

Opsiyon Sözleşmeleri (sayfa 5)

Gelişmekte Olan Ülkelerde Türev Piyasaları (sayfa 20)



Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), aracı kuruluşların üye olduğu, kamu tüzel kişiliğini haiz özdüzenleyici bir meslek kuruluşudur.

Birliğin 101 aracı kurum, 1 vadeli işlemler aracılık şirketi ve 41 banka olmak üzere toplam 143 üyesi vardır.

TSPAKB Adına İmtiyaz Sahibi

Attila Köksal, CFA
Başkan

Genel Yayın Yönetmeni

İlkay Arıkan
Genel Sekreter

Sorumlu Yazı İşleri Müdürü

Alparslan Budak
Genel Sekreter Yardımcısı

Editör

Ekin Fıkırkoca
Müdür/Araştırma ve İstatistik

Tasarım

Cennet Türker
Kıdemli Uzman/Tanıtım
Efsun Ayça Değertekin

Kapak Tasarımı ve Mizanpaj

Cennet Türker
Kıdemli Uzman/Tanıtım

Yayın Türü: Yaygın, süreli

Sermaye piyasasında *GüNDeM*, TSPAKB'nin aylık iletişim organıdır. Para ile satılmaz.

TSPAKB

Büyükdere Caddesi No:173
1. Levent Plaza Kat:4
1. Levent 34394 İstanbul
Tel:212-280 85 67 Faks:212-280 85 89
www.tspakb.org.tr
info@tspakb.org.tr

Basım

Printcenter

Bu rapora www.tspakb.org.tr adresinden ulaşabilirsiniz.

Sermaye piyasasında *GüNDeM*, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) tarafından bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki değerler, hazırlandığı tarih itibarıyla güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçla kullanılmasından doğabilecek zararlardan TSPAKB hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Raporda yer alan bilgiler kaynak gösterilmek şartıyla izinsiz yayınlanabilir.



Değerli *GüNDeM* okurları,

Biliyorsunuz, TBMM Başkanlığına sunulan Sermaye Piyasası Kanunu Tasarısı ile aracılık faaliyetlerinin sadece aracı kurumlar tarafından yapılması öngörülmüyor. Taslakta, “aracı kuruluş” yerine “aracı kurum” ifadesi kullanıldığından söz konusu hizmetlerin bankalar tarafından yapılıp yapılamayacağı konusu tartışılırken, bu durum medyaya da taşınmış durumda. Var olan kanunda aracılık faaliyetleri, hem banka hem de aracı kurumları ifade eden “aracı kuruluşlar” tarafından yapılıyor. Mevcut piyasa koşullarında, bankaların gerek geniş dağıtım kanalları, gerekse ileri teknoloji ve donanımlı insan kaynağı ile Türkiye sermaye piyasası için önemi yadsınamaz bir gerçek. Bu kapsamda, “Aracı Kuruluşlar Birliği” olarak bankaların halihazırdaki sermaye piyasası faaliyetlerine yeni düzenlemede de imkan tanınması gerektiğini düşünüyoruz. Bu yöndeki görüşümüzü Kurula resmi olarak iletirken, çeşitli vesilelerle kamuoyunda da dile getirmeye devam ediyoruz.

Diğer taraftan, yurtiçinde aracı kuruluş faaliyetleri gündemimizi oluştururken, yurtdışında da bu konuda benzer tartışmalar söz konusu. Biliyorsunuz, ABD’de bankaların sermaye piyasalarında aldıkları yüklü pozisyonların ve spekülatif işlemlerin yaşanan son krizi tetiklediği düşünülüyor. Nitekim, krizin ardından 2010 yılında ABD’de gündeme gelen bankacılık tasarısında, bankaların kendi hesaplarına sermaye piyasalarında işlem yapmalarını ve sermaye piyasası kuruluşlarına iştirak etmelerini kısıtlamaya yönelik maddelere şahit olduk. Yürürlüğe konulamayan bu girişim bir anlamda, 1929 Büyük Buhranından sonra 1933 yılında yürürlüğe giren Glass-Steagall yasaının yeniden hayata geçirilme çabasını gösteriyor. 1999 yılına kadar devam eden kanun ile mevduat toplayan bankaların ticari ve yatırım bankacılığı faaliyetleri birbirinden ayrılmıştı. Benzer şekilde kanun, ticari kredi veren kuruluşların sermaye piyasası enstrümanları ihraç

ettiklerinde müşterileri ile aralarında oluşabilecek çıkar çatışmalarını önleme amacını taşıyordu.

1980’li yıllardan sonra adım adım yumuşatılan ve 1999 yılında tamamen kaldırılan Glass-Steagall kanununun ardından, Citigroup gibi mevduat toplayabilen ticari bankalar sermaye piyasası enstrümanlarının ihracına aracılık etmeye başladı. Daha muhafazakar ve istikrarlı bir yapıya sahip olan ticari bankalar finansal inovasyonun da katkısıyla hızla büyüdü ve uluslararası dev bankalar ortaya çıktı. Lehman Brothers, Bear Stearns, Merrill Lynch gibi yüzyıllık yatırım bankaları da rekabet ortamında bilançolarına daha yüksek riskler aldı. Özellikle 2000’li yılların başında ABD’deki bankacılık sektörünün hızlı büyümesinde bu gelişmenin rolü olduğu düşünülüyor. Ancak son dönemde, Glass-Steagall Yasasının kaldırılmasının krize giden süreci hızlandırdığı sıklıkla dile getirilmeye başlandı. Söz konusu yasanın yeniden gündeme getirilmesine yönelik görüşler de artıyor.

ABD’nin yanı sıra, Avrupa’da da finansal sistemin yeniden yapılanmasına yönelik çalışmalar ve planlamalar devam etmekte. Örneğin İngiltere’de, Merkez Bankası Başkanının da dile getirdiği üzere, bankacılık ve sermaye piyasası faaliyetlerinin ayrılması yönündeki görüşler gündemde. Benzer şekilde Almanya Merkez Bankası ve bankacılık ve düzenleme otoritesi BaFin de bankacılık ve sermaye piyasası faaliyetlerinin ayrılması yönünde çalışmalar başlatmış durumda.

Tekrar Türkiye örneğine dönecek olursak, başta da belirttiğim gibi, yeni tasarının bu haliyle yürürlüğe girerek bankaların sermaye piyasası faaliyetlerine imkan tanınmamasının, henüz gelişme çağındaki piyasamızı olumsuz etkileyeceğini düşünüyorum. Bu kapsamda, tasarının sektör görüşü doğrultusunda revize edilerek yasalacağına inanıyorum. Öte yandan, bu durumu, dünyadaki tartışmaları ve planları göz önünde bulundurarak, orta vadede bankacılık ve sermaye piyasası faaliyetlerinin ayrılması fikrinin değerlendirilmesi açısından bir fırsat olarak görüyorum. Ürün çeşidinin arttığı, daha çok yatırımcının yer aldığı, gerekli altyapının olduğu ve gerçek anlamda kurumsal yönetim ilkelerinin uygulandığı, kısacası sermaye piyasamızın daha da geliştiği ve derinleştiği bir ortamda, bankacılık ve yatırım bankacılığı faaliyetlerinin ayrışması ile piyasaların daha sağlıklı gelişeceği kanaatindeyim.

Saygılarımla,

Attila KÖKSAL, CFA
BAŞKAN

Lisanslama Sınavına Hazırlık Eğitimleri

1-2 Eylül 2012 tarihlerinde düzenlenecek olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Lisanslama Sınavlarına hazırlık eğitimleri tamamlanmıştır.

Ağustos ayında İleri Düzey Sınavının 4 modülüne yönelik toplam 6 eğitim yapılmıştır. Bu eğitimlerden; İlgili Vergi Mevzuatı eğitimine 52, Finansal Yönetim eğitimine 40, Muhasebe Denetim Etik Kurallar eğitimine 27 ve Analiz Yöntemleri eğitimine 26 kişi katılmıştır.

Ayrıca üyemiz olan bir bankanın talebi üzerine, kuruma özel lisanslama sınavına hazırlık eğitimleri düzenlenmiştir. Temel Düzey sınavının Genel Ekonomi, İlgili Vergi Mevzuatı, Diğer Teşkilatlanmış Piyasa ve Borsalar ile Temel Finans Matematiği modüllerinde düzenlenen eğitimler 6 günde tamamlanmış, eğitimlere toplam 102 kişi katılmıştır.

Mesleki Gelişim Eğitimleri

Eylül ve Ekim aylarında yapılacak olan mesleki gelişim eğitimleri ne ilişkin program internet sitemize yerleştirilmiştir. Eğitimlere ilişkin detaylar tablodan da izlenebilmektedir.

Lisans Yenileme Eğitimleri

Ağustos ayında düzenlenen lisans yenileme eğitimlerine 289 kişi katılmıştır. Katılımcı sayılarına ilişkin veriler tabloda yer almaktadır. Tüm eğitimlerimize başvurular internet sitemizde yer alan Eğitim Yönetim Sistemi üzerinden yapılmaktadır.

Temmuz-Ağustos 2012 Lisanslama Sınavına Hazırlık Eğitimleri Katılımcı Sayıları			
Eğitim Türü	Temmuz	Ağustos	Toplam
Temel Düzey	13	102	115
İleri Düzey	79	145	224
Türev Araçlar	52	-	52
Kurumsal Yönetim	11	-	11
Toplam	155	247	402

Eylül-Ekim 2012 Mesleki Gelişim Eğitim Programı		
Tarih	Eğitim Adı	Süre
10 Eylül	İleri Düzey Foreks	1 gün
13 Eylül	Yeni Türk Ticaret Yasasının Finansal Tablolara, Denetime ve Kredilendirme Süreçlerine Getirdiği Düzenlemeler	1 gün
17 Eylül	Gayrimenkul Yönetimi ve Arazi Geliştirmede Mülkiyet ve İmar İlişkileri	1 gün
19 Eylül	Şirketler İçin Yeni Denetim Düzeni	1 gün
21-24 Eylül	İç Denetim İçin Araç ve Teknikler	4 gün
25 Eylül	Bilişim Hukuku	1 gün
27 Eylül	Türkiye'de Yatırım Fonu Organizasyonlarında Yapısal Dönüşüm-AB'ye Uyum ve Yeni Sermaye Piyasası Kanunu	1/2 gün
28 Eylül	Sosyal Medya Pazarlama ve SEO	1 gün
1-2 Ekim	İnternette Kurum Kimliği, Marka ve İmajı İtibarının Korunması ve Yönetilmesi	2 gün
9 Ekim	Bağımsız Denetçiler İçin Uluslararası Denetim Standartları	1 gün

Mayıs-Ağustos 2012 Lisans Yenileme Eğitimleri					
Lisans Türü	Mayıs	Haziran	Temmuz	Ağustos	Toplam
Temel Düzey Müşteri Temsilciliği	20	44	25	16	105
Temel Düzey	334	868	488	151	1.841
İleri Düzey	199	196	196	122	713
Takas ve Operasyon İşlemleri	-	-	45	-	45
Türev Araçlar Muhasebe ve Operasyon Sorumlusu	-	-	21	-	21
Türev Araçlar Müşteri Temsilciliği	-	30	63	-	93
Türev Araçlar	-	206	99	-	305
Gayrimenkul Değerleme Uzmanlığı	44	121	25	-	190
Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim	-	64	45	-	109
Kurumsal Yönetim	-	-	31	-	31
Toplam	597	1.529	1.038	289	3.453



Gülçe Yumurtacı
gyumurtaci@tspakb.org.tr

OPSİYON SÖZLEŞMELERİ

1 970'lerin başında uluslararası para sisteminin çöküşü ve yaşanan petrol krizleri dünya ülkelerini etkisi altına almıştır. Dalgalı kur politikalarının uygulanmaya başlaması ve döviz kuru risklerinin gündeme gelmesi, "risk yönetimi" kavramının ortaya çıkmasına sebep olmuş, bu ortamda finansal türev piyasaları gelişmeye başlamıştır.

Finansal türevler, getirisi başka bir varlığın getirisinden türetilen finansal araçlar olup yabancı para, hisse senedi, tahvil, altın gibi varlıklara dayalı olarak çıkarılmaktadır. Finansal türevler, risk yönetimi amacı ile kullanıldığında, cari piyasalardaki beklenmeyen hareketlerin olumsuz etkilerini azaltmaya yardımcı olmaktadır. Çünkü bu araçlar, geleceğin belirsiz olduğu finansal piyasalarda yatırımcıların gelecekteki nakit akışını bugünden belirleyebilmektedir. Ayrıca, maliyetlerinin düşük, kaldıraç etkisinin yüksek olması sebebiyle de cari piyasalara göre daha yüksek kazanç sağlayabilmektedir. Ancak kullanımı ayrı bir uzmanlık gerektiren bu sözleşmelerin yanlış kullanımına bağlı olarak büyük kayıplar da yaşanabilmektedir. Bu araçlar riskleri önleme avantajı sağlarken, kriz dönemlerinde ise ters yönde krizin etkisini artırıcı etki yaratabilmektedir.

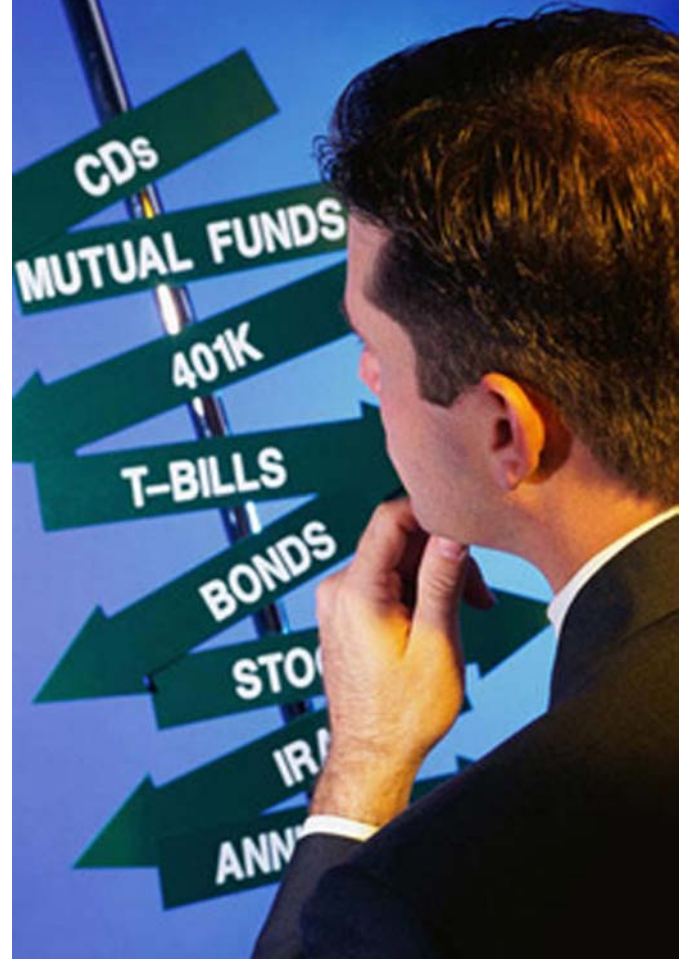
Bir türev araç olan opsiyon sözleşmelerinin tarihi hayli eski çağlara kadar uzanır. İlk defa tarım alanında kullanıldığı bilinen opsiyon sözleşmeleri günümüzde önemli bir türev üründür. Gelişmiş bir finansal teknik kullanan opsiyonların en önemli özelliği, sözleşmeden doğan hakkı elinde tutan tarafın, sözleşmenin vadesi geldiğinde işlemi yapmaktan vazgeçebilme alternatifine sahip olmasıdır.

Bu rapor üç bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın ilk bölümünde, opsiyon sözleşmelerinin tanımı ve tarihi gelişimi ele alınacaktır. İkinci bölümde, opsiyon sözleşmeleri ile ilgili temel kavramlar üzerinde durulacaktır. Raporun üçüncü bölümünde, temel opsiyon türleri olan alım ve satım opsiyonları örneklerle açıklandıktan sonra dayanak varlıklarına göre opsiyon türleri anlatılacaktır.

I. OPSİYONLARIN TANIMI VE TARİHİ

A. Kısaca Opsiyon Sözleşmeleri

Latince kökenli bir sözcük olan "opsiyon", tercih, seçim anlamına gelmektedir. Bir finansal varlık olarak opsiyon sözleşmesi, alan tarafa, üzerine opsiyon yazılan mal veya kıymeti, gelecekte belirli bir tarihte veya tarihe kadar, belli bir fiyattan, belirlenen miktarda alma veya satma hakkını sağlayan sözleşmedir. Dolayısıyla opsiyon sözleşmesi, alıcı taraf açısından bir hak sağlamaktadır. Alıcı taraf, opsiyon sözleşmesiyle tanınan hakkı satın alırken bunun için bir prim





ödemek zorundadır. Alıcı, ödediği prim karşılığında bir hak elde ederken, satıcı için bir yükümlülük söz konusudur.

Opsiyonlar, başlangıçta riskten korunmak amacıyla üretilmiştir. Ancak, yatırım amaçlı olarak da kullanılmaktadır. Organize borsalarda işlem gören opsiyonların vade, teminat, sözleşme büyüklüğü, fiyat adımları gibi işlem kriterleri ilgili borsalar tarafından standartlaştırılmaktadır. Standart sözleşmelerin oluşturulmasının temelinde güven ve likidite sağlama düşüncesi yer almaktadır. Tezgahüstü borsalarda işlem gören opsiyonlar ise, standart bir sözleşmeye bağlı olmayıp, şartları tarafların ihtiyaçlarına göre belirlenmektedir.

Opsiyonlar, hisse senetleri, endeksler, tahviller, yabancı paralar, emtia ve vadeli işlem sözleşmeleri üzerine düzenlenebilir. Opsiyon sözleşmeleri, yatırımcılara sınırlı bir risk alarak, teorik olarak sınırsız kâr elde etme olanağı sunmaktadır. Opsiyon alıcısının maksimum zararı, en olumsuz koşullarda, ödediği prim miktarıyla sınırlıdır. Diğer taraftan kârı ise, teorik olarak sınırsızdır. Opsiyon satıcısının ise, en olumlu şartlarda maksimum kârı, kendisine ödenen prim miktarıyla sınırlı olup, zararı sınırsızdır.

