**“ULUSLARARASI FİNANS YÖNETİMİ**

**08 - KAMBİYO RİSKİNİ BELİRLEMEK VE YÖNETMEK”**

**BÖLÜMÜNE EK**

**TÜREV ARAÇLAR**

***Ali İhsan Karcan***

**A) TÜREV ARAÇLARA GENEL BİR BAKIŞ**

 **1) Giriş**

“Türev araç” denildiğinde kastedilen “türev araç sözleşmesi” olarak nitelenen sözleşmedir. Bazan “türev ürün” terimi de kullanılmaktadır. [[1]](#footnote-1) Türev araçlar, bazan riskten korunmak bazan da pazardaki değişimler üzerine spekülasyon yapmak amacıyla pazardaki ***al-satçılar (traders***) tarafından kullanılan bir finansal araçtır. Aslında, türev sözleşme, iki taraf arasında bir varlığın değeri üzerine girişilen bir ***“yan bahis- side bet***” olarak nitelenebilir.[[2]](#footnote-2)

Türev sözleşmeler, finansal sözleşmeler olup bu sözleşmeden sağlanacak getiri, “***dayanak varlık - underlying asset”*** olarak nitelenen bir başka varlığın getiri ya da fiyat değişmelerine bağlıdır. Bu nedenle türev aracın performansı, dayanak varlığın sağlayacağı ya da gerçekleştireceği performansa bağlıdır. Türev araçlar ya da sözleşmeler bir vadeye bağlı sözleşmelerdir. Bir başka deyişle türev araçlar belirli bir vadede doğmakta veya başlamakta ve daha sonra da belirli bir vadede sonlanmaktadırlar. Türev sözleşmeler tarafların dayanak varlığın riskini transfer etmelerine olanak sağlar. Dayanak varlığı elinde tutan taraf riskini azaltmak ve riskten korunmak (hedge etmek) için türev araçları kullanabilir. Buna karşılık, riskten kazanç sağlamak isteyen (spekülasyon amacıyla) kişi de türev araçları kullanabilir. Bazan da türev araçlar bir yatırımcıyı belirli risklerden korumak amacıyla alınan bir tür “sigorta” olarak da kullanılmaktadır. Bazan da türev araçlar “arbitraj” yapmak amacı ile kullanılırlar.

Türev sözleşmeler yapıldıkları piyasalara göre üç kategoriye ayrılabilirler.[[3]](#footnote-3)

***(i) Pazar Kotunda Yer Alan Türev Araçlar (listed derivatives)***

Bu tür piyasalar türev araçların standartlaştırılmış sözleşmeler biçiminde işlem gördüğü piyasalar olup genellikle düzenlenmiş piyasa olarak nitelenen borsalardır. Bu tür piyasalarda işlemlerin kaydı, takası ve ifası takas odası ya da takas merkezi (clearinghouse) olarak da bilinen ***merkezi karşı taraf (CCP-central counter party)*** eliyle merkezileştirilmiş olarak gerçekleştirilir. Bu tür piyasalarda sözleşmeler ayrıntılı bir biçimde standartlaştırılmış olup bu özellik alım satımı kolaylaştırır ve likiditeyi artırır. Sözleşmenin yerine getirilmesinin borsa kanalıyla olması da fiyat oluşumu (price discovery) ile şeffaflığı gerçekleştirirken sözleşmenin taraflarında da anonimliği sağlar. Takas odası da bütün alım satımlarda taraf olur. Takas odası aynı zamanda ***“karşı taraf riski- counterparty riski”*** olarak nitelediğimiz sözleşmenin taraflarından kaynaklanan sistemin kredi riskini de yönetir.

 ***(ii) Tezgah Üstü Türevler (over-the-counter (OTC) derivatives)***

 Bu tür piyasada işlem gören türevler, taraflar arasında özel pazarlık ve görüşmelerle bağıtlanır ve kayıt edilir. Bu tür türevler, kotta yer alan türevlerden bir çok açıdan farklılaşırlar. OTC işlemleri bir ölçüde standartlaştırılmış kural ve hükümlerle yapılacak olsalar bile sözleşen taraflar koşulları kendi tercihleri doğrultusunda serbestçe belirlerler. İkincisi, sözleşmenin yerine getirilmesi borsa yerine al-satçılar ve sonunda taraflar arasında yapılır. Üçüncüsü, OTC türevlerin sözleşen taraflarca kaydedilmesi (booking) taraflar arasında doğrudan risk yüklenilmesi anlamımı taşımaktadır. Bu tür sözleşmelerin karşı taraf riski taraflarca yönetilir.

 ***(iii) Takasedilmiş OTC Türevler (cleared OTC derivatives)***

 Bu tip türev sözleşmlerin gelecekte önemi artacaktır. Bu türev sözleşmelerinde aralarında özel olarak pazarlık ve görüşme yapan taraflar standartlaştırılmış iki taraflı işleme girişirler. Ancak işlem bir CCP’ye kaydedilir. İşlemlerin CCP’de kaydedilmesi işlemi yapan tarafların birbirlerine doğrudan karşı taraf kredi riskine sahip olmamaları ve herbirinin takas merkezine karşı sorumlu olmaları anlamına gelmektedir. Standartlaştırmanın kota alınmış türev ürünler kadar sıkı olması gerekmez ancak yüksek derecede standartlaşma ilgili CCP’nin risk yönetimini kolaylaştırır.

Türev araçlar denildiğinde 2 ana tür ya da tip türev araç veya sözleşmeden bahsedebiliriz:

 (i) Birincisi ***Vadeli Araçlar (Forward-based instruments)*** olup bunlar bazan ***“delta-one instruments”*** olarak da nitelenirler. ***“Delta one” türevin fiyatındaki değişmenin dayanağı varlık, faiz veya şeyin fiyatıyla yakın ilişkisi olması anlamını ifade etmektedir.*** Bu tür sözleşmelerde tarafların arasında gelecekte sözleşilen tarihte meydana gelecek değişimin fiyat, oran veya fazinin sabitlenmesinin etkisinden doğan simetrik (yansız) haklar ve yükümler vardır. Aşağıdaki kutuda gösterildiği gibi vadeli araçların dört alt türü bulunmaktadır.

(ii) İkinci tip türev araçlar ***“Opsiyonlar***” olup bu sözleşmelerde tarafları olan ***alıcı (holder***) ve ***satıcı (opsiyon yazan-option writer***) arasında haklar ve yükümler ***yanlı (asimetrik)*** nitelikte olduğundan doğrusal değildirler.

**Kutu: 22**

**Türev Sözleşmelerin Türleri**

|  |
| --- |
| **A) Vadeli Araçlar (Forward-based instruments)**  **(i) Vadeli Alım-Satım Sözleşmeleri (Forwards, forward contracts)** **(ii) Swap Sözleşmeleri (Swaps)** **(iii) Vadeli İşlem Sözleşmeleri (Futures, future contracts)** **(iv) Kredi Türevleri (Credit Derivatives)**1. **Opsiyon Sözleşmeleri (Options)**
 |

 Bu türev sözleşmelerden swaps ve forwards ağırlıklı olarak tezgahüstü piyasalar ile para piyasalarında ve bir ölçüde de emtia piyasalarında gerçekleştirilirler. Buna karşılık hem futures hem de options bir yandan standart sözleşmeler olarak organize borsa ve düzenlenmiş pazarlarda işlem görürken diğer yandan tezgahüstü pazarlarda da işlem görürürler. Bu nedenle aşağıda görüleceği giibi esas itibariyle SPKn. futures ve options sözleşmelerini sermaye piyasası aracı olarak tanımlamıştır.

**2) Vadeli Alım-Satım Sözleşmeleri (Forwards, forward contracts)**

***Bir forward sözleşme, alıcı ve satıcının önceden belirlenmiş olan gelecekteki tarihte belirlenmiş miktar ve nitelikteki bir şeyi önceden belirlenmiş olan bir fiyattan teslimde anlaştıkları bir sözleşmedir. Dayandığı varlığın yani teslimde anlaşılan varlığın fiyatı değiştikçe sözleşmenin değerinin de değişmesi nedeniyle forward sözleşme bir türev sözleşmedir.*** Dayanak varlığın fiyatı artar ise, varlığı gelecekte sabit bir fiyatat almayı sözleşmiş olan taraf için sözleşme daha değerli hale gelecek; varlığı gelecekte önceden belirlenmiş fiyattan teslim edecek olan kişi için ise değeri düşecektir. Kontrat ile, alıcı dayanak varlığın fiyatı yükseldiği için vadede açık piyasada ödeyeceğinden daha düşük olan önceden belirlenmiş olan bir fiyatı ödeyerek iyi bir iş yapmış olacaktır. Eğer dayanak varlığın fiyatı düşer ise tersi olacaktır. Bu durumda, forward sözleşme alıcı için daha az değerli satıcı için ise daha fazla değerli olacak ve satıcı iyi bir işlem yapmış olacaktır. Forward sözleşmelerde satıcı kısa (açık-short) pozisyonda iken alıcı uzun (long) pozisyondadır. Forward sözleşmelerde sözleşilen tarihte fiziki teslim ile sözleşmenin sonlandırılması esastır.

