

# **SERMAYE PİYASASI HUKUKUNDA ULUSLARARASI**

## **YARGI KARARLARI**

(I)

*Av. Hande Bengisu*

J.D., American University, Washington College of Law  
L.L.M, Galatasaray Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü

### **HEDGE FONLARIN DENETİMİ VE AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİ DISTRICT OF COLUMBIA FEDERAL TEMYİZ MAHKEMESİNİN İLGİLİ KARARI**

Dünya sermaye piyasalarının en önemli oyuncularından olan Amerikan yatırım fonları ve ortaklıkları, günümüzün ekonomik şartları ve yatırım sektörünün rekabetçi ortamı karşısında, her geçen gün kendilerini yenilemekte, farklılaşmakta ve daha çok yatırımcıya ulaşmaktadır. Son 10 yıl içerisinde, sayıları 8000'e varan ve yönettikleri varlıkların toplam değeri 257 milyar USD'dan 1 trilyon USD'a<sup>1</sup> ulaşan hedge fonlar (yüksek riskli yatırım fonları), bu gelişmeye iyi bir örnek teşkil etmektedir.

Hedge fonların nasıl tanımlanacağı hususunda bir fikir birliği bulunmamaktadır; Amerikan mevzuatı da herhangi bir "hedge fon" tanımına yer vermemektedir. Kısaca hedge fonlar, halka açık olmayan, sadece nitelikli yatırımcıların katıldığı ve riskli yatırım-yüksek getiri ilkesi uyarınca yönetilen değişken sermayeli yatırım ortaklıkları olarak değerlendirilebilir.

Amerikan yatırım ortaklıkları hakkındaki esasları düzenleyen Investment Company Act of 1940,<sup>2</sup> Kanununun 3. maddesinin (a) bendinin (1) fıkrasına göre, ana faaliyeti yatırım veya finansal araçların alım satımı olan tüm yatırım ortaklıkları, Amerika Birleşik Devletleri Sermaye Piyasası Kurulu olan Securities and Exchange Commission (SEC)'in denetimine tabidir.<sup>3</sup> Hedge

---

<sup>1</sup> Still Free: A Court Strikes Down New Rules Meant to Regulate Hedge Funds, The Economist, 29 Haziran 2006.

<sup>2</sup> 15 U.S.C. § 80a-1 *et seq.*

<sup>3</sup> Sermaye piyasalarında en yaygın yatırım ortaklığı türü, *mutual funds* adıyla anılan ortaklık türü olup, bu ortaklıkların yönettikleri varlıkların toplam değerinin 6.4 trilyon USD olduğu belirtilmektedir.

fonlar, temelde yatırım ortaklıkları olmakla beraber, herhangi bir denetime tabi değildir. Bunun nedeni hedge fonların paylarının 100 yatırımcıdan fazlasına satılmaması veya sadece nitelikli yatırımcılara satılması, dolayısıyla Kanunun 3. maddesinin (c) bendindeki istisnadan yararlanılarak, Kanun kapsamı dışında kalınmasıdır. Kabul edilen görüşe göre, sadece nitelikli yatırımcılara yönelik sermaye piyasası faaliyetleri, halka yönelik sermaye piyasası faaliyetlerinden daha farklı olup, kapsamlı bir denetimi gerektirmemektedir.

Hedge fonlar, diğer yatırım ortaklıklarından farklı olarak, SEC denetimine tabi olmadıklarından ve yüksek getiri amaçladıklarından, Investment Company Act of 1940 Kanununa tabi diğer yatırım ortaklıklarının yönelemeyeceği yatırımlara yönelme ve Kanunca kısıtlanan işlemleri yapma imkanına sahiptir. Örneğin, hedge fonlar, tüm türev araçlara, özellikle karmaşık yapıli vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerine yatırım yapabilmekte, bu araçları kaldıraç olarak kullanabilmektedir. Ayrıca, bu fonlar, kredi olarak finansal araç satın alabilmekte veya açığa satış yapabilmektedir.

Benzer şekilde, hedge fon yöneticileri de, portföy yöneticileri ve yatırım danışmanlarının tabi olduğu Investment Advisers Act of 1940<sup>4</sup> Kanununa tabi değildir. Bunun nedeni son 12 ay içinde 15 “müşteriden” daha az sayıda “müşteriye” yatırım danışmanlığı veya portföy yönetimi hizmeti vermiş olan yönetici veya danışmanların, Kanunun 3. maddesinin (b) bendince, Investment Advisers Act’den muaf tutulmalarıdır. Hedge fonlar halka açık olmadıklarından, yöneticilerinin hizmet verdiği müşteri sayısı da genelde 15’i geçmemektedir.