B. Organize Opsiyon Piyasalarının Gelişimi

Opsiyon sözleşmelerinin ilk kullanımı eski Yunan ve Roma devrine kadar uzanmaktadır. Filozof, matematikçi ve gök bilimcisi Thales, astronomi bilgisini kullanarak gelecek ilkbaharda zeytin hasatının güçlü

olacağını tahmin etmiş ve kış aylarında talep görmeyen zeytin presleri için depozit karşılığında bir anlaşma yapmıştır. İlkbaharda Thales'in beklentisine paralel olarak sezon güçlü geçmiş ve zeytin preslerine yüksek talep oluşmuştur. Yaptığı bu anlaşma sayesinde Thales zeytin preslerini yüksek kârla çiftçilere kiralamıştır.

Opsiyon sözleşmelerinin tarihsel gelişiminde, 17. yüzyılda Hollanda'da lale tüccarlarının fiyatların aşırı yükselmesinden korkarak lale soğanları üzerine yaptıkları opsiyon sözleşmeleri ve İngiltere'de 1711'de North Sea şirketinin hisseleri üzerine yazılan opsiyonlar önemli yer tutmaktadır. Ancak bu denemelerde takas sorunları nedeniyle opsiyonlar gündemden kalkmıştır. Hatta İngiltere'de opsiyon alım-satımı yasadışı ilan edilmiştir.

Opsiyonların ABD'de ilk kullanımı 1860'lı yıllardaki iç savaş zamanına denk gelmektedir. Savaş nedeniyle fiyatlardaki istikrarsızlık, çiftçileri tüccarlar ve tedarikçiler ile sözleşme yapmaya sevk etmiştir. 1900'lerin başında kendilerine Alım Satım Aracıları Birliği (Put and Call Brokers and Dealers Association) olarak tanımlayan bir grup firma, ilk kez opsiyon piyasalarını yaratmıştır. Bu birlik, bir yatırımcı opsiyon satın almak istediğinde, bir opsiyon satıcısı bulur ya da kendisi opsiyonu yazan taraf olarak pozisyon alırdı. Bu şekilde 1973 yılına kadar opsiyon işlemleri tezgahüstü piyasalarda yürütülmüştür.

1973 yılında Chicago Board Options Exchange'in (CBOE) kurulması opsiyon piyasaları için bir dönüm noktası olmuştur. CBOE'in açılmasıyla opsiyonlar organize ve resmi borsalarda işlem görmeye başlamıştır. Böylece opsiyon sözleşmeleri standardize hale getirilmiş ve ikinci el piyasada alım satımı sağlanmıştır. İlk olarak hisse senedi alım opsiyonları işleme açılmış ve 1977 yılında hisse senedi satım opsiyonları da yatırımcılara sunulmuştur. Kısa bir süre sonra, tahvil, yabancı para, emtia ve borsa endeksleri üzerine yazılmış opsiyonlar da işlem görmeye başlamıştır.

ABD piyasalarının diğer menkul kıymet borsaları, kısa sürede CBOE modelini örnek almışlardır. 1975 yılında American Stock Exchange (AMEX) ve Philadelphia Stock Exchange (PHLX); 1976 yılında Pasific Stock Exchange (PSE) ve Midwest Stock Exchange

(MSE) opsiyon işlemlerine başlamıştır. ABD'nin bu başarısı, diğer gelişmiş ülkelerin organize opsiyon piyasalarının kurulmasına öncülük etmiştir. Küreselleşme ile birlikte gelişmekte olan ülkeler de, sermayeyi ülkelerine çekebilmek adına gelişmiş finansal piyasaları örnek olarak türev piyasaların hızla yayılmasını sağlamıştır.

C. Opsiyon Sözleşmelerinin Yapılma Nedenleri

Opsiyonların tarihsel gelişimindeki örneklerden görüldüğü gibi opsiyonların büyük gelişme göstermesinin nedenleri, riski azaltma özelliği ve kâr sağlama potansiyelidir. Opsiyon işlemine taraf olanların beklentilerinin farklılığı, işlemin yapılma amaçlarını da çeşitlendirmektedir. Temel olarak aşağıdaki nedenler dolayısıyla yatırımcılar opsiyon sözleşmelerine taraf olmaktadır.

1- Riskten Korunma: Opsiyon sözleşmesi bir varlığın değer kaybetme riskini azaltmak veya ortadan kaldırmak amacıyla kullanılabilir. Bir portföy yöneticisinin, spot piyasada meydana gelebilecek düşüşlere karşı, portföyü üzerinde gerçekleştirebilecek zararı en aza indirmek amacıyla opsiyon sözleşmesi satın alması ve bunun karşılığında prim ödemesi işlemi aslında bir konut sigortalama işlemine çok benzetilmektedir.

Konutun yanması gibi bir riskin getirebileceği zararlara karşı, ilgili konut sigorta ettirilerek, bunun karşılığında sigorta primi ödenir. Sigortalı olmuş gayrimen-

kulün yanması durumunda sigorta şirketi primi ödeyen sigortalının zararını karşılar. Opsiyon sözleşmelerinde de benzer şekilde riske karşı korunma amaçlı olarak bir meblağ ödenir ve portföy sigortalaması yapılır. Beklenmeyen durumlarda opsiyon sözleşmesi işleme konularak zarar en aza indirilir.

Portföy sigortalamasına bir örnek olarak, bir portföy yöneticisinin XYZ firmasına ait 100 adet hisse senedi bulundurduğunu düşünelim. Portföy yöneticisinin beklentisi hisse fiyatının artması yönündedir. Ancak hisselerin değer kaybetmesi riskine karşı portföyü sigortalamak ve zararını kısıtlamak istemektedir. Bu yüzden bu portföy yöneticisi XYZ firmasına ait hisse senetleri üzerine yazılmış bir satım opsiyonu satın alacaktır. Böylece, hisselerin değer kaybetmesi durumunda hisseleri, opsiyon sözleşmesinde belirtilen yüksek fiyattan opsiyonu yazan tarafa satma imkanı olacaktır.

2- Kâr Sağlama: Yatırımcılar yalnızca kâr sağlama amaçlı olarak da opsiyon sözleşmelerine taraf olabilir. Örneğin, portföyünde bulunan bir borsa endeksinin gelecekte artması beklentisinde olan bir opsiyon yazıcısı, ilgili endeks üzerine bir satım opsiyonu satabilir. Böylece gelecekte beklentisinin gerçekleşmesi durumunda endeks artışından elde edeceği kâra ilave olarak, yazdığı opsiyon sayesinde opsiyon primi de elde edecektir.

3- Kaldıraç Etkisi: Opsiyonların bir özelliği de yatırım tutarının işlem yapılan miktardan çok daha düşük olmasıdır. Yatırımcılar, düşük bir sermaye ile çok daha yüksek varlıkları kontrol edebilme imkanına sahiptir. Bir hisse senedi opsiyon sözleşmesi satın alınarak, aynı miktarda sermaye ile hisse senedi yatırımcısı olarak yapılabilecek işlemten çok daha fazla işlem yapma imkanına sahip olunur.

4- Arbitraj İmkânı: Arbitraj, farklı piyasalarda aynı menkul kıymetler için farklı fiyatlar oluşmuş olması durumunda, menkul kıymetlerin ucuz olduğu piyasadan alınarak daha pahalı olduğu piyasada satılmasıdır. Benzer şekilde, spot piyasalar ile türev piyasalar arasında farklı fiyat seviyelerinin olduğu durumlarda yatırımcılar ucuz olan piyasada alıp, pahalı olan piyasada satış yaparak kâr sağlar.

Opsiyonun fiyatının olması gereken en düşük fiyatın





altına indiği durumda bir arbitraj imkanı ortaya çıkmaktadır. Örneğin, bir hissenin spot piyasa fiyatının 50 TL, alım opsiyonunun kullanım fiyatının 45 TL, opsiyonun fiyatının 3 TL olduğunu varsayalım. Bu durumda bir arbitraj imkanı söz konusudur. Yatırımcı, 3 TL ödeyerek opsiyonu satın alacak ve hemen alma hakkını kullanmak isteyecektir. 45 TL'den hisseleri opsiyonu yazan taraftan satın alacak ve spot piyasada 50 TL'den satacaktır. Böylece risk almadan hisse başına 5 TL kâr elde edecektir. Başlangıçta ödediği prim de hesaba katıldığı zaman net kazanç 2 TL olacaktır (5 TL – 3 TL).

II. TEMEL KAVRAMLAR

A. Dayanak Varlık

Diğer tüm türev ürünler gibi opsiyonlar da değeri bir varlığa bağlı olan sözleşmelerdir. Diğer bir ifadeyle opsiyonlar bir varlığı temsil eden finansal enstrümanlardır. Opsiyonların temsil ettiği bu varlıklara "dayanak varlık" denilmektedir. Opsiyonlar herhangi bir finansal ürün (hisse senedi, borsa endeksi vs.) ya da emtiaya (petrol, altın vs.) ilave olarak herhangi bir ekonomik gösterge (yabancı para, faiz vs.) üzerine de düzenlenebilmektedir.

B. Opsiyon Vadesi

Opsiyon alıcısının opsiyonu kullanabileceği son tarihi belirtmektedir. Vadesine göre opsiyon söz-

leşmeleri temel olarak, Avrupa tipi ve Amerikan tipi olmak üzere ikiye ayrılır. Avrupa tipi opsiyonlarda, opsiyon alıcısının alım ya da satım hakkını uygulayabileceği belirli bir tarih bulunmaktadır. Bu tipteki opsiyonları vadesinden önce kullanmak mümkün değildir. Amerikan tipi opsiyonlar, opsiyon alıcısının alım ya da satım hakkını uygulayabileceği son tarihi (exercise/strike date) belirtmektedir. Alıcı, opsiyonun yazım tarihi ile vade tarihi arasındaki herhangi bir tarihte sözleşmenin sağladığı hakları kullanabilir.

C. Kullanım Fiyatı

Kullanım fiyatı (exercise/strike price) sözleşmeye konu mal veya kıymetin, opsiyon kullanıldığında alınıp satılacağı fiyattır. Opsiyon sözleşmesinin kullanım fiyatı, opsiyon anlaşması yapıldığı sırada alıcı ve satıcı arasında belirlenir. Örnek olarak, kullanım fiyatı 5 TL/kg olan bir mısır alım opsiyonu, opsiyonun vadesine kadar olan süre içerisinde, opsiyon sözleşmesinde belirtilmiş miktardaki mısırı, opsiyonu satın almış olan kişiye 5 TL/kg'dan alma hakkını verir. Vade içerisinde opsiyonu kullanmak isteyen alıcıya, opsiyon satıcısı belirtilen miktardaki mısırı 5 TL/kg'dan satmakla yükümlüdür.

D. Opsiyon Fiyatı

Opsiyon sözleşmesini alan taraf, opsiyon sözleşmesini satan tarafa sözleşmenin sunduğu haklar karşılığında bir bedel öder. Bu bedele "opsiyon primi" denilmektedir. Opsiyon primi aynı zamanda opsiyonun fiyatı anlamına gelmektedir. Opsiyon primi, bir standardı olmaksızın taraflar arasında serbestçe belirlenir. Genel olarak Amerikan tipi opsiyonlar, sağladığı esneklik açısından Avrupa tipi opsiyonlara göre daha yüksek bir prim karşılığında alınır ve satılır.

Opsiyon Fiyatlamasında Kullanılan Göstergelerin Etkisi	Alım	Satım
	Opsiyonunun Fiyatı	Opsiyonunun Fiyatı
Yükseliş Varsayımı		
Sözleşmeye Konu Ürünün Spot Fiyatı	Yükselir	Düşer
Opsiyon Kullanım Fiyatı	Düşer	Yükselir
Volatilite	Yükselir	Yükselir
Vade sonuna kalan süre	Yükselir	Yükselir
Risksiz Faiz Oranı	Yükselir	Düşer
Kaynak: TSPAKB		

Opsiyon fiyatlarının belirlenmesinde temel olarak Black & Scholes ve Cox, Ross & Rubinstein modelleri olmak üzere iki temel hesaplama yöntemi kullanılmaktadır. Genel olarak Avrupa tipi opsiyonların fiyatlamasında Black & Scholes yöntemi, Amerikan tipi opsiyonların fiyatlamasında ise Cox, Ross & Rubinstein yöntemi kullanılmaktadır. Her iki formülde de dikkate alınan ve opsiyon fiyatının hesaplanmasında kullanılan göstergeler ve bunların yükselişinin opsiyon fiyatlarına yaptıkları etki tabloda özetlenmiştir.

E. Temsili Değer

Temsili değer (notional value), opsiyonun temsil ettiği varlıkların cari piyasa değeridir. Diğer bir ifadeyle opsiyon sözleşmesinin temsil ettiği hakkın parasal değeridir. Örnek olarak, dayanak varlığı 100 adet hisse senedi olan bir alım opsiyonu düşünelim. Opsiyonun primi hisse başına 5 TL, 100 adet hisse senedi için 500 TL'dir. Opsiyonun temsil ettiği hisse senedinin cari piyasa değeri 60 TL ise, opsiyonun temsili değeri (100 adet x 60 TL) 6.000 TL'dir. Opsiyonun temsil ettiği hisse senedinin fiyatı 70 TL'ye yükseldiğinde, opsiyonun temsili değeri de 7.000 TL'ye çıkacaktır.

F. Parada, Para Dışı ve Başabaş Opsiyonlar

İşleme konulması durumunda ortaya çıkacak kâr-zarar durumuna göre opsiyonlar, kârda (in the money), zararda (out of the money) ve başabaş (at the money) olarak üçe ayrılmaktadır.

1- Parada Opsiyon

Bir alım opsiyonu için, dayanak varlığın piyasa fiyatı kullanım fiyatından yüksekse bu opsiyon "parada"dır. Bu opsiyon işleme konulduğunda spot fiyat ile kullanım fiyatı arasındaki fark kadar kâr oluşturmaktadır. Opsiyonu kullanan taraf, sözleşmeye konu varlığı opsiyonu yazan taraftan düşük fiyattan alıp, spot piyasada sattığı takdirde kâr elde edecektir.

Parada opsiyona bir örnek olarak, dayanak varlığı bir hisse senedi olan alım opsiyonu sözleşmesi düşünelim. Sözleşmede belirtti-

len kullanım fiyatı 20 TL iken ilgili hisse senedinin spot piyasadaki fiyatı 25 TL olmuştur. Bu durumda opsiyon "parada"dır denilir. Sözleşmeyi alan taraf opsiyonu işleme koyduğunda, opsiyonu yazan taraftan ilgili hisse senedini 20 TL'den alacak ve spot piyasada 25 TL'den satacaktır. Bu durumda, opsiyon primi hariç tutulduğunda hisse başına 5 TL'lik kâr söz konusudur.

2- Para Dışı Opsiyon

Bir alım opsiyonu için, dayanak varlığın piyasa fiyatı, opsiyonun kullanım fiyatından düşükse, bu opsiyon "para dışı"dır ve "gerçek değeri" yoktur. Gerçek değer (içsel değer) burada opsiyon kullandıktan sonra elde edilecek kâr anlamına gelmektedir.

Para dışı opsiyona bir örnek olarak, yine dayanak varlığı bir hisse senedi olan alım opsiyonu sözleşmesi düşünelim. Sözleşmede belirtilen kullanım fiyatı 20 TL iken ilgili hisse senedinin spot piyasadaki fiyatı 15 TL olmuştur. Bu durumda opsiyon "para dışı"dır yani gerçek değeri yoktur. Sözleşmeyi alan taraf opsiyonu işleme koyduğunda, opsiyonu yazan taraftan ilgili hisse senedini 20 TL'den alacak ancak spot piyasada 15 TL'den satabilecektir. Diğer bir ifadeyle, opsiyon primi hariç hisse başına 5 TL'lik zarar söz konusudur. Bu durumda opsiyonu alan taraf sözleşmeyi işleme koymayacaktır.

3- Başabaş Opsiyon

Dayanak varlığın cari fiyatı ile opsiyon sözleşmesinde belirtilen kullanım fiyatı birbirine eşitse opsiyon "başabaş"tır. Para dışı opsiyonlara benzer şekilde başabaş opsiyonların da gerçek değeri yoktur. Opsiyonun kullanılmasından ne kâr ne de zarar ortaya çıkacaktır. Bu durumda yatırımcı için dayanak varlığı spot piyasadan satın almak ile alım opsiyonunu kullanarak tedarik etmek arasında bir fark yoktur.

Opsiyonların Parada, Para Dışı ve Başabaş Olma Durumu		
Senaryo	Alım Opsiyonu	Satım Opsiyonu
Piyasa Fiyatı > Uygulama Fiyatı	Parada	Para dışı
Piyasa Fiyatı = Uygulama Fiyatı	Başabaş	Başabaş
Piyasa Fiyatı < Uygulama Fiyatı	Para dışı	Parada
Kaynak: TSPAKB		

G. Takas Kurumu ve Teminatlandırma

Vadeli işlem sözleşmelerinde olduğu gibi, organize borsalarda yapılan opsiyon işlemlerinde de takas kurumu alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı pozisyonundadır. Böylece takası garanti etmektedir. Vadeli işlem sözleşmelerinde genellikle pozisyon alan tarafların her birinin takas kurumuna belirli bir teminat yatırması gerekirken, opsiyon sözleşmelerinde durum biraz daha farklıdır. Alıcı olan tarafın yükümlülüğü sadece ödediği prim kadarken, opsiyonu yazan tarafın opsiyonun içerdiği değerin belirli bir yüzdesi kadar teminatı takas kurumuna yatırması beklenmektedir. Opsiyon sahibi, alım hakkını kullanmak istediğinde sözleşmede geçerli olan fiyattan dayanak varlığın bedelini takas kurumuna yatırır. Aynı şekilde satım hakkı kullanılmak istenildiğinde de hisse senedini teslim eder.

Ancak, tezgahüstü işlemlerde bir takas kurumu bulunmamaktadır. Yatırımcılar karşı tarafın yükümlülüğünü yerine getirmemesi riski ile karşı karşıyadır. Böyle bir durumda, tarafların biri için söz konusu olan kredi riski diğer tarafın üzerine kalmaktadır. Dolayısıyla, organize piyasalara göre bu piyasaların en önemli sakıncası, riski üstlenecek bir takas kurumunun olmamasıdır.

III. TEMEL OPSİYON TÜRLERİ

Temel olarak iki çeşit opsiyon sözleşmesi bulunmaktadır. Bunlar, alım opsiyonu (call option) ve satım opsiyonudur (put option). Buna ilave olarak, opsiyonları dayanak varlıklarına göre de gruplamak mümkündür.

A. Alım ve Satım Opsiyonları

1- Alım Opsiyonu

Alım opsiyonu, opsiyon sözleşmesini alan tarafa, üzerine yazıldığı varlığın belirli bir miktarını, belirli bir tarihte ya da o tarihe kadar, belli bir fiyattan satın alma hakkı veren bir sözleşmedir. Bu bir hak olup, yükümlülük değildir. Buna karşılık alım opsiyonu satıcısı, alıcının opsiyonunu kullanmak istemesi halinde sözleşmede belirtilen varlığı satmakla yükümlüdür.