Forward sözleşmeler standart tip organize pazar sözleşmeleri olmadıklarından bu tip sözleşmelerde taraflar sözleşmenin esaslı unsurlarını (gelecekte teslim edilecek dayanak varlık, varlığın fiyatı, miktarı, ödem ve teslim yeri, ödeme ve teslim zamanı, sözleşmenin sonlandırılması yöntemini) pazarlıkla kendi aralarında belirlerler. Taraflar, sözleşmeyi yerine getirmeme (temerrüt) riskini kendileri belirleme, yönetme ve yüklenme durumundadırlar.

Forward sözleşmeler çok çeşitli biçimlerde olabilmektedir. Ana kategoriler olarak;

- Paya Dayalı Forward Sözleşmeler

- Forward Rate Agreements (FRAs)

- Forward Para (Döviz) Sözleşmeleri

- Emtia Forward Sözleşmeleri

şeklinde bir sınıflama yapılabilir.

**3) Swap Sözleşmeleri**

 Swap kelime olarak değiştirme, takas anlamındadır. ***Swap sözleşmeleri iki tarafın bir şeyi belirli bir zaman içerisinde ya da belirli bir tarihte karşılıklı olarak değiştirmek için anlaştıkları bir sözleşmedir. Karşılıklı olarak değiştirilmesi kararlaştırılan şey bir edim, faiz, finansal araç, nakit akımı, para, varlık veya yükümü, emtia, kıymetli maden olabilir. Swaplar birer türev araç kabul edilmektedir. Çünkü değiştirilen şey aslında bir ödeme akımıdır. Bu ödeme akımı da değiştirmek için sözleşilen şey ne ise ona dayanmaktadır.*** Ödeme akımlarını değiştirerek taraflar dayanak olan varlıklardan kaynaklanan risklerini de karşılıklı olarak değiştiriler. Swap sözleşmleri esas itibariyle organize borsa ve piyasalarda işlem görmeleri amacıyla standartlaştırılmış sözleşmeler değildirler. Genelde tarafların kişisel gereksinmeleri çerçevesinde ve taraflarca şartları belirlenerek yapılırlar. Ancak bu konuda International Swaps and Derivatives Association (ISDA) tarafından swaplar için hazırlanmış olan çerçeve sözleşme yaygın olarak yollama yapılan bir hukuksal metindir. [[4]](#footnote-4)

Swap sözleşmeler ana gruplar itibariyle şu şekilde sınıflanabilirler:

 - Faiz Oranı Swapları

 - Yabancı Para Swapları

 - Emtia Swapları

 BIST bünyesisinde bir swap piyasası açılmış olsa da swapları SPA olarak kabul edilemeyeceklerini düşünüyoruz. Nitekim, SEA 1934, “menkul kıymete dayanan swap anlaşmalarının – security-based swap agreements”, Kanunda yer alan (3(a)(10)) security tanımı içerisine girmediğini SEC’in bu anlaşmaları kayda alamayacağını öngörmektedir (Sec 3A. (b)).

**4) Vadeli İşlem Sözleşmeleri (Futures, future contracts, financial futures*)***

***Forward sözleşmeler gibi vadeli işlem sözleşmeleri (futures) bir mal veya finansal aracı ileride belirlenen bir tarihte ve belirlenen bir fiyattan alma veya satmayı bağıtlamaktadır. Ancak forward’dan farklı olarak bir future sözleşme, borsada işlem gören standartlaştırılmış bir vadeli sözleşmedir.*** Future sözleşmeler, forward sözleşmlerden farklı olarak tarafların isteği ve gereksinmelerine göre ve taraflar arasında pazarlıkla belirlenmez. Future sözleşmeler çok değişik şeyler üzerine yapılabilir. Pazar katılımcıları OTC yerine düzenlenmiş borsa ve pazarlarda futures sözleşmeleri alır ve satarlar. Future sözleşmelerin borsalarda işlem görmesi ve ifa edilmesi standartlaştırmayı gerekli kılar. Borsalar da borsanın pazarlarında işlem gören araçların standartlaştırılmış form ve sözleşme koşullarını belirlemektedirler. Future sözleşmeler, dayanak olan varlık ya da şeyin tipi ile sözleşmenin önceden belirlenmiş tarihlerine göre standartlaştırılırlar. Standartlaştırma pazara katılımcıları çoğaltır. Çünkü sözleşmenin dayandığı mal özel nitelikli bir mal olmaktan çıkıp genelleşerek misli mal haline gelir. Aynı zamanda standartlaştırma, pazara spekülasyon ile korunma amaçlı daha fazla kişiyi katılma yönünde teşvik eder. Bu da pazarda likiditeyi artırır. Likit futures pazarlar da fiyat oluşumunu (price discovery) iyileştirir.

***Forward sözleşmeler ile future sözleşmeler arasındaki önemli farklardan birisi, future sözleşmelerde satıcı dayanak emteanın teslimini genellikle yapmaz.*** Bir future sözlşemenin tarafları pozisyonlarının muadil ve karşıt bir işlemle tasfiye ederler. Future sözleşmenin satıcısı alıcıya dayanak malı teslim etmek yerine cari fiyat ile sözleşilen fiyat arasındaki farkı nakit olarak ödeyip sözleşmeyi ifa eder. Bu ise türev piyasalar için önemli bir finansal yenilik olmuştur. Teslim artık gerekli olmadığından taraflar için dayanak malın nakliye ve teslimi bir sorun olmaktan çıkmıştır. Böylece alıcı ve satıcıları alım satım yapmaya istekli oldukları pazarın coğrafi alanı olağanüstü bir biçimde genişler.

Vadeli İşlem Sözleşmesinin kurulması ile sözleşme tutarının belirli bir oranının (genel olarak % 10 gibi ya da bazan sabit bir tutar) ***başlangıç teminatı (initial margin)*** olarak yatırılması gerekmektedir. Takas kurumunun sözleşmeye taraf olması için teminatın yatırılması zorunludur. Başlangıç teminatı sözleşme süresi boyunca sürekli olarak hergün piyasa fiyatları ile belirlenir***. Piyasa fiyatları ile değerleme (marking to market)*** denilen bu uygulama ile sözleşme için gerekli ***sürdürme teminatı (maintenance margin)*** da belirlenmiş olur. Başlangıç teminatı yeniden belirlenen sürdürme teminatının altına düşer ise takas üyesi tarafından ***teminatın tamamlanması çağrısı (margin call)*** yapılarak teminatın tamamlanması istenir. Tamamlanması istenen bu farka ise ***“değişim teminatı (variation margin)”*** denilmektedir. Önceden belirli süre içinde teminat tamamlanmaz ise takas merkezi ters işlem ile sözlşemeyi tasfiye eder. Eğer, başlangıç teminatı sürdürme teminatının üstüne çıkar ise teminat fazlası oluşur ve bu kısım serbest bırakılır.

Vadeli işlem sözleşmelerini aslında iki ana kategoriye ayırabiliriz:

- Emtia ya da Mala Dayalı Vadeli İşlem Sözlşemleri (Commodity Futures)

- Finansal Vadeli İşlem Sözleşmeleri (Financial Futures)

Emtiaya dayalı olan vadeli işlem sözleşmeleri pamuk, buğday, soya gibi tarım ürünlerine; altın, platin, gümüş, çelik gibi değerli maden ve metallere, petrol ürünleri gibi fiziki varlığı olan emtialar yanısıra elektrik gibi ürünlere ve bu ürünlere ilişkin endekslere dayalı olarak yapılmaktadır. Finansal Vadeli İşlem Sözleşmeleri ise Faiz-oranı Vadeli İşlem Sözleşmeleri (Interest-rate futures); yabancı para vadeli işlem sözleşmeleri (foreign currency futures); Pay Vadeli İşlem Sözleşmeleri (stocks futures) Pay Endeksi Vadeli İşlem Sözleşmeleri (stock index futures) şeklinde oluşturulmaktadırlar.

