*

Sarıtaş, Hakan (2006). "Portföy Büyüklüğünün Portföy Getirisi Üzerindeki Etkisi". *Iktisat Isletme ve Finans, Bilgesel Yayincilik, 21(241),* 105-113.

Stafylas, Dimitrios ve Athanasios Andrikopoulos (2020). "Determinants of hedge fund performance during 'good' and 'bad' economic periods". *Research in International Business and Finance*, 52, 1-16.

Sun, Lin ve Melvyn Teo (2019)." Public hedge funds". *Journal of Financial Economics, 131(1),* 44-60.

Schneeweis, Thomas, ve Richard B Spurgin (1998). "Multifactor analysis of hedge fund, managed futures, and mutual fund return and risk characteristics". *The Journal of Alternative Investments, 1(2),* 1-24.

Schneeweis, Thomas , Hossein B Kazemi, George A Martin (2002). "Understanding Hedge Fund Performance". *The Journal Of Alternative Investments Winter*, 5 (3), 6-22.

Sharpe, William F. (1992). "Asset Allocation: Management Style And Performance Measurement". *Journal Of Portfolio Management, 18(2)* , 7-19.

Teo, Song Wee Melvyn (2009). "Does Size Matter İn The Hedge Fund İndustry". *Research Collection Lee Kong Chian School of Business* , 1-37.

Toprak, Selva (2019). Oyun Teorisi Ve Parçacık Sürü Optimizasyonu Kullanılarak Yatırım Fonu Getirilerinin Analizi. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Entitüsü, İstanbul.

Uçurum, Ayhan (2019). Finansal Krizler ve Hedge Fonlarının Krizlerdeki Rolü. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi Aksaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aksaray.

Ural, Cenk (2006). A Modelıng Framework For Multı-Strategy Hedge Funds. Doctor Of Phılosophy, Presented To The Faculty Of Prınceton Unıversıty, United States.

Yaoa, J., Bochen Wu, Yang Gao (2020). "Death and the life hereafter: A study of the subsequent hedge funds hedge funds". *Finance Research Letters,40, 1-7.*

Zor, İsrafil ve Çoşkun, Aykan (2020). "Hedge Fon Performanslarının Sonraki Dönem Getirileri Etkisi". *Social Mentality And Researcher Thinkers Journal*, 2175-2191.

Elektronik Kaynaklar

Agarwal, Vikas, Naveen D. Daniel, Narayan Y. Naik (2004). Flows, Performance, And Managerial Incentives İn Hedge Funds. *SSRN: Https://Ssrn.Com/Abstract=424369.*

Ben-David, Itzhak, Justin Birru, Andrea Rossi (2021). The Performance of Hedge Fund Performance Fees. SSRN: https://ssrn.com/abstract=3630723.

Clare, Andrew, Dirk Nitzsche Nick Motson (2015). Are Investors Better Off With Small Hedge Funds İn Times Of Crisis? https://www.cass.city.ac.uk/__data/assets/pdf_file/0007/354328/hedge-fund-size-and-performance-FINAL.pdf.

Chen, Kevin ve Alexander Passow (2003). Quantitative Selection of Long-Short Hedge Funds (July 2003). FAME Research Paper No. 94. https://ssrn.com/abstract=470642.

Guirguis, Michel (2020) "Evaluating Hedge Fund Performance". Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=3606969/ .

Jagannathan, Ravi, Alexey Malakhov, Dmitry Novikov (2006) Do Hot Hands Exıst Among Hedge Fund Managers? An Empırıcal Evaluatıon. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w12015/w12015.pdf.

Javed, Arshad, ve Azhar Iqba, (2008) "Swedish Mutual Funds Performance 2000-2007." https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:2455/FULLTEXT01.pdf.

SPK (2021). Serbest Yatırım Fonları Tanıtım Rehberi. https://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/819.

SPK (2016). *Yatırım Fonları* . Ankara : SPK Yardmcı Bilgilendirme Kitapçıkları Https://Www.Spk.Gov.Tr/Sayfa/Dosya/78.

SPK (2021,). *Menkul Kıymet Yatırım Fonları : Tanıtım Rehberi*. Sermaye Piyasası Kurulu: Https://Www.Spk.Gov.Tr/Sayfa/Altsayfa/253 Adresinden Alındı.

Tunke, Jeffrey (2013). Structuring a Hedge Fund: Which Option is Right for you? https://www.mwellp.com/structuring-a-hedge-fund-which-option-is-right-for-you/ 6/05/2021.