Alım opsiyonları özellikle dayanak varlığın fiyatının yükseleceğini düşünen yatırımcılar için önem taşır. Alım opsiyonu alıcısının beklentisi opsiyon konusu varlığın fiyatının artması yönündedir. Alıcı, varlığın fiyatının artması ile birlikte, sözleşme ile belirtilmiş olan fiyattan alım hakkını kullanacaktır. Vade tarihine kadar veya vade tarihi sonunda, dayanak varlığın fiyatında artış olmaması durumunda ise opsiyon sözleşmesinden doğan hak kullanılmayacak ve opsiyon alıcısı ödediği prim tutarı kadar zarar edecektir.

Diğer taraftan, alım opsiyonu satıcısının beklentisi ise dayanak varlığın fiyatının gelecekte düşeceği yönündedir. Satıcı, bu beklentisinden kâr elde etmek amacıyla alım opsiyonu satarak prim elde etmeyi amaçlamaktadır.

Örnek 1a: Alım Opsiyonu Alınması

Bir yatırımcının XYZ firmasına ait 100 adet hisse senedine ilişkin Avrupa tipi alım opsiyonu satın aldığını düşünelim.

Yatırımcı, cari piyasa fiyatı 18 TL olan bir hisse senedi için 2 TL opsiyon primi ödeyerek kullanım fiyatı 20 TL olan bir opsiyon

Opsiyon Sözleşmelerinde Tarafların Hak ve Yükümlülükleri

Alım Opsiyonu	Alıcı	Alım opsiyonuna konu olan dayanak varlığı, vade tarihi içinde ya da vade tarihi sonunda sözleşmede belirtilmiş kullanım fiyatından alma hakkına sahiptir. Yükümlülüğü bulunmamaktadır.
	Satıcı	Alıcının alım opsiyonunu kullanmak istemesi durumunda, sözleşmede belirtilen kullanım fiyatından dayanak varlığı opsiyon alıcısına satmakla yükümlüdür.
Satım Opsiyonu	Alıcı	Satım opsiyonuna konu olan dayanak varlığı, vade tarihi içinde ya da vade tarihi sonunda sözleşmede belirtilmiş kullanım fiyatından satma hakkına sahiptir. Yükümlülüğü bulunmamaktadır.
	Satıcı	Alıcının satım opsiyonunu kullanmak istemesi durumunda, sözleşmede belirtilen kullanım fiyatından dayanak varlığı satın almakla yükümlüdür.

Örnek 1a

Kullanım Fiyatı	20 TL
Hisse Senedinin Cari Fiyatı	18 TL
Opsiyonun Vadesi	4 Ay
Opsiyon Fiyatı	2 TL
Kaynak: TSPAKB	

sözleşmesi satın alacaktır. Bu durumda 100 adet hisse senedi için başlangıç yatırım tutarı toplamda 200

TL'dir (100 adet x 2 TL). Opsiyon Avrupa tipi olduğu için yatırımcı, opsiyonun vadesi dolduğu zaman alım opsiyonunu kullanabilecektir. Eğer vade sonunda ilgili hisse senedinin fiyatı 20 TL'den daha düşük olursa, yatırımcı opsiyonu işleme koymayacaktır. Çünkü hisse senedini piyasadan daha ucuza alma imkanı vardır.

Vade sonunda XYZ firmasının hisse senedi fiyatının 25 TL olduğunu düşünelim. Bu durumda yatırımcı opsiyonu işleme koyacaktır. Yatırımcı, sözleşme gereği opsiyonu yazan taraftan XYZ hisse senedini 20 TL'den satın alacaktır. Bu hisse senetlerini spot piyasada 25 TL'den sattığında hisse başına 5 TL, toplamda 500 TL kâr elde edecektir. Başlangıçta ödenen 200 TL hesaba katılırsa, net kazancı 300 TL olacaktır.

Bu işlemler nedeniyle kâr elde edilebileceği gibi zarar da edilebilmektedir. Örneğin, vade sonunda XYZ firmasının hisse senedi fiyatının 21 TL olduğunu düşünelim. Yatırımcı opsiyonu işleme koyacak ve

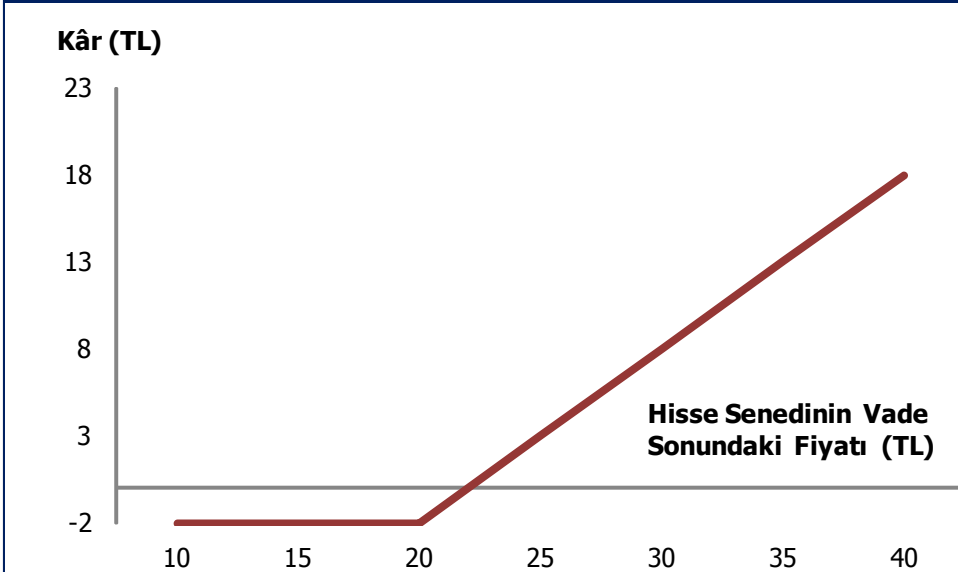
20 TL'den aldığı hisse senetlerini spot piyasada 21 TL'den satarak toplamda 100 TL kâr elde edecektir. Ancak, başlangıçta ödenen 200 TL hesaba katıldığında, yatırımcının bu işleminden 100 TL zararı olacaktır (200 TL – 100 TL). Diğer taraftan, opsiyonu işleme koymama durumunda başlangıç teminatı olan 200 TL kaybedileceği için yatırımcı opsiyonu kullanmayı tercih edecektir.

Özetlemek gerekirse, alım opsiyonu alıcısının kâr potansiyeli sınırsızdır. Çünkü teorik olarak dayanak varlığın fiyatı sonsuza kadar artabilir. Dayanak varlığın fiyatı yükseldikçe alım opsiyonu alıcısının elde edeceği kâr da artmaktadır. Diğer taraftan, maksimum zarar miktarı yatırımcının alım opsiyonu satın almak için ödediği primdir.

Tersi durumda, hisse senedi fiyatının 18 TL'den 10 TL'ye gerilediğini varsayalım. Spot piyasada yatırım yapan yatırımcı elindeki hisse senetlerini sattığında 800 TL zarar edecektir. Yani zarar oranı %44'tür. Diğer taraftan, opsiyon sözleşmesi satın alan yatırımcı, sözleşmeyi işleme koymayacak ve yalnızca başlangıçta opsiyonu satın almak için ödediği 200 TL kadar zarar edecektir. Bir diğer ifadeyle yatırım tutarının tamamı kaybedilecektir. Ancak burada yatırımcının kaybettiği tutar yatırımın tamamı olmasına karşın spot piyasada edilen zarardan miktar olarak düşüktür.

Spot piyasada yapılan yatırım ile alım opsiyonu satın alınması arasındaki farkları da bir örnek üzerinden açıklamak faydalı olacaktır.

Örnekte, yatırımcı toplamda 200 TL ödeyerek 100 adet XYZ hisse senedi üzerine pozisyon almıştır. Aynı yatırımcının spot piyasada 100 adet XYZ hisse senedi aldığını düşünelim. Bu durumda yatırımcı, bir adet hisse senedi için 18 TL, 100 adet hisse senedi için toplamda 1.800 TL öde-

Alım Opsiyonu Satın Alınmasında Elde Edilen Kâr/Zarar

Kaynak: TSPAKB

miştir. Hisse senedinin fiyatı 25 TL'ye yükseldiğinde spot piyasada yatırım yapan yatırımcının kârı 700 TL olacaktır (2.500 TL – 1.800 TL). Bir diğer ifadeyle yaklaşık %40 kâr sağlayacaktır. Örnekte, opsiyon sözleşmesi satın alan yatırımcının kârı, aynı durumda 300 TL olmuştur. Yani %150 oranında kâr elde etmiştir. Kaldıraç etkisi sayesinde görece düşük miktarda bir yatırımla yüksek kâr söz konusudur.

Kaldıraç etkisini daha iyi anlamak için yatırımcının spot piyasadan 100 adet hisse senedi almak için ödediği 1.800 TL ile opsiyon sözleşmesi aldığını düşünelim. Hisse senedi fiyatı 18 TL'den 25 TL'ye yükseldiğinde spot piyasada işlem yapan yatırımcının kârı 700 TL olacak demistik. Diğer taraftan, opsiyon piyasasında 1.800 TL'lik yatırım yapan yatırımcı, bir hisse senedi için 2 TL ödemiş ve 900 adet XYZ hisse senedi üzerinde pozisyon almıştır. Hisse senedi fiyatı 18 TL'den 25 TL'ye yükseldiğinde opsiyonunu kullanacak ve sözleşmede belirtilen kullanım fiyatı olan 20 TL'den 900 adet hisse senedi satın alacaktır. Bu hisse senetlerini spot piyasada 25 TL'den sattığında hisse senedi başına 5 TL, toplamda 4.500 TL kâr elde edecektir. Başlangıçta ödenen 1.800 TL'lik opsiyon primi hesaba katıldığında net kazanç 2.700 TL'dir.

Hisse senedi fiyatı 18 TL'den 10 TL'ye gerilediğinde, hisse senedi piyasasında 1.800 TL'lik yatırım yapan yatırımcı 800 TL (%44) zarar edecektir. Ancak opsiyon piyasasında işlem yapan yatırımcı ödediği 1.800 TL'nin tamamını kaybedecektir.

Opsiyon sözleşmeleri alım-satım kararı dikkatli bir şekilde verilmesi gereken yatırım araçlarıdır. Portföyün tamamının opsiyon sözleşmeleri içeriyor olması tüm portföyün kaybedilme riskini taşımaktadır. Sözleşmelerin yanlış kullanımına bağlı olarak büyük kayıplar da yaşanabilmektedir.

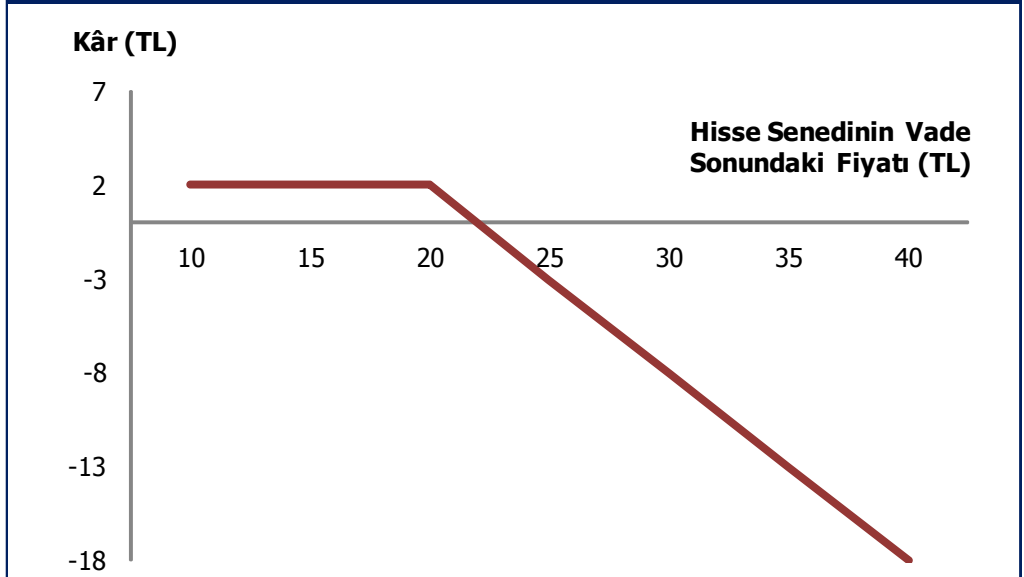
Örnek 1b: Alım Opsiyonu Satılması

Aynı örnekte, alım opsiyonu satıcısı eğer tahmininde yanılırsa, yani XYZ hisse senedinin fiyatı yükselirse, sınırsız bir zarar söz konusudur. Alım opsiyonu satıcısı dayanak varlığın fiyatının yükseldiği ölçüde zarar edecektir. Teorik olarak fiyat yükselişinin durması gereken bir nokta bulunmamaktadır. Bu sebeple zarar sınırsız denilmektedir. Ters durumda, satıcının beklentisine paralel olarak ilgili hisse senedinin fiyatı düşerse, kâr, alınan opsiyon primi ile sınırlıdır.

XYZ firmasına ait hisse senedi fiyatının düşmesini bekleyen yatırımcının opsiyon sözleşmesi yerine spot piyasada 100 adet hisse senedi sattığını düşünelim. Yatırımcı 100 adet hisse senedini toplam 1.800 TL'ye satmış ve pozisyonunu kapatmıştır. Bu durumda yatırımcının herhangi bir yükümlülüğü bulunmamaktadır. Öte yandan, opsiyon sözleşmesi satan taraf bir yükümlülük altına girmiştir.

Örnekte olduğu gibi ilgili hisse senedi fiyatının 18 TL'den 25 TL'ye yükseldiğini düşünelim. Bu durumda opsiyonu alan taraf sözleşmeyi hisse başına 20 TL'den işleme koyacaktır. Opsiyon sözleşmesi yazıcısı, alan tarafa XYZ hisselerini 20 TL'den satmakla yükümlüdür. Bu yükümlülüğünü yerine getirmek için, piyasadan XYZ hisselerini 25 TL'ye satın aldığını varsayalım. Bu durumda hisse başına 5 TL, 100 adet

Alım Opsiyonu Satılmasından Elde Edilen Kâr / Zarar



Kaynak: TSPAKB

hisse senedi için toplamda 500 TL zarar edecektir. Başlangıçta ödenen opsiyon primi de hesaba katıldığında net zarar 300 TL'dir (500 TL – 200 TL).

Tersi durumda, ilgili hisse senedi fiyatının 10 TL'ye düştüğünü varsayalım. Bu durumda opsiyonu alan taraf sözleşmeyi işleme koymayacak ve opsiyon yazıcısı, hisse başına 2 TL, 100 adet hisse senedi için 200 TL kadar kâr elde edecektir.

2-Satım Opsiyonu

Satım opsiyonları, alım opsiyonlarının tersine çalışır. Satım opsiyonu, opsiyon sözleşmesini alan tarafa, üzerine yazıldığı varlığın belirli bir miktarını, belirli bir tarihte ya da o tarihe kadar, belli bir fiyattan satma hakkı veren opsiyon sözleşmesidir. Satım opsiyonu alıcısı gelecekte dayanak varlığın fiyatında düşüş olacağı beklentisindedir. Vade tarihine kadar ya da vade tarihi sonunda opsiyonun yazıldığı varlığın fiyatında düşüş olduğu takdirde, sözleşmede belirtilen fiyattan satma hakkını kullanacaktır. Satıcı, varlığı satın almakla yükümlüdür. Ancak dayanak varlığın fiyatı artarsa, alıcı satma hakkını kullanmayacak ve ödediği prim kadar zarara katlanacaktır. Bu durumda dayanak varlığın fiyatının artmasını bekleyen satım opsiyonu satıcısı, opsiyon primi kadar kâr elde edecektir.

Örnek 2a: Satım Opsiyonu Alınması

Bir yatırımcının ABC firmasına ait 100 adet hisse senedine ilişkin Avrupa tipi satım opsiyonu aldığını düşünelim. Hisse senedinin cari fiyatı 45 TL, opsiyonun kullanım fiyatı 50 TL olsun.

Bu durumda yatırımcı, bir adet ABC hissesi için 5 TL, 100 adet için toplamda 500 TL ödeyecektir (100 adet x 5 TL). Eğer vade sonunda ilgili hisse senedinin fiyatı 50 TL'den yüksek olursa,

Örnek 2a

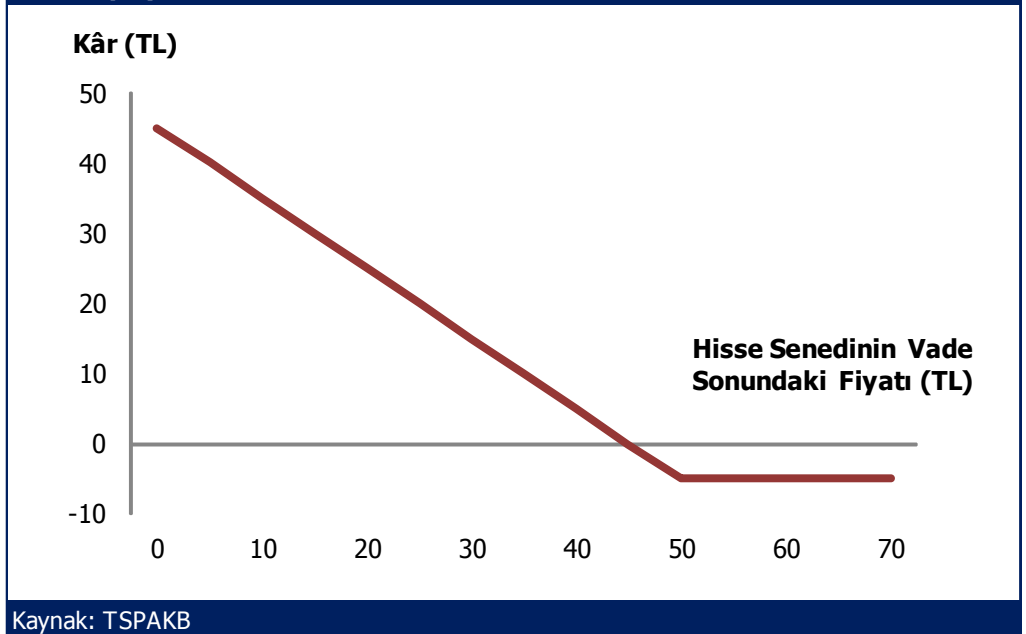
Kullanım Fiyatı	50 TL
Hisse Senedinin Cari Fiyatı	45 TL
Opsiyonun Vadesi	4 Ay
Opsiyon Fiyatı	5 TL
Kaynak: TSPAKB	

yatırımcı opsiyonu işleme koymayacaktır. Çünkü hisse senedini piyasada daha pahalıya satma imkanı vardır.