Vadeli işlem sözleşmeleri ile forward sözleşmeleri her ikisi de vadeli sözleşme olmalarına karşın aralarında farklar bulunmaktadır. İkisi arasındaki temel farklılıklar aşağıda tabloda gösterilmiştir.[[5]](#footnote-5)

**Kutu: 23**

**Vadeli İşlem Sözleşmeleri ile Forward Sözleşmeler Arasındaki Farklar**

|  |  |
| --- | --- |
| **Vadeli İşlem Sözleşmeleri** | **Forward Sözleşmeler** |
| Borsada işlem görürler | Tezgahüstü piyasada işlem görürler |
| Asli unsurları standartlaştırılmış sözleşme | Asli unsurları taraflar arasında serbestçe belirlenen bir sözleşme |
| Teslimat için belirlenmiş bir çok tarih vardır | Belirlenmiş tek bir teslimat tarihi vardır |
| Kâ/zarar günlük olarak hesaplanır (marking to market | Kâr/zarar vadede tarihinde ortaya çıkar |
| Pozisyon genellikle vadeden önce kapatılır | Pozisyon vade tarihinde kapatılır |
| İşlem yapabilmek için teminat yatırmak zorunludur | Teminat zorunluğu yoktur |
| Takas kuruluşu olduğundan kredi riski yoktur ya da çok düşüktür | Takas kuruluşu olmadığı için tarafların sözlşmeden doğan yükümlülüklerini yerine getirememeleri riski, yani kredi riski vardır |

Kaynak: Borsa İstanbul

**5) Opsiyon Sözleşmeleri (Options)**

***Opsiyon (option) bir borç altına girmeksizin bir şeyi yapabilme hakkıdır.***

Aristo, Politika adlı eserinin birinci cildinde Miletli filozof Thales’in bir hikayesini anlatır. Bu hikayede, Thales birikirdiği az miktarda bir para ile daha zeytinlerin toplanmasına dokuz ay kala yöredeki zeytinyağı üreticilerini dolaşmış ve hepsine bir miktar avans ödeyerek sonbaharda zeytinyağı tesislerinin herkesten önce kendisinin kullanacağını garantiye almış. O tarihte hiç kimse o yıl zeytin ürününün az ya çok olacağın kestiremezmiş. Ürün toplama zamanında o yıl ürün çok fazla olmuş ve zeytinyağı tesisleri talep patlaması yaşamış. Thales de dokuz ay önce kullanım hakkını aldığı tesisleri dileyene yüksek bedellerle kiralamış ve çok para kazanmış.

Bu hikayeyi aktaran ***Bernstein (1997***), Aristo’nun Thales hakkında aktardığı bu anektot ve Thales’in kullandığı gerecin daha sonraları opsiyon olarak olarak bilinecek olan enstrümanın kayıt altına alınmış ilk kullanımı olduğunu söylemektedir. ***Temel olarak opsiyon daha önceden belirlenen ve üzerinde anlaşmaya varılan koşulların gerçekleşmesi halinde kişiye bu anlaşmayla garanti altına aldığı tarzda davranma hakkı veren bir sözleşmedir.*** Opsiyon sözleşmeleri, sözleşmeyi imzalayan kişiyi, kendi istemediği sürece harekete geçmeye zorlayamaz.[[6]](#footnote-6) Opsiyon malikinin her zaman için bir şey yapmama hakkı vardır. Bu nedenle de opsiyonlar değerlidirler. Opsiyonun şimdi veya gelecekte bir değeri olabilir ya da değersiz olabilir. Ancak bir opsiyonun değeri asla negatif olamaz.

 Opsiyonlara her yerde rastlayabiliriz. [[7]](#footnote-7) Gerçekten de opsiyonlar çok değişik biçimlerde ortaya çıkabilirler. Bu opsiyonlar bazan gizli bir biçimde olabileceği gibi açık bir biçimde de olabilirler. Diğer yandan opsiyonlar kanunun ya da düzenlemelerin bir başka deyişle de hukukun verdiği, tanıdığı haklar biçiminde ortaya çıkabilirler. Buna karşılık bazı opsiyonlar sözleşme hukuku çerçevesinde tarafların karşılıklı iradelerinin mutbakatı ile yaratılabilirler. Finasal araç olarak nitelediğimiz opsiyonlar bu ikinci tür opsiyonlar arasındadır. Sözleşme ile yaratılan opsiyonların hepsi SPA nitelinde değildir. Gerçekten de bir opsiyonun SPA niteliğinde olabilmesi için sözleşme ile yaratılması, standart bir sözleşme ile kurulması, organize pazarlarda işlem görmmesi gerekmektedir. Özellikle finnansal kesimde kullanılan ve özel pazarlık ve anlaşma ile yaratılmış opsiyonlar bir finansal araç olsalar da SPA değildirler.

 Kanun tarafından yaratılan bazı opsiyonları hatırlayabiliriz. Anonim şirketler hukukundaki ***“rüçhan hakkı-yeni pay alma***” hakkı paya bağlı bir opsiyondur. Buna göre, her pay sahibi, yeni çıkarılan payları, mevcut sermaye oranına göre alma hakkına sahiptir (TTK m. 461/1). Ancak pay sahibi dilerse bu yeni pay alma hakkını kullanmayabilir. Şirketler hukukundaki ***“sınırlı sorumluluk”*** ilkesinin aslında gizli bir opsiyon olduğu söylenebilir. ***Merton (1977)***ve onu izleyen bazı yazarlar mevduat sigortasının bir çeşit ***“put option”*** kavramı olduğunu ileriye sürmüşlerdir.

SPKn.’nda yer alan ***“ayrılma hakkı”*** put option diyebileceğimiz bir opsiyondur. Gerekli koşulları yerine getirmiş olan pay sahiibi dilerse bu hakkını kullanarak paylarını HAO’lığa satarak ayrılma hakkını kullanabilir (SPKn. m.24). Kendisine ***zorunlu pay alım teklifi*** yöneltilen pay sahibi için bu bir opsiyon hakkı yaratır (SPKn. m.26). SPKr. tarafından yayımlanan Borçlanma Araçları Tebliği ile düzenlenen “***Paya Dönüştürülebilir Tahviller” ve “Değiştirilebilir Tahviller”***in sahiplerinin sahip oldukları dönüştürme/değiştirme hakkı aslında birer opsiyon hakkıdır. ***Gayrımemkul Sertifikası*** sahiplerine verilen ve öngürülen süre içinde kullanılması gereken asli edimi kullanım hakkı aslında bir opsiyon hakkıdır. Bu opsiyon hakkını öngörülen süre içinde kullanmayan sertifika sahibi artık asli edim yerine tali edimi talep edebilir. Ancak bu opsiyonlar standart bir sözleşmeye dönüştürülerek organize pazarda alım-satıma konu olmadıkça bir SPA’na dönüşemez ve kişisel birer hak olarak kalırlar. Bu çerçevede ***varant*** SPKr. tarafından yaratılmış ve düzenlenmiş özel bir opsiyon sözleşmesi olarak SPA niteliğindedir.

 Finansal araç olarak opsiyon, sözleşme hukuku çerçevesinde yaratılır. ***Finansal yönetimde, çoğunlukla opsiyon sözleşmesi bir varlığın alma veya satın alma hakkını ifade etmektedir***. Malik olan (yani opsiyonun sahibi, opsiyonu satın alan) kişinin, opsiyon sözleşmesi yapabilmesi için bir yazımcı (writer- opsiyon satıcısı) kişiye gereksinimi vardır.

 Bir opsiyon sözleşmesinde, taraflardan birisi olan ***opsiyon satıcısı (seller)*** veya ***yazıcısı (writer)*** ile diğer taraf olan ***opsiyon alıcısı (buyer, holder)*** arasında yapılan ve alıcıya ödediği bir ***prim karşlılğında (option premium)*** vadesi ve teslim şartları önceden belirlenmiş olan bir malı ***belirlenmiş bir fiyat (strike price)*** üzerinden alıcıya ***satın alma (call option)*** veya alıcının satıcıya ***satma (put option)*** hakkı verdiği bir sözleşmedir. Opsiyon sözleşmesi, değeri dayandığı varlığın değerinin belirlenmiş olan fiyata (strike price) göre değişmesine dayandığı için türev bir sözleşmedir. Opsiyon sözleşmesinin diğer forward ve futures sözlşemelerden farklı olarak alıcının sözleşmeyi yerine getirme yükümlülüğü yoktur; yani opsiyon hakkını kullanmakla yükümlü değildir.

 Opsiyon sözleşmeleri değişik açılardan tasnif edilebilirler.

