



**SERMAYE PİYASASI KURULU
ARACILIK FAALİYETLERİ DAİRESİ**

**YAPILANDIRILMIŞ FİNANSAL ARAÇLARIN SERMAYE PİYASASI
MEVZUATI VE İLGİLİ DİĞER MEVZUAT ÇERÇEVESİNDE
DEĞERLENDİRİLMESİ**

YETERLİK ETÜDÜ

**Atila YANPAR
Uzman Yardımcısı**

**Kasım-2007
Ankara**

YÖNETİCİ ÖZETİ

Bu çalışmanın konusu yapılandırılmış finansal araçların sermaye piyasası ve ilgili diğer mevzuattaki yerleridir. Yapılandırılmış finansal araçlar Avrupa, Asya ve Pasifik kıyılarında oldukça popüler hale gelen araçlardır. Uzun bir geçmişleri olmasına rağmen bu araçlar son 10 yıl içine bilinirliklerini arttırmışlar; son 5 yıl içinde de finansal hizmetler endüstrisindeki artan rekabet ve küreselleşme olgusu ile bu araçların kullanımları büyük hacimlere ulaşmıştır.

Yapılandırılmış finansal araç kavramının temeli olan “yapılandırılmış” kavramı günümüz finansal sisteminin evrensel dili olan İngilizce’de “structured” ifadesiyle örtüşmektedir. Dolayısıyla yapılandırılmış finansal araç kavramı, hibrid veya sentetik ürünleri kapsayan “structured products” ve menkul kıymetleştirmeye dayanan risk transfer araçlarını kapsayan “structured finance” arasında bir ikilem yaratmakta ve hangi grubun kastedildiği çoğu kez karışmaktadır.

Bu çalışmada yapılandırılmış finansal araç kavramının her iki araç grubunu da kapsadığı kabulü yapılmış böylece geniş bir araç grubu kapsama alınmıştır. Yapılandırılmış finansal araçların bu kapsamda değerlendirildiğinde oldukça geniş bir yelpazeyi kapsadığı görülmektedir. Bu yelpazenin bir ucu ülkemizde uzun yıllardır bilinen alacakların menkul kıymetleştirilmesine dayanan varlığa dayalı menkul kıymetleri kapsarken, diğer ucu ülkemizde yeni duyulmaya başlanan sentetik ürünleri kapsamaktadır.

Yapılandırılmış finansal araçların alacakların ve benzerlerinin menkul kıymetleştirilmesi esasına dayanan grubu üzerine Sermaye Piyasası Kurulunca ayrıntılı düzenlemeler yapıldığı görülmektedir. 1992 yılında varlığa dayalı menkul kıymetler ile sermaye piyasası mevzuatına giren bu grup 2007 yılında yasalaşan 5582 sayılı Kanun ve Sermaye Piyasası Kurulunca çıkarılan tebliğler ile kapsamlı bir mevzuat külliyatına kavuşmuştur.

Öte yandan tüm dünyada önemli işlem hacimlerine kavuşan sentetik veya hibrid yapılandırılmış finansal araç türleri ülkemizde düzenlenmemiştir. Dünyanın önemli finans merkezlerinden birisi olma iddiasındaki ülkemizin, bu doğrultuda emin adımlarla ilerleyebilmesi için atılması gereken en önemli adımlardan birisi dünyada büyük hacimlerde işlem gören araçların ülkemizde de işlem görebiliyor olmasıdır.

Bu çalışmada yapılandırılmış finansal araçların ülkemizde düzenlemesi bulunmayan bu grubu üzerinde yapılacak mevzuat çalışmalarında dikkate alınması

gereken hususlar incelenmiştir. Bu inceleme sadece teorik anlamda değil, pratik bir fizibilite çalışması ve mevzuat önerisi ile birlikte yapılmış ve dünyada büyük ilgi gören ve ülkemiz sermaye piyasası katılımcılarınca da talep edilen “hisse senedi varantı”na ilişkin mevzuat önerisi getirilmiştir.

Çalışmada bir yapılandırılmış finansal aracın sermaye piyasası mevzuatına kazandırılmasında öncelikle aracın,

a) SPKn’un 3 üncü maddesinin (b) bendi çerçevesinde menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası aracı şeklinde düzenlenip düzenlenmeyeceği,

b) vergilendirilmesi,

c) menkul kıymet borsalarında işlem görüp görmeyeceği,

d) borsalara kote olması hususunun bu araçları borsanın kotasyon şartlarına uygun halde düzenlenmesi zorunluluğunu getirip getirmeyeceği,

e) ihraççıdan istenecek kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin derecesi,

f) türüne göre değişebilecek bazı hususların (uzlaşma yöntemi (fiziksel teslimat-nakit uzlaşma), vade süresi, ihraçta tahsisat zorunluluğu olup olmayacağı, ihraç fiyatı, ihraç limiti, piyasa kapitalizasyonu, ihraççıya ilişkin koşullar ve işlem kuralları) düzenlenmesi,

g) düzenleme yapılmadan önce piyasa katılımcıları ile gerekli görüşmelerin yapılarak, araca olan ihtiyaç, aracın göreceği talep ve piyasaya olan etkisi gibi hususlarda gerekli bilgi edinilmesi

hususlarında çalışma yapılması gerektiği ortaya konmuştur.

Yapılandırılmış finansal araçların ülkemiz mevzuatındaki yerini belirleme amacındaki çalışmamızda hisse senedine dayalı yapılandırılmış finansal araçların bir türü olan hisse senedi varantlarına ilişkin olarak yaptığımız çalışmada;

a) Aracın İMKB bünyesinde işlem görmesi gerektiği,

b) Yapılacak varant düzenlemesinde, aracın isminin TTK çerçevesinde düzenlenen varantla karışmaması için adının hisse senedi varantı olarak düzenlenmesinin gerektiği,

c) Aracın raf kayıt sistemi benzeri bir kayda alma sisteminin oluşturulması gerektiği,

d) Hisse senedi varantının vade sonunda uzlaşmasında hem nakit hem fiziksel teslimat yapılmasına izin verilmesi gerektiği,

e) Dayanak varlık olarak, yeterli derinliğin sağlanabilmesi için sadece İMKB 30 endeksinde yer alan hisselerle izin verilmesinin uygun olacağı,

f) Varantın sadece yeterli finansal güce sahip kuruluşlarca ihraç edilebilmesine izin verilmesinin uygun olacağı,

g) Aracın belli tranşlar halinde ihracına imkan sağlanmasının gerektiği,

h) Piyasa yapıcılığı için türev araçların alım satımına yetki belgesine sahip olma, özsermayenin 10 milyon YTL'den fazla olması ve gerekli personel, mekan ve iç kontrol sistemine sahip olma şartlarının uygun olacağı,

i) Varantlara ilişkin aracılık faaliyetinin, Kurul'dan alım satım aracılığı yetki belgesi almış aracı kurumlara tanınmasının uygun olacağı

sonuçlarına ulaşılmıştır.

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ	1
1. BÖLÜM: YAPILANDIRILMIŞ FİNANS VE YAPILANDIRILMIŞ FİNANSAL ARAÇLAR	4
1.1. Yapılandırılmış Finans ve Yapılandırılmış Ürünler	4
1.2. Yapılandırılmış Finansal Araçlar	5
1.2.1. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler	8
1.2.2. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler	9
1.2.3. Teminatlı Borç Yükümlülükleri	9
1.2.4. Kredi Türevleri	10
1.2.5. Kredi Bağlantılı Yapılandırılmış Finansal Araçlar	11
1.2.6. Hisse Senedine Dayalı Yapılandırılmış Finansal Araçlar	11
1.2.7. Anapara Garantili Yapılandırılmış Finansal Araçlar	12
1.2.8. Diğer Yapılandırılmış Finansal Araçlar ve Değerlendirme	12
2. BÖLÜM: SERMAYE PİYASASI MEVZUATI ve İLGİLİ DİĞER MEVZUATTA YAPILANDIRILMIŞ FİNANSAL ARAÇLAR	13
2.1. Sermaye Piyasası Mevzuatında Yapılandırılmış Finansal Araçlar	13
2.2. Tanımlar ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun Yetkisi	13
2.3. Yapılandırılmış Finansal Araçlara İlişkin Yapılmış Düzenlemeler	16
2.4. İlgili Diğer Mevzuatta Yapılandırılmış Finansal Araçlar	18
3. BÖLÜM:YAPILANDIRILMIŞ FİNANSAL ARAÇLARIN HAYATA GEÇİRİLMESİNE YÖNELİK ÖRNEK MEVZUAT ÇALIŞMASI: HİSSE SENEDİ VARANTI	19
3.1. Yapılandırılmış Finansal Araçlara İlişkin Örnek Çalışmanın Amacı	19
3.2. Yapılandırılmış Finansal Araçlara İlişkin Mevzuat Çalışmalarında Dikkat Edilecek Hususlar	20
3.3. Varant	22
3.3.1. Varantların Önemi	24
3.3.3. Yurtdışı Uygulamalar	26
3.3.2.1.Almanya	26
3.3.2.2. İrlanda	27
3.3.2.3. İngiltere	28
3.3.2.4. İtalya	29
3.3.2.5. Dünya Uygulamalarına İlişkin Değerlendirme	29
3.4. Hisse Senedi Varantına İlişkin Düzenleme Önerisi	29
4.BÖLÜM: GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ	33
KAYNAKÇA	36
EK/1	A
EK/2	D

KISALTMALAR CETVELİ

CREST	: Birleşik Krallık ve İrlanda'nın merkezi saklama ve takas kurumu.
CDO	: Teminatlı Borç Yükümlülüğü (Collateral Debt Obligation)
EUWAX	: Avrupa Varant Borsası (European Warrant Exchange)
İAB	: İstanbul Altın Borsası
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
Kurul	: Sermaye Piyasası Kurulu
MBS	: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet-İpotek Teminatlı Menkul Kıymet (Mortgage Based Securities)
MK	: Medeni Kanun
SPKn	: Sermaye Piyasası Kanunu
TBMM	: Türkiye Büyük Millet Meclisi
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
VDMK	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet
VOBAŞ	: Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası A.Ş.