Vade sonunda ABC firmasının hisse senedi fiyatının 35 TL olduğunu düşünelim. Bu durumda yatırımcı opsiyonu işleme koyacaktır. Yatırımcı sözleşme gereği opsiyonu yazan tarafa ABC firmasına ait bir hisse senedini 50 TL'den satacaktır. Böylece spot piyasadaki 35 TL'ye aldığı hisse senetlerinden, hisse başına 15 TL, toplamda 1.500 TL kâr elde edecektir. Başlangıçta ödenen 500 TL hesaba katılırsa net kazanç 1.000 TL'dir.

Başlangıçta ödenen opsiyon primi hesaba katıldığında yatırımcının bu işlemlerden kâr elde edeceği garantisi bulunmamaktadır. Örneğin, vade sonunda ABC firmasının hisse senedi fiyatının 48 TL olduğunu düşünelim. Yatırımcı opsiyonu işleme koyacak ve piyasadaki 48 TL'den aldığı hisse senetlerini opsiyonu yazan tarafa 50 TL'ye satacaktır. Bu işlem nedeniyle yatırımcının 200 TL kârı olacaktır. Ancak opsiyon primi dahil edildiğinde aslında yatırımcı 300 TL zarar edecektir.

Satım Opsiyonu Alınmasından Elde Edilen Kâr/Zarar



Dayanak varlığın fiyatı düştükçe satım opsiyonu alıcısının elde edeceği kâr artacaktır. Ancak dayanak varlık fiyatı teorik olarak asla 0 TL'nin altına inemeyecektir. Dolayısıyla burada "sınırsız" değil "yüksek" kâr potansiyeli bulunmaktadır. Örneğimize dönersek, hisse başına 5 TL ödeyerek kullanım fiyatı 50 TL olan bir satım opsiyonu alan yatırımcının elde edebileceği maksimum kâr dayanak varlık fiyatının 0 TL olduğu noktadır. Burada yatırımcı hisse başına 50 TL kar elde edecektir. Başlangıçta ödenen opsiyon primi de hesaba katıldığında maksimum kâr tutarı 45 TL'dir (50 TL - 5 TL). Diğer taraftan, yatırımcının zararı ise ödediği prim ile sınırlıdır.

Örnek 2b: Satım Opsiyonu Satılması

Aynı örnekte satım opsiyonun satıcısı eğer tahmininde yanılırsa, yani ABC hisse senedinin fiyatı düşerse, yüksek zarar söz konusudur. Hisse fiyatının 0 TL'nin altına inmesi pratikte mümkün olmadığı için satım opsiyonu alıcısının maksimum kârı, kullanım fiyatından opsiyon primi düşüldükten sonra ulaşılan tutar kadardır. Bu durumda opsiyon yazan tarafın da maksimum zararı bu tutara eşit olacaktır. Örneğimizde, satım opsiyonu satıcısının maksimum zararı 45 TL (5 TL - 50 TL) olacaktır. Eğer, satıcının beklentisine

Opsiyon Sözleşmelerinde Tarafların Beklenti ve Olası Kâr/Zararları			
Pozisyon Sahibi	Beklenti	Gerçekleşirse	Gerçekleşmezse
Alım Opsiyonu Alıcısı	Yükseliş	Kâr sınırsızdır	Zarar sınırlı
Alım Opsiyonu Satıcısı	Düşüş	Kâr sınırlı	Zarar sınırsız
Satım Opsiyonu Alıcısı	Düşüş	Kâr yüksek	Zarar sınırlı
Satım Opsiyonu Satıcısı	Yükseliş	Kâr sınırlı	Zarar yüksek

Kaynak: TSPAKB

paralel olarak ilgili hisse senedinin fiyatı yükselirse kâr, opsiyon primi ile sınırlıdır.

Örneklerden de görüleceği üzere, en düşük zarar riskine karşılık en yüksek kâr imkanı, alım opsiyonu alıcılarındadır. Bu doğrultuda, yatırımcılar da çoğunlukla alım opsiyonu satın almayı tercih etmektedirler. Opsiyonu yazan taraf, bir yükümlülük altına girmekle birlikte yüksek zarar riski ile karşı karşıyadır. Opsiyon sözleşmelerinde tarafların beklenti ve olası kâr-zararı aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

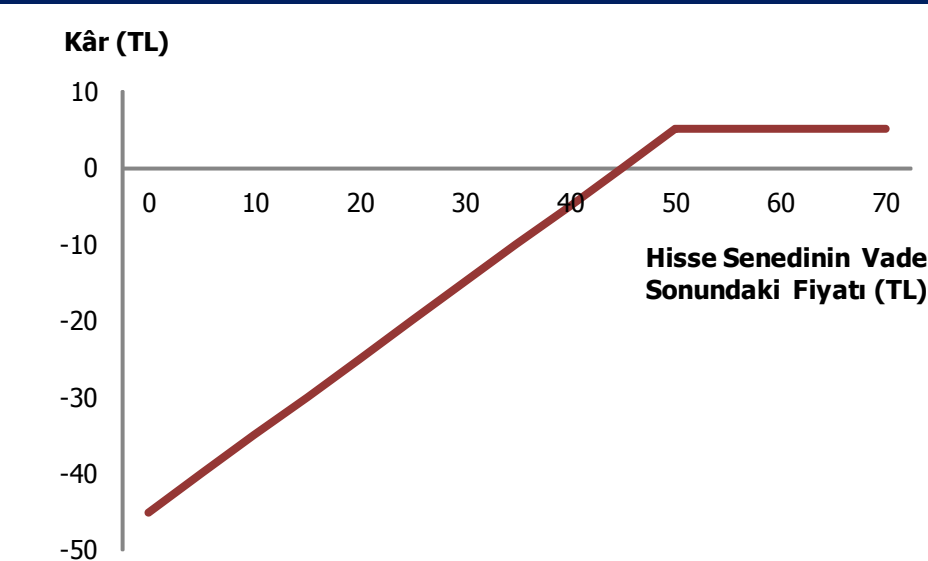
B. Dayanak Varlığına Göre Opsiyon Türleri

Örneklerde değinilen hisse senedi opsiyonlarının dışında, yabancı para opsiyonları, borsa endeks opsiyonları ve faiz oranı opsiyonları, hatta ihtiyaca göre şekillendirilen egzotik opsiyon türleri de mevcuttur. Dünya Borsalar Federasyonu'nun (World Federation of Exchanges/WFE) sınıflandırmasına göre, bu opsiyon türleri açıklanmıştır.

1- Hisse Senedi Opsiyonları

Hisse senedi opsiyonlarında, opsiyon sözleşmesine konu olan varlık hisse senedir. Örneğin, XYZ firmasına ait hisse senedi ile ilgilenen bir yatırımcı 1 ay sonra bu hisse senedinin fiyatının yükseleceğini beklemektedir. Bu durumda, bugünden XYZ firmasının hisse senedi üzerine ya-

Satım Opsiyonu Satılmasından Elde Edilen Kâr/Zarar



Kaynak: TSPAKB

zılan alım opsiyonunu satın alır. Böylece 1 ay sonrası için, spot piyasaya göre riski büyük ölçüde azaltarak kâr elde etme olanağına sahip olur. Gerçekten hisse senedi yatırımcısının beklediği gibi hisse senedinin fiyatı 1 ay sonunda yükselirse, aldığı opsiyon sayesinde bu hisse senedini cari fiyatına göre daha ucuza satın alacaktır. Böylece spot piyasada hisseyi yüksek fiyattan satarak kâr elde edebilecektir.

Hisse senedi fiyatı gerilediği takdirde, alım opsiyonu alan bir yatırımcının kaybedeceği en fazla tutar, ödediği opsiyon primidir. Diğer taraftan, belirli bir miktarda hisse senedini satın almak isteyen, ancak zarar etme çekincesi olan bir yatırımcı, hisse senediyle birlikte ters yönde bir opsiyon sözleşmesi satın alarak yüklediği riski azaltabilir.

2- Borsa Endeks Opsiyonları

Endeks opsiyonları, borsadaki genel fiyat hareketlerinden korunmayı ya da yararlanmayı sağlayan bir opsiyon türüdür. Temelde hisse senedi opsiyonlarına benzetmekle birlikte bazı farklılıklar söz konusudur. Endeks opsiyonları, tek bir hisse senedini değil, endekse dahil olan hisse senetlerinden oluşan bir portföyü temsil etmektedir. Endeks fiziki olarak teslim edilebilen bir vaklık olmadığından işlem, opsiyonun değerine eşit bir paranın nakit olarak transfer edilmesi (nakdi uzlaşma) yolu ile tamamlanır.

3- Borsa Yatırım Fonu Opsiyonları

Borsa yatırım fonu opsiyonlarında opsiyon sözleşmesine konu olan varlık, borsalarda işlem gören yatırım fonlarıdır. Borsa Yatırım Fonları (BYF) bir endeksi baz alan ve bu endeksin performansını yatırımcılara yansıtmayı amaçlayan yatırım fonlarıdır. Fonun içerisindeki hisse senetleri, baz alınan endeksin içeriğinin birebir kopya edilmesi ile oluşturulur. Bu açıdan bakıldığında, BYF opsiyonu, borsa endeks opsiyonu ile benzerlik göstermektedir. Ancak, endeks opsiyonlarının aksine BYF opsiyonları, fona ait bir payı temsil etmektedir. Bu sebeple işlem, nakdi uzlaşma ile değil, BYF payının teslimi ile sonlandırılır.

4- Yabancı Para Opsiyonları

Yabancı para opsiyonlarında sözleşmeye konu kıymet yabancı para birimidir. Bu tipteki opsiyonlar fi-

nansal risk yönetiminde en fazla kullanılan araçların başında gelmektedir. Özellikle bankalar, ithalat ve ihracatçı firmalar, korunma amaçlı olarak bu araca başvurmaktadır. Yabancı para opsiyon sözleşmeleri olumsuz kur dalgalanmalarından meydana gelebilecek riski sınırlandırmaktadır. Örnek olarak, 3 ay sonra dolar cinsinden ihracat geliri elde etmeyi bekleyen bir ihracatçı, doların değer kaybetmesinden kaynaklanacak riski minimize etmek için döviz satım opsiyonu alacaktır. Firmanın beklediği gibi dolar değer kaybederse, firma satım opsiyonunu kullanacaktır. Böylece yaptığı ihracat sonucu eline geçen doları, anlaştığı yüksek kurdan opsiyonu yazan tarafa satacaktır. Ters durumda ise, yani dolar değer kazanırsa, firma ödediği prim kadar zarar edecektir.

5- Faiz Opsiyonları

Faiz opsiyonları, faiz taşıyan menkul değerleri dayanak almaktadır. Bu opsiyonlar, sahibine herhangi bir tarihten itibaren belli bir süre içinde belirli bir faiz üzerinden borçlanma ya da borç verme hakkını vermektedir. Faiz dalgalanmalarından kaynaklanan risklerden korunmaya, veya bu dalgalanmalardan kâr elde etmeye yarayan araçlardır. Faiz opsiyonları devlet tahvili ve hazine bonusu üzerine yazılabileceği gibi, bu araçlara dayalı vadeli işlem sözleşmelerine ilişkin de olabilmektedir. Dünya borsalarında en yaygın olarak alım-satımı yapılan faiz opsiyonları devlet tahvili, hazine bonusu ve Eurodolar (ABD dışında tutulan dolar mevduatları) vadeli işlem sözleşmelerine dayalı opsiyonlardır.

Faiz oranlarından korunmak amacıyla yapılan bir opsiyon sözleşmesine örnek verelim. Bir yatırımcının cari piyasa faizi %10 iken, değişken faizle 200.000 TL'lik uzun vadeli bir borç aldığını varsayalım. Bu yatırımcı uzun vadeli faiz oranlarının yükseleceğinden ve borç maliyetinin artacağından endişe duymaktadır. Uzun vadeli faiz oranlarının artması, tahvil fiyatlarının düşeceği anlamına gelir. Riskini azaltmak isteyen bu yatırımcı, tahvil üzerine yazılmış bir satım opsiyonu satın alacaktır. Beklentisi gerçekleştiğinde, yani faiz oranları artıp tahvil fiyatları düştüğünde, satım opsiyonunu kullanacaktır. Böylece cari piyasadaki daha ucuza aldığı tahvilleri opsiyonu yazan tarafa daha yüksek fiyattan satmış olacaktır. Bunun sonucunda, faiz artışından kaynaklı riskini azaltmış olacaktır.

6- Emtia Opsiyonları

Emtia opsiyonlarında opsiyonun konusu değerli madenler, metal, petrol, pamuk, buğday, kakao, pirinç gibi varlıklardır. Altın, petrol, bakır ve kömür en popüler emtia opsiyonları arasındadır. Emtialar piyasada sürekli arz ve talep gören ham ya da ana maddelerdir. Bu durum emtiaların alınıp satılmasını kolaylaştırmakta ve emtia opsiyonlarını çekici hale getirmektedir.

Bir örnekte, kömür fiyatlarının uzun süredir yükselişte olduğunu fark eden bir yatırımcı, kısa vadede fiyatların düşüşe geçeceğini beklemektedir. Bu yatırımcı, bugünden kömür üzerine yazılı bir satım opsiyonu satın alır. Beklendiği gibi kömür fiyatları bir süre sonra düşerse yatırımcı satım hakkını kullanarak ve cari piyasa fiyatının üzerindeki bir fiyattan opsiyonu yazan tarafa satacaktır.

7- Egzotik Opsiyonlar

Egzotik opsiyonlar, "basit opsiyonlar (plain vanilla options)" olarak nitelendirilen opsiyonlara göre daha karmaşık bir yapıya sahiptir. Bu opsiyonların risklerinin yönetilmesi de vanilla opsiyonlara göre hayli zordur. Egzotik opsiyonlar, yatırımcıların ihtiyacına göre düzenlenmiş opsiyonlardır. Ek fonksiyon ve özelliklere sahiptir ve standart sözleşmeleri bulunmamaktadır. Bir terim olarak "egzotik opsiyonlar" ilk defa finansal ekonomist Mark Rubinstein'in 1992 yılında yayınlanan çalışmasında kullanılmıştır.

Egzotik opsiyonlar, genellikle tezgahüstü piyasalar-



da büyük piyasa yapımcılar tarafından yaratılmış, özelleştirilmiş enstrümanlar olarak işlem görmektedirler. Bununla birlikte günümüzde, organize opsiyon borsalarında da bazı örnekleri bulunmaktadır. ABD'deki Chicago Board Options Exchange (CBOE) organize piyasalarda işlem gören egzotik opsiyonlar konusunda öncü borsadır.

Standart bir sözleşmesinin bulunmaması sebebiyle egzotik opsiyonların çeşitlendirilmesinde hiçbir sınır bulunmamaktadır. Nitekim, günümüzde alım-satımı yapılan egzotik opsiyonlara baktığımızda çok farklı yapılarda sözleşmeler görülmektedir. Bu örneklerden bir kaçına yer verilecektir.

• Tercihli Opsiyonlar (Chooser/As you like it Options)

Tercihli opsiyonlar, yatırımcıya belirli bir süre içinde alacağı opsiyonun alım ya da satım opsiyonu olacağına karar verme imkanı tanır. Dolayısıyla bu opsiyonlarda iki vade bulunur. İlk vade yatırımcının opsiyonun alım ya da satım opsiyonu olacağına karar vermesi gereken süredir (t_1). İkinci vade ise, opsiyonun işleme konulabileceği son günü belirtmektedir (t_2). Örneğin, vadesi iki yıl olan bir tercihli opsiyonda, yatırımcıya opsiyonun alım ya da satım opsiyonu olmasına karar vermesi için iki ay gibi bir süre tanınabilmektedir. Bu opsiyonlar, yatırımcıya iki kez seçim şansı tanıdığı için primleri diğer opsiyonlara göre daha yüksektir.

Tercih yapılacak alım ve satım opsiyonunun kullanım fiyatı aynı olabileceği gibi farklı olarak da belirlenebilir. Alım ve satım opsiyonunun kullanım fiyatlarının aynı olduğu tercihli opsiyonlara "Basit Tercihli Opsiyonlar (Simple Chooser Options)" farklı olduğu opsiyonlara ise "Karmaşık Tercihli Opsiyonlar (Complex Chooser Options)" denilmektedir.

• Engelli Opsiyonlar (Barrier Options)

Engelli opsiyonlar, opsiyondan elde edilecek kazancın opsiyona konu varlığın fiyatının belirli bir seviyeye ulaşip ulaşmamasına bağlı olan opsiyonlardır. Engelli opsiyonların iki türü vardır. Bunlardan ilki ilgili dayanak varlığın önceden belirlenen bir fiyat seviyesini görmesi veya aşması durumunda geçerlilik kazanan opsiyonlardır (knock in option). Diğeri ise,

dayanak varlığın önceden belirlenen bir fiyat seviyesini görmesi veya aşması durumunda geçerliliğini yitiren opsiyonlardır (knock out).

Örnek olarak, spot fiyatı 50 TL olan XYZ firmasına ait hisse senedi fiyatının 1 yıl içinde yükselmesini bekleyen bir yatırımcı düşünelim. Bu yatırımcı aynı zamanda XYZ hisse senedi fiyatının 60 TL üzerine çıkmayacağını da düşünmektedir. Bu durumda yatırımcı basit bir alım opsiyonu yerine engeli/sınırı 60 TL olan bir engelli alım opsiyon satın almayı tercih edecektir. Çünkü, kârda bir sınır bulundurması nedeniyle bu tip opsiyonların primleri nispeten düşüktür. Yatırımcı hisse senedi fiyatı arttığında opsiyonu işleme koyabilecektir. Ancak fiyat 60 TL'nin üzerine çıktığında opsiyon iptal olacaktır. Buradan da anlaşılacağı gibi, bu tip opsiyonlar genellikle volatilite-nin düşük olacağını bekleyen yatırımcılar tarafından alınmaktadır.

Engelli opsiyonlarda birden çok fiyat sınırı belirlenebileceği gibi opsiyona zaman engeli de konulabilmektedir. Zaman engeli bulunan opsiyonlara, önceden belirlenen bir tarihe kadar dayanak varlık fiyatının sözleşmede belirtilen fiyatı aşmadığı takdirde, sözleşmenin iptal edildiği opsiyonlar örnek olarak verilebilir.