**Kutu: 24**

**Opsiyonların Sınıflanması**

|  |
| --- |
| **1) Opsiyon Hakkının Niteliği Bakımından****2) Opsiyon Hakkının Kullanım Zamanı Bakımından****3) Opsiyona Dayanak Varlık Bakımından** **4) Opsiyonların İşlem Gördükleri Pazarlar Bakımından** **5) Opsiyonun Kazanç Durumuna Göre** |

***Hakkın Niteliği Bakımından***

Opsiyon sözleşmelerin iki ana tipi vardır. ***Alım Opsiyonu (Call Option***), opsiyon sahibine alma hakkı veren, ancak alma yükümü yüklemeyen bir opsiyon sözleşmesidir. ***Satım Opsiyonu (Put Option)*** ise opsiyon sahibine dayanak varlığı önceden belirlenmiş olan fiyattan (strike price) satıcıya satma hakkı veren ancak satma yükümü olmayan bir opsiyon sözleşmesidir.

Alım opsiyonununda opsiyonun dayandığı varlığın pazar değeri sözleşilmiş fiyatın (strike price) altına düşer ise alıcı sözleşmeyi ifa etmemeyi yani alım hakkını kullanmayı tercih etmeyebilir. Opsiyon sahibi sözleşmeyi ifa etmeyip dilerse aynı varlığı pazardan daha düşük bir fiyatla alma yolunu seçebilir. Buna karşılık satım opsiyonunda, opsiyon sahibi, dayanak varlığın fiyatı anlaşılmış fiyatın altına düşer ise daha kârlı bir duruma geçeceği için opsiyon hakkını kullanır ve dayanak varlığı pazar fiyatının üzerinde bir fiyatla satma olanağına sahip olur. Bu nedenle alıcı, opsiyon sözleşmesinden kaynaklanan hakkını kullanırken sözleşilmiş fiyat (strike price) ile dayanak varlığın fiyatını kıyaslayarak karar verecektir.

***Hakkın Kullanım Zamanlaması Bakımından***

 Opsiyon sözleşmeleri opsiyon hakkının ***kullanım zamanlaması*** bakımından iki tipte düzenlenebilirler. ***Avrupa Tipi Opsiyon (European Option)*** sözleşmelerinde opsiyon sahibi hakkını ancak vade tarihinde kullanabilir. ***Amerikan Tipi Opsiyon (American Option)*** ise, opsiyon sahibinin hakkını vade tarihinde veya vade tarihine kadar herhangi bir tarihte yani opsiyon sözleşmesinin başlangıcından opsiyon sözleşmesinin vadesine kadar her an kullanabildiği sözleşmelerdir.

 ***Dayanak Varlık Bakımından***

 Teorik olarak her şeyin üzerine opsiyon yazılabilir.

Finansal araç niteliğinde olan opsiyonları dayanak varlıkları ya da üzerine yazıldıkları varlıklar bakımdan dört ana kategoriye ayırabiliriz:

 - Finansal Araçlar Üzerine Yazılan Opsiyonlar

- Vadeli İşlem Sözleşmeleri Üzerine Yazılan Opsiyonlar

- Emtia ya da Mal Üzerine Yazılan Opsiyonlar

- Diğer Opsiyonlar

Finasal araçlar üzerine yazılan opsiyonlar ise şu şekilde gruplayabiliriz:

- Pay opsiyonları

- Pay Endeksi Opsiyonları

- Tahvil Opsiyonları

- Faiz Opsiyonları

- Yabancı Para Opsiyonları

 Emta üzerine yazılan opsiyonlar, ise petrol, altın, gümüş, buğday, soya, pamuk gibi mallar üzerine yazılmaktadır. Buna karşılık diğer grubunda “hava durumu”, “iklim değişimi” üzerine yazılan opsiyonlar sayılabilir.

 ***İşlem Gördükleri Pazarlar Bakımından***

 Opsiyon sözleşmeleri, tipik olarak organize borsalarda işlem görürler. Ancak opsiyonların tezgahüstü piayasalarda işlem görebilmesi mümkündür. Borsada işlem gören opsiyon sözleşmeleri aynı futures sözleşmelerde olduğu gibi standartlaştılmış sözleşmelerdir. Borsada işlem gören opsiyonlar borsaların işlem kurallarına uygun bir biçimde işlem görürüler. Fiyatlandırma, şeffaflık, takas merkezi, teminat sistemi ve likidite borsada işlem gören opsiyon sözleşmelerinin işlm görmesini kolaylaştırıcı özelliklerdir. Tezgahüstü piyasalarda yapılan opsiyon sözleşmeleri ise tarafların gereksinmelerine göre ve özel pazarlıkla gerçekleştirilir.

 ***Opsiyonun Kazanç Durumuna Göre***

 Burada opsiyonun kullanım fiyatı ile dayanak varlığın fiyatının kıyaslanmasına göre bir sınıflandırma yapılmakta olup üç tip durumdan bahsedilebilir.

 ***Kârda Opsiyon (In the Money Option):*** Bu durumda alım ve satım opsiyonlarında farklı durumlar söz konusudur. Alım (call) opsiyonunda kullanım fiyatı dayanak varlığın spot fiyatının altında ise; satım (put) opsiyonda ise kullanım fiyatı spot fiyatının üstünde ise bu opsiyona “kârda opsiyon” denilmektedir. Fark büyük olması halinde ise ***“aşırı kârda – deep in the money”*** opsiyon denilmektedir.

 ***Zararda Opsiyon (Out of the Money):*** Alım (call) opsiyonunda kullanım fiyatı dayanak varlığın spot fiyatının üstünde ise; satım (put) opsiyonda ise kullanım fiyatı spot fiyatının altında ise bu opsiyona “zararda opsiyon” denilmektedir. Fark büyük olması halinde ise ***“aşırı zararda – deep out-of the money”*** opsiyon denilmektedir.

 ***Başabaş Opsiyon (At the Money Option):*** Opsiyonun kullanım fiyatı dayanak varlığın spot fiyatına eşit ise opsiyon başabaş olarak nitelenir. Bu ikisi birbirine yakın ise ***“başabaşa yakın-near the money”*** opsiyon olarak nitlenir.

 Opsiyon sahibi hakkını eğer “kârda opsiyon” durumunda ise kullanmak isteyecektir. Eğer opsiyon “zararda opsiyon” ise opsiyon sahibi opsiyonu kullanmayacaktr. Opsiyonu kullanması demek dayanak varlığı pazar fiyatından daha pahalı alması (call option) ya da daha ucuza satması (put option) anlamına gelecektir.

 Opsiyon sözleşmeleri sigorta özelliği taşıyan sözleşmelerdir. Bu nedenle opsiyon primi bir tür sigorta primi gibidir. Opsiyon primi opsiyon hakkının sağladığı talep hakkına sahip olmanın bir bedeli olup opsiyon hakkı kullanılsa da kullanılmasa da opsiyon primi alıcıya geri ödenmez. Opsiyon alıcısının da ödeyeceği bu prim dışında başka bir yükümü yoktur. ***Opsiyon primini değişik faktörler etkilemektedir:***

 - Opsiyonun türü yani alım mı yoksa satım mı olduğu,

 - Opsiyonun vade bakımından türü Avrupa Tipi mi yoksa Ameriken Tipi mi olduğu,

 - Kullanım fiyatı (strike price) ile daynak olana varlığın fiyatı arasındaki fark

 - Opsiyonun vadesine kaln gün sayısı

 - Dayanak varlığın fiyatı veya endeksin oynaklığı

 - Risksiz faiz oranı

- Kar Payı Oranı (pay opsiyonları ile pay endeks opsiyonları için)

**6) Kredi Türevleri (Credit Derivatives)**

Kredi Türevlerinin ayrı bir kategori olarak sınıflandırılması tartışılabilir. Çünkü kredi türevlerinin bir kısmı diğer türev araçların (forward, swap, opsiyon gibi) özelliklerini taşır. Hatta bazı türlerini borçlanma araçları içerisinde sınıflanabilir. Varlık Teminatlı Menkul kıymetler (Asset-Backed Securities-ABS) bazan kredi türevleri içerisinde sınıflanmakla birlikte bunlar menkul kıymetleştirilmiş (securitized) borçlanma araçları oldukları için kredi türevi olarak nitelenmeleri tartışılabilir. Ancak kredi türevlerinin 2008 Global Finansal Krizde oynadıkları rol düşünülür ise bu tür finansal araçların ayrı bir kategoride sınıflanması uygun olabilir. [[8]](#footnote-8) Nitekim MIFID II, finansal araçları sayar iken ***“Kredi Riskinin Transferini Amaçlayan Türev Araçlar - Derivative instruments for the transfer of credit risk”***şeklinde bu araçları diğer türev araçlardan ayrı bir kategori olarak zikretmiştir.

