

15.433 YATIRIM

Ders 21: Hedge Fonlar

Bahar 2003

Hedge Fonların Başlangıcı

1949 yılında Alfred Jones Amerika'da ilk hedge fonu kurdu.

Başlangıçta, hedge fonun özelliği piyasanın düşüşe geçmesi ihtimaline karşı koruma sağlamasıydı.

İki spekülâtif araç muhafazakâr bir yatırım şeklinde bir araya getirildi:

1. Kaldıraç daha yüksek kârlar elde etmek için kullanıldı.
2. Piyasaların düşüşe geçmesi riskine karşı açığa satış işlemleri kullanıldı.

Jones, kısa ve uzun pozisyonları bir araya getirerek, hisse senetlerinin göreceli fiyat bilgisini kullandı ve piyasa riskine maruz kalma olasılığını en aza indirdi.

Jones, yönetici/yatırımcı güdülerini harekete geçirmek için, performansa dayalı ücret sistemini kullandı. Ayrıca bütün parasını fonda tuttu.

Hedge Fonların Kısa Bir Tarihçesi

1960'lı yıllarda Wall Street'de yatırım fonları gözdeyken, Jones'un hedge fonu en iyi yatırım fonlarından bile daha iyi bir performans sergiliyordu. Jones'un hedge fonunun performansı heyecan yarattı ve 1968 yılı itibariyle yaklaşık 200 adet hedge fonu kuruldu.

1960'larda fiyatlar yükselirken, bir çok hedge fonu yöneticisi düşüş riskine karşı korunmayı bırakıp, uzun-kaldıraçlı pozisyonlara geçti. 1970'lerde fiyatlar hızla düşerken bu firmaların çoğu iflas etti.

Bir sonraki on yılda, çok az sayıda hedge fonu kuruldu.

Ancak, son 10 yılda hedge fonlarının sayısı yılda ortalama %25.74 oranında arttı.

Yatırım Esnekliği

Hedge fonları genel olarak sıkı kurullarla düzenlenmezler. Bu, hedge fonları yöneticilerinin kaldıraç kullanma, açığa satış, performans tabanlı ücret belirleme gibi yatırım fonları yatırımcılarının yapamayacağı bir çok işlemi gerçekleştirmelerine olanak sağlamıştır.

İkinci bir farklılık ise gerçekleştirilen kaldıraç miktarıdır. Hedge fonları yöneticileri, vadeli işlem araçları, opsiyonlar, yeniden satış anlaşmaları ve daha geleneksel finansman kaynakları olan banka ve broker firmaları yoluyla kaldıraç sağlayabilmişlerdir.

Her ne kadar hedge fonları çeşitli şekillerde ve büyüklüklerde olsalar da, hepsinin ortak bir özelliği vardır: Amerika hisse senedi piyasasıyla korelasyonlarının düşük olması.

Bazı Yapısal Detaylar

Fonların çoğunluğu sınırlı ortaklık olarak kurulmuştur ve sadece 99 yatırımcıya izin verirler. Genel ortaklar ortaklıkta önemli bir yatırıma sahiptirler.

Performansa dayalı ödemeler: Genelde, %1' lik yönetim ücretine ek olarak net kârların %20' si alınır. Bir çok performans ücreti yüksek watermark'a tabidir ve bazıları minimum getiri oranını (hurdle rate) zorunlu kılar.

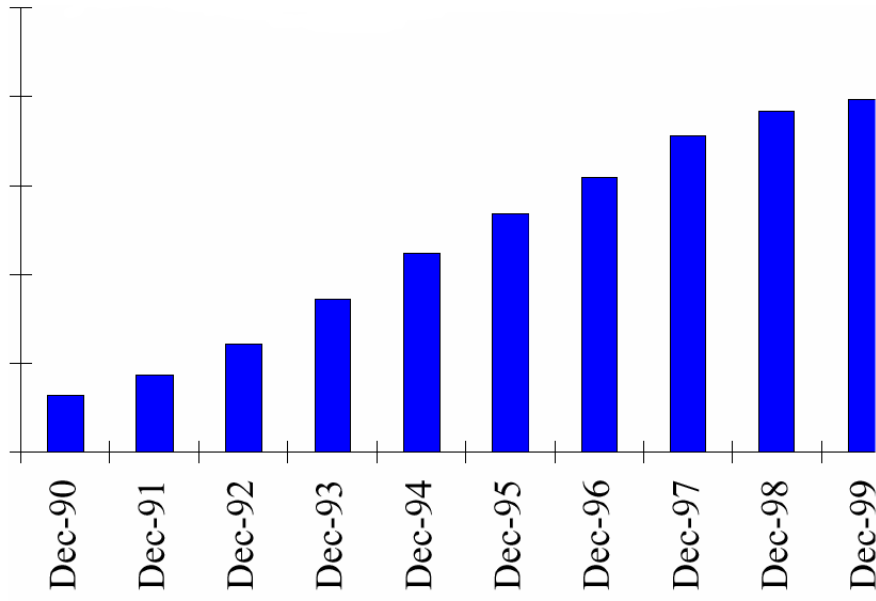
Geri çekilmeler kısıtlıdır: Genel olarak, ortaklar sadece yılda bir kez fondan çekilebilirler, bazıları 3 yıla kadar uzayan süreler için fonda kalmak zorundadır.