- **Bileşik Opsiyonlar (Compound Options on Options)**

Bileşik opsiyonlar, dayanak varlığı da bir opsiyon olan, yani bir opsiyon üzerine yazılan opsiyonlardır. Alış opsiyonuna dayalı bir bileşik opsiyona, başka bir opsiyonu satın alma hakkı verir. Aynı şekilde satış opsiyonuna dayalı bir bileşik opsiyon ise bir diğer satış opsiyonunu satma hakkı vermektedir.

Bu opsiyonlar işleme konulduklarında, biri bileşik opsiyona diğeri ise dayalı olduğu opsiyona ait olan iki kullanım fiyatı ve iki opsiyon primi içermektedir. Bileşik opsiyonlar, standart opsiyonlara kıyasla yüksek bir kaldıraç sunarlar.

- **Asya/Ortalama Fiyat Opsiyonları (Asian Options)**

Asya tipi opsiyonlar, vade sonunda dayanak varlığın vade süresince gördüğü fiyatların ortalaması üzerin-

den ödeme yapan opsiyon türüdür. Kazanç, opsiyon süresinin tamamında ya da bir bölümünde oluşan dayanak varlık fiyatlarının aritmetik ortalamasına göre hesaplanır. Asya tipi opsiyonlarda ortalama fiyat kullanıldığı için volatilite düşüktür ve bu opsiyonların primleri de çok yüksek olmamaktadır.

- **Gökkuşağı Opsiyonları (Rainbow Options)**

Gökkuşağı opsiyonları, iki veya daha fazla varlığın oluşturduğu bir sepete dayalıdır. Sepetteki varlıkların çeşidi gökkuşağındaki farklı renkleri anımsattığı için bu ismi almıştır. Gökkuşağı opsiyonlarının, vade sonunda yapılacak ödeme koşullarına göre birçok çeşidi bulunmaktadır. Bir türü, ödemenin, sepetteki dayanak varlıkların performansının ağırlıklı ortalamasına göre yapıldığı opsiyonlardır.

Örnek olarak, performans ağırlıkları %50, %30 ve %20 olarak belirlenmiş ve dayanak varlık sepeti hisse senedi, borsa endeksi ve yabancı paradan oluşan bir gökkuşağı opsiyonu düşünelim. Bu opsiyona göre vade sonunda opsiyonu alan tarafa, sepet içinde en iyi performansı gösteren varlığa ait kazancın %50'si, ikincisinin %30'u ve üçüncüsünün %20'si ödenecektir.

8- Vadeli İşlem Sözleşmeleri Üzerine Yazılan Opsiyonlar

Opsiyonları dayanak varlıklarına göre sınıflandırdıktan sonra, vadeli işlem sözleşmeleri üzerine yazılan opsiyonlara da değinmek gerekir. Vadeli işlem söz-





leşmeleri, opsiyonlara benzer şekilde yabancı para, endeks, hisse senedi, faiz ve emtia gibi dayanak varlıklar üzerine yazılmaktadır. Bu sebeple, opsiyonların sınıflandırmasında dayanak varlık olarak, ilgili vadeli işlem sözleşmesinin dayanak varlığı dikkate alınmaktadır.

Bu tip opsiyonlarda, alım opsiyonu kullanıldığında vadeli işlem sözleşmesi satın alınmakta, satım opsiyonu kullanıldığında ise vadeli işlem sözleşmesi satılmaktadır. Organize opsiyon piyasalarında vadeli işlem sözleşmeleri üzerine yazılmış opsiyonlara sıklıkla rastlanmaktadır. Pratikte, bu gibi örneklerin daha çok faiz, yabancı para ve emtia üzerine yazıldığı görülmektedir.

Örnek olarak, bir yatırımcının emtia vadeli işlem sözleşmesi üzerine yazılı bir alım opsiyonu satın aldığını düşünelim. Opsiyonun kullanım fiyatı 200 dolar iken bir süre sonra vadeli işlem sözleşmesinin fiyatı 250 dolara yükselmiştir. Bu durumda, alım opsiyonu alıcısı opsiyonu işleme koyar ve vadeli işlem sözleşmesinde uzun pozisyon sahibi olur. Opsiyonun kullanım fiyatı 200 dolar olduğu için, opsiyonu yazan taraf uzun pozisyon sahibinin teminat hesabına 50 dolarlık kârı aktarır. Opsiyonu yazan taraf ise 250 dolar sözleşme fiyatı ile vadeli işlem piyasasında kısa pozisyona geçmiş olacaktır. Kısaca, vadeli işlem sözleşmesi üzerine yazılı bir alım opsiyonu alan yatırımcı opsiyonu işleme koyduğunda, alım opsiyonu satıcısını vadeli işlem sözleşmesinde kısa pozisyonda olmaya ve vadeli işlem fiyatı ile kullanım fiyatı arasındaki farkı nakit olarak ödemeye zorlama hakkına sahiptir.

GENEL DEĞERLENDİRME

Dünyada türev piyasalarına sahip ülkelerin sermaye piyasaları incelendiğinde, bir çok ülkede önce tahvil piyasası, sonra hisse senedi piyasası ve daha sonra vadeli işlem ve opsiyon piyasalarının kurulduğu görülmektedir. Nitekim, bu piyasalar karmaşık yapıları sebebiyle hem teknik hem yasal açıdan güçlü bir alt-yapı gerektirmektedir. Burada sermaye piyasalarının gelişmişliği önemli bir faktördür.

Vadeli işlem ve opsiyon borsalarının en önemli fonksiyonu, etkin risk yönetimi ve geleceğe yönelik fiyat oluşumu sağlamasıdır. Bu borsalarda işlem gören sözleşmeler, gerek yatırım gerekse korunma amaçlı olarak geniş bir katılımcı kitlesi tarafından kullanılmaktadır. Bu haliyle, işlem hacimleri finansal piyasalarda olumsuz gelişmeler yaşandığı dönemlerde de artmaya devam etmiştir. Çünkü bu sözleşmeler, geleceğin belirsiz olduğu finansal piyasalarda yatırımcıların gelecekteki nakit akışını bugünden belirleyebilen araçlardır. Ancak kullanımı ayrı bir uzmanlık gerektiren bu sözleşmelerin yanlış kullanımına bağlı olarak büyük kayıplar da yaşanabilmektedir. Bu araçlar riskleri önleme avantajı sağlarken, kriz dönemlerinde de krizin etkisini arttırıcı etki yaratabilmektedir.

Türkiye’de türev ürün piyasalarının düzenlenmesine yönelik çeşitli çalışmalar 1990’ların ilk yarısından itibaren yapılmaya başlanmıştır. 1994 yılında İMKB bünyesinde Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü oluşturulmuş ve 2001 yılında İMKB’de ABD doları üzerine vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmeye başlamıştır. Nihai olarak, Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası (VOB) 2002 yılında kurulmuş, 2005 yılında faaliyete geçmiştir. Türkiye’de opsiyonların organize bir borsa çatısı altında işlem görmeye başlaması ile birlikte Türkiye ekonomisi yepyeni bir yatırım ve risk yönetim aracına sahip olacaktır.

KAYNAKÇA

Türev Piyasalar, Prof. Dr. Nurgül Chambers, Ekim 2009

Yatırımcı Rehberi, Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası, Ocak 2007

Exotic Options, Mark Rubinstein, University of California at Berkeley, 1992

Exotic Options Trading, Frans de Weert, 2008

Rainbow Options, Eric Benhamou, Swaps Strategy, London, FICC, Goldman Sachs International

Hisse Senedi Opsiyonları ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Uygulanabilirliği, Dr. Mustafa Kemal Yılmaz, 1998, İMKB

Menkul Kıymetler Piyasasında Vadeli İşlemler ve Opsiyonlar Kullanılarak Oluşturulan Bazı Temel Stratejiler, Mustafa Kemal Yılmaz, 1995, İMKB

Finansal Vadeli İşlemler Piyasalarına Giriş, Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü, İMKB, Kasım 2002

Opsiyonlar ve Döviz Opsiyonlarının Merkez Bankalarında Döviz Kuruna Müdahale Aracı Olarak Kullanımı, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Serkan Tekbacak, Nisan 2010, TCMB

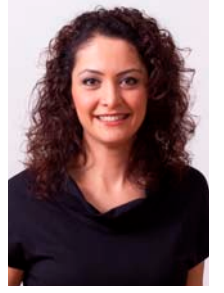
Finansal Yönetim Lisanslama Eğitim Kılavuzu, TSPAKB

Türev Araçlar Lisanslama Eğitim Kılavuzu, TSPAKB

İMKB, Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzları,
www.imkb.gov.tr/Training/TrainingSets.aspx

Vobjektif, Nisan 2012, VOB

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Terimler Sözlüğü, www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/sozluk.htm



GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE TÜREV PİYASALARI

Uluslararası Menkul Kıymet Birlikleri Konseyi (International Council of Securities Associations-ICSA), aracı kuruluş birliklerini temsil eden bir oluşumdur. 1988 yılında kurulan Konseyin amacı üye birlikler arasında işbirliği sağlayarak, sermaye piyasasının gelişimine katkıda bulunmaktır. Mevcut durumda, ABD, Almanya, Avustralya, Danimarka, Fransa, Güney Kore, Tayland gibi ülkelerden 17 aracı kuruluş birliği ICSA'ya üyedir. Birliğimiz, 2006 yılından bu yana Konseyin üyeleri arasında yer almaktadır. ICSA, faaliyetlerini üyelerin oluşturduğu çalışma grupları aracılığıyla yürütmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin global sermaye piyasalarındaki etkinliğini artırmak ve bu ülkelerdeki aracı kuruluş birlikleri arasındaki bilgi alışverişini sağlamak amacıyla 2011 yılında ICSA bünyesinde, Gelişmekte Olan Piyasalar Komitesi oluşturulmuştur. Mayıs 2012'de Komiteye başkanlık eden Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) tarafından "Gelişmekte Olan Ülkelerde Türev Piyasaları" başlıklı bir rapor hazırlanmıştır. ICSA tarafından yayınlanan rapor kapsamında, Türkiye'nin yanı sıra Brezilya, Bulgaristan, Güney Kore, Meksika ve Tayland'daki türev piyasaları incelenmiştir.

Bu ayki çalışmamızda da ICSA raporunda yer alan ve Brezilya, Güney Kore, Meksika ve Tayland'daki aracı kuruluş birliklerinin verdiği bilgiler doğrultusunda ilgili ülkelerdeki türev piyasalarının düzenlemeleri, işleyişi ve verileri ele alınmıştır. Bulgaristan türev piyasası henüz çok yeni ve işlemler sınırlı olduğu için çalışmada bu ülkeye yer verilmemiştir. Ayrıca, raporda türev piyasaların gelişimine yönelik verilen politika önerileri de özetlenmiştir.

I. BREZİLYA

Brezilya sermaye piyasası, Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (Securities and Exchange Commission-CVM) tarafından düzenlenmekte ve

denetlenmektedir. Diğer sermaye piyasası araçları gibi türev araçlara ilişkin düzenlemeler CVM tarafından yürütülmektedir. Brezilya Merkez Bankasının da tezgahüstü türev işlemlerine yönelik düzenlemeleri mevcuttur.

Brezilya'nın tek menkul kıymet ve türev borsası olan BM&FBOVESPA'da endeks, faiz oranı, döviz kuru ve emtiaya dayalı vadeli işlem sözleşmeleri bulunmaktadır. Tezgahüstü piyasalarda ise opsiyon, forward ve swaplar işlem görmektedir. Mevcut durumda türev işlemlerinin önemli bir kısmı borsada gerçekleşmektedir. Finansal kuruluşlar ile kurumsal yatırımcılar toplam işlemlerin önemli bir kısmını yaratmaktadır.

A. Düzenleyici Çerçeve

Türev Ürünler

Brezilya'da organize piyasalarda işlem gören türev ürünlere ilişkin düzenlemeler 2001 yılında getiril-





miştir. Düzenlemeye göre “organize piyasalar” piyasaya giriş kistaslarının yanında kamuyu aydınlatma gibi kriterlerin olduğu borsa ve diğer piyasaları ifade etmektedir. Mevcut durumda, BM&FBOVESPA ve Takas ve Saklama Odası (Câmara de Custódia e Liquidação-CETIP) organize piyasa olarak tanımlanmıştır. Bu piyasalarda işlem gören türev ürünlere, fiyatı ölçülebilir herhangi bir dayanak varlık konu olabilmektedir. Yurtdışında işlem gören finansal enstrümanlar da türev ürünlere dayanak olabilmektedir.

Bunun yanında, Brezilya Merkez Bankası finansal kurumların tezgahüstü piyasada portföyleri ve müşterileri adına taraf olduğu türev işlemlere yönelik düzenlemeler yapmaktadır. Bu kurumlar swap, opsiyon ve forward işlemlerine dayanak varlık olarak enflasyon, hisse senedi endeksi, faiz ve döviz kuru alabilmektedir.

Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri

2008 yılından itibaren türev sözleşmesi bulunan bütün kurumların bu işlemlerini finansal tablolarında göstermeleri gerekmektedir. Sözleşmelerin özellikleri ve riske maruz değerlerin de belirtilmesi gerekir. Finansal kuruluşlar ile yatırım fonlarının, finansal raporlarında türev pozisyonlarını özel olarak açıklaması istenmektedir. Finansal kuruluşlarca organize piyasalar (CETIP ve BM&FBOVESPA) dışında yapılan işlemlerin ise Merkez Bankasına bildirilmesi gerekmektedir.

CETIP ve BM&FBOVESPA türev işlemlerine ilişkin fiyat ve hacim bilgilerini yayınlamaktadır.

Brezilya Finans ve Sermaye Piyasaları Birliği (ANBI-MA) aracı kuruluşların tezgahüstü piyasalarda yaptıkları işlemlere ilişkin “uygunluk” kuralları hazırlamaktadır. Birlik ayrıca bu kurallara uyumu da gözetmektedir. Uygunluk (suitability) kavramı, finans kuruluşunun bir yatırımcıya finansal hizmetlerle ilgili tavsiye verirken, o yatırımın ilgili yatırımcıya uygun

olup olmadığını değerlendirmesi olup, bu konuyla ilgili daha detaylı bilgiye Sermaye Piyasasında Gündem’in Ağustos 2011 tarihli sayısından ulaşabilirsiniz.

B. Türev Piyasası İşleyişi

Türev Ürünler

Daha önce de değinildiği gibi türev ürünler, belirli kuralların olduğu organize piyasalar (BM&FBOVESPA-borsa ve CETIP) ile tezgahüstü piyasalarda işlem görmektedir.

BM&FBOVESPA’da işlem gören türev ürünler aşağıdaki gibidir.

- Finansal kontratlar: hisse senedi endeksi, döviz kuru, altın, faiz oranına (bankalararası, Hazine tahvilleri, Brezilya kredi riski takas sözleşmeleri (CDS), ABD Hazine tahvilleri) dayalı vadeli işlem sözleşmeleri ve bu sözleşmelere dayalı opsiyonlar
- Emtia: Kahve, mısır, etanol, canlı hayvan, soya fasulyesine dayalı vadeli işlem sözleşmeleri ve bu sözleşmelere dayalı opsiyonlar
- Mini Kontratlar: Kahve, canlı hayvan, ABD doları ve Ibovespa’ya (borsa endeksi) dayalı kontratlar (mini kontratların sözleşme büyüklüğü ve fiyatları daha düşüktür)
- Esnek opsiyonlar (hisse senedi endeksi, metal, soya fasulyesi, faiz oranı ve ABD dolarına dayalı), forward sözleşmeleri (metal ve döviz kuruna dayalı) ve swaplar borsa bünyesinde yer alan tezgahüstü pazarda işlem görmektedir. Esnek opsiyonların özelliği, uzlaşma fiyatının mutlak olmayıp, bir aralık olarak belirlenebilmesidir.
- Fark kontratları (ör: TÜFE-bankalar arası faiz oranı fark kontratları) işlem görmektedir.
- Ayrıca, iki farklı sözleşmede aynı anda pozisyon alma stratejisi geliştiren ürünler de vardır. Buna göre örneğin, Ocak ayı hisse senedi endeksine dayalı kontratta alım, Şubat ayı hisse senedi endeksine dayalı kontratta satım yapmaktadır. Dolayısıyla bu sözleşmelerde açık pozisyon sayısı hep 0’dır.

Takas ve Saklama Odasında (CETIP) işlem gören tü-

Türev Piyasası - BM&FBovespa (mn. ABD\$)

Yıl	Endeks	Faiz	Borsa			Tezgaüstü Pazar				Genel	
			Döviz	Diğer ²	Toplam(I)	Swap	Opsiyon	Diğer	Toplam(II)	Toplam ^{1 3}	
2008	2,308	742,904	123,222	1,021	869,456	42,047	7,975	-	50,022	919,478	
2009	5,917	2,240,424	126,695	1,388	2,374,425	49,597	26,688	-	76,286	2,450,711	
2010	9,901	4,739,397	130,233	2,614	4,882,145	65,863	27,073	0.001	92,937	4,975,082	
2011	18,693	2,978,622	94,297	3,366	3,094,977	67,453	5,517	0.1	73,070	3,168,047	

Kaynak: BM&FBovespa

¹ (I) + (II)

² Altın, Tarımsal Ürün

³ Mini kontratlar hariç

rev ürünler ise şöyledir:

- Esnek opsiyonlar (Hisse senedi, emtia, döviz kuruna dayalı),
- Döviz forward sözleşmeleri ve
- Swaplar

Varantlar düzenlemede tanımlanmış olup, hisse senedi piyasasında işlem görse de hacim sınırlıdır.

Türev Ürün İhraç Eden Kurumlar

Organize piyasada (BM&FBOVESPA ile CETIP) yeni bir türev ürün ihraç etmeden önce Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonunun onayına sunulması gerekmektedir. Hangi dayanak varlık üzerine düzenlenmiş sözleşmelerin kote edileceğine borsa/CETIP önerisi üzerine Komisyon karar verir.

Tezgaüstü piyasada ise taraflar genellikle finansal kurumlar olup, sözleşme koşulları taraflar arasında belirlenir.

Aracı Kuruluşlar

Brezilya'da "organize piyasalarda" bankalar ile aracı kurumlar müşterileri adına ve kendi portföyleri için türev işlemi (swap, opsiyon ve vadeli işlem sözleşmeleri) gerçekleştirebilmektedir. Diğer finansal kuruluşlar ise sadece kendi portföyleri için türev işlemi yapabilmektedir. Banka ve diğer finansal kuruluşların türev işlemleri ve aldıkları pozisyonlar merkez bankası düzenlemesine tabidir.