GİRİŞ

Finans piyasalarını yönlendiren en önemli unsur insanoğlunun para kazanma dürtüsüdür. İnsanlar, ellerinde ihtiyaçlarından fazla bulunan varlıkları (fonları) çeşitli araçlar vasıtasıyla değerlendirerek bunların değerini yükseltmek ve böylece daha müreffeh bir yaşama veya daha güvenceli bir geleceğe kavuşmak arzusundadırlar. Bireysel olarak herkesin içinde var olan bu düşünce ve bu düşünce temelinde gerçekleştirilen işlemler kolektif olarak değerlendirildiğinde finansal piyasalara akan muazzam büyüklükte fonlar yaratılmakta ve bu fonlar da günümüz finans piyasalarında dolaşan varlıkları oluşturmaktadırlar.

Para kazanma isteği, finans piyasalarını ne kadar yönlendiriyorsa, yatırılan paranın değer kaybetme korkusu da finans piyasalarını o kadar etkilemektedir. Bu çerçevede, risk ve getiriye ilişkin öngörü, beklenti ve düşünceler finans piyasalarına yön veren iki temel olgudur.

Risk, tanımlanmış bir tehlikenin oluşma frekansı veya olasılığının kombinasyonu ya da olayın sonuçlarının boyutsal büyüklüğü olarak tanımlanmaktadır. Tarihsel olarak incelendiğinde finansal piyasa katılımcılarının çoğunluğu tarafından öngörülme riskler gerçekleştiğinde çok büyük krizlerin oluştuğunu ve bu krizlerin sonunda finansal yapıların değişime uğrayarak öngörülemediği yeni risklere göre kendini yenilediği görülecektir.

Günümüz finans piyasaları da 1970'lerin başlarındaki petrol krizi ile başlayan süreç ile fiyatların ve para sistemlerinin değişmesi sonucunda, baştan aşağıya yenilenmiş bir yapıya sahiptir. Öngörülme risklerin yarattığı bu değişim, sadece piyasanın işleyiş veya sistematikliğinde değil, insanların düşünce yapılarında gerçekleşen bir değişim olarak da kabul edilebilir. Petrol krizi öncesi varolan Bretton Woods Para Sistemi'nin getirdiği istikrarlı, öngörülebilir pariteler sisteminin yıkılması ile birlikte tahmin edilmesi zorlaşan bir geleceğin varlığı, sermayenin çok çabuk ve kolay yer değiştirdiği bu yeni dönemde hem yatırımcıların hem de yöneticilerin finans piyasalarına bakışında önemli değişiklikler yaratmıştır.

Fiyatların ve para sistemlerinin değişmesi ile baştan aşağıya yenilenen günümüz finansal sistemi, son 15 yıllık süreçte yaşanan yoğun küreselleşme ve bunun doğal sonucu olan global entegrasyon süreci ile ülkelerin finansal anlamda birbirine bağlanmasına diğer bir ifadeyle risklerin tüm dünyaya yayılmasına yol açmıştır.

Bu yeni dönemde hızla gelişen teknolojik imkanların verdiği destekle birlikte finansal piyasalar, geleceğe yönelik belirsizliği mümkün olduğunca ortadan kaldırmak ve doğan fırsatları değerlendirmek için yeni finansal araçlar ve yeni stratejiler geliştirmek durumunda kalmıştır. Bretton Woods Sistemi'nin yıkılışı ile kademeli olarak artış gösteren döviz kurlarındaki ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar yanında, ticari hayatın özünde var olan, gelecekteki fiyatları tahmin ve buna göre hareket etmenin zorluğu, 1980'li yılların başında risk yönetimi anlayışını ön plana çıkarmıştır. Bu değişim, sadece sermaye piyasası temelli sistemlerde değil, banka temelli sistemlerde de risk yönetiminin ve risk transfer araçlarının yaygın kullanımına neden olmuştur.

Risk yönetimi, en yalın ifadesi ile, saf belirsizliği saf risk haline indirgemeye yarar. Bilanço dışı işlemlerle risk yönetimi faaliyetinin gerçekleştirilmesinde temel araçlar (risk transfer araçları) türev araç sözleşmeleri ve yapılandırılmış finansal araçlardır. 1929 ekonomik krizinde çöken konut piyasasını desteklemek üzere devlet desteğiyle oluşturulan ikincil ipotek piyasası şeklinde bulunan çözüm gibi, 70'lerde yaşanan petrol krizinin finansal piyasalarda yarattığı ciddi değer kayıpları daha farklı finansal ürünleri yaratmıştır.

Bu çalışmamızda, son dönemde öne çıkan bu finansal araçlardan yapılandırılmış finansal araçlar incelenecektir. Yapılandırılmış finansal araçlar, yapılandırılmış finans veya yaygın finans dili olan İngilizcede "structured finance" olarak adlandırılan günümüz finans biliminin mühendislikle birleştiği alanının ürünleri olarak kabul edilmektedir. Bunun sebebi, bu araçların sadece dizaynı ve hukuki altyapısının oluşturulması aşamalarında dikkatli bir mimari çalışma istiyor olmalarından değil, aynı zamanda aracın çıkarılmasından vadesi sonuna kadar geçen süreç boyunca dikkatli biçimde yönetilmesine ihtiyaç duyulmasından kaynaklanmaktadır.

Yapılandırılmış finansal araçlar, kullanıma ilk çıktıklarında finansal kurumların, profesyonel yatırımcıların ve portföy yöneticilerinin ilgisini çekerken, günümüzde bu araçlar yapısal dönüşüm geçiren finans piyasalarında bireysel yatırımcılara kadar ulaşabilmektedir. Bu kapsamda, gün geçtikçe yaygınlaşan bu araçlara ilişkin düzenleme ihtiyacı belirmektedir.

Bu çalışmada, yapılandırılmış finans ve yapılandırılmış finansal araçlar kavramları fiyatlama, veya aracın dizaynı gibi finansal mühendislik konularına girmeksizin incelenecek ve yapılandırılmış finansal araçların ülkemizdeki meri

mevzuattaki yeri ve bu araçların meri mevzuat kapsamında işlem görebilirliği tartışılacaktır.

Çalışmamızın birinci bölümünde, yapılandırılmış finans ve yapılandırılmış finansal araç kavramı incelenecek ve belli başlı yapılandırılmış finansal araçların ana hatlarıyla tanımları verilecektir. İkinci bölümde, mevcut yasal düzenlemeler ışığında tanımlanan araçların durumu ve Türkiye’de işlem görebilirliği tartışılacak; üçüncü bölümde örnek bir uygulama üzerinden bu araçlara ilişkin önerilerimiz sunulduktan sonra dördüncü bölümde genel değerlendirmelerimiz sunulacaktır.

1. BÖLÜM: YAPILANDIRILMIŞ FİNANS VE YAPILANDIRILMIŞ FİNANSAL ARAÇLAR

1.1. Yapılandırılmış Finans ve Yapılandırılmış Ürünler

Günümüz finans dünyasının evrensel dili İngilizcede “structured products”, “structured assets”, “structured financial products”, “structured bonds” vb. adlarla ifade edilen ve birbirinden farklı pek çok araç grubunu tanımlamak için kullanılan deyimler, dilimize yapılandırılmış finansal araçlar veya yapılandırılmış ürünler olarak girmiştir.

Dilimize “yapılandırma” olarak çevrilen İngilizcede kullanılan “structured” ifadesi, finansal aracın yatırımcıya sunulan yüzü veya adının arkasında çok farklı finansal işlemler barındıran araçların oluşturulmasını tanımlamak için kullanılmaktadır. Diğer bir ifadeyle, sıradan bir tahvil, ihraççısının belli bir vadede tahvil için ödenen para üstüne belli bir oranda faiz ödemeyi taahhüt ettiğini ifade ederken, yapılandırılmış tahviller ihraççısının mali durumundan bağımsız olarak farklı bir finansal işleme veya başka bir göstergeye bağlı getiriyi taahhüt etmektedir.

Yurtdışı yayınlar incelendiğinde, yapılandırılmış finans (structured finance) konusunun altında iki temel yapının kullanıldığı görülecektir. Bunlardan birincisi, günümüzde yapılandırılmış finans ile özdeşleşen “varlık menkul kıymetleştirme”, diğeri ise “kredi türevleri”dir. Yapılandırılmış ürünler (structured products) konusunun altında ise sentetik yatırım araçlarının yani türev araç temelli, önceden hazırlanmış yatırım stratejilerini yansıtan ancak vadeye kadar elde tutulması halinde ana para garantisi sağlayan araçlara ilişkin yapılar yer almaktadır. Bu çerçevede, yapılandırılmış finansın doğal ürünü olarak düşünülebilecek olan yapılandırılmış ürünlerin günümüz finans dünyası İngilizcede yapılandırılmış finans kavramından farklı ürünleri ele aldığı ortadadır.

Bu kapsamda yurtdışında “structured finance” ile “structured products” arasında var olan ayrım dilimize gereği kadar yansıtılmamıştır. Bu sebeple gerek akademik yayınlarda, gerekse de finans çevresinde araçlar iyi tanınmakta ancak bu araçların ait olduğu gruplar tanımlanırken önemli karışıklıklar çıkabilmektedir.

Çalışmamızda, yurtdışında yapılandırılmış finans kavramının içinde incelenen araçlar ile yapılandırılmış ürünler kavramının içinde incelenen araçları, ortak bir kavram olan yapılandırılmış finansal araçlar kavramı içinde inceleyeceğiz.