Gizlilik ilkesi: Ortaklara çok nadir olarak portföylerin listesi verilir.

Ölçek ve Konum

Tremont& TASS tarafından 1999 yılında yayınlanan bir rapora göre, tüm sektörde 5000 hedge fonu bulunmaktadır. Ancak, \$325 milyarlık fonun %90'ı 2600 firma tarafından yönetilmektedir.

Hedge Fonların Gelişmesi



Hedge Fonların Konumu

USA	33.9%
Cayman Adaları	18.9%
İngiliz Virgin Adaları	16.5%
Bermuda	11%
Bahamalar	7.2%
Diğerleri	12.5%

Kaynak: Tremont TASS (Haziran 1999)

Fon Yöneticilerinin İkametgahı

Amerika'da: 91%

Amerika Dışında: 9%

Kaynak: Tremont TASS (Haziran 1999)

Hedge Fonların Stratejilerinin Sınıflandırılması

Yönlü ticaret (directional trading): Çoklu varlık sınıflarındaki spekülasyona dayanarak tek yönlü pozisyon alırlar. Karar almak için hem modele dayalı sistemler hem de öznel yargılar kullanılır.

Göreceli Değer: Finansal varlıkların fiyatlama bileşenleri arasındaki spread ilişkilerine odaklanırlar. Piyasa riski minimuma indirgenir. Birçok yönetici getirileri artırmak için kaldıraç kullanır.

Özel Kredi: Kredi hassas menkul kıymetlere dayanır. Bu stratejiyi benimseyen fonlar, göreceli olarak daha ucuz olan menkul kıymetleri bulmak için büyük çaba gösterirler.

Hisse Senedi Seçimi: Az değerli ya da aşırı değerli olduğuna inanılan menkul kıymetlerden yararlanmak için kısa ve uzun pozisyonları birarada kullanırlar. Piyasa riski önemli ölçüde değişkenlik gösterir.

Hedge Fonları Arasında Düşük Korelasyon

Hedge fonları arasındaki korelasyon, geleneksel aktif fonlara göre daha azdır:

- 1990 ve 2000 yılları arasında yatırım fonları arasındaki korelasyon %90' dı.
- Aynı zamanda, S&P 500 hisse senetlerini kullanan hedge fonlarının ortalama korelasyonu %10' du.
- Bütün hisse senetleri için korelasyon %20 civarındadır. Hedge fon yöneticileri arasında korelasyonun düşük olması, fonları portföylere veya endekslere göre biraraya getirerek toplam riskleri önemli ölçüde azaltabildiklerini ve geleneksel aktif stratejilere göre farklı avantajlar sunduklarını gösterir.

Fon Yaşının Etkileri

1990 ve 2000 yılları arasında:

Fon Yaşı (Yıl)	Yıllık Getiri	Yıllık Oynaklık	Sharpe Oranı
≤ 1	27.2%	6.1%	3.7
$1 \geq x \leq 2$	23.5%	5.9%	3.2
$2 \geq x \leq 3$	18.7%	5.5%	2.5
$3 \geq x \leq 5$	18.1%	5.2%	2.5
$x \geq 5$	14.7%	5.9%	1.6

Kaynak: Morgan Stanley Dean Witter

LTCM'nin YükseliŖi

LTCM (uzun vadeli sermaye yönetimi) fonu faaliyetlerine 1994 yılında \$1 milyar sermaye ile başladı ve sonra ek olarak \$2 milyar daha kaynak elde etti.