 Kredi türevleri esas itibariyle kredi rsikini bir taraftan başka bir taraf aktarmak, transfer etmek amacıla kullanılan finansal türev sözleşmeleridir.

 Kredi Türevleri finansal yenilik ve yaratıcılığın yoğun olarak kullanıldığı bir alan olması nedeniyle çok değişik tipleri vardır.

- Kredi Temerrüt Swapları (Credit Defaullt Swaps-CDS)

- Kredi Temerrüt Endeks Swapları (Credit Default Index Swaps (CDS index),

- Teminatlandırılmış Borç Yükümleri (Colleteralized Debt Obligations-CDO)[[9]](#footnote-9)

 - Kredi Temerrüt Swap Opsiyonları (Credit default swap options – credit default swaption)

- Kredi Temerrüt Endeks Swap Opsiyonları (Credit Default Index Swaps Option - CD index swaption- CDS index option

- Toplam Getiri Swapları (Total Return Swaps)

- Credit Spread Forwards

 - Credit Swap Options

 - Credit Linked Notes

 - Varlık Swapları (Asset swaps)

Söz konusu kredi türevi türlerinden CDS’ler 2008 krizinde ve sonrasınfa finansal kesimde önemli bir yer tutmaktadırlar. Bir CDS’de koruma alan taraf diğer taraf yani koruma satan tarafa periyodik ödemeler (prim) yapar. Buna karşılık koruma satan da, eğer dayanak varlığı (örmeğin tahvil gibi) ihraç eden (issuer) temerrüde düşer, yapılandırılır veya iflas başvurusu yapar ise koruma satıcısı korumayı alana ödeme yapma sözü verir. Burada ihraççı referans kuruluştur ve CDS’de taraf değildir. Ancak CDS’in değeri referans kuruluşun kredi değerlililiğine dayanır. CDS’lerin üç kategorisi vardır. Tek-isimli (single name) CDS, tek bir şirket, devlet veya borç aracının olduğunu gösteriri. Çok-isimli (multi name) CDS’ler çok sayıda ihraççının olduğu sözleşmelerdir. Üçüncü kategori ise dayanağı teminatlandırılmış sözleşmeler ve yükümler sepeti yahut dayanakların endekslerine dayalı CDS’lerdir. JP Morgan’ın 125 CDS’den oluşan bir endeksteki pozisyonu, pozisyonun büyüklüğü nedeniyle London Whale (Londra Balinası) olarak isimlendirilmiştir. Bynka bu endeksdeki pozisyonu nedeniyle 6,2 milyar USD zarar yazmıştır. Ayrıca ABD’inde 4; İngiltere’de 1 düzenleyici otorite bankaya bu işlemleri nedeniyle toplam olarak 1,020 milyar USD ceza vermiştir. [[10]](#footnote-10)

CDS’ler firmaların riklerini yönetmeye, fonlama maliyetlerini düşürmeye, likiditeyi artırmaya ve fiyat oluşumunu (price discovery) iyilştirmeye katkıda bulunurlar. Ancak aynı zamanda 2008 Krizinde olduğu sistemik riskin artmasına neden olabilirler. Bu nedenle CDS’lerin ve bu iki olgu arasındaki ödünleşmeyi (tradeoff) alarak düzenlenmeleri gerekmektedir.[[11]](#footnote-11) Diğer yandan CDS’lerin sadece bir türev değil aynı zamanda sigorta sözleşmesi niteliği de olduğu ve bu nedenle sigorta sözlşemesi olarak düzenlenmesi gerektiği de tartışılmaktadır.[[12]](#footnote-12) CDS’lerin, SPA (securities), türev, kumar ve sigortanın kesiştiği bir ürün olduğu anacak çoğunlukla türev olarak bir ölçüde de sigorta sözleşmesi olarak düşünüldüğü dikkate alınır ise aslında melez (hybrid) bir finansal araç ya da sözleşme türü olduğunu söyleyebiliriz.

**B) TÜRK SERMAYE PİYASALARINDA TÜREV ARAÇLAR**

Tarihsel olarak bakıldığında ülkemizde türev ürünlerin iki ana kanaldan düzenlenmeye çalışıldığı görülmektedir.[[13]](#footnote-13)

Bunlardan birisi sermaye piyasası düzenlemeleri iken diğeri Türkiye Odalar ve Borsalar Kanunu olmuştur.

Türev araçlar, finansal nitelikli araçlar ve sözleşmeler olmakla birlikte bazı türev araç türlerinin mala dayalı özellikleri nedeniyle de ürün borsaları çerçevesinde düzenlenmeye çalışılmıştır. Diğer yandan sermaye piyasalarında türev araçların türü ve tanımını bu tür araçların işlem gördüğü borsalar ve piyasalardan ayrı düşünmeyiz. Araçlar ile borsa ve piyasalara ilişkin düzenlemeler birbirleriyle paralel gitmiştir.

**1) Sermaye Piyasası Düzenlemelerinin Gelişimine Kısa Bir Bakış**

***2499 sayılı SPKn***.’nun ilk şeklinde türev araçlar ile ile ilgili olarak doğrudan veya dolaylı bir tanımlama ve kural bulunmamaktadır.

Bu konuda daha sonra 2499 sayılı Kanunuda değişiklik yapan düzenlemeler SPA’larının kapsam ve tanımlamasını değiştirme yaklaşımı yerine SPKr.’nun görev ve yetkilerinde yapılan değişiklik ile türev araçlara ilişkin olarak düzenleme yapma yetkisi ile konuyu çözümlemişlerdir. Ayrıca türev araçlar sermaye piyasası faaliyetleri arasına da eklenmişlerdir.

Bu konudaki ilk düzenleme ***3794 sayılı Kanun*** (RG 13/5/1992- 21227) ile yapılmıştır. 3794 sayılı Kanun ile yapılan bu değişiklik ile SPKr.’nun görev ve yekileri arasında

*“Finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mal ve kıymetli madenlere dayalı vadeli işlem sözleşmesi ile münhasıran bu sözleşmelerin işlem göreceği borsalarda çalışacak kurumların kuruluş, faaliyet ilke ve esasları ile yükümlülüklerini düzenlemek, izlemek ve denetlemek”*

sayılmıştır (m.22/j).

 3794 sayılı Kanun sermaye piyasası faaliyetleri arasında “*Finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mal ve kıymetli madenlere dayalı vadeli işlem sözleşmesi yapılmasına aracılık”* da sayılmıştır (m.30/1/c)

 SPKr.’nun görev ve yetkileri sonra ***558 sayılı KHK*** (RG 27/6/1995 -22326) ile[[14]](#footnote-14) şu şekilde yeniden düzenlenmiştir.:

*“Ekonomik ve fınansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçların maliklerini, alım ve satım yöntemini, bu araçların işlem göreceği borsalarda çalışacak kurumların kuruluş, denetim, faaliyet ilke ve esasları ile yükümlülüklerini, teminatlar, takas ve saklama sistemi konularındaki esas ve usulleri düzenlemek,"*

558 sayılı KHK ile SPKn. m.30/1/c şu şekilde değiştirilmiştir.

*“Ekonomik ve fınansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçların alım satımının yapılmasına aracılık”*

558 sayılı KHK ile SPKn. m.30/2 şu şekilde değiştirilmiştir.

***"****Aracılık, sermaye piyasası araçlarının 31 inci madde çerçevesinde yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına alım satımıdır. Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçların yapılmasına aracılık da bu hüküm kapsamındadır."*

***4487 sayılı Kanun*** (RG 18/12/199 -23910) ile SPKn.’nda türev işlemler ile ilgili olarak önemli değişiklikler gerçekleştirilmiştir.

SPKn. m.22/1/j şu şekilde değiştirilmiştir:

*“Ekonomik ve fınansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçların niteliklerini, alım ve satım esaslarını, bu araçların işlem göreceği borsalar ve piyasalarda çalışacakların denetim, faaliyet ilke ve esasları ile yükümlülüklerini, teminatlar, takas ve saklama sistemi konularındaki esas ve usulleri düzenlemek”*

SPKn m.30/1/c şu şekilde değiştirilmiştir.

*Ekonomik ve fınansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçların alım satımının yapılmasına aracılık,”*

4487 sayılı Knaun bir başka önemli özelliği ise türev araçların işlem göreceği özel nitelikli bir bosaının kurulmasına ilişkin olarak öngördüğü düzenlemedir (m.40)[[15]](#footnote-15).