Yapılandırılmış Finansal Araçlar

Önceki bölümde ifade edildiği üzere finans dünyasının evrensel dili İngilizcede “structured finance” (yapılandırılmış finans) ile oluşturulan finansal araçlara “structured products” denilmemektedir. Ancak dilimizde tüm bu kavramlar “yapılandırılmış” sıfatı ile tanımlandığından sıklıkla karışıklıklar çıkabilmektedir.

“Structured finance” olarak adlandırılan yapılandırılmış finans, varlıkların bir havuzda toplanması, ve bu havuzda toplanan varlıklarca desteklenen nakit akımlarının tranşlar halinde yatırımcılara satılması ile ilgilenen alan olarak karşımıza çıkmaktadır. Yapılandırılmış finans araçlarının üç temel ortak özellik içerdiği görülmüştür. Bunlar;

- a) varlıkların bir havuzda toplanması
- b) bu havuzca desteklenen yükümlülüklerin tranşlanması,
- c) havuzdaki varlıkların kredi riskinin, aracı ihraç edenin kredi riskinden ayrıştırılması

şeklinde tanımlanabilir (Ramesh, 2006: 5) . Görüldüğü üzere yapılandırılmış finansın temeli sermaye piyasası temelli risk transferidir (Jobst, 2005:2). Yapılandırılmış finansal ürün ihraç edenler, kendi bilançolarında yer alan riskleri başka kurumlara devretmek amacı gütmektedirler. Satın alanlar açısından ise daha yüksek risk ve buna bağlı yüksek kazanç cazip gelmektedir.

Diğer yandan “structured products” olarak adlandırılan yapılandırılmış ürünler sentetik yatırım araçları olarak da tanımlanabilen şirketlerin finansal ihtiyaçları standart sermaye piyasası araçlarının sunduğu olanaklar ile karşılanmadığı durumlarda başvuru araçlarıdır. Bu araçlar ihtiyaca göre dizayn edilebilmekte olup ihraççının risk-getiri profili ile vade ihtiyacına göre biçimlendirilebilirler.

Yapılandırılmış ürünler, geleneksel bilanço içi araçların ulaşamayacağı verimli refinansman, karlı ama riskli faaliyetlerin hedge yapılmasına olanak sağlama, sermaye maliyetini düşürme veya likiditasyon üzerindeki maliyetleri azaltma çabasında olan tüm özel ve kamusal finansal anlaşmaları kapsamaktadır (Jobst, 2005:2).

Yapılandırılmış ürünlerin çoğunluğunun (Jobst,2005:2)

- (i) Risk transfer türevleri ve/veya mala dayalı türevler gibi şarta bağlı alacakları geleneksel varlık türleri ile birleştirilmesine,
- (ii) Sentetikleştirme yolu ile geleneksel varlıkları yeniden üretimine, dayandığı görülmektedir.

Finansal kurumlar veya esas faaliyeti finans olmayan şirketlerce yapılandırılmış ürünlere başvurulmasının temel sebebi, mevcut sermaye piyasası araçlarının sunduğu olanakların bu kurumların finansal ihtiyaçlarına cevap vermemesi veya mevcut araçların işlem maliyetlerinin çok yüksek olmasıdır.

Bu noktadan itibaren yukarıda tanımlanan her iki araç grubunu birlikte inceleyebilmek ve yapılandırılmış/structured kelimesinin doğurabileceği karışıklıkları önlemek için yapılandırılmış finansı bu araçların dizaynı için yapılan uğraşlar, yapılandırılmış finansal araçları da her iki araç grubunun birlikte yer aldığı araç grubu olarak kabul edeceğiz.

Bu çerçevede yapılandırılmış finans” kavramı için şu tanımlı yapabiliriz (Fabbozzi 2006:1),

“Yapılandırılmış finans, bir varlığın sahibinin veya yaratıcısının fonlama, likidite, risk transferi veya bir başka ihtiyacını rafta satılmaya hazır bekleyen ürünlerden hiç birisiyle karşılayamaması durumunda başvurduğu tekniklere verilen isimdir. Bundan ötürü ihtiyaçlarını karşılamak için mevcut araçlar ve teknikler ihtiyaca uygun biçimde yapılandırılır. Dolayısıyla yapılandırılmış finans esnek finansal mühendislik aracıdır.”

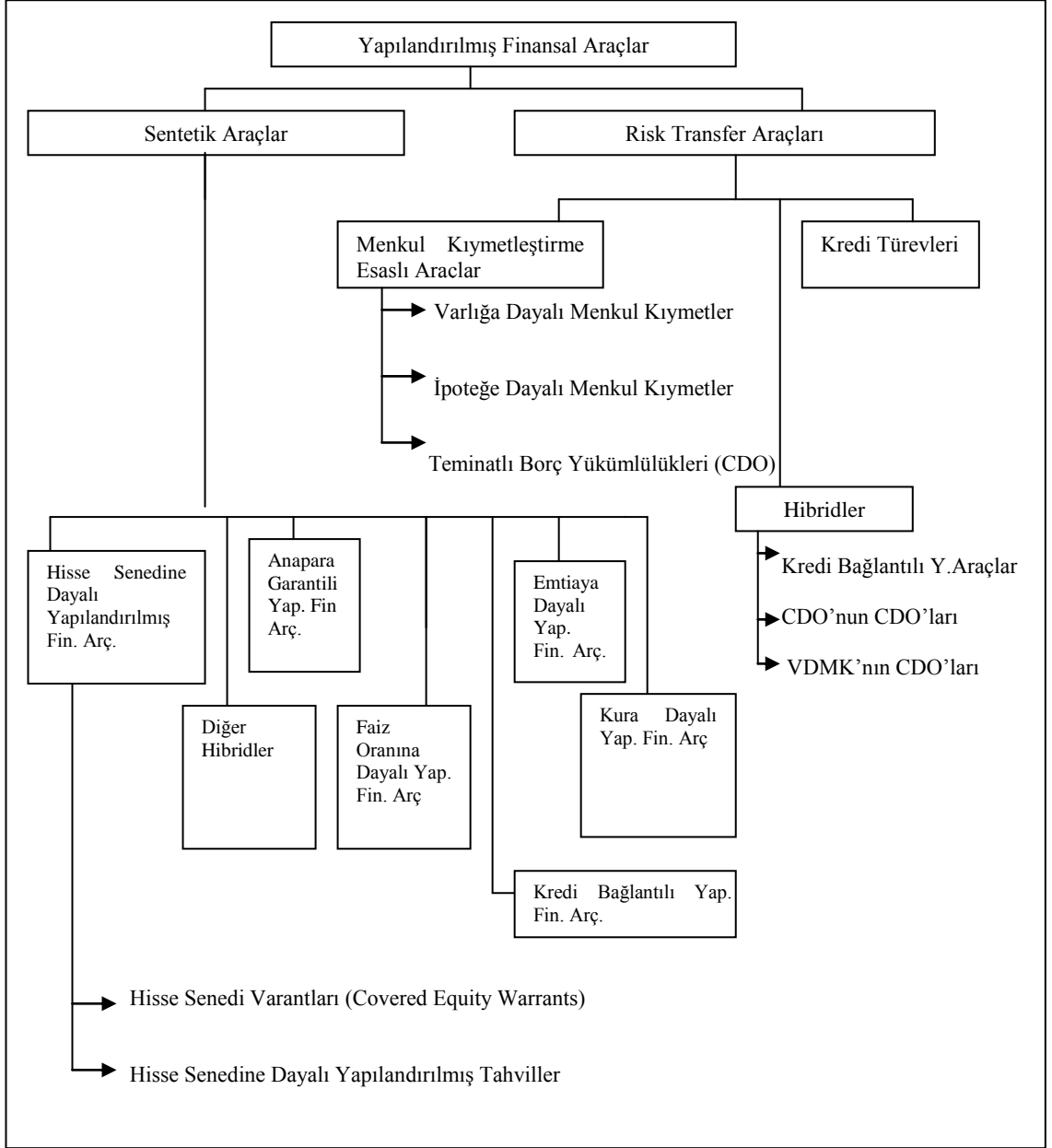
Yukarıdaki tanım çerçevesinde yapılandırılmış finans, ihraççılara bireysel yatırımcıların risk talebine uygun oranda kazanç sağlamasına olanak veren vade yapısı, menkul kıymet dizaynı ve varlık tipleri gibi konularda büyük esneklik sunmaktadır.

Yapılandırılmış finansal araçlar için ise şu tanım yapılabilir;

“Yapılandırılmış finansal araçlar, getirisi faiz oranları, hisse senedi, hisse senedi endeksi, kıymetli maden, kıymetli madene dayalı endeks, ticari mal veya ticari mal endeksi gibi finansal varlıkların fiyatlarına veya referans bir kredi borcuna bağlı, belli oranda anapara koruması ihtiva edebilen sermaye piyasası aracıdır.”

Bu tanım çerçevesinde yapılandırılmış finansal araçlara ilişkin olarak Grafik 1 oluşturulmuştur.

Grafik 1: Yapılandırılmış Finansal Araçlar



Yapılandırılmış finansal araçlar, finansal ürün tasarımcıları tarafından değişik ürünlere veya koşullara dayalı olarak getiri ya da koruma seçeneklerinin farklılaştırılması sonucu oluşturulan, doğası gereği geliştirilmesinde ve farklılaştırılmasında herhangi bir sınırın bulunmadığı düşünülen ürünlerdir. Dolayısıyla yapılandırılmış finansal araçlar Grafik 1'de yer alanlar ile sınırlı değildir. Sigorta bağlantılı yapılandırılmış araçlar (felaket tahvilleri, şarta bağlı borçlar, şarta bağlı menkul kıymetler), sentetik kısa/uzun pozisyon swap ve opsiyonlar, çoklu

swap/opsiyon bağlantıları, garantili yatırım fonları, hisse senedine dönüştürülebilir tahviller, hisse senedi varantlı tahviller, call opsiyonlu tahviller, put opsiyonlu tahviller, ayrıştırılmış tahviller gibi araçlar da yapılandırılmış finansal araç grubunun içerisinde yer alabilir.