Tüm finansal kuruluşların kredi türev işlemlerine yönelik çeşitli sınırlamalar bulunmaktadır. Buna göre, kredi riskini alan tarafın bankalar, kredi kurumları, gayrimenkul yatırım firmaları

ve finansal kiralama şirketleri olması gerekmektedir. Bir diğer ifadeyle finansal kuruluşlar kredi türevi işlemlerini yine bir finansal kuruluşla yapabilmektedir.

Likit bir türev piyasasına sahip olan ülkede bu piyasaya ilişkin "piyasa yapıcılığı" sistemi çok yaygın olmayıp, sadece hisse senedi opsiyonlarında görülebilmektedir.

2002 yılından itibaren Brezilya Merkez Bankası para politikası uygulamalarında kullanmak üzere faiz ve döviz swap işlemleri gerçekleştirmektedir.

İşlem Sonrası Hizmetler

BM&FBOVESPA ve CETIP'de yapılan işlemlerin muhtabakat ve takası ilgili kurumların bünyesinde yapılmaktadır. CETIP'de nakdi uzlaşma esasken, borsada fiziki takas da vardır.

BM&FBOVESPA bünyesinde yapılan işlemler için (tezgaüstü pazar hariç) borsaya teminat yatırılması gerekmektedir. Borsa bu işlemler için merkezi karşı taraf konumundadır. Tezgaüstü pazarda ise her iki taraf için teminat gerektiren işlemler için, borsa merkezi karşı taraftır. Nakit, hükümet tahvilleri, banka bonoları teminat kabul edilmekte olup, borsa düzenli aralıklarla teminat kabul edilecek ürünleri yayınlamaktadır.

Türev Piyasası - CETIP (mn. ABD\$)

Yıl	Swap	Opsiyon	Döviz Kuru	Emtia	Toplam
2007	362,108	17,624	110,258	0	489,990
2008	539,007	38,956	191,347	296	769,606
2009	234,782	11,075	132,636	437	378,930
2010	259,216	10,434	179,305	2,521	451,476
2011	389,682	10,981	246,732	2,257	649,652

Kaynak: Cetip

CETIP’de yapılan işlemler için teminat yükümlülükleri ve merkezi karşı taraf bulunmayıp, takas iki taraf arasında yapılır.

C. TÜREV PİYASASI

Borsa ve CETIP’te yapılan işlem hacimlerine bakıldığında, işlemlerin önemli bir kısmının borsada yapıldığı görülmektedir. 2011 sonu itibarıyla, borsada 3,2 trilyon \$’lık işlem yapılırken, CETIP’deki toplam işlem hacmi 650 milyon \$’dır. Borsada faiz oranına dayalı kontratlar en fazla işlem gören kontratlar iken, swaplar CETIP’te en fazla işlem gören üründür.

Finansal kuruluşlar ile kurumsal yatırımcılar toplam işlemlerin önemli bir kısmını yaratmaktadır. Emeklilik fonları borsada türev işlemi yapamamaktadır.

II. GÜNEY KORE

Güney Kore’de türev piyasası Finansal Hizmetler Komisyonu (Financial Services Commission-FSC), Finansal Denetim Hizmetleri (Financial Supervisory Services-FSS) ve Kore Finansal Yatırım Birliği (Korea Financial Investment Association-KOFIA) tarafından düzenlenmektedir. Türkiye’deki Sermaye Piyasası Kuruluna benzer şekilde Kore’de Finansal Denetim Hizmetleri (FSC) finans piyasalarına yönelik düzenleme ve denetleme görevini üstlenmiştir. 2008 yılında kurulan ve maliye bakanı ile merkez bankası başkanı dahil 9 üyeden oluşan Finansal Hizmetler Komisyonu (FSS) ise finans piyasalarında politika belirleyici en üst organdır.

Kore’de türev ürünler Kore Borsasında ve tezgahüstü piyasalarda işlem görmektedir. Borsa işlemleri, tezgahüstü işlemlerinin üzerinde olup, işlem hacmi incelenen borsalar arasında en fazla Kore’dedir. Nispeten daha fazla düzenlemeye ve gözetime tabi Kore tezgahüstü türev piyasasında Kore Finansal Yatırım Birliği (KOFIA) etkin rol oynamaktadır.

A. Düzenleyici Çerçeve

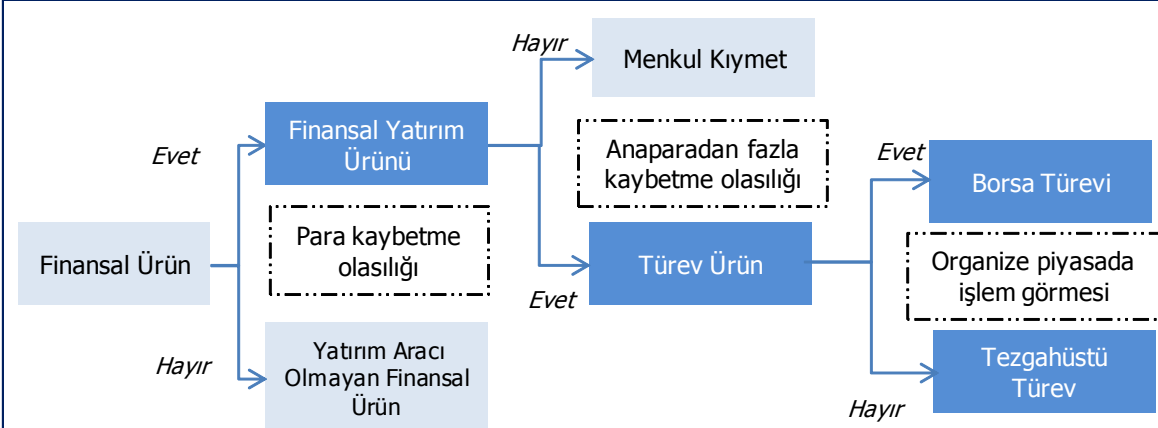
Türev Ürünler

Kore’de finansal ürünler, anaparanın kaybedilip kaybedilmeme olasılığına göre sınıflandırılmaktadır. Para kaybetme olasılığı bulunan ürünler finansal yatırım ürünleri olarak tanımlanırken, kaybetme olasılığı yatırılan paranın da üzerindeyse bu ürünler türev ürün olarak belirlenmiştir. Türev ürünler organize bir piyasada işlem görüyorsa borsa türevleri değilse tezgahüstü türev olarak tanımlanmaktadır.

Borsa türevleri, Kore Borsası veya yabancı borsada işlem gören vadeli işlem ile opsiyon sözleşmelerini ifade etmektedir. Ayrıca, Londra Metal Borsası, Londra Külçe Piyasası Birliği gibi belirli standartları olan tezgahüstü piyasalardaki ürünler de “borsa türevi” olarak tanımlanmaktadır. ABD Ulusal Vadeli İşlemler Birliği, Japon Emtia Borsası Kanunu ve Intercontinental Borsası düzenlemelerine göre tezgahüstünde işlem gören ürünler de borsa türevi olarak tanımlanmıştır.

Kore düzenlemelerinde “türevle ilişkili menkul kıymetler” (derivative-linked securities) tanımı da yapılmıştır. Türevle ilişkili menkul kıymetler, sözleşme hükmünce, nakit akışları belirli bir faiz oranı, finansal araç fiyatı ya da diğer dayanak varlığa

Kore Finansal Ürün Tanımlanması



Kaynak: KOFIA



ilişkin göstergelere göre değişebilen ürünlerdir. Bu ürünler türev ürün (opsiyon vb.) ile diğer ürünlerin (tahvil, mevduat vb.) birleşmesinden oluşan karma ürünlerdir.

Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri

İhraççılar FSS, Kore Borsası ve KOFIA'ya üçer ay-

lık dönemler bazda piyasayı değerlendiren raporlar sunmakla yükümlüdür. Bu raporlarda finansal aksaklıklara ilişkin bilgiler, hukuk danışmanlarının ve düzenleyicilerin tavsiyeleri, ihraççıların finansal yapılarındaki değişiklikleri, borç, kazanç ve kayıplarına ilişkin bilgilerin yanı sıra kurumsal yönetimle ilgili önemli olayları açıklaması gerekir. Ayrıca, finansal kurumun açıklamakla yükümlü olduğu bilgileri web sitesinde duyurması gerekmektedir.

Kore Finansal Yatırım Birliği (KOFIA) türev ürünlerin düzenlenmesinde önemli görev almaktadır. Birlik, kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine ilişkin standartlar geliştirmektedir.

Açıklayıcı Metin: KOFIA, borsa türevleri, yabancı türev, kaldıraçlı işlemler (forex işlemleri), tezgahüstü türev ve varant işlemi gerçekleştirilmeden önce yatırımcıya sunulması gereken açıklayıcı bir metnin standartlarını belirlemektedir. Öte yandan, bireysel yatırımcıların türev ürün alım-satımı yapmadan önce, KOFIA'nın onay verdiği, konuyla ilgili eğitim

Türev İşlemleri - Kore Borsası (mn. ABD\$)					
	2007	2008	2009	2010	2011/06
Hisse Senedine Dayalı	53,783,027	38,666,974	30,661,147	47,395,293	35,079,627
Forward	1,922	2,401	1,349	1,467	2,397
Vadeli İşlem Sözleşmeleri	3,816,521	4,558,893	5,654,029	6,737,469	3,855,266
Swap	16,967	26,814	7,977	16,047	14,379
Opsiyon	49,947,617	34,078,866	24,997,792	40,640,310	31,207,585
Faiz Oranına Dayalı	4,840,610	6,212,805	6,757,806	8,061,469	4,299,647
Forward	111,864	160,474	192,730	53,296	9,293
Vadeli İşlem Sözleşmeleri	2,933,465	3,538,955	3,900,295	4,576,736	2,610,753
Swap	1,666,957	2,259,532	2,482,202	3,282,530	1,642,676
Opsiyon	128,324	253,844	182,579	148,907	36,925
Döviz Dayalı	7,069,163	10,315,504	11,548,032	11,094,111	5,218,658
Forward	5,820,252	8,766,751	9,674,318	9,601,719	4,553,089
Vadeli İşlem Sözleşmeleri	546,701	720,615	1,461,844	1,128,792	456,940
Swap	376,944	537,557	349,466	289,102	167,764
Opsiyon	325,266	290,581	62,404	74,498	40,865
Emtiaya Dayalı (altın dahil)	12,847	32,229	13,657	34,251	20,508
Forward	7,523	13,571	3,452	1,863	1,990
Vadeli İşlem Sözleşmeleri	1,687	8,506	7,222	26,046	12,585
Swap	1,124	2,496	2,313	5,218	3,623
Opsiyon	2,513	7,656	670	1,124	2,310
Kredi Türevleri	2,943	6,429	5,377	6,073	4,073
Kredi Risk Swapları	1,084	6,429	5,304	3,608	4,003
Toplam Gelir Swapları	1,859	0	73	2,465	70
Total	65,708,590	55,233,941	48,986,019	66,591,197	44,622,513

Kaynak: KOFIA

Türev İşlemleri - Kore Tezgahüstü Piyasa İşlemleri (mn. ABD\$)					
	2007	2008	2009	2010	2011/06
Hisse Senedine Dayalı	95,778	155,355	109,148	319,789	147,774
Forward	1,992	2,401	1,349	1,467	2,397
Swap	16,967	26,814	7,977	16,047	14,379
Opsiyon	76,819	126,140	99,822	302,275	130,998
Faiz Oranına Dayalı	1,906,995	2,671,720	2,857,511	3,484,733	1,688,894
Forward	111,864	160,474	192,730	53,296	9,293
Swap	1,666,957	2,259,532	2,482,202	3,282,530	1,642,676
Opsiyon	128,174	251,714	182,579	148,907	36,925
Döviz Dayalı	6,522,462	9,594,889	10,082,006	9,965,319	4,761,718
Forward	5,820,252	8,766,751	9,674,318	9,601,719	4,553,089
Swap	376,944	537,557	349,466	289,102	167,764
Opsiyon	325,266	290,581	58,222	74,498	40,865
Emtiaya Dayalı (altın dahil)	11,115	23,723	6,363	8,205	7,923
Forward	7,523	13,571	3,452	1,863	1,990
Swap	1,124	2,496	2,313	5,218	3,623
Opsiyon	2,468	7,656	598	1,124	2,310
Kredi Türevleri	2,942	6,429	5,377	6,073	4,073
Kredi Risk Swapları	1,084	6,429	5,304	3,608	4,003
Toplam Gelir Swapları	1,858	0	73	2,465	70
Total	8,539,292	12,452,116	13,060,405	13,784,119	6,610,382

Kaynak: KOFIA

programlarından birine katılması gerekir.

Benzer şekilde, bireysel yatırımcının türevle ilişkili menkul kıymet işlemi gerçekleştirmeden önce, aracı kurum tarafından yatırımcıya ek bir açıklama yapılması istenir.

Risk Bildirim Formu: Aracı kurum bireysel müşterisi adına hisse senedi, varant ve borsa türev işlemi gerçekleştirmeden önce müşterisine, sistemin risklerini anlatan bilgilendirme formunu göstermek ve açıklamakla yükümlüdür. Forma ilişkin standartları KOFIA belirler.

Türevle ilişkili menkul kıymet işlemlerinde, uzlaşma tarihinden önce anapara kaybetme olasılığı doğduğunda da yatırımcıların bilgilendirilmesi gerekir.

B. Türev Piyasası İşleyişi

Türev Ürünler

Kore'de türev işlemler Kore Borsasında ve tezgahüstü piyasada gerçekleşmektedir.

Kore Borsasında forward, vadeli işlem, swap ve op-

siyonlar işlem görmektedir. Dayanak varlıklar hisse senedi (28 hisse senedi), hisse senedi endeksi, faiz oranı (kamu tahvilleri), döviz (ABD doları, avro, Japon Yeni), kredi, emtia (altın, canlı hayvan) ve egzotik ürünler olabilmektedir.

Türev Ürün İhraç Eden Kurumlar

Borsa türevleri, Kore Borsası tarafından ihraç edilmektedir. Tezgahüstü piyasada türev ürün ihraç edecek finansal kurumların KOFIA Tezgahüstü Türev Gözetim Komitesinden lisans alarak "tezgahüstü türev aracı kurumu" olması gerekir. Türevle ilişkili menkul kıymetler de menkul kıymet aracı kurumu ya da tezgahüstü türev aracı kurumu olarak yetkilendirilmiş finansal kurumlarca ihraç edilir.

Aracı Kuruluşlar

Borsa türevleri yalnızca aracı kurumlarca (broker ve dealer) alınıp satılır.

İşlem Sonrası Hizmetler

Borsada yapılan türev işlemlerin mutabakatı yine Borsa tarafından yapılmaktadır. İşlemlerin takası

Kore Menkul Kıymet Saklama Kurumunca yapılır. Takas T+1'de gerçekleşir. Fiziki teslimatlı altın sözleşmelerinin takası T+3'tür.

Tezgahestü türevleri için mevcut durumda merkezi karşı taraf yoktur, ancak bunun için çalışmalar yürütülmektedir. Öncelikle borcun devri ya da ödenmemesi gibi durumlarda ilgili tarafa sorumluluk getirecek bir takas kurumunun kurulması planlanmaktadır. Devamında bu kurumun ödünç işlemleri gibi diğer işlemleri de kapsamı planlanmaktadır. İşlemlerin tutarlılığı açısından söz konusu kurumun sadece takas işlemlerini gerçekleştirmesi ve piyasayı etkileyecek boyuttaki temerrütlerin kurum tarafından karşılanması gerektiği düşünülmektedir. Ayrıca, faiz swapları gibi mutabakatı mecburi olan tezgahestü türevlerde Kore Borsasının merkezi karşı taraf olması düşünülmektedir.

C. Türev Piyasası

Likit bir türev piyasasına sahip olan Kore Borsası gerek ürün çeşitliliği gerekse işlem hacmi konusunda dünyada ön sıralarda yer almaktadır. Nitekim Vadeli İşlemler Sektörü Birliği (Futures Industry Association-FIA) verilerine göre işlem gören kontrat sayısı açısından Kore Borsası 4 milyar adet kontratla 2011 yılında ilk sırada yer almaktadır.

Dayanak varlık bazında türev ürünlere bakıldığında, en fazla işlemlerin hisse senetleri ve hisse senedi endekslerine dayalı opsiyon kontratlarında olduğu görülmektedir. 2010 yılında borsadaki toplam işlemler 67 trilyon \$'a yaklaşmışken, 2011'in ilk yarısında işlem hacmi 45 trilyon \$'a ulaşmıştır.

Brezilya borsasında olduğu gibi borsa işlemleri tezgahestü türev işlemlerinden daha fazladır. 2010 yılında bu piyasada toplam işlem hacmi 14 trilyon \$'a yaklaşmış, 2011 yılının ilk yarısında da 6,6 trilyon \$ olmuştur. En fazla işlem döviz dayalı forward sözleşmelerindedir. Forwardları faiz oranına dayalı swap işlemleri takip etmektedir.

III. MEKSİKA

Meksika'da sermaye piyasaları Ulusal Bankacılık ve Sermaye Piyasası Komisyonu (Comision Nacional Bancaria y de Valores-CNBV) tarafından düzenlen-



mektedir. Türev piyasaları için esas düzenlemeler Merkez Bankası tarafından yapılmaktadır. Ayrıca, Maliye ve Kamu Kredileri Bakanlığı ve CNBV, türev piyasaların gözetiminden sorumludur. Bununla birlikte pratikte piyasaya ilişkin kuralların ve standartların borsa ve takas kurumunca oluşturulduğunu söylemek mümkündür.

Meksika'da menkul kıymetler Meksika Menkul Kıymetler Borsasında (BMV), türev ürünler ise Meksika Türev Borsasında (MexDer) işlem görmektedir. Bununla birlikte, finansal kurumlar arası tezgahestü piyasalardaki türev hacimleri borsa işlemlerine göre oldukça yüksektir.

A. Düzenleyici Çerçeve

Türev Ürünler

Meksika'da düzenlemede tanımlanan türev ürünler; vadeli işlem sözleşmeleri, forward sözleşmeleri, opsiyon sözleşmeleri, swap, kredi türevleri, yapılandırılmış (sentetik) türev ürünler ile gömülü türev ürünlerdir. Gömülü türev ürünler, türev ürün dışında diğer finansal araçları da içeren karma ürünlerdir.