*“Münhasıran, ekonomik ve fınansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile her türlü türev araçlardan oluşan sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği tüzel kişiliği haiz borsalar, Kurulun teklifi ve ilgili Bakanın önerisi üzerine Bakanlar Kurulunun onayı ile kurulur. Bu borsaların kuruluş, teşkilât, faaliyet, denetim, üyelik ilke ve esasları ilgili bakanlıkça çıkarılacak bir yönetmelikle belirlenir. Bu borsalar anonim şirket niteliğinde kurulursa, yıllık kârlarının % 20'sinden fazlasını dağıtamazlar. Bu fıkra kapsamındaki sermaye piyasası araçları damga vergisinden muaftır.”*

 2499 sayılı Kanun döneminde 558 sayılı KHK ile birlikte türev araçlara ilişkin ikincil düzenlemeler yapılmıştır.

6362 sayılı SPKn., türev araçları “***Kanunda sayılan veya Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer türev araçları ifade eden”*** bir kavram olarak tanımlamış ve bazı türev araçları da saymıştır (SPKn. m. 3/1/u).

Kanunda sayılan tanımlamada yer alan türev araçları;

(i) Menkul kıymetleri satın alma veya satma veya birbirleri ile değiştirme hakkı veren türev araçlar;

(ii) Değeri, bir menkul kıymet fiyatına veya getirisine; bir döviz fiyatına veya değişikliğine ; faiz oranına veya orandaki değişikliğe; bir kıymetli maden veya kıymetli taş fiyatına veya fiyat değişkliğine; bir mal fiyatına veya fiyat değişikliğine; Kurulca uygun görülen kurumlarca yayınlanan istatistiklere veya bunlardaki değişkliğe; kredi riski transferi sağlayan, enerji fiyatları ve iklim değişkenleri gibi ölçüm değerleri olan ve bu sayılanlardan oluşturulan bir endeks seviyesine veya seviyedeki değişikliğe bağlı olan türev araçları, bu araçların türevlerini ve sayılan dayanak varlıkları birbirleri ile değiştirme hakkı veren türevleri,

(iii) Döviz ve kıymetli madenler ile Kurulca belirlenecek diğer varlıklar üzerine yapılacak kaldıraçlı işlemleri

kapsamaktadır.

Aslında geri çağrılabilir ve paya dönüştürülebilir borçlanma araçlarındaki geri çağırma hakkı ve dönüştürme hakları ve varantlar opsiyon benzeri araçlar olduklarından birer ***“Menkul kıymetleri alma, satma, değiştirme hakkı veren türev araç”*** niteliğindedirler**.**

***SPKr. III-37.1 ile*** sermaye piyasası aracı olarak türev araçlar ile ilgili alım satım ve müşteri emirlerinin yerine getirilmesini yatırım hizmeti olarak tanımlamıştır. Bu çerçevede***,*** kaldıraçlı işlemler dışında kalan türev araçlara ilişkin emir iletimi, işlem ya da portföy aracılığı faaliyetleri, işlemlerin niteliğine göre borsalar ve teşkilatlanmış diğer pazar yerlerinde ya da tezgahüstü piyasalarda yapılabileceğini öngörmüştür (m.25)

İligli düzenlemeye göre, aşağıda belirtilenler türev araç işlemi kapsamında değildir (m.26):

 a) Döviz, kıymetli maden, kıymetli taş, mal veya diğer varlıkların fiziki olarak alım satımı.

b) Gerçek ve/veya tüzel kişilerin kendi aralarında bir yatırım kuruluşu aracılığı olmaksızın gerçekleştirdiği, ticari veya mesleki faaliyet sayılamayacak nitelikteki türev araç alım satım işlemleri.

 Düzenlemeler çerçevesinde bakıldığında SPKn. açısından türev işlemlerin borsa ve teşkilatlanmış piyasalarda yapılabileceği gibi tezgah üstü piyasalarda da yapılabilmesi öngörülmüştür

.

**Kutu: 25**

**Sermaye Piyasası Aracı Olarak Türev Araçlar**

|  |  |
| --- | --- |
|

|  |
| --- |
|  **A) Menkul Kıymetleri Alma, Satma, Değiştirme Hakkı Veren Türev araçlar (Opsiyonlar),** **B) Bir Değere Dayalı Olan Türev Araçlar (Vadeli İşlemler)** Bir değere (Menkul Kıymet; Döviz, Faiz Oranı, Kıymetli Taş veya Maden Fiyatı, Bir Mal Fiyatı; İstatistikler; Ölçüm Değerleri; Endeksler gibi) ve Bunların Fiyatlarında veya Değerlerinde Bir Değişikliğe Dayalı   **C) Kaldıraçlı İşlemler,** i) Dövize Dayalı ii) Kıymetli Madene Dayalı iii) SPKr. Tarfından Belirlenecek Diğer Varlıklara **D) Kurulca Belirlenen Diğer Türev Araçlar,** |

 |

Menkul Kıymetleri Alma, Satma, Değiştirme Hakkı Veren Türev araçlar esas iitibariyle “opsiyon” olarak nitelediğimiz türev araçlardır. Buna karşılık Bir Değere Dayalı Olan Türev Araçlar ise esas itibariyle “vadeli salım-satım özleşmeleri-futures” olarak nitelediğimiz türev araçlardır.

 Diğer yandan, 6362 sayılı SPKn. (m.138) ile İMKB, İstanbul Alton Borsası ve Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası (VOBAŞ) birleştirilerek Borsa İstanbul A.Ş. (BİAŞ) bünyesinde birleştirilmişlerdir.[[16]](#footnote-16) Böylece üç ayrı borsada gerçekleştirilen türev işlemler tek borsa çatısı altında toplanmıştır.

Bu konuda yeni bir yaklaşım ise, Bakanlar Kurulu ve SPKr. tarafından çıkarılan yönetmelikler ile düzenlenmekte olan türev işlemlere ve türev işlemleri işlem göreceği borsa ve teşkilatlanmış piyasalara ilişkin düzenlemelerin artık BİAŞ yada BİST yönetimi tarafından yayımlanan Yönerge ve Genelgeler ile düzenlenmeye başlanmasıdır. Bu çerçevede artık borsalarda işlem gören ***kaldıraçlı işlemler dışındaki türev araçların türleri ve nitelikleri konusu SPKr. tarafından düzenlenmemektedir.*** ***Buna karşılık tezgahüstü piyasalarda türev araçların işlem görmeleri konusu SPKr. tarafından düzenlenmeltedir*** (Tebliğ III-37.1, m. 25-29/B).

Bu konuda temel düzenleme SPKn. m. 67 uyarınca hazırlanan “***Borsa İstanbul A.Ş Borsacılık Faaliyetlerine İlşikin Esaslar Yönetmeliği”*** olmuştur. Söz konusu Yönetmelik çerçevesinde “***Borsa İstanbul A.Ş. Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası Yönergesi***” (VIOP Yönergesi) ile ***“Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası İşleyiş Esasları Genelgesi”*** (VIOP Genelgesi) yayımlanmıştır.[[17]](#footnote-17)

 BIST’de türev araçlar ile ilgili olarak iki piyasa bulunmaktadır.

Birincisi, ***“Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası”*** olup bu piyasada açılan pazarlarda opsiyonlar ve vadeli işlem sözleşmeleri işlem görmektedir. İkincisi de Borçlanma Araçları Piyasası içinde yer alan ***“ Swap Piyasası*”** olup bu piyasada swap işlemleri yapılmaktadır.

***(i) BIST - Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası***

BİST Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası şu ***pazarlarda***n oluşmaktadır:

Döviz Türev Pazarı

Elektrik Türev Pazarı

Emtia Türev Pazarı

Endeks Türev Pazarı

Kıymetli Madenler Türev Pazarı

Pay Türev Pazarı

Yabancı Endeksler Türev Pazarı

Metal Türev Pazarı

Faiz Türev Pazarı

BIST Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası ***Dayanak Varlıkları*** şunlardır:

- ***Paylar*** (BIST 30’da yer alan şirketlerin payları)

- ***Endeksler***  (BIST 30 Fiyat Endeksi; BIST Banka Endeksi; BIST Sınai Endeksi

 - **Döviz** (TL/ABD Doları Kuru; TL/Euro Kuru; Euro/ABD Doları Çapraz Kuru; TL/Rus Rublesi Kuru; TL/Offshore Çin Yuanı; İnfiliz Sterlini/ABD Doları Çapraz Kuru)

 ***- Emtia (***41 Renk Ege Pamuk; Anadolu Kırmızı Sert ikinci sınıf baz kalite buğday; Makarnalık üçüncü sınıf baz kalite buğday)

 ***- Kıymetli Madenler*** (Saf altın, TL/gram; Saf Altın, USD/ons)

 ***- Elektrik*** (Baz yük elektrik)

 ***- Yabancı Endeksler*** (Saraybosna Borsası Fiyat Endeksi)

 ***- Metal (***HMS 1 &2 CFR İskenderun Çelik Hurdası Endeksi)

Borsacılık Faaliyetleri Yönetmeliği’ne göre, hangi dayanak varlıklar üzerine türev araçların işlem göreceğine ve bu araçların asgari unsurlarına Yönetim Kurulunun önerisi üzerine SPkr. tarafından karar verilir (m.24/2). Bu asgari unsurlar şunlardır:

a) Sözleşmenin türü,
b) Sözleşme vadesi,
c) Sözleşmelerin uzlaşma şekli,
ç) Uzlaşma fiyatı hesaplama yöntemi,
d) Teminat hesaplama yöntemi,
e) Opsiyonun tipi ve sınıfı.