Diğer yandan grafikte yer alan her bir araç grubunu ifade eden kutucukların altında birden fazla aracın yer aldığı, ve her bir aracın da birden fazla çeşidinin olduğu unutulmamalıdır.

Yapılandırılmış finans araçlarının içerdikleri genel özellikler, aşağıda sıralanmaktadır (Fabbozi, 2006:2).

- a) Belirli bir muhasebe, düzenleme veya vergi amacı için gerçek veya sentetik varlık/ risk aktarımı içeren komplike işlem,
- b) Kendine özgü bir işlem ile ilişkili olduğu fonları koruma altına alma,
- c) Varlığa dayalı veya bir endeks veya referansa dayalı ihraç,
- d) Faiz oranı ve kredi türevlerinin kombinasyonu,
- e) Bankalar, diğer finansal kurumlar veya şirketler tarafından uygun görülen bir sermaye, vergi veya muhasebe işleminin fonlanabilmesi amacı,
- f) Bankalar ve diğer şirketler arasındaki araçların ortadan kaldırılması.

İzleyen bölümde dünyada yaygın uygulama bulan belli başlı yapılandırılmış finansal araçlardan ülkemizde kullanılan veya yakın gelecekte kullanılması muhtemel olduğu düşünülen araçlara kısaca değinilecektir. Aşağıda yer alan ürünler dışında teorik olarak sonsuz sayıda yapılandırılmış finansal araç dizaynı mümkün olmakla beraber, çalışmamızın kapsam sınırı bakımından belli başlılarının burada zikredilmesi yeterli görülmüştür.

1.2.1. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler

Yapılandırılmış finansal araçların temel formu olan varlığa VDMK (asset backed securities-ABS), bu araçların en bilineni ve en sık rastlanandır. Menkul kıymetleştirme neticesinde ihraç edilen menkul kıymetlerin büyük çoğunluğu, varlığa dayalı menkul kıymettir. Ancak, dayanak varlıkların birbirlerinden farklı özellikleri ve bu varlıkları ihraç eden ihraççıların farklı gereksinimleri nedeniyle varlığa dayalı menkul kıymetler kümesinin altında pek çok araç yer almaktadır.

VDMK, bir tahvil veya finansman bonusu gibi sahibine, anapara ve bu anaparanın faizinden oluşan bir alacak hakkı sağlar. VDMK ihraççısı, menkul kıymeti satın alana veya sonradan devredilmişse vade tarihinde elinde bulundurana, belirli bir vade veya vadelerde VDMK'nın satın alınması için ödenen anapara ve bu

ana paraya karşılık gelen faizi ödemeyi taahhüt eder. Geleneksel borçlanma aracı olan tahvil ile VDMK arasında bu bakımdan herhangi bir fark olmamakla beraber, geri ödemede kullanılan kaynaklar ve karşılaşılan riskler açısından bu iki araç arasında önemli hukuki ve finansal farklılıklar bulunmaktadır.

1.2.2. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler

İpoteğe dayalı menkul kıymetler (mortgage based securities-MBS), menkul kıymetleştirilen alacakların bir taşınmaz rehini (ipotek-mortgage) ile teminat altına alındığı varlığa dayalı menkul kıymet türüdür.

İpoteğe dayalı menkul kıymetler ile varlığa dayalı menkul kıymetler arasında, menkul kıymetleştirilen alacakların türü dışında temel bir farklılık bulunmamaktadır. Aralarındaki fark ise menkul kıymetleştirilen alacağın ipoteğe dayalı menkul kıymetlerde bir ipotek teminatına sahip olmasıdır.

1.2.3. Teminatlı Borç Yükümlülükleri

Teminatlı borç yükümlülükleri (Collateralized Debt Obligation-CDO), borçlar, yüksek getirili tahviller, tutsat kredileri (mortgage kredileri), yapılandırılmış menkul kıymetler, türev araçlar gibi araçlardan oluşan bir portföye dayanılarak farklı risk derecelerini içeren yatırım dilimlerinde ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetlerdir. Tanımdan da anlaşılacağı gibi CDO'lar varlığa dayalı menkul kıymetlerin genişletilmiş bir türüdür. Ancak, CDO'lar ile varlığa dayalı menkul kıymetler arasında bazı temel farklılıklar bulunmaktadır.

CDO'lar, kredi riskinin aktarılmasını sağlayan kredi türevlerinin de önemli araçlarından biridir. Kredi portföylerindeki riskin yatırımcılara aktarılması ile finansal kuruluşlar kendi risk ve getirilerini optimize etme imkanına sahip olmaktadır. Bununla birlikte, finansal kuruluşlar, CDO ihraç ederek spekülasyon kazanç fırsatlarından yararlanmakta, finansman maliyetlerini düşürmekte, yasal sermaye gereksinimini sağlamakta ve getiri ve likidite açılarından bilanço yapılarını iyileştirmektedirler.

CDO'lar, yapılarına, ihraç nedenlerine, portföy yönetimlerine veya teminat varlıklarının çeşidine göre sınıflandırılabilir. Ancak, biz çalışmamızın odağından sapmamak için söz konusu araçları tek tek incelemek yerine, bir fikir vermesi için sadece isimlerine yer vereceğiz. Bu ayrımlara göre, CDO türleri şu şekildedir:

- a) Yapılarına göre;
 - i. Nakit Yapılı Teminatlı Borç Yükümlülükleri (Cash Flow CDO),

- ii. Sentetik Teminatlı Borç Yükümlülükleri (Synthetic CDO),
- b) İhraç edilme nedenine göre;
 - i. Arbitraja Dayalı Teminatlı Borç Yükümlülükleri (Arbitrage CDO),
 - ii. Bilançoya Dayalı Teminatlı Borç Yükümlülükleri (Balance Sheet CDO),
- c) Portföy yönetim şekline göre sınıflandırma;
 - i. Piyasa Değerli Teminatlı Borç Yükümlülükleri (Market Value CDO),
 - ii. Nakit Akımlı Teminatlı Borç Yükümlülükleri (Cash Flow CDO),
- d) Teminat varlıklarına göre sınıflandırma;
 - i. Teminatlı Kredi Yükümlülükleri (Collateralized Loan Obligation-CLO),
 - ii. Teminatlı Tahvil Yükümlülükleri (Collateralized Bond Obligation-CBO).

1.2.4. Kredi Türevleri

Kredi türevleri, 1990'lı yılların başında, kredi yoğunlaşmasının yarattığı risklerden korunmak amacıyla geliştirilmiştir. Kredi risk limitlerinin sınırına gelen, ancak, çok karlı görünen kredi taleplerini karşılamak için yollarını arayan bankaların, kredi risklerini başka banka veya finansal kuruluşa satarak aynı anda hem kredi hacimlerini genişletme, hem de risk hedge etme imkanına kavuşmak istemeleri kredi türevlerinin çıkmasına önemli rol oynamıştır.

Risk satıcısına yüksek riskli veya yoğunlaşmaya yol açan kredilerin elden çıkarılmasını imkanı sağlarken, risk alıcısına bir krediyi fonlamadan ve kredi kullanılmak için gerekli operasyonel masraflara katlanmadan kredinin görece yüksek getirisinden faydalanabilme imkanı veren kredi türevleri ise iki piyasa katılımcısı arasında imzalanan bir tür sözleşme olup söz konusu sözleşmenin esası, kredi riskinin bir taraftan diğerine aktarılmasına dayanmaktadır (Naranyanaswany, 2006:5).

Kredi türevlerinin yaygın üç çeşidi bulunmaktadır. Bunlar, iki kreditorün belli bir kredinin ya da kredi portföyünün yaratacağı nakit akımlarını değişmesini ifade eden “kredi swapı” (credit swap), ödeyememe, iflas, borcun inkarı, birleşme, borçlunun kredi derecesinin düşürülmesi gibi durumlarda riski satın alan tarafça riski satan tarafa ödeme yapılmasına yönelik bir opsiyonu ifade edilen “kredi temerrüt swapı” (credit default swap-CDS) ve alacaklının, kredi türevi satıcısına sözleşmeyle belirlenen değişken faizli ödemeler karşılığında alacaktan kaynaklanan toplam getiriyi ödediği ve referans alacağın ödenmemesi, borçlunun yükümlülüğünü yerine getirmemesi durumunda dahi her iki tarafta ödemelerini yapmaya devam ettiği “toplam getiri swap sözleşmeleri” (total return swap-TRS) dir.

1.2.5. Kredi Bağlantılı Yapılandırılmış Finansal Araçlar

Kredi bağlantılı yapılandırılmış finansal araçlar (Credit Linked Notes- CLN), aslında kredi temerrüt swapı iliştilirilmiş bir menkul kıymettir. Dolayısıyla, bir swap sözleşmesi ile yapılan risk transferinin menkul kıymetleştirmeye yapılmasına olanak sağlamaktadır. Kredi bağlantılı tahviller, sigorta/garanti sağlayan üçüncü tarafları aradan çıkararak maliyeti düşürmektedir. Dünya uygulamaları gözden geçirildiğinde, özel amaçlı kuruluş veya trust¹ kullanılarak ihraç edildiği gözlemlenmiştir. Kredi bağlantılı yapılandırılmış finansal araçların, yapılandırılmış finansın bir diğer yöntemi olan kredi türevleri ile olan benzerliği önceki bölümlerde anlatılmıştır.