Ayrıca, dayanak varlık olacak finansal ürünler de tanımlanmıştır. Borsada işlem gören tahvil veya hisse senedi ile bunlardan oluşan sepetleri, hisse senedi endeksi, ulusal para, döviz, enflasyon, faiz oranı ve bu oranları baz alan endeksler, türev ürünlere dayanak varlık olabilmektedir. Altın, gümüş, bakır, mısır, buğday, soya, şeker, doğal gaz, pirinç, pamuk, yulaf, kakao, sığır, domuz, süt, soya fasulyesi yağı da dayanak varlık olabilecek emtialardır.

Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri

Borsa yeni bir türev ürün ihraç ederken, bu ürüne ve dayanak varlığına ilişkin detayları açıklamakla yükümlüdür. İncelenen diğer borsalarda olduğu gibi yeni ihraçlar düzenleyici otoritenin onayına sunulmaktadır. Ayrıca borsa, piyasa istatistiklerini de yayınlamaktadır.

Aracılar ise, müşterilerinin yatırım stratejilerini belirlemek için politikalar geliştirmekle yükümlüdür. Yani sıra, aracı kuruluşların uygunluk testleri yapmaları gerekmektedir. Müşterileri adına kredi türev işlemi gerçekleştirmeden önce aracı kuruluşlardan müşterilerine bu işlemleri ve risklerini açıklaması istenir.

Tezgahestü piyasada ise finansal kurumlar türev ihraç ederken, uluslararası standartlara (genellikle Uluslararası Swap ve Türev Ürünleri Birliği-ISDA rehberine) uymak durumundadır. Kontrat tipi, karşı taraf, kontrat değeri gibi bilgilerin bu standartlar çerçevesinde hazırlanması istenir. Finansal kuruluşlar bu piyasada yaptıkları türev işlemleri Merkez Bankasına bildirmektedir.

Tezgahestü piyasada, kredi türevlerinin ihracına ilişkin detaylı bilgilendirme raporunun açıklanması istenir.

Finansal kurumlar ve özel şirketler, türev işlemlerine yönelik varlık/yükümlülüklerini, kazanç/kayıplarını finansal ve riske maruz kaldıkları değerler gibi bilgileri, finansal tablolarına yansıtmak durumundadır.

B. Türev Piyasası İşleyişi

Türev Ürünler

Meksika'da türev ürünler organize piyasa ve tezgahestü piyasada yapılmaktadır. Meksika Türev Borsası (MexDer) Maliye ve Kamu Kredileri Bakanlığı onayıyla yetkilendirilmiş tek borsa konumundadır. Varantlar ülkenin menkul kıymet borsası olan Mek-

Türev Piyasası - Meksika (mn. ABD\$)

	2007	2008	2009	2010	2011
Vadeli İşlem Sözleşmeleri	2,106,650	526,657	394,939	385,771	373,939
Döviz	32,521	26,656	17,906	58,797	64,677
Hisse Senedi Endeksi	26,110	20,842	22,295	35,731	31,620
Faiz Oranı	2,048,019	479,159	354,738	291,240	277,630
Hisse Senedi	0	1	0	3	12
Opsiyon	3,384	1,165	800	4,062	1,784
Hisse Senedi Endeksi	3,384	1,040	722	3,894	1,693
Döviz	0	0	1	10	3
Hisse Senedi	0	125	76	158	88
Tezgahestü	M.D	M.D	M.D	M.D	18,431,544

Kaynak: MexDer, Banxico

sika Menkul Kıymetler Borsasında (BMV) işlem görmektedir.

MexDer'de vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri işlem görmektedir. Vadeli işlem sözleşmeleri; döviz (ABD doları, avro), hisse senedi endeksi, faiz oranı (bankalar arası para piyasası, Hazine bonusu, kamu tahvilleri, faiz swapı, TÜFE oranı) ile hisse senedini (9 farklı hisse senedi) dayanak almaktadır. Opsiyon sözleşmeleri ise; döviz (ABD doları), endeks (hisse senedi endeksine dayalı vadeli işlem sözleşmesi) ve hisse senetlerini (9 farklı hisse senedi) dayanak almaktadır.

Tezgahestü piyasada ise swap ve forward işlemleri yaygındır.

Türev Ürün İhraç Eden Kurumlar

Türev ürün ihraç eden kurumların Merkez Bankasından onay alması gerekir.

Aracı Kuruluşlar

Borsada banka ve aracı kurumlar türev işlemi yapabilmektedir. Üyelerin aynı zamanda takas kurumu olan Türev Takas Kurumuna (Asigna) üye olması gerekmektedir. Üyeler kendi adına ya da müşterilerinin adına işlem yapabilmektedir. Üyeler, yapılan işlemlere yönelik belgeleri beş yıl saklamak zorundadır.

Borsa, belirli kontratlarda piyasa yapımcıları atamıştır. Piyasa yapımcılarına borsa ve takas kurumu ücretlerinde indirim uygulanmaktadır.

Yatırım fonu ve yatırım şirketleri de kendi yatırım stratejilerine göre türev ürünlerle işlem yapabilmek-

tedir. Bireysel yatırımcıların işlem yapacakları ürünler kurumsal yatırımcılara göre daha kısıtlıdır.

İşlem Sonrası Hizmetler

Borsadaki işlemlerin takas, mutabakat ve saklaması Türev Takas Kurumunca (Asigna) yapılır. Asigna merkezi karşı taraf olup, işlemlerin garantörü konumundadır. Asigna, üyelerin katkılarıyla oluşturulan, VOB'daki Garanti Fonuna benzer Mutabakat ve Teminat Fonlarını yönetmektedir.

Yatırımcılar işlem yapmadan önce başlangıç teminatı yatırmak durumundadır. Teminatlar nakit ve menkul kıymet olurken, günlük olarak Asigna tarafından takip edilir.

Birden fazla müşterinin bulunduğu global hesaplar da mutabakat, netleştirme esasına göre yapılır.

Takas işlemleri Merkez Bankasının Bankalararası elektronik platformu üzerinden gerçekleşir. Takas zamanı kontrat tipine göre 1-3 gün arasında değişir.

C. Türev Piyasası

Meksika'da türev işlemlerin önemli bir kısmı tezgahüstü piyasada gerçekleşmektedir. Borsada ise vadeli işlem sözleşmeleri daha çok işlem görmektedir. Faiz oranına dayalı vadeli işlem sözleşmeleri daha yaygın olup, kamu tahvili faizini dayanak alan kontratlar en çok işlem gören üründür. 2011 yılında 374 milyar \$'lık vadeli işlem sözleşmesi yapılırken, opsiyon işlem hacmi 2 milyar \$'dır. Opsiyon işlemlerinin neredeyse tamamı hisse senedi endeksini dayanak alan opsiyonlardır.

Tezgahüstü piyasada ise banka ve aracı kurumların işlem hacimleri 18,4 trilyon \$'dır. Bu işlemlerin %81 gibi önemli bir bölümü yabancı yatırımcılarca yapılmıştır.

IV. TAYLAND

Tayland sermaye piyasasının düzenleyici otoritesi Tayland Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonudur (Securities and Exchange Commission-SEC). Diğer sermaye piyasası araçları gibi, finansal ürünleri dayanak alan türev araçlara ilişkin düzenlemeler SEC



tarafından yürütülmektedir. Tarımsal ürünleri dayanak alan türevler ise Tarımsal Türev İşlemleri Komisyonu (AFTC) düzenlemesine tabidir. Tezgahüstü türev ürünlerin düzenlemesi ise merkez bankası sorumluluğundadır.

Ülkede menkul kıymet, türev ve emtia borsaları mevcuttur. Türev ürünler borsalarda ve tezgahüstü piyasada işlem görmektedir. Bu ürünler için organize piyasalarda iki borsa mevcuttur: Finansal ürünleri dayanak alan Tayland Türev Borsası (TFEX) ile tarımsal ürünleri dayanak alan Tayland Tarımsal Türev Borsası (AFET). TFEX, ülkenin tek menkul kıymet borsası olan Tayland Borsasının bir iştirakidir.

A. Düzenleyici Çerçeve

Türev Ürünler

Tayland Türev Borsasında opsiyonlar ve vadeli işlem sözleşmeleri işlem görebilmektedir. Borsada işlem görecektir opsiyon sözleşmelerine dayanak olabilecek varlıklar mevzuatta belirlenmiştir. Buna göre, hisse senetleri veya endeksleri, tahviller veya faiz oranları, emtia (altın, gümüş ve ham petrol) ve diğer bazı göstergeler (döviz ve SEC tarafından belirlenen diğer ürünler) opsiyon sözleşmelerine dayanak varlık olabilmektedir.

Tayland Tarımsal Türev Borsasında ise vadeli işlem sözleşmeleri işlem görebilmektedir. Dayanak varlık, tarımsal ürünler olup, mevzuatta herhangi bir sınırlama yapılmamıştır.

Tezgahüstü piyasalarda bankalar, faiz oranı, endeks ya da döviz kuru gibi ölçülebilir varlıkları dayanak alan türev ürünler ihraç edebilmektedir. Banka, kendi riskini korumak adına tezgahüstü piyasada türev işlemler yapabilir.

Kamuyu Aydınlatma Yükümlülükleri

Borsalar yeni bir türev ürün ihraç etmeden önce, kontrat tipi, uzlaşma fiyatı, dayanak varlık, takas tarihi gibi detayları açıklamakla yükümlüdür.

İki borsada da işlem yapan aracılar, müşterilerine işlemden önce, risklerini anlatan bir metin sunmak durumundadır. Metne ilişkin standartlar düzenlemesinde belirtilmiştir. Ayrıca, aracılar müşterilerine uygunluk testi yaparak risk alma kapasitelerini ve sonuçlarını açıklamakla yükümlüdür. Yaş, eğitim, önceki yatırım deneyimleri, yatırım amaçları, yatırım miktarı, yatırım dönemi, maruz olabileceği risk seviyesi gibi, yatırımcılara ilişkin bilgilerin alınması gerekir.

B. Türev Piyasası İşleyişi

Türev Ürünler

Mevcut durumda Tayland Türev Borsasında endekse, kıymetli madene (gümüş ve altın), faiz oranına, hisse senetlerine, ham petrole dayalı vadeli işlem sözleşmesi işlem görmektedir. Döviz dayalı vadeli işlem sözleşmeleri Haziran 2012'de işlem görmeye başlamıştır. Ayrıca endeks opsiyonları da vardır.

Tayland Tarımsal Türev Borsasında da pirinç, kauçuk ve tapyokaya dayalı vadeli işlem sözleşmeleri vardır. Tapyoka, cassava (yuka) bitkisinden üretilen nişasta çeşididir.



Tezgahüstü piyasalarda da forward, opsiyon ve swaplar yaygındır. Basit (vanilla) türevlerin yanında, engelli (barrier) türevler gibi egzotik ürünler de işlem görmektedir.

Türev İhraç Eden Kurumlar

Borsalar yeni bir türev ihraç etmeden önce ilgili düzenleyici otoritenin onayı gereklidir. SEC işlem gören ürünlerde de mevcut ekonomik şartlara uygun olmayan durumlarda, isterse onayını geri çekebilir. Faiz, tahvil ya da döviz kurunu dayanak alan ürünlerin onayında SEC, merkez bankasına danışmaktadır.

Tezgahüstü piyasalarda ise banka ve diğer finansal kuruluşların yeni ihraç öncesi merkez bankasından onay alması gerekir. Kurumlar merkez bankasının risk yönetimi, iç kontrol politika ve prosedürlerine uymak durumundadır. Bu piyasalarda türev ihraç eden aracı kurum ve bankaların asgari sermaye gibi finansal yükümlülüklerini de sürdürmeleri gerekmektedir.

Tezgahüstü piyasalarda banka ve bireysel müşteri arasında yapılan sözleşmelerde yatırımcı uygunluk analizinin yapılması gerekir. Ayrıca, merkez bankasının genel çerçevesini belirlediği, riske ilişkin bilgilendirme formlarının da yatırımcıya sunulması istenir.

Aracı Kuruluşlar

Borsalarda banka ve aracı kurumlar kendi adlarına ve müşterileri adına işlem yapabilmektedir.

İşlem Sonrası Hizmetler

Tayland Türev Borsasında yapılan işlemlerin mutabakat ve takası Tayland Takas Merkezinde (TCH) gerçekleşir. TCH merkezi karşı taraftır. Yani takas üyesi, yapılan işlemlerden dolayı karşı tarafa ilişkin sorumluluk almazken, TCH diğer üyeye karşı alır. Borsada işlem yapan üyeler TCH'a üye olmak zorunda değildir, ancak diğer bir takas üyesiyle işlemlerin takasını gerçekleştirebilir. Takas T+1'de tamamlanır.

Tayland Tarım Türev Borsasında yapılan işlemlerin takası da borsa bünyesinde olur. Fiziki ve nakdi teslimat opsiyonları mevcuttur.

C. Türev Piyasası

2004 yılında açılan Tayland Türev Borsasında işlem hacmi ve ürün çeşitliliği artmaktadır. Vadeli işlem sözleşmelerinin daha yoğun olduğu borsada hisse senedi endeksi en fazla işlem gören kontrattır. İlk defa 2009 yılında işlem görmeye başlayan altına dayalı vadeli işlem sözleşmeleri de son yıllarda ilgi görmüştür. 2011 yılında toplam kontrat adedi 10 milyona yaklaşmışken, işlem hacmi 190 milyar \$ civarındadır.

Tayland Tarımsal Türev Borsasında işlem hacmi düşük olup, ağırlıklı olarak kauçuğa dayalı kontratlar (vadeli işlem sözleşmeleri) işlem görmektedir.

Tezgahestü piyasadaki işlem hacimleri, borsadaki işlemlerin üzerinde olup, 2011 yılında bu piyasada 366 milyar \$'lık alım-satım yapılmıştır. Döviz ve faiz oranına dayalı işlemler yoğunluktadır.

V. ÖNERİLER

Gelişmekte olan ülkelerde türev piyasalarının işleyişini ele alan ICSA raporunda, bu piyasaların gelişmesi için bazı önerilerde de bulunulmuştur. Bu öneriler aşağıdaki gibidir:

1. Gelişmekte olan ülkelerdeki türev piyasalarının gelişmişlik düzeyleri farklıdır. Daha sıkı düzenlemelere tabi olan piyasaların daha çok geliştiği görülmektedir. Yatırımcı ve piyasa katılımcılarının daha kesin kurallara ve düzenlemelere ihtiyacı vardır.

2. Gelişmekte olan piyasalarda ürün çeşitliliği görece düşüktür. Bazı ülkelerde ihraç edilen türev ürünlere yönelik sınırlamalar mevcuttur. Bu sınırlamalar, yatırımcının etkili bir şekilde risk yönetimi yapmasını olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Bu kapsamda, düzenlemelerin ürün çeşitliliğini artıracak şekilde yeniden revize edilmesi uygun olacaktır.

3. Küresel krizle gündeme gelen tezgahestü türev piyasalarında mutabakat ve takas işleyişine yönelik eleştiriler göz önünde bulundurulduğunda, hem tezgahestü hem de organize piyasalarda kurulacak merkezi karşı taraflar, piyasanın etkinliğini ve güvenilirliğini artıracaktır. Bazı ülkelerde halihazırda merkezi karşı taraflar bulunurken, bazı ülkeler plan aşamasındadır.

4. İncelenen bazı ülkelerde, teminat yükümlülükleri bulunmamakta ya da, teminat yönetim sistemleri yeterince gelişmemiştir. Etkin bir teminat yönetiminin, yatırımcı koruması ve piyasa bütünlüğü açısından yararlı olacağı düşünülmektedir.

5. Ürün ve ihraççıları kayıt altına alma, düzenleme-özdüzenleme altyapısı, şeffaflık ve teminat düzenlemeleri, tezgahestü piyasaların sağlıklı ve etkin bir şekilde işlemesine yardımcı olacaktır.

6. Bazı ülkelerde türev ürünlerine yönelik vergilendirme politikalarında aksaklıklar olup, bu durum

Türev İşlemleri - Tayland Türev Borsası (mn. \$)					
	2007	2008	2009	2010	2011
Vadeli İşlem Söz.	20,434	28,103	38,854	52,498	189,971
Altın	-	-	7,701	17,709	88,493
Gümüş	-	-	-	-	120
Ham Petrol	-	-	-	-	37
Faiz	-	-	-	-	30
Hisse Senedi	-	12	208	359	1,477
Endeks	20,434	28,091	30,945	34,430	99,814
Opsiyon	1	6	7	9	13
Endeks	1	6	7	9	13

Kaynak: TFEX

Türev İşlemleri - Tayland Tarımsal Türev Borsası (mn. \$)					
	2007	2008	2009	2010	2011
Pirinç	91	374	1,151	35	3
Lastik	764	1,393	938	2,177	3,098
Talaş	4	1	0	-	-
Toplam	859	1,768	2,089	2,212	3,101

Kaynak: AFET

Türev İşlemleri - Tayland Tezgahestü Piyasa (mn. \$)					
Dayanak Varlık	2007	2008	2009	2010	2011
Döviz	92,522	105,572	119,073	156,612	202,489
Faiz Oranı	66,658	90,623	92,099	128,115	162,000
Tahvil	-	195	28	599	292
Hisse Senedi Endeksi	92	90	111	96	84
Emtia	25	205	872	1,233	1,617
Kredi	46	59	24	6	3
Toplam	159,343	196,744	212,207	286,661	366,485