 ***VIOP Genelgesi,*** piyasada işlem görecek sözleşmelerin unsurlarının BİAŞ Yönetim Kurulu tarafından belirlenip ve SPKr tarafından onaylanarak geçerli hale geleceğini öngörmektedir. SPKr.’nun onayladığı sözleşmeler ve sözleşme unsurları BİST tarafından ilan edilir ve bu hükümler ayrıca bir bildirime gerek olmaksızın işlem yapan tüm tarafları bağlar.

Piyasada işlem görecek sözleşmelerin unsurları ve kodları BİST tarafından ilan edilir. Vadeli işlem sözleşmelerinde sözleşme kodu; sözleşme türü, dayanak varlık kodu, mini sözleşme bilgisi kodu, vade tarihi, sözleşme büyüklüğünün standart olup olmadığı ve sıra no bilgisini içerir.

VIOP Genelgesi borsanın piyasalarında işlem görmek üzere belirlediği ***vadeli işlem sözleşmesi ve opsiyon sözleşmesi türleri*** aşağıda gösterilmiştir.

**Opsiyonlar:**

Pay Opsiyon Sözleşmeleri

BIST 30 Endeks Opsiyon Sözleşmeleri

Mini BIST 30 Endeks Opsiyon Sözleşmeleri

Dolar/TL Vadeli Opsiyon Sözleşmeleri

**Vadeli İşlemler:**

Ege Pamuk Vadeli İşlem Sözleşmeleri

Anadolu Kırmızı Buğday Vadeli İşlem Sözleşmeleri

Makarnalık Buğday Vadeli İşlem Sözleşmeleri

Çelik Hurda Vadeli İşlem Sözleşmeleri

Pay Vadeli İşlem Sözleşmeleri

BIST 30 Endeks Vadeli İşlem Sözleşmeleri

SASX10 Endeksi Vadeli İşlem Sözleşmeleri

FIST BYF Vadeli İşlem Sözleşmeleri

Dolar TL Vadeli İşlem Sözleşmeleri

Euro TL Vadeli İşlem Sözleşmeleri

Euro/Dolar Çapraz Kuru Vadeli İşlem Sözleşmeleri

Dolar/OnsAltın Vadeli İşlem Sözleşmeleri

Altın Vadeli İşlem Sözleşmeleri

 Baz Yük Elektrik Vadeli İşlem Sözleşmeleri

 Aylık Gecelik Repo Oranı Vadeli İşlem Sözleşmeleri

 Üç Aylık Gecelik Repo Oranı Vadeli İşlem Sözleşmeleri

***(ii) BIST Swap Piyasası***

Bir türev araç olarak swap işlemleri esas itibariyle OTC’de işlem gören ve çoğunlukla tarafların özel görüşme ve pazarlıkları ile kendi ihtiyaçlarına göre oluşturdukları sözleşmelerdir. BİST, Borçlanma Araçları Piyasasında bir “swap piyasası” açmıştır. Bu piyasada, Borsa düzenlemeleri uyarınca işlem yapma yetkisi verilmiş bankalar ile TCMB işlem yapabilmektedir.

Piyasada Türk Lirası ile Amerikan Doları, Türk Lirası ile Euro cinsi yabancı para birimlerinin belirlenen koşullarda birbirleri ile değişimini amaçlayan swap işlemleri gerçekleştirilir. Bu nedenle piyasa sadece para swapı yapılan bir piyasadır.

Piyasa’da Takasbank merkezi karşı taraf olarak hizmet vermekte ve gerçekleşen işlemler için alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı da alıcı rolünü üstlenerek takasın tamamlanmasını taahhüt etmektedir.

Piyasada emirler çok fiyat yöntemiyle eşleşir. Piyasada limitli emir ve piyasa emri olmak üzere iki tip emir iletilebilir.

Limitli emir, döviz tutarı, swap puanı ve döviz kuru belirtilerek iletilir.

Piyasa emri, döviz kuru ve swap puanı belirtilmeksizin döviz tutarı belirtilerek iletilir. Sistemde bekleyen pasif emirlerle kısmen veya tamamen karşılaşabilir. Piyasa emrinin gerçekleşmeden kalan kısmı otomatik olarak iptal edilir.

Limitli emir ve piyasa emri ile birlikte kullanılmak üzere aşağıda tanımlanan özel koşullarla da emir iletilebilir.

a) Kalanı iptal et: Emrin iletilmesiyle birlikte gerçekleşmeyen kısmının iptal edilmesi koşuludur.

b) Gerçekleşmezse iptal et: Emrin tamamen gerçekleşmesi koşuludur. Emrin iletilmesiyle birlikte tamamen gerçekleşmemesi halinde tümü iptal edilir.

Swap emirleri; başlangıç valörü, bitiş valörü, döviz tutarı, swap puanı ve döviz kuru üzerinden iletilir.

Piyasada emirler 1 milyon USD ya da Euro ve katları olarak iletilebilecek olup bir defada iletilebilecek en yüksek emir büyüklüğü 100 milyon USD ya da Euro’dur.

Piyasada aynı gün veya bir iş günü ileri başlangıç valörlü emirler iletilebilir. Emirlerin başlangıç ve bitiş valörü arasında en fazla 180 gün olabilir. Başlangıç ve/veya bitiş valörünün işlem veya ilgili para birimi tatili olması durumunda başlangıç ve/veya bitiş valörü bir sonraki iş günü olur.

**2) Ürün Senetleri ve Alivre Sözleşmeler Düzenlemeleri**

558 sayılı KHK ile aynı gün RG’de yayınlanan 557 sayılı KHK ile de türev işlemler konusunda düzenlem yapılmış idi. Buna göre, Borsalarda, Sermaye Piyasası Kurulu, ilgili borsa ve Birliğin de görüşü alınarak mala dayalı vadeli ve opsiyon işlemleri sözleşmelerinin işlem göreceği vadeli işlem piyasalarını kurmaya Sanayi ve Ticaret Bakanlığına yetki verilmişti.

Ayrıca Vadeli ve opsiyon işlemleri sözleşmelerinin nitelikleri, alım satım yöntemleri, bu piyasalarda faaliyet gösterecek kurumların kuruluş, faaliyet ve denetim esasları ile yükümlülükle­ri, takas ve saklama sistemi, verilen hizmet karşılığında alınacak her türlü ücret ve teminatlara ilişkin usul ve esasların Sanayi ve Ticaret Bakanlığınca çıkarılacak bir yönetmelikte düzenleneceğini öngörülmüştü.

Böylece, SPKn. düzenlemlerine paralel olarak bir başka kurum da türev araçlar ile ilgili düzenleme yapma ve bu araçların işlem göreceği organize piyasalar açmakla yetkili kılınmştır.[[18]](#footnote-18)

Daha sonra bu hükümler 4487 sayılı Kanun (m.29) ile önemli değişime uğramış ve kurulacak ihtisas borsalarını düzenleyen “bu madde uyarınca düzenlenecek senet ve sözleşmelerin kapsamına 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca düzenlenen vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil değildir. “ hükmü getirilmiştir.

6362 sayılı SPKn. ile, Ürün senetleri ve alivre sözleşmelere ilişkin 5174 sayılı Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği ile Odalar ve Borsalar Kanunu RG 1/6/2004- 25479)’nun 53 üncü maddesi hükümleri saklı tutulmuştur (m.136/7). 5174 sayılı Kanun bu maddesi ile ürün ihtisas borsalarını düzenlemektedir.