1.2.6. Hisse Senedine Dayalı Yapılandırılmış Finansal Araçlar

Hisse senedine dayalı yapılandırılmış finansal araçlar (Equity linked notes), tahvil ve varant biçiminde olmak üzere temelde iki türde ihraç edilebilen araçlardır. Tahvil biçiminde ihraç edilenler borçlanma enstrümanı olup standart sabit getirili kıymetlerden getirisinin önceden belirlenen hisse senedinin değerine bağlı olması noktasında ayrılmaktadır. Bu tahviller, sadece bir hisse senedine dayanılarak çıkarılabileceği gibi, bir hisse senedi sepetine veya hisse senedi endeksine dayalı olarak çıkarılabilir (Banks, 2006: 110).

Hisse senedine dayalı yapılandırılmış finansal araçların bir diğer türü hisse senedi varantlarıdır. Çalışmamızda hisse senedi varantları üzerine ayrıca bir çalışma yapılacağından bu araçlara ilişkin ayrıntılı inceleme çalışmamızın 3. bölümünde yer almaktadır.

¹ Özel amaçlı kuruluş (special purpose vehicle- SPV) veya trust kullanımı sadece CLN'lere özgü olmayıp VDMK, MBS ve CDO ihraçlarında da sıklıkla kullanılmaktadır. SPV'ler alacakları ihraççıdan devralarak bu alacaklar karşılığında menkul kıymet ihraç eden kuruluşlardır. Söz konusu devir işlemi esasen alacağın temlik hükümleri çerçevesinde gerçekleştirilir. Alacakların özel amaçlı kuruluşa devredilmesinin nedeni geri ödenmesi ihraççının faaliyet ve finansal risklerinden etkilenmeyecek bir menkul kıymet ihracının gerçekleştirilmesidir. Böylelikle ihraç edilecek menkul kıymetin dayanağını oluşturacak alacak havuzu ile ihraççı şirketin bağlantısı kesilmiş olacak ve ihraççının iflası veya ödeme güçlüğüne düşmesi halinde yapılandırılmış finansal araç yatırımcılarının hakları bu durumdan etkilenmeyecektir. Ülkemiz mevzuatında düzenlenmemiş olan Trust, menkul kıymetleştirme işleminde yer alan taraflar arasında aracılık yaparak alacak havuzundan sağlanan nakit akımlarının yatırımcılara aktarılması, portföydeki alacakların durumunun izlenerek bunlara ilişkin raporların yatırımcılara iletilmesi görevlerini yürütür. ABD'de genellikle ihraççı Trustee'dir

Özel amaçlı kuruluş daha çok ABD ve İngiltere gibi Anglo-Sakson hukukunun uygulandığı ülkelerde kullanılmaktadır. Özel amaçlı kuruluşlar belirli bir projeyi gerçekleştirmek, yönetmek veya proje ile ilgili varlıkları edinmek gibi belirli bir amaç için kurulmuş ve bu araç dışında bir fonksiyonu olmayan kuruluşlardır. Menkul kıymetleştirme işlemlerinde özel amaçlı kuruluşun yer almasının tek sebebi, menkul kıymetleştirilen alacakları kaynak şirketin risklerinden arındırılması ve alacakların sadece menkul kıymet sahiplerine tahsis edilmesini sağlamaktır.

1.2.7. Anapara Garantili Yapılandırılmış Finansal Araçlar

Anapara garantili yapılandırılmış finansal araçlar, yatırımcıya vadede asıl anapara yatırımının %100'ünün ve buna ilaveten belirli bir dayanak varlık ya da endeks değerindeki artışın tamamının veya bir kısmının ödenmesini garanti eden sabit getirili finansal araçlardır (Kirazcı, 2005: s.10-11).

Bunlar, genel olarak iki unsur içerir. Bunlar, sabit getirili bir yatırım (özellikle bir tahvil ya da para piyasası yatırımı) ve bir opsiyondur. Bu birleşim, yatırımcıya, potansiyel kayıpları sınırlandırırken, bir ya da daha fazla dayanak varlığın fiyat hareketinden faydalanma olanağı sağlamaktadır.

1.2.8. Diğer Yapılandırılmış Finansal Araçlar ve Değerlendirme

Çalışmamızın kapsam sınırı nedeniyle gerek Grafik 1'de yer alan bazı yapılandırılmış finansal araçların gerekse de Grafik 1'de yer almayıp isimleri zikredilen diğer yapılandırılmış finansal araçların tanımları ve belli başlı özellikler burada yer bulamamıştır. Bu araçlar hakkında ayrıntılı bilgilere çeşitli finans kitaplarından ulaşmak mümkündür.

Çalışmamızın odak noktası yapılandırılmış finansal araçların sermaye piyasası mevzuatındaki yeri ve bunlara ilişkin düzenleme çalışmaları olduğundan bu araçları çeşitli özelliklerine göre sınıflayarak bu sınıflara göre düzenleme önerileri getirmek en makul yol olmakla beraber Grafik 1'den de izlenebileceği üzere birbirlerinden oldukça farklı özellikler içeren bu araçları genellemeler yaparak sınıflamak oldukça zordur.

Grafik 1'de yapılandırılmış finansal araçlar İngilizcedeki "structured finance" kavramının altında incelenen araçları temsilen "risk transfer araçları" ve İngilizcede ki "structured products" kavramının altında incelenen araçları temsilen "sentetik araçlar" olarak ayrımlanmıştır; ancak bu ayırım araçların yapılandırılma esaslarına ilişkin net bir ayırım vermekten uzaktır.

Ancak mevzuata yönelik çalışmaları kolaylaştırabilmek için yapılandırılmış finansal araçları yapılandırma esaslarına ilişkin olarak 4 ana grupta toplamak yararlı olacaktır. Bu kapsamda yapılandırılmış finansal araçlar;

- a) Alacakların menkul kıymetleştirilmesine dayanan araçlar (Menkul kıymetleştirme esaslı araçlar),
- b) Kredi türevlerine dayanan araçlar (kredi türevleri) ,

c) Klasik sermaye piyasası araçları ile türev araçların birleştirilmesine dayanan araçlar (Anapara garantili yapılandırılmış finansal araçlar, emtiaya, kura dayalı yapılandırılmış finansal araçlar vb.) ,

d) Opsiyon ve benzerlerinin menkul kıymetleştirmesine dayanan araçlar (Hisse senedi varantları),

olarak sınıflandırılabilir.

2. BÖLÜM: SERMAYE PİYASASI MEVZUATI ve İLGİLİ DİĞER MEVZUATTA YAPILANDIRILMIŞ FİNANSAL ARAÇLAR

2.1. Sermaye Piyasası Mevzuatında Yapılandırılmış Finansal Araçlar

Önceki bölümlerde görüldüğü üzere, yapılandırılmış finansal araçlar, temelde 4 türdür. Bu kapsamda, yapılandırılmış finansal araçların öncelikle hukuki niteliğine göre mevzuattaki yerlerinin belirlenmesi gerekmektedir.

Uluslararası literatürde birer menkul kıymet olarak tanımlanan ve bu çalışmada da yapılandırılmış finansal araç olarak ifade ettiğimiz söz konusu araçların önemli bir kısmının, ülkemiz yasal düzenlemelerine göre menkul kıymet olarak tanımlanması için Kurul'un düzenleme yapması gerekmektedir.

Diğer yandan, genel olarak incelendiğinde, yapılandırılmış finansal araçların bir kısmı türev araca benzer bir bireysel sözleşme niteliği daha fazla ön plana çıkmaktadır. Dolayısıyla, bu araçların mevzuatımızdaki yeri diğerlerinden ayrılmaktadır.

İzleyen bölümlerde, Sermaye Piyasası ve ilgili diğer mevzuatta yapılandırılmış finansal araçlara ilişkin düzenlemeler ve bu düzenlemelere ilişkin değerlendirmeler yer alacaktır.

2.2. Tanımlar ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun Yetkisi

(SPKn 2'nci maddesinde Kanun kapsamı şöyle ifade edilmiştir;

“Sermaye piyasası araçları, bu araçların ihracı, halka arzı ve satışı, bunları ihraç veya halka arz edenler, bu Kanun'un 40'inci maddesi çerçevesinde borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalar, sermaye piyasası faaliyetleri, sermaye piyasası kurumları ve Sermaye Piyasası Kurulu bu Kanun hükümlerine tabidir. Ancak halka açık olmayan anonim ortaklıkların halka arz edilmeyen hisse senedi ihraçları bu Kanun kapsamı dışındadır”

Söz konusu madde ile “sermaye piyasası araçları” ve “bu araçların ihracı, halka arz ve satışı” SPKn.'un kapsamına girmiştir.

Sermaye piyasası araçları, SPKn'un 3'üncü maddesinin (b) bendinde "menkul kıymetler" ve "diğer sermaye piyasası araçları" olarak ikiye ayrılmıştır.

Kanun, menkul kıymetleri;

- ortaklık veya alacaklılık sağlayan,
- belli bir meblağı temsil eden,
- yatırım aracı olan,
- dönemsel gelir getiren,
- misli nitelik taşıyan,
- çok sayıda ve seri halde çıkarılan,
- aynı ibareleri taşıyan,
- şartları Kurulca belirlenen kıymetli evrak olarak tanımlamıştır.

Bir torba tanım olan "diğer sermaye piyasası araçları" ise menkul kıymet dışında kalan ve şartları Kurulca belirlenen evrak olarak tanımlanmıştır.

SPKn'da yapılan bu tanımlamalardan şu sonuca ulaşmak mümkündür:

- a) Kanun, menkul kıymetlerin unsurlarını belirlemiş ve belirlenen bu unsurlar kapsamında Kurul'a yeni menkul kıymet ihdas etme yetkisi vermiştir.
- b) Hangi kanun içinde düzenlendiğine bakılmaksızın, ihraç edilen tüm menkul kıymetlere ilişkin şartları belirleme yetkisi, Kurul'a verilmiştir,
- c) Tüm menkul kıymetler, aynı zamanda birer kıymetli evraktır.