Kaynak: Tayland Merkez Bankası

ICSA Gelişmekte Olan Piyasalar Komitesi Anketi				Tayland	
Brezilya		Güney Kore		Meksika	
Türev Piyasası Düzenleyici Otoritesi	* Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu	* Finansal Hizmetler Komisyonu (FSC)	* Meksika Merkez Bankası	* Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC)	
	* Brezilya Merkez Bankası (tezgahüstü piyasa)	* Finansal Denetim Hizmetleri (FSS)	* Ulusal Bankacılık ve Sermaye Piyasası Komisyonu (CNBV)	* Tayland Türev Borsası (TFEX)	
Türev Piyasaları	* Organize Piyasa (BM&FBovespa ve CETIP)	* Kore Borsası (KRX)	* Maliye ve Kamu Kredileri Bakanlığı (SHCP)	* Tayland Merkez Bankası (tezgahüstü piyasa)	
	* Tezgahüstü Piyasa	* Kore Finansal Yatırım Birliği (KOFIA)		* Tarımsal Türev İşlemleri Komisyonu (AFIC)	
Organize Piyasalarda İşlem Gören Türev Ürünler	* Vadeli İşlem Sözleşmeleri (endeks, faiz, döviz, emtia)	* Organize Piyasa (Kore Borsası)	* Organize Piyasa (Meksika Türev Borsası-MexDer)	* Organize Piyasa (TFEX ve AFET)	
	* Esnek Opsiyon (endeks, döviz, emtia)	* Tezgahüstü Piyasa	* Tezgahüstü Piyasa	* Tezgahüstü Piyasa	
Tezgahüstü Piyasada Türev Ürünler	* Fark Kontratları	* Forward, Vadeli İşlem Söz. Swap, Opsiyon	* Vadeli İşlem Söz. (döviz, endeks, faiz oranı, hisse senedi)	* Vadeli İşlem Sözleşmeleri (endeks, hisse senedi, emtia, döviz)	
			* Dayanak Varlık: endeks, faiz, döviz, emtia, *Egzotik ürünler	* Opsiyon (endeks)	
Türev İşlem Hacmi (Borsa)	* Swap	* Forward, Swap, Opsiyon		* Tarımsal Vadeli İşlem Söz. (AFET)	
	* Opsiyon	-Dayanak Varlık: endeks, faiz oranı, döviz, emtia, *Egzotik ürünler	* Swap		
Türev İşlem Hacmi (Tezgahüstü)			* Forward		
Piyasa Yapıcısı	* 3,094,977 mn. \$ (2011)	* 66,591,197 mn. \$ (2010)	* 375,723 mn. \$ (2011)	* Döviz Türev	
	-%90'ı faiz kontratları	-%60'ı hisse senedi opsiyonu	-%73'ü faiz oranına dayalı vadeli işlem sözleşmeleri	* Faiz Oranı Türev	
Mutabakat Kurumu	* 647,395 mn. \$ (2011)	* 13,784,119 mn. \$ (2010)	* 18,431,544 mn. \$ (2011)	* Tahvil Türev	
	-%90'ı swap	-%70'ı döviz forward işlemleri		* Endeks Türev	
Takas Kurumu	* Var (Endeks opsiyonlar)	-	* Var	* Emtia Türev	
Teminat Yükümlülükleri	* BM&FBovespa (borsa işlemleri için merkezi karşı taraf)	* Kore Borsası (borsa işlemleri için merkezi karşı taraf)	* Türev Takas Kurumu-Asigna (borsa işlemleri için merkezi karşı taraf)		
Kamuyu Aydınlatma (İhraççı)	* BM&FBovespa ve CETIP	* Kore Menkul Kıymet Saklama Kurumu	* Bankalararası Elektronik Platformu (Merkez Bankası)	* Tayland Takas Merkezi	
Kamuyu Aydınlatma (Aracı Kurum)	* Nakit, borçlanma aracı, mevduat	-	* Nakit, menkul kıymetler	* Tayland Tarımsal Türev Borsası	
Kamuyu Aydınlatma (Diğer)	* Finansal Raporlar (tezgahüstü)	* İhraççılar, FSS, KRX ve KOFIA'ya üçer aylık piyasa değerleme raporları sunmaktadır (finansal alacaklılara ilişkin bilgiler, hukuk danışmanlarının ve düzenleyicilerin tavsiyeleri, başvuru ve onaylar vb.)	* Finansal Raporlar (tezgahüstü-varılık/yükümlülükler, kazanç/kayıplar, finansal ve riske maruz kaldıkları değerler vb.)		
	* Türev pozisyonları için özel raporlar (tezgahüstü)				
Özdüzenleyici Kuruluşların Rolü	* Yatırımcı uygunluk yükümlülükleri (tezgahüstü türev)	* Açıklayıcı Metin (KOFIA standartları)	* Uygunluk testi	* Risk Bildirim Formu	
			* Risk bildirim formu		
	-	-	* MexDer piyasaya ilişkin detaylı veriler yayınlanmaktadır	* TFXE piyasaya ilişkin detaylı veriler yayınlanmaktadır	
	* Brezilya Finans ve Sermaye Piyasaları Birliği (ANBIMA)- uygunluk kuralları belirlemekte ve bu kurallara uyumu düzenlemektedir.	* KOFIA tezgahüstü piyasada türev ürün ihraç edecek kurumları düzenliyor.	-	-	
		* KOFIA türeve ilişkin açıklayıcı metin ve risk bildirim formu standartlarını düzenliyor.			
Kaynak: ICSA					

Kaynak: ICSA

piyasa çarpıklığına yol açabilmektedir. Vergi düzenlemelerinin eşit olması (en azından aynı grup yatırım araçları için) gerekmektedir.

7. Türev piyasalarının gelişimi için yatırımcı eğitim programları önem arz etmektedir. Çünkü eğitimle yatırımcılar, risklerini göz önünde bulundurarak kendi amaçlarına uygun ürünleri seçebilecektir.

8. Özdüzenleyici kuruluşlar, adil ve şeffaf türev piyasalarının gelişimi için önemli görevler üstlenmektedir. Öncelikle, bu kuruluşlar yatırımcılara uygun ürünlerin verilmesi amacıyla da örtüşen, risk bilgilendirme formlarını hazırlamaktadır. Ayrıca, özdüzenleyici kuruluşlar piyasa profesyonellerine yönelik mesleki eğitim programları düzenleyerek, hizmet kalitesini artırmaktadır. Bunun yanında, yatırımcı eğitimi programları da düzenleyerek, yatırımcıların türev ürünlerin anlamalarına katkıda bulunmaktadır. Bu kapsamda, türev piyasalarının gelişmesi için özdüzenleyici kuruluşların da güçlenmesi gerekmektedir.

GENEL DEĞERLENDİRME

Bu ayki çalışmamızda, Uluslararası Menkul Kıymet Birlikleri Konseyi'nin (International Council of Securities Association- ICSA) tarafından Mayıs 2012'de yayınlanan rapor ışığında gelişmekte olan ülkelerdeki türev piyasaları tanıtılmıştır. Raporda Brezilya, Güney Kore, Meksika ve Tayland aracı kuruluş birliklerinin verdiği bilgiler doğrultusunda, söz konusu ülkelerdeki türev piyasalarının düzenlemeleri, işleyişi ve verileri incelenmiştir.

İncelenen ülkelerdeki genel düzenleyici çerçeve birbirine benzerdir. Sermaye piyasası otoriteleri organize türev piyasasının düzenlenmesinden sorumludur. Tezgahüstü türev piyasasında ise merkez bankaları sorumludur. Genelde, incelenen ülkelerde yer alan özdüzenleyici kuruluşlar da bu piyasanın düzenlenmesinde (özellikle kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinde) görev almaktadır.



Tayland ve Meksika örneklerinde olduğu gibi, bazı ülkelerde türev ürün tanımına ilişkin sınırlamalar getirilmişken, Kore gibi ülkelerde tanım daha geniş tutulmuştur. Tezgahüstü türev piyasasında finansal kurumlar etkindir. Faiz oranı ve hisse senedi, türev ürünlerde dayanak varlık olarak en sık rastlanan finansal enstrümanlardır.

Kore ve Brezilya, türev işlem hacminde ön sırada yer almaktadır. İki ülkede de tezgahüstü işlemler borsa işlemlerinin gerisindeyken, Meksika'da tezgahüstü işlemler daha yaygındır. Ürün çeşitliliği açısından ise Tayland'daki tezgahüstü piyasalar borsalara göre daha öndedir.

Borsada yapılan işlemlerin takası genellikle ülke takas kurumunda tamamlanırken, tezgahüstü işlemlerde takas tarafların sözleşmesine bağlı olup, garantisi yoktur. Kore, yakın zamanda bu piyasada merkezi karşı taraf olan bir kurum oluşturmayı planlarken, Brezilya'da bazı ürünler için merkezi karşı taraf sistemi vardır.

Kore, Meksika ve Brezilya'da finansal kurumlar, tezgahüstü ve borsada yapılan işlemlere ilişkin detayları finansal tablolarında açıklamaktadır. Aracı kuruluşlar işlem yapmadan önce türev ürünlerin yatırımcıya riskini bildiren açıklamaları yapmak zorundadır. Açıklamalara ilişkin standartları genellikle düzenleyici kurumlar belirlemektedir. Çoğu ülkede yatırımcıya uygunluk analizi de yapılmaktadır. Uygunluk kavramı, finans kuruluşunun bir yatırımcıya finansal hizmetlerle ilgili tavsiye verirken, o yatırımın ilgili yatırımcıya uygun olup olmadığının değerlendirilmesidir. Uygunluk analizine ilişkin kurallar da özdüzenleyici kuruluşlarca hazırlanmaktadır.

KAYNAKÇA

Uluslararası Menkul Kıymet Birlikleri Konseyi: www.icsa.bz

Brezilya

Brezilya Finans ve Sermaye Piyasaları Birliği: www.anbima.com.br

Brezilya Menkul Kıymet, Emtia ve Türev Borsası: www.bmfbovespa.com.br

Brezilya Merkez Bankası: www.bcb.gov.br

Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu: www.cvm.gov.br

Menkul Kıymet Takas ve Saklama Merkezi: www.cetip.com.br

Güney Kore

Finansal Hizmetler Komisyonu: www.fsc.go.kr

Finansal Denetim Hizmetleri: www.fss.or.kr

Kore Finansal Yatırım Birliği: www.kofia.or.kr

Kore Saklama Kurumu: www.ksd.or.kr

Kore Merkez Bankası: www.bok.or.kr

Meksika

Meksika Türev Borsası: www.mexder.com.mx

Meksika Merkez Bankası: www.banxico.org.mx

Ulusal Bankacılık ve Sermaye Piyasası Komisyonu: www.cnbv.gob.mx

Tayland

Tayland Türev Borsası www.set.or.th

Tayland Tarımsal Türev Borsası www.afet.or.th

Tayland Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu: www.sec.or.th

Yurtiçi Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri				
Milyon TL	2009	2010	2012/03	%Δ
TL Mevduat	305.201	380.517	416.475	9,4%
DTH	139.334	144.790	176.800	22,1%
Katılım Bankalarında Toplanan Fonlar	26.625	33.695	40.328	19,7%
DİBS	64.761	61.199	69.164	13,0%
Eurobond	5.237	5.302	5.946	12,1%
Yatırım Fonları	29.606	30.980	26.969	-12,9%
Repo	1.383	1.501	2.486	65,6%
Emeklilik Yatırım Fonları	9.105	12.018	15.872	32,1%
Hisse Senedi	39.756	56.048	63.273	12,9%
Toplam	621.008	726.050	817.313	12,6%

Yurtdışı Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri				
Milyon TL	2009	2010	2012/03	%Δ
Hisse Senedi	81.405	109.679	86.096	-21,5%
DİBS	30.308	49.172	67.530	37,3%
Eurobond	1.209	1.715	767	-55,3%
Mevduat	11.402	13.353	24.969	87,0%
Toplam	124.324	173.919	179.362	3,1%

Halka Açık Şirketlerin Piyasa Değeri				
Milyon TL	2010	2011	2012/07	%Δ
Toplam Piyasa Değeri	472.553	381.265	468.231	22,8%
Saklamadaki Hisse Senetleri	165.727	139.970	173.982	24,3%
Fiili Dolaşımdaki Payların Piyasa Değeri	119.310	96.810	125.521	29,7%
Ortalama Halka Açıklık Oranı	25,2%	25,3%	26,8%	A.D.

Menkul Kıymet Sayısı				
	2010	2011	2012/07	%Δ
Şirket*	263	263	266	1,1%
Diğer Şirket**	44	74	95	28,4%
Borsa Yatırım Fonu + Menkul Kıymet Yat. Ort.	43	38	38	0,0%
Varant	22	175	192	9,7%

*Ulusal Pazar, GYO ve Girişim Sermayesi

**İkinci Ulusal Pazar, Gözaltı Pazarı ve GİP

İMKB İşlem Hacimleri*				
Milyar TL	2010	2011	2012/07	%Δ
Hisse Senedi Piyasası	1.271	1.390	726	A.D.
Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP)	-	1	1	A.D.
Tahvil-Bono Kesin Alım-Satım Pazarı**	1.368	1.699	962	A.D.
Aracı Kurum	141	127	55	A.D.
Banka	1.227	1.572	906	A.D.
TCMB+Takasbank	0	0	1	A.D.
Repo-Ters Repo Pazarı**	6.413	7.698	8.532	A.D.
Aracı Kurum	1.065	1.129	826	A.D.
Banka	5.125	6.513	7.703	A.D.
TCMB+Takasbank	223	57	3	A.D.

*:Alım-Satım Toplamıdır.

**.:Piyasa ve Tescil Toplamıdır.

VOB Verileri*				
Milyar TL	2010	2011	2012/07	%Δ
İşlem Hacmi	863	880	476	A.D.
Aracı Kurum	749	747	422	A.D.
Vadeli İşlemler Aracılık Şirketi	1	3	1	A.D.
Banka	114	129	52	A.D.
İşlem Gören Kontrat Sayısı (Milyon Adet)	64	74	40	A.D.
Açık Pozisyon (Adet)	181.738	266.101	339.116	27,4%

*:Alım-Satım Toplamıdır.

Birincil Halka Arzlar				
Milyon TL	2010	2011	2012/07	%Δ
Şirket Sayısı (GİP dahil)	16	24	21	A.D.
Şirket Halka Arz Tutarı	1.441	1.008	380	A.D.
Yatırım Ortaklığı Sayısı (GYO ve Girişim Ser. dahil)	6	3	1	A.D.
Yatırım Ortaklığı Halka Arz Tutarı	1.669	322	98	A.D.
Borsa Yatırım Fonu Sayısı	3	0	4	A.D.
Borsa Yatırım Fonu Halka Arz Tutarı	16	0	29	A.D.
Toplam Halka Arz Tutarı	3.126	1.329	507	A.D.

Halka Açık Şirket Kârlılığı				
Milyon TL	2009	2010	2011	%Δ
Kâr Eden Şirket Sayısı	221	247	244	-1,2%
Zarar Eden Şirket Sayısı	94	91	119	30,8%
Kâr Edenlerin Toplam Kârı	31.184	38.243	38.945	1,8%
Zarar Edenlerin Toplam Zararı	-1.666	-1.134	-5.092	348,9%
Toplam Kâr / Zarar	29.518	37.109	33.853	-8,8%

Kurumsal Yatırımcı Portföy Büyüklüğü Milyon TL	2010	2011	2012/07	%Δ
A Tipi Yatırım Fonları	1.469	1.407	1.452	3,2%
B Tipi Yatırım Fonları	29.171	25.388	26.740	5,3%
Emeklilik Yatırım Fonları	12.008	14.308	17.825	24,6%
Borsa Yatırım Fonları	257	287	354	23,5%
Yatırım Ortaklıkları	563	510	607	19,1%
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	10.779	10.830	12.816	18,3%
Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları	187	724	696	-3,9%
Toplam	54.434	53.455	60.491	13,2%
Kurumsal Yatırımcı/GSYH	4,9%	4,4%	4,5%	A.D.

Yatırımcı Sayısı	2010	2011	2012/07	%Δ
Hisse Senedi Yatırımcı Sayısı	1.043.135	1.097.786	1.090.740	-0,6%
Yatırım Fonu Yatırımcı Sayısı	2.980.212	2.961.206	2.883.036	-2,6%
Özel Sektör Borçlanma Aracı Yatırımcı Sayısı	4.903	118.629	197.688	66,6%
Varant Yatırımcı Sayısı	1.432	2.457	1.443	-41,3%
Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Yatırımcı Sayısı	-	34	65	91,2%

Yabancı Yatırımcı İşlemleri Milyon \$	2010	2011	2012/07	%Δ
Hisse Senedi Saklama Bakiyesi	71.332	46.005	61.908	34,6%
Saklamadaki Payı	66%	62%	64%	2,4%
Hisse Senedi İşlem Hacmi	133.155	132.113	71.057	A.D.
İşlem Hacmi Payı	16%	16%	18%	A.D.
Net Hisse Senedi Yatırımı	2.105	-2.011	3.320	A.D.

TSPAKB Üyeleri	2010	2011	2012/08	%Δ
Aracı Kurum Sayısı	103	101	101	0,0%
Vadeli İşlemler Aracılık Şirketi Sayısı	1	1	1	0,0%
Banka Sayısı	41	40	41	2,5%
Toplam	145	142	143	0,7%

Aracı Kurumlarla İlgili Veriler Milyon TL	2010	2011	2012/03	%Δ
Dönen Varlıklar	6.708	7.306	8.110	11,0%
Duran Varlıklar	766	743	793	6,7%
Aktif Toplam	7.474	8.049	8.903	10,6%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	5.006	5.227	6.018	15,1%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	43	53	71	34,0%
Özkaynaklar	2.425	2.769	2.814	1,6%
Toplam Özsermaye ve Yükümlülükler	7.474	8.049	8.903	10,6%
Net Komisyon Gelirleri	716	702	159	A.D.
Faaliyet Kârı/Zararı	262	304	61	A.D.
Net Kâr	367	414	158	A.D.
Personel Sayısı	4.948	5.100	5.098	0,0%
Şubeler	161	159	155	-2,5%
İrtibat Bürosu	46	61	65	6,6%
Acente Şubeleri	6.347	6.466	6.518	0,8%

İMKB-100 Endeksi ve Hisse Senedi Piyasası	2010	2011	2012/08	%Δ
İMKB-100	66.004	51.267	67.368	31,4%
İMKB-100 (En Yüksek)	71.543	70.702	67.368	-4,7%
İMKB-100 (En Düşük)	48.739	49.622	49.694	0,1%
Günlük Ortalama İşlem Hacmi (Milyon TL)	2.543	2.747	2.360	-14,1%

Yurtdışı Borsa Endeksleri	2010	2011	2012/08	%Δ
ABD Nasdaq 100	2.218	2.278	2.754	20,9%
ABD S&P 500	1.258	1.258	1.399	11,3%
Almanya DAX	6.914	5.898	6.895	16,9%
Brezilya Bovespa	69.305	56.754	57.256	0,9%
Çin Shanghai Bileşik	2.808	2.199	2.053	-6,7%
Fransa CAC 40	3.867	3.160	3.379	6,9%
Güney Afrika FTSE/JSE	32.119	31.986	35.307	10,4%
Hindistan BSE Sens	20.509	15.455	17.542	13,5%
Hong Kong Hang Seng	23.035	18.434	19.553	6,1%
İngiltere FTSE 100	5.900	5.572	5.719	2,6%
Japonya Nikkei 225	10.229	8.455	8.984	6,2%
Meksika IPC	38.551	37.078	39.926	7,7%
Rusya RTS	1.770	1.382	1.384	0,2%

A.D.: Anlamlı değil

Haftalık olarak güncellenen Sermaye Piyasası Özet Verileri Tablosuna www.tspakb.org.tr adresindeki internet sitemizden ulaşabilirsiniz.

Kaynak: Financial Times, Garanti Yatırım, İMKB, Kalkınma Bakanlığı, MKK, Rasyonet, SPK, TCMB, TSPAKB, TÜİK, VOB