Üç yıl sonra Eylül 1997' de, yatırım getirileri yöneticilerinin bile beklediğinden daha fazla artan fonun net sermayesi \$6.7 milyara ulaştı.

Fonun başlangıcından beri fonun kesintilerden sonraki getirisi 24 Şubat ve 31 Aralık arasında %19.9, 1995 yılında %42.8, 1996 yılında %40.8 ve 1997 yılı Ağustos ayına kadar %11.1 olarak gerçekleşti.

Bu getiriler, hisse senedi piyasasına maruz kalmadan elde edildi. Firma, işlemlerinin çoğunda likidite sağlayıcısıydı.

LTCM'nin Bazı İşlemleri

Swap spread'leri üzerinde yakınsama işlemleri (convergence trading)

Getiri Eğrisi Göreceli Değer İşlemleri, Kelebek İşlemleri

Hisse Senedi Oynaklığını Satmak

Risk Arbitraji

Royal Dutch/Shell Hisse Senetleri için Hisse Senedi Göreceli Değer İşlemleri

Sabit Oranlı Konut İpotekleri

Japon Hükümeti Tahvil Swap Spread'i

LTCM'nin Çöküşü

Başarılı geçen 1997 yılını takiben, LTCM yeni yıla yatırımcılarına \$2.7 milyar getiri sağlayarak \$4.8 milyar sermaye ile başladı. Mayıs ve Haziran aylarında fon, %6.7 ve %10.1 brüt getiri oranlarıyla en kötü iki ayını yaşadı. Kayıplar bir çok pozisyonda dağılmıştı, çok büyük kayıp yaşayan tek bir pozisyon yoktu. Bu kayıplara karşılık olarak, LTCM portföy riskini azalttı. 21 Temmuz tarihinde fonun değeri %7.5 arttı. Fakat Ağustos ayında kötüye gidış devam etti ve Ağustos ayının ortasında pozisyonlar tekrar %5 oranında azaltıldı.

17 Ağustos 1998 Pazartesi günü, Rusya' nın borçlarını ödeyemeyeceğini açıklaması tüm dünyayı etkiledi. LTCM Rus devlet kredilerinden çok az bulunduruyordu bu yüzden kaybı bu pozisyonlarda çok az oldu.

21 Ağustos Cuma günü, Fon'un tarihindeki en kötü gündü çünkü Fon'un işlemleri önemli ölçüde ters bir şekilde hareket ediyordu:

1. Sabah saatlerinde, normal bir günde 1 baz puandan daha az değişen Amerika swap spread' leri, 19 baz puan genişledi. İngiltere spread'leri de o gün büyük ölçüde arttı. Fon'un her ikisinde de büyük kısa pozisyonları vardı.

2. LTCM' nin, telefon ekipmanı üreticisi Ciena Corp by Tellas Şirketi'nin alımıyla ilgili olarak risk arbitrajı pozisyonunda büyük bir kaybı vardı.

LTCM, bu risk arbitraj kaybı ile Amerika ve İngiltere spread'leriyle diğer spread'lerden kaynaklanan toplam kaybın \$553 milyon (sermayesinin %15'i) olduğunu hesapladı.

Fon'un değeri şimdi \$2.95 milyara gerilemişti ve kaldıraç oranı tehlikeli boyutlardaydı (kaldıraç oranı 42'ydi).

Riski azaltmak için ortakların birşey satması gerekiyordu. Fakat ne satacaklardı? Yatırımcılar sadece güvenli varlıklara talep gösteriyorlardı, LTCM de bunlara sahip değildi. Ağustos ayı kredi spread'leri için en kötü ay oldu. Ekonomik bir çöküşten kaynaklanan spread balonlarının tersine, bu defa kredi spread'lerindeki artış Wall Street'deki panikten kaynaklandı.

Ağustos ayında, bütün hedge fonlarının dörtte üçü para kaybetti ve LTCM kaybı en çok olan fon oldu: \$1.9 milyar yani sermayesinin %45'ini kaybetti.

Odak Noktası:

- Ross (1999) ve Perrold (1999)

Bir Sonraki Ders İçin Hazırlık

Gelecek ders için lütfen okuyun:

- BKM Bölüm 27,
- Chow ve Kritzman (2001),
- Bernstein (1995),ve
- Lewent ve Kearney (1990).