Kurul menkul kıymetlere ilişkin düzenleme yapma yetkisini çıkardığı tebliğler ile kullanmak suretiyle, finansman bonosu, tahvil, kâra iştirakli tahvil, VDMK ve ipotek teminatlı menkul kıymetin düzenlemesini yapmıştır.

Kurul'un menkul kıymetlere ilişkin düzenleme yapma yetkisinin kapsamını belirleyen bir diğer madde ise SPKn md. 22 (a) ve 22 (b)'dir. Söz konusu hükümler, şu şekildedir;

"a) Bu Kanunun uygulanması açısından sermaye piyasası araçlarının, ihracını, halka arz ve satışının şartlarını düzenlemek ve denetlemek,

b) İhraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarını Kurul kaydına almak ve kamu yararının gerektirdiği hallerde sermaye piyasası araçlarının halka arz ve satışını geçici olarak durdurmak."

Madde hükmünde yer alan "ihraç" kavramı Kanun'un 3 üncü maddesinin (b) bendinde; *"sermaye piyasası araçlarının ihraççular tarafından çıkarılıp halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışı"* olarak tanımlanmıştır. Öte yandan,

Kanun'un 4 üncü maddesinde “İhraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul'a kaydettirilmesi zorunludur” hükmü yer almaktadır.

SPKn'un yukarıda anılan maddeleri birlikte değerlendirildiğinde aşağıdaki sonuçları çıkarmak mümkündür:

- a) İster halka arz edilmek, isterse bir kişiye satılmak üzere ihraç edilsin, tüm menkul kıymetlerin tabî olduğu şartlar Kurulca belirlenir. Menkul kıymetin hangi Kanun'da düzenlendiğinin önemi bulunmamaktadır (Doğru, 2007:230).
- b) Kurulca belirlenen şartlar, dışında şart taşıyan menkul kıymet ihraç edilemez.
- c) Kurulca bir menkul kıymetin şartlarının belirlenmemesi, diğer bir ifadeyle, bu konuda düzenleme yapılmaması halinde başka kanunlarda düzenlemesi olsa dahi bu menkul kıymet ihraç edilemez.
- d) Halka arz edilip edilmediğine bakılmaksızın tüm menkul kıymetler, SPKn 3'üncü maddesinin h bendinde sayılan “ihraççılar” ile katılma belgeleri ile sınırlı olmak üzere SPKn md 37, 38, 38/B ve 38/C uyarınca fonlar tarafından çıkarılabilmektedir. Bunlar dışındaki gerçek ve tüzel kişilerin, menkul kıymet ihraç etmesi mümkün değildir.

Kurul'un, menkul kıymetler üzerinde sahip olduğu bu yetkiye rağmen yetkisinin sınırları da bulunmaktadır. Kanun'un 3'üncü maddesinin b bendinde yer alan menkul kıymet tanımında, menkul kıymetlerin aynı zamanda birer kıymetli evrak olduğu belirtilmiştir.

Kurul'un bir evrakı, menkul kıymet dolayısıyla da kıymetli evrak olarak nitelendirme (kıymetli evrak ihdas etme) ve kıymetli evrakın şartlarını belirleme yetkisinin sınırı, şu şekilde belirlenebilir (Doğru, 2007:233-234);

- a) Düzenlenen evraka eşya hukukunda düzenlenen sınırlı aynı haklar dışında hak yükleyemez,
- b) Düzenlenen evrakta TTK ve MK'daki tedavül güvenliği için konulmuş hükümleri değiştiremez,
- c) Emredici kanun hükümlerine aykırı ve üçüncü kişilerin haklarını zedeleyen hükümlere menkul kıymet düzenlemelerinde yer veremez.

Bu kapsamda, Kurul yukarıda belirlenen yetki sınırının ötesinde bir menkul kıymet düzenlemesi yapmak istediğinde bunu, ancak, kanun ile yapabilecektir; dolayısıyla, TBMM'nin iradesine başvurmak zorunda kalacaktır. Bu yüzden,

sahibine rehin veya başka bir aynı hak sağlayan “ipotek teminatlı menkul kıymetler”, SPKn’una eklenen hükümler içinde düzenlenmiştir.

Diğer taraftan, bir finansal aracın Kurulca menkul kıymet veya diğer finansal araç şeklinde kabulüne örnek olarak Kurul’un 02.06.1997 tarih ve 16/818 Sayılı Kararı ile menkul kıymet olarak kabul edilmiş olan vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri gösterilebilir. İAB’de altın ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin alım satımına aracılık yapan şirketlerin bu işlemleri yurtdışında da yapabilmeleri için alınan söz konusu karar, daha sonra Kurul’un 23.10.2003 tarih ve 55/1262 sayılı Kararı ile yürürlükten kaldırılmış ve vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin menkul kıymet niteliğinde olmadığı kararı alınmıştır.

2.3. Yapılandırılmış Finansal Araçlara İlişkin Yapılmış Düzenlemeler

Türk finans sektörünün gerek banka temelli olmasının getirdiği kısıtlamalar gerekse de global ekonomiye son birkaç yıla kadar bütünüyle eklemlenmemiş olması nedeniyle ülkemizde risk transferi için yapılandırılmış finansal araçlara son yıllara kadar büyük ihtiyaç duyulmamıştır. Ancak, yine de ülkemizde, Sermaye Piyasası Kurulu’nun öncülüğünde önemli yapılandırılmış finansal araç düzenlemeleri yapılmıştır.

1992 yılında Sermaye Piyasası Kanunu’na eklenen 13/A maddesi ile ülkemizde ilk kez bir yapılandırılmış finansal araç hakkında düzenleme yapılmıştır. Söz konusu madde ve bu madde çerçevesinde yayımlanan Kurul’un Seri:III, No:14 sayılı Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği ile Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler düzenlenmiştir.

Yapılan düzenleme ile VDMK ihracına yetkili kuruluşlar, bankalar, genel finans ortaklıkları ve finansal kiralama şirketleri olmuş; menkul kıymetleştirilebilecek alacaklar ise tüketici kredileri, konut kredileri, finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar ve mal ve hizmet üretimi faaliyetinde bulunan anonim şirketler ile özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüslerinin müşterilerine yaptıkları taksitli satışlardan doğan ve senede bağlanmış alacakları olarak belirlenmiştir. Kanun’da VDMK’lerin alacak ve duran varlık karşılığı çıkarılabileceği öngörülmüş olsa da Tebliğ’de sadece alacaklar karşılık gösterilerek VDMK ihraç edileceği hükme bağlandığı görülmektedir. 1994 yılından sonra işleme konu olacak alacakların kapsamı genişletilmiş ve bankalar ve özel finans kurumlarının açmış oldukları ve fiilen ihracatta kullandıkları krediler

ile faktöring işlemleri yapan anonim şirketlerce elde edilen ihracat karşılığındaki işlemlerden doğan alacaklar, T.C. Ziraat Bankası'nın senede bağlı alacakları ile T. Halk Bankası'nın esnaf ve sanatkarlarla küçük işletmelere açtığı ihtisas kredileri de menkul kıymetleştirilebilecek alacaklara eklenmiştir.

VDMK, 1994 yılına kadar disponibilitate ve munzam karşılık oranlarına tabi olmamıştır. Ancak, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, tüketim talebini uyarmasının bir sonucu olarak, 1994 yılında VDMK'lerin bu avantajını ortadan kaldırmıştır. Ayrıca, 1995 yılında Kurul, enflasyonist etkisi nedeniyle, tüketici kredilerine dayalı menkul kıymet ihraçlarının kayda alınmasını, VDMK ihracı ile ilgili Tebliğe eklenen geçici madde ile Kurul'un öngöreceği tarihe kadar durdurmuştur.

5582 sayılı Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun (5582 sayılı Kanun) uyarınca, Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan değişiklikler çerçevesinde, varlığa dayalı menkul kıymetler, tekrar tanımlanmıştır. Yapılan değişikliklerle daha önce varlığa dayalı menkul kıymet tanımının yer aldığı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 13/A maddesinde ipotek teminatlı menkul kıymetlere ilişkin düzenlemelere yer verilmiştir. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 13/B maddesinde ise varlık teminatlı menkul kıymetlere yer verilmiştir. Anılan madde uyarınca varlık teminatlı menkul kıymetler, ihraççıların genel yükümlülüğü niteliğinde olan, alacaklar ve duran varlıkların teminatı altında ihraç edilen borçlanma senetleridir. Görüldüğü üzere, 5582 sayılı Kanun öncesi "Varlığa Dayalı Menkul Kıymet" olarak tanımlanmış olan söz konusu sermaye piyasası araçları, 5582 sayılı Kanun'la yapılan değişiklikler sonucu, varlık teminatlı menkul kıymetler olarak tanımlanmıştır. "Varlığa Dayalı Menkul Kıymet" ise varlık finansmanı fonları tarafından ihraç edilecek sermaye piyasası araçları olarak ifade edilmiştir.

5582 sayılı Kanun ile Sermaye Piyasası Kanunu'na eklenen 13/A maddesinde ipotek teminatlı menkul kıymetler ise, ihraççıların genel yükümlülüğü niteliğinde olan ve oluşturulan teminat havuzundaki varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen borçlanma senetleri olarak tanımlanmıştır. İpotek teminatlı menkul kıymetlere teminat gösterilen varlıkların, diğer varlıklardan ayrılabilmesi amacıyla ihraççılara, ipotek teminatlı menkul kıymetlerin teminatı olan varlıkları, diğer varlıklardan ayrı olarak, oluşturacakları teminat havuzu içerisinde izleme yükümlülüğü getirilmiştir. Bununla birlikte, Kanun, ihraççının sahip olduğu varlıklardan hangilerinin teminat

havuzunda yer aldığı konusunda oluşabilecek tereddütleri ortadan kaldırmak adına, bu kayıtların ihraççının yanı sıra ayrı bir kayıt kuruluşunda da tutulmasını sağlamak amacıyla düzenleme yapılmasını öngörmektedir.

Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca ipotek teminatlı menkul kıymetler, bankalar ile yine Konut Finansmanı Kanunu'nda tanımlanan ipotek finansmanı kuruluşları tarafından ihraç edilebilecektir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun Seri:III, No:34 Konut Finansmanı Fonlarına ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ ile Seri:III, No:33 Tebliğinde de konuya ilişkin ayrıntılı düzenlemeler yapılmıştır.

Görüldüğü üzere, sermaye piyasası mevzuatında yapılandırılmış finansal araçlar üzerine yapılan düzenlemeler, menkul kıymetleştirme esasına dayalı araçlar için yapılmıştır. Bu grup dışında yer alan kredi türevleri, klasik sermaye piyasası araçları ile türev araçların birleştirilmesine dayanan araçlar ile opsiyon ve benzerlerinin menkul kıymetleştirmesine dayanan araçlar bir diğer ifade ile sentetik araçlar hakkında yapılan bir düzenleme bulunmamaktadır.

Diğer yandan banka temelli finansal yapıya sahip olsa da önceki bölümlerde değinildiği üzere globalleşme süreci, finansal alandaki teknolojik gelişmeler ve Türk finans sektöründe artan yabancı sermaye piyasası katılımcılarının farklı yapılarla sahip yapılandırılmış finansal araçlar talep etmesine neden olmakta (Kahyaoğlu, 2005: 685-687) ve sermaye piyasası mevzuatımızda bu araçların düzenlenmemiş olması büyük bir boşluk yaratmaktadır.

2.4. İlgili Diğer Mevzuatta Yapılandırılmış Finansal Araçlar

Yapılandırılmış finansal araçlara ilişkin olarak Sermaye Piyasası Mevzuatı dışında kalan tek düzenleme, kredi türevleri ile ilişkilendirilebilecek olan Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar'ın 6'ncı maddesinin (ii) bendinde yer alan "Döviz ve kıymetli madene dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil sermaye piyasası mevzuatına göre düzenlenmiş her türlü türev araçlarının alım satımının Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirilmiş aracı kuruluşlarca sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde teşkilatlanmış borsalarda gerçekleştirilir" hükmüdür.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun (Kanun), 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun ile değişik 30'uncu maddesinin birinci fıkrasının (c) bendinde "*ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve döviz dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçların*

alım satımının yapılmasına aracılık”ın bir sermaye piyasası faaliyeti olarak sayılması ve 32 sayılı Karar’ın 1’inci maddesinde çeşitli kanunlar ve uluslararası anlaşmalarda yer alan özel hükümlerin saklı olduğuna dair hükmün yer almasına rağmen 32 sayılı Karar’ın 6’ncı maddesinde zikredilen hükmün lafzından Kurulun sadece teşkilatlanmış borsalarda gerçekleştirilecek türev araçları düzenleme yetkisi olduğu sonucu çıkarılabilmektedir.

Her ne kadar Kurul’a Kanun’la verilen bir yetki olsa da bu husus, muğlaklık yaratmaktadır. Bu kapsamda, teşkilatlanmış borsalarda işlem görmesi mümkün görünmeyen ve münferit sözleşmeler üzerinden yapılan kredi türevlerinin Kurul’un görev alanına girip girmediği 32 sayılı Karar’da bir değişiklik yapılmıyca kadar muğlaktır.

3. BÖLÜM:YAPILANDIRILMIŞ FİNANSAL ARAÇLARIN HAYATA GEÇİRİLMESİNE YÖNELİK ÖRNEK MEVZUAT ÇALIŞMASI: HİSSE SENEDİ VARANTI

3.1. Yapılandırılmış Finansal Araçlara İlişkin Örnek Çalışmanın Amacı

Önceki bölümlerde incelendiği üzere yapılandırılmış finansal araçlar;

- Alacakların menkul kıymetleştirilmesine dayanan araçlar,

- Kredi türevlerine dayanan araçlar ,

- Klasik sermaye piyasası araçları ile türev araçların birleştirilmesine dayanan araçlar,

- Opsiyon ve benzerlerinin menkul kıymetleştirmesine dayanan araçlar, olarak sınıflandırılabilir.

Bu araçlardan alacak ve benzerlerinin (ipotekler vb.) menkul kıymetleştirilmesine dayanan araçların sermaye piyasası mevzuatı kapsamında düzenlenmiş olduğunu önceki bölümde görmüştük.

Kredi türevleri olarak adlandırılan araçlar ise tezgahüstü piyasalarda iki taraf arasında yapılan standart dışı sözleşmeler vasıtasıyla yapıldığından mevzuatta düzenlenmesi mümkün görünmemektedir. Elbette bu sözleşmelerin kurumlar üzerinde yarattıkları kredi risklerini izleyebilmek için çeşitli düzenlemeler yapılması mümkünse de bu daha çok finansal kurumların finansal tablo ve sermaye yeterliliği yükümlülüklerine ilişkin düzenlemeler şeklinde olacaktır.

Diğer yandan klasik sermaye piyasası araçlarının türev araçlarla birleştirmesine dayanan araçlar ile opsiyon ve benzerlerinin menkul

kıymetleştirilmesine dayanan araçlar sermaye piyasası mevzuatında düzenlenmemiştir. Bu iki araç grubunun ülkemizde uygulamaya konması Türk sermaye piyasasının gelişimi için büyük önem taşımaktadır.

Bu bağlamda hem yapılandırılmış finansal araçların ihracında mevzuat bağlamında karşılaşılabilecek sorunlara bir örnek vermek amacıyla hem de varantın ülkemizdeki uygulamasına ilişkin bir yol haritası oluşturabilmek için bu araçların en önemlilerinden birisi olan hisse senedine dayalı varantların ülkemizde uygulamaya sokulmasına yönelik bir fizibilite çalışmasını gerçekleştirerek, gelecekte bu tür araçlara ilişkin yapılacak çalışmalarda kullanılacak bir yol haritasını ortaya koymaya çalışacağız.

3.2.Yapılandırılmış Finansal Araçlara İlişkin Mevzuat Çalışmalarında Dikkat Edilecek Hususlar

Bir yapılandırılmış finansal aracın sermaye piyasası mevzuatına kazandırılmasında öncelikle aracın SPKn'un 3 üncü maddesinin (b) bendi çerçevesinde menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası aracı şeklinde düzenlenip düzenlenmeyeceğine karar verilmelidir.

Bu hususun belirlenmesinde aracın ihraç ve borsada işlem görmesine ilişkin esaslar kadar aracın vergilendirilmesine ilişkin hususların da dikkate alınması gerekmektedir. Bu çalışmanın yapıldığı döneme ait meri vergi mevzuatında menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarının vergilendirilmesine ilişkin bir farklılık bulunmamakla beraber geçmişte diğer sermaye piyasası araçları lehine düzenlemeler bulunmakta olduğundan düzenlemenin yapıldığı tarihteki geçerli vergi mevzuatının incelenmesinde yarar bulunmaktadır.

Aracın menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası aracı olarak kabulünün, aracın Kurul'un kaydına alınması hususunda bir fark yaratmamaktadır. Zira SPKn. md. 4 ün birinci fıkrasında "*ihraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul'a kaydettirilmesi zorunludur*" denilerek tüm sermaye piyasası araçlarının Kurul kaydına alınması hükme bağlanmıştır. Diğer yandan aynı husus aracın ihracı için Kurul'a ödenecek ücret açısından da geçerlidir. SPKn md. 28'in (b) bendinin ikinci paragrafında ihraççıların Kurulca kayda alınan, satışı yapılacak sermaye piyasası araçlarının ihraç değerinin binde üçü tutarında ücret yatırması zorunluluğu ifade edilerek "Kurul kaydına alınma" kriterini ücret için esas belirlemiştir.

Aracın menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası olarak kabulünün önemi iki noktada daha önem taşımaktadır. Bunlardan birincisi aracın menkul kıymet olarak kabulü, aracın ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olan, dönemsel gelir getiren, misli nitelik taşıyan, çok sayıda ve seri halde çıkarılan, aynı ibareleri taşıyan ve şartları Kurulca belirlenen bir kıymetli evrak olarak nitelendirilmesi sonucunu doğurmaktadır.

İkinci önemli husus aracın menkul kıymet borsalarında işlem görmesi konusudur. Zira düzenlemesi yapılacak aracın diğer sermaye piyasası aracı olarak kabul edilmesi halinde 06.10.1983 tarih ve 18183 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan 91 sayılı Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında Kanun Hükmünde Kararname’nin “Borsa Kotuna Alma” başlıklı 10 uncu maddesinde yer alan ve sadece menkul kıymetlerin menkul kıymetler borsalarında işlem göreceğini ifade eden hüküm nedeniyle menkul kıymetler borsalarında diğer sermaye piyasası araçlarının işlem görmesi mümkün görülmemektedir.

Bu çerçevede düzenlemesi yapılacak aracın bir menkul kıymet borsasında (İMKB) işlem görmesi isteniyorsa aracın menkul kıymet olarak kabul edilmesi gerekmektedir. Diğer yandan aracın borsalara kote olması borsanın kotasyon şartlarına uygun halde düzenlenmesi zorunluluğunu getirecek hem de aracı ihraç edenlere ek maliyet getirecektir. Elbette aracın kotasyonu için borsa kotasyon şartlarının değiştirilmesi veya yeni bir kotasyon düzenlemesi yapılması da gerekebilecektir.