Ancak 6362 sayılı SPKn. bir başka maddesiyle (m.143) değiştirmiş olduğu 5174 sayılı Kanunun 53. Maddesi SPKr.’na ürün borsalarının kuruluş, işlemler ve denetimi konusunda önemli görev ve yetkiler vermiştir. Hatta ürün senetleri ve alivre sözleşmeler üzerine gözetim ve denetim sonucunda “ortaya çıkan hususlara ilişkin olarak alınacak tedbirler ve yapılacak işlemler, Sermaye Piyasası kanunu ve ilgili mevzuata tabidir “ gibi oldukça belirsiz, muğlak ve sorunlu görünen bir hüküm öngörmüştür.

5174 sayılı Kanuna dayanılarak Ticaret Bakanlığı tarafından çıkarılmış olan Ürün İhtisa Borsası Yönetmeliği [[19]](#footnote-19) ile yapılan tanımlamaya göre, “Vadeli işlem sözleşmesi”, satıcının satılan ürünü veya mevzuata uygun olarak ürünü temsilen çıkarılan senetleri belli bir vade sonunda devir ve teslim etmeyi, alıcının ise ürün bedelini belli bir vade sonunda ödemeyi taahhüt ettiği alım satıma ilişkin sözleşmeyi ifade etmektedir (m.4/i)

1. Türev araçlar konusunda bkz. BİST- VİOP, Vadeli İşlem Sözleşmeleri; BİST – VİOP Opsiyon Sözleşmeleri. Ayrıca; ***Anbar - Karabıyık, 2018, ss. 73-175; Baker (2010);*** ***Barr et.al., 2016,*** Part XI, s. 1053 vd***.; Bodie et.al., 2018***, Part VI, Chp. 20-23; ***Cox et.al., 2013,*** s.560 vd.; ***Dionne, 2013; Duffie, 2009; Heckinger, 2013;*** ***Karacan, 1988, s. ; Karan, 2018, 609-714;*** ***Litan, 2010***; ***Motes III, 1996; Özşahin, 1999; Penezoğlu, 2004; Yaslıdağ, 2016***; [↑](#footnote-ref-1)
2. ***Akev, 1964,*** vadeli borsa muamelelerini kumar ve bahis hükmünde ele almaktadır. [↑](#footnote-ref-2)
3. ***Heckinger, 2013*** [↑](#footnote-ref-3)
4. International Swaps and Derivatives Association (ISDA) için bkz. [www.isda.org](http://www.isda.org) [↑](#footnote-ref-4)
5. Futures ve forward işlemleri kıyaslayan bir başka tablo için ***Karan, 2018,*** s. 610 [↑](#footnote-ref-5)
6. ***Bernstein, 1997***, s. 201-202 [↑](#footnote-ref-6)
7. ***Bernstein, 1997***, 202 [↑](#footnote-ref-7)
8. Kredi Türevlerinin krizde oynadığı rol konusunda ***Jarrow, 2011a; Stout, 2011.*** Kredi Türevleri konusunda bkz. ***Bomfim, 2015; Chaplin, 2010;*** ***Choudhry (2012)***; ***Skeel – Partnoy, 2007*** [↑](#footnote-ref-8)
9. ABD’inde CDO’lar ve benzerleri “varlık dayanaklı menkul kıymetler (asset-backed security)” arasında sayılmıştır. (SEA 1934, Sec.3(a)(79)). [↑](#footnote-ref-9)
10. London Whale olayı için bkz. ***Zeissler – Andrew Metrick (2015)***; CDS’lerin bir analizi için ***Jarrow, 2011,***  [↑](#footnote-ref-10)
11. Bu konuda bkz. ***Skeel – Partnoy, 2007.*** Yazarlar CDS’ı tarafların borç ihraç edenin iflası, temerrütü veya yeniden yapılanması üzerine bahise girmek amacıyla yaptıkları özel bir sözleşme olarak tanımlamaktadırlar. [↑](#footnote-ref-11)
12. Bkz. ***Juurikkala, 2014, Venokur et.al. ,2008*** [↑](#footnote-ref-12)
13. Finansal raporlama açısından ***“TFRS 9 Finansal Araçlar”*** Standardı türev ürün tanımlaması yapmıştır. Buna göre (Ek A) ;

“Aşağıda yer alan üç özelliğin tamamına sahip olan ve bu Standart kapsamında bulunan bir finansal araç veya diğer bir sözleşmedir:

(a) Belirli bir faiz oranında, finansal araç fiyatında, emtia bedelinde, döviz kurunda, fiyat veya oran endekslerinde, kredi derecesinde veya kredi endeksinde ya da başka bir değişkende (bu değişkenin finansal bir değişken olmaması halinde sözleşme taraflarından birine özgü olmaması şartıyla) (“dayanak” olarak da adlandırılır) meydana gelen bir değişiklik karşısında değeri değişmektedir,

b) Net bir başlangıç yatırımı gerektirmemekte veya piyasa şartlarındaki değişikliklere benzer tepki vermesi beklenen diğer türden sözleşmelere göre daha az net başlangıç yatırımı gerektirmektedir ve

(c) Gelecekteki bir tarihte ödenecektir.” [↑](#footnote-ref-13)
14. 558 sayılı KHK (RG 27/6/1995-22326) Anayasa Mahkemesinin 13/11/1995 gün ve E. 1995/45, K.1995/58 sayılı Kararı ile iptal edilmiştir. 558 sayılı KHK sonrası dönemde vadeli işlmler ile ilgili çıkarılan ikincil düzenlemeler şunlardır:

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik (RG 23/7/1995 – 22352)

İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği (RG 7/9/1995 – 22397)

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Vadeli İşlemler Piyasası Takas merkezi Üyeliği ve İşlemlerine İlişkin Yönetmelik (RG 29/1/1997 – 22892)

SPkr.; İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası Yönetmeliği (RG 18/10/1996 – 22791)

İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler Piyasası İşlem ve Üyeliğine İlişkin Yönetmelik (RG 29/1/1997 – 22892)

SPKr.; İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler Piyasası Takas Merkezi Üyeliği ve İşlemlerine İlişkin Yönetmelik (RG 29/1/1997 – 22892)

İstanbul Altın Borsası Yönetmeliği (RG 30/6/1999 – 23741)

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Vadeli İşlemler Piyasası İşlem ve Üyeliğine İlişkin Yönetmelik (RG 29/1/1997 – 22892) [↑](#footnote-ref-14)
15. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik (RG 23/2/2001 – 24327) (Değişiklikler: RG 27/3/2004 – 25415; RG 9/7/2008 – 26931; RG 21/8/2009 -27326)

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (Anonim Şirketi) Yönetmeliği (RG 27/3/2004 – 25415)(Değişiklik için RG 21/8/2009 -27326) [↑](#footnote-ref-15)
16. 2014/5776 Sayılı Bakanlar Kurulu Kararı: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Anonim Şirketi Kurulmasına İlişkin 10/9/2001 tarih ve 2001/3025 sayılı Bakanlar Kurulu Kararının Yürürlükten Kaldırılması (RG 6/2/2014–28905)

BŞBkn.Yrd.; Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Çalışma Esasları Hakkında Yönetmeliğin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Yönetmelik” (RG 6/2/2014–28905 )

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Vadeli İşlem ve Opsiyon Yönetmeliğinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Yönetmelik (RG 24/2/2017–29989)

SPKr.; “Borsa İstanbul A.Ş Borsacılık Faaliyetlerine İlşikin Esaslar Yönetmeliği” (RG 19/10/2014–29150) (Değiklikler için: RG 28/8/2015–29459; RG 29/4/2016–29698; RG 3/4/2019-30734) [↑](#footnote-ref-16)
17. Bunların güncel metnleri için bkz. [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com) Ayrıca BIST tarafıından yayımlamam şu tanıtım kitapçıklarına bakılabilir.

BİST- VİOP , Vadeli İşlem Sözleşmeleri

BİST – VİOP Opsiyon Sözlşemeleri

BIST- Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP), Kasım 2014 [↑](#footnote-ref-17)
18. 557 sayılı KHK’ye dayanılarak bazı ikincil düzenlemeler yapılmıştı:

İzmir Ticaret Borsası Vadeli İşlemler Piyasası Genel Yönetmeliği (RG 29/8/1996 -22742)

Ticaret Borsaları Vadeli İşlemler Piyasası Genel Yönetmeliği (RG 6/8/1997 - 23072) [↑](#footnote-ref-18)
19. Ürün İhtisas Borsasının Kuruluş, Faaliyet, İşleyiş ve Dnetim Usul ve Esasları Hakkında Yönetmelik (RG 10/8/2017-30150) [↑](#footnote-ref-19)