Bu açıklamalara dayanılarak, hedge fonların özel bir tür yatırım ortaklığı olduğu ve sadece istisnai yatırımcıların bu tür ortaklıklardan yararlanacağı düşünülebilir. Ancak, son yılların düşük getirileri, Amerika’da birçok yatırımcının daha riskli araçlara yönelmesine neden olmuş, özellikle bireysel emeklilik fonları, eğitim kurumları ve çeşitli vakıflar da hedge fonlara ciddi anlamda yatırım yapmaya başlamışlardır. Bu yatırımların bilinen anlamda denetlenmemesi ve 1998 yılının sonunda, Longterm Capital Management adlı 125 milyar USD değerindeki hedge fonunun iflasın eşiğine gelmesi sonucunda, hedge fonların Amerikan ve dünya ekonomisine olan

---

<sup>4</sup> 15 U.S.C. § 80b-1 *et seq.*

etkisi hakkındaki görüşler değişmeye başlamış, bu fonların denetime tabi tutulmasına ihtiyaç duyulabileceği düşünülmüştür.

Tüm bu gelişmeler karşısında SEC, hedge fonların denetlenmesi amacıyla 2004 yılı sonunda bir tebliğ<sup>5</sup> oluşturmuştur. Tebliğ hedge fonların denetimini sağlayacak bir hükme açıkça yer vermemekte, ancak dolaylı olarak hedge fon yöneticilerinin, Investment Advisers Act of 1940 Kanunundan muaf tutulmasını engellemeyi amaçlamaktadır. Tebliğe göre, hedge fon yöneticileri, son 12 ay içinde hizmet verdikleri “müşterilerinin” sayısını, hizmet verdikleri tüzel kişiliklerin tüm pay sahipleri veya ortaklarını da dahil ederek belirlemek durumundadır. Bu durumda, kurumsal yatırımcılara veya tüzel kişi müşterilere hizmet veren tüm hedge fon yöneticileri, Investment Advisers Act of 1940 Kanununa göre, SEC denetimine tabi olacaktır.

Tebliğ, Amerika’daki bir çok hedge fonun tepkisini almış, sonuçta, Tebliğin iptali için, çeşitli hedge fon yöneticileri ve yatırım danışmanları tarafından iptal davası açılmıştır. Davanın ilk temyiz aşaması, 23 Haziran 2006 tarihinde sonuçlanmıştır<sup>6</sup> ve District of Columbia Bölgesi Federal Temyiz Mahkemesi, Tebliğ’de yer alan “müşteri” tanımı ve sayısı ile ilgili söz konusu hükmün keyfi olduğundan bahisle, Tebliğin iptaline karar vermiştir.

Mahkeme kararında, “müşteri” kelimesinin anlamını detaylı olarak tartışmış; danışmanlık veya fon yönetimi hizmeti verilen yatırımcının, tüzel kişiliğin kendisi olup, bu tüzel kişiliğin bireysel pay sahipleri veya ortakları olmadığı sonucuna varmıştır. Mahkemeye göre, SEC’nin hedge fonların denetimini amaçlaması uygundur ve haklı bir sebebe dayanmaktadır; ancak amaca ulaşmak için başvurulmuş dolaylı yol hukuka uygun ve tutarlı bulunmamıştır. Tebliğ’e göre, 15 “müşteriden” fazla sayıda “müşteriye” hizmet veren portföy yöneticileri veya danışmanlar, Investment Advisers Act of 1940 Kanununa tabi olup, SEC tarafından denetlenecek olduğu halde, 100 yatırımcıdan az sayıda yatırımcı ile kendini sınırlamış olan hedge fon, çok daha kısıtlayıcı olan Investment Company Act of 1940 Kanununa tabi olmayacak ve SEC tarafından denetlenmeyecektir. Mahkemeye göre, bu sonucun çelişkili olduğu kuşkusuzdur.

---

<sup>5</sup> Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers, 69 Fed. Reg. 72,054 (Dec. 10, 2004) (17 C.F.R. pts. 275, 279). Kısaca “Hedge Funds Rule” olarak bilinmektedir.

<sup>6</sup> Goldstein v. SEC, No. 04-1434 (D.C. Cir., June 23, 2006).

Mahkeme kararı sonucunda, hedge fonlar yatırım politikalarını belirlemekteki serbestilerini korumuşlar; SEC ise karar ile ilgili olarak, Amerikan Yüksek Mahkemesi olan Supreme Court'a temyiz başvurusunda bulunma hakkını elde etmiştir. Ancak SEC başkanı Christopher Cox'a göre, Yüksek Mahkeme'ye yapılacak bir temyiz başvurusunun mevcut sonucu değiştirme ihtimali zayıf olacaktır. Sayın Cox'a göre, District of Columbia Mahkemesinin kararı neticesinde yapılması gereken, hedge fonların denetimini sağlayacak kanunun Amerikan kanun koyucu tarafından oluşturulmasıdır.<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> Still Free: A Court Strikes Down New Rules Meant to Regulate Hedge Funds, The Economist, 29 Haziran 2006.