Ρουμπής, Ευθύμιος (2015). Hedge Funds. https://www.didaktorika.gr/eadd/handle/10442/40862 (30/05/2021).

https://www.tefas.gov.tr/TarihselVeriler.aspx (01/01/2021)

https://www.kap.org.tr/tr/YatirimFonlari/YF (01/01/2021)

https://tr.investing.com/indices/try-overnight-reference rate?__cf_chl_jschl_tk__=5cd15193cfa4667e013b71b95c9e9f08000f62af-1623612056-ARhqROersqG6TzMsVQpu2meku6KCbwYo5AsnL5y8LRcq4kI9ccryesT2IZBlH3NV26fB43VG2ymdZfrub6biGm9g_hUaKDELIntMuwHOpgPqU0Y3ktsoCB3EU-9ehG49l5X-N23pS6GlOOONRz_dBGx8X9PJNoegS9UGE4uMEK8twxojrESMtgXTU5RffYJeWjWwUNYT95eDbHb5l1Z9tUrbR6EEwoBlRa1a6nG978HRz7AfSLBZ1ovdmL3s04i_MDN_6x4LFbz2map1OzfU9W0r_h8xcJJHye8_hCHi5HNnrObCdwU7rT2F2_kCGUBw4vk1TQPR0fyFaM9y7Fb-fls3ukB_Yocj5zlxLjksByj54Oqxb8OKK87se19BN1x5mriVQjPh5KagruHrEER4mFq0nw_T_TEKsdr3nJA2kcVi__giZnKYKu2o0Vw7BBx7BKYwX1I1DfSN94SiQlqbH-sVgNI7-AoXFIKT--8xs78bPE7oKgDB_j4tGA (01/01/2021)

https://www.ft.com/content/2b547356-2190-11ea-92da-f0c92e957a96 (18/05/2021)

https://www.ft.com/content/33f1d1f7-745e-4fd2-ae25-a34e0b035f94 (18/05/2021)

https://www.bloomberght.com/hedge-fonlarindan-2020-de-rekor-getiri-2272928 (18/05/2021)

https://www.bloomberght.com/hedge-fonlar-gelisen-piyasalara-yoneliyor-2272438 (18/05/2021)

https://www.ft.com/content/296cb7cc-f1a2-4a03-a622-cc2aff8ca214 (18/05/2021)

https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.6362.pdf (14/01/2021)

https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2021/03/Gosterge2021Kis.pdf (12/04/2021)

https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2020/11/Gosterge2020Guz.pdf (12/04/2021)

https://www.tspb.org.tr/wpcontent/uploads/2019/02/G%C3%B6sterge_K%C4%B1%C5%9F_2019.pf (12/04/2021)

https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/07/Gosterge_Yaz_2018.pdf (12/04/2021)

https://www.mevzuat.gov.tr/File/GeneratePdf?mevzuatNo=18564&mevzuatTur=Teblig&mevzuatTertip=5 (01/04/2021)

Ek1: Analizde Kullanılan Fon İsimleri

Sayı	Kod	Serbest Fon İsimleri
1	ACZ	İstanbul Portföy Hitit Serbest Fon
2	AHV	Azimut PYŞ Dengeli Serbest Fon
3	AHZ	Azimut PYŞ Atak Serbest Fon
4	AZJ	Azimut PYŞ Strateji-1 Serbest Fon
5	DDF	Deniz Portföy Dinamo Serbest Fon
6	IBR	Azimut PYŞ Mutlak Getiri Hedefli Serbest Fon
7	IDD	Logos Portföy Dinamik Dağılımlı Serbest Fon
8	KTR	KT Portföy Birinci Katılım Serbest Fon
9	KTS	KT Portföy İkinci Katılım Serbest Fon
10	MPP	Meksa Portföy Prime Serbest Fon
11	OSF	Neo Portföy Balkan Serbest Fon
12	OSH	Osmanlı Portföy Minerva Serbest Fon
13	OTK	OYAK Portföy Birinci Katılım Serbest Fon
14	OYT	OYAK Portföy Birinci Serbest Fon
15	USY	Ünlü Portföy Mutlak Getiri Hedefli Serbest Fon

Sayı	Kod	Hisse Senedi Yoğun Fon İsimleri
1	ADP	Ak Portföy BİST Banka Endeksi Hisse Senedi Yoğun Fon
2	AHI	Atlas Portföy Birinci Hisse Senedi Yoğun
3	AKU	Ak Portföy BİST 30 Endeksi Hisse Senedi Yoğun Fon
4	AK3	Ak Portföy Hisse Senedi Yoğun Fon
5	DAH	Deniz Portföy Hisse Senedi Yoğun Fon
6	DZE	Deniz Portföy BIST 100 Endeksi Hisse Senedi Yoğun Fon
7	FPH	FİBA Portföy Hisse Senedi Yoğun Fon
8	FYD	QNB Finans Portföy Birinci Hisse Senedi Yoğun Fon
9	GAE	Garanti Portföy Bist30 Endeksi Hisse Senedi Yoğun Fon
10	GAF	Gedik Portföy Birinci Hisse Senedi Yoğun Fon
11	GHS	Garanti Portföy Hisse Senedi Yoğun Fon
12	GL1	Azimut PYŞ Birinci Hisse Senedi Yoğun Fon
13	GMR	Gedik Portföy İkinci Hisse Senedi Yoğun Fon
14	KYA	Kare Portföy Hisse Senedi Yoğun Fon
15	OHB	OYAK Portföy Birinci Hisse Senedi Yoğun Fon