Aracın düzenlemesine ilişkin olarak üzerinde önemle durulması gereken bir diğer husus ihraççıdan istenecek kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin derecesidir. Bu yükümlülükler belirlenirken aşırıya kaçılmamalıdır.

Diğer yandan uygulamaya koyulacak yapılandırılmış finansal aracın türüne göre değişebilecek bazı hususların da düzenlenmesi gerekmektedir. Bunların başlıcaları, uzlaşma yöntemi (fiziksel teslimat-nakit uzlaşma), vade süresi, ihraçta tahsisat zorunluluğu olup olmayacağı, ihraç fiyatı, ihraç limiti, piyasa kapitalizasyonu, ihraççıya ilişkin koşullar ve işlem kurallarıdır.

Tüm bu hususlardan öte yeni bir finansal araç için düzenleme yapılmadan önce piyasa katılımcıları ile gerekli görüşmelerin yapılarak, araca olan ihtiyaç, aracın göreceği talep ve piyasaya olan etkisi gibi hususlarda gerekli bilgi edinilmesinde fayda bulunmaktadır.

Araca ilişkin çalışma yapılırken dikkate alınması gereken bir diğer husus aracın piyasa içinde bir ikame etkisi yaratıp yaratmayacağı hususudur. Sermaye piyasalarına yeni bir araç uygulamaya konulduğunda uzun vadede aracın sermaye piyasalarına arz edilen toplam fonu arttırması tercih edilir ve amaçlanır. Eğer yeni düzenlenecek araç dolaylı veya doğrudan bu etkiye hizmet etmekte ise tercih edilebilir bir enstrümandır. Ancak eğer aracın ortaya çıkışı mevcut araçlara olan talebi kısararak mevcut fonların sadece yer değiştirmesine etki edecekse bu aracın sermaye piyasalarında yeni fonları çekmesi için gerekli altyapı ve tanıtım çalışmalarının yapılmasında fayda olacaktır.

3.3.Varant

Varantların çeşitli yayınlarda türevler ya da hibridler olarak nitelendirilen finansal araçların özel bir alt grubu altında yer aldığı belirtilmekteyse de (Uruk, 1995 s.4) yapılandırılmış finansal araçlar içerisinde iki temel varant türü bulunmaktadır.

Bunlardan birincisi diğer hibridler olarak adlandırılabilcek sentetik araç grubunun altında yer alan “varantlı tahvil” , ikincisi ise hisse senedine dayalı yapılandırılmış finansal araçların altında yer alan “hisse senedi varantı”dır.

Varantlı tahviller, dönüştürülebilir tahviller gibi yatırımcılara sabit getiri ve hisse senedi kazancını birlikte sunmak üzere tasarlanmış araçlardır. Çok çeşitli formasyonları olan bu araçlar genelde düşük derecelendirme notuna sahip şirketlerin tahvillerine talep yaratmak için kullandıkları yöntemdir. Bu varantlarda şirketler kendi hisseleri karşılığında varant ihraç etmektedirler. Bu araçlar alan yatırımcılar, şirketin tahvilini ve şirketin ileride halka arz edilecek hisse senetlerini satın alma opsiyonunu birlikte satın almaktadırlar. Bu kapsamda varantlı tahvildeki varantı, “bir ortaklık tarafından çıkarılan ve verilen bir zaman aralığında (vadede), ortaklığın sabit sayıdaki hisse senedini belirlenmiş ya da değişken bir fiyat üzerinden satın alma hakkı veren sözleşmeler” olarak tanımlamak mümkündür (Akpınar, 1999: 3).

Bununla birlikte, bankalar ve yatırım şirketleri de başta hisse senedine dayalı olmak üzere finansal göstergelere, dövizde ya da mala dayalı “covered warrants” olarak adlandırılan varant sözleşmeleri ihraç edebilmektedirler. Söz konusu sözleşmeler, borsaya kote edilmekte ve genelde ihraççı finansal kurum ihraç ettiği sözleşmelerde piyasa yapıcılığı görevini de üstlenmektedir.

İşte bu varantlardan hisse senedine dayalı olanlarına “hisse senedi varantı” adı verilmekte olup hisse senedine dayalı yapılandırılmış finansal araçların en önemli alt gruplarından birisidir.

Dünya uygulamaları ve sermaye piyasalarımızın mevcut durumu birlikte değerlendirildiğinde ülkemize en uygun varant aracının hisse senetleri varantları olduğu görülmüştür. Bu çerçevede çalışmada varant bu noktadan sonra hisse senedi varantı yerine kullanılacaktır.

Sözlüğe bakıldığında varant sözcüğünün “para ödeme ya da alma için yetki” anlamına geldiği görülmektedir. Diğer yandan varant, TTK’da umumi mağazaların antrepolarına yerleştirilen emtia karşılığında emtia sahibine bu emtiayı satabilmesi veya terhin edebilmesine imkan vermesi için bu mağazalar tarafından çıkarılan cirosu kabil bir senet olarak tanımlanmış olmakla beraber bizim bu çalışmada ele aldığımız varant önceki bölümlerde incelendiği üzere bir sermaye piyasası olan varantlardır. Bu kapsamda bu çalışmada geçen varant aksi belirtilmedikçe sermaye piyasası aracı olan varantı ifade etmektedir.

Finansal anlamda hisse senedi varantını;

“bir ortaklık tarafından çıkarılan ve verilen bir zaman aralığında (vadede), ortaklığın sabit sayıdaki hisse senedini belirlenmiş ya da değişken bir fiyat üzerinden satın alma hakkı veren sözleşmeler”

olarak tanımlamak mümkündür (McHattie, 1994 s. 146-147).

Bu kapsamda değerlendirildiğinde varantın opsiyondan farkının olmadığı görülmektedir. Bununla birlikte, en basit şekilde ihraç edilen varantların opsiyonlardan çok önemli bir farkı bulunmaktadır. Vade tarihinde bir satın alma varantı (call warrant) işleme konulduğunda (exercised) o an itibarıyla piyasada dolaşımda olmayan hisse senetlerinin teslimatı söz konusu olmaktadır, satın alma opsiyonunun işleme konulması durumunda halihazırda dolaşımda olan hisse senetlerinin teslimatı söz konusu olmaktadır. Bunun yanı sıra, varantlar değişik vadelerde, değişik tutarlarda ihraç edilebilirken, vadeli işlem borsalarına kote edilen opsiyonlar belirli vadelerde ve sabit tutarlarda ihraç edilmektedir. Ayrıca varantlarda opsiyonlarda olduğu gibi bir teminat tevdi etme zorunluluğu (margin) ve teminatın belli bir oranın altına düşmesi halinde teminat tamamlama çağrısı (margin call) bulunmamaktadır. Varantların sağladıkları bu ve benzeri esneklikler yatırımcılar açısından varantların tercih edilmelerinde en önde gelen nedenlerden biridir. Ayrıca, opsiyonların vadesi genellikle aylarla sınırlı iken, varantların 15 yıl kadar uzun

vadelerde ihraç edilebilmeleri mümkündür. Bununla birlikte, bu şekilde dolaşımda olmayan hisse senetlerinin teslimatını içeren varant anlaşmaları asıl olarak tezgahüstü piyasalarda direkt olarak ihraççı şirketlerle kurumsal yatırımcılar arasında gerçekleştirilmektedir.

Varantlar borçlanma aracı ihraç eden şirketler tarafından borçlanma aracını yatırımcılar açısından daha cazip hale getirmek amacıyla ileride ihraç edilecek olan şirket hisse senetlerine dayalı olarak da çıkarılabilmektedir. Bununla birlikte, bankalar ve yatırım şirketleri de başta hisse senedine dayalı olmak üzere finansal göstergelere, döviz ya da mala dayalı “covered warrants” olarak adlandırılan varant sözleşmeleri ihraç edebilmektedirler. Söz konusu sözleşmeler borsaya kote edilmekte ve genelde ihraççı finansal kurum ihraç ettiği sözleşmelerde piyasa yapıcılığı görevini de üstlenmektedir. Diğer taraftan, dayanak varlığın fiyatındaki değişimlere paralel olarak ihraççı kurum tarafından gerek duyulması halinde yeniden belirlenen kullanım fiyatları üzerinden varant sözleşmesi ihraç edilebilmektedir (Taşçı, Oruç 2006: 1).

Varantlar aynı opsiyonlar gibi Amerikan ya da Avrupa tipi olabilmektedir. Amerika tipi bir varant vade süresince herhangi bir zamanda işleme konabilirken, Avrupa tipinde varant sadece vade sonunda işleme konabilmektedir.

3.3.1. Varantların Önemi

Varantlar 80’li yıllarda İsviçreli yatırımcıların Japon hisse senedi piyasalarında herhangi bir kur riski ile karşılaşmadan yatırım yapma arzuları sonucunda oluşturulmuş araçlardır. Varantların yatırımcılara sağladığı büyük avantajlar nedeniyle dünyada varantların kullanımı hızla artmaktadır (Banks 2007, 113).

Varantlar, vade, uzlaşma fiyatı ve sözleşme büyüklüğü vb. özellikleri ele alındığında opsiyonlara göre yatırımcılar için çok daha esnek yatırım olanakları sağlamaktadır. Bununla birlikte, piyasa yapıcılık sistemi kapsamında marj uygulamasının olmaması ve yatırımcılar açısından katlanılan riskin opsiyonlardan farklı olarak sınırlandırılmış olması² da dikkate alındığında varantların sermaye piyasası katılımcılarının risk yönetim süreçlerinde önemli kolaylıklar sağladığı ve bu nedenden ötürü de varantlara yoğun bir talebin olduğu görülmektedir.

² Opsiyon işleminde karşılaşılabilecek muhtemel zarar piyasa şartlarına göre sonsuzken, varantlarda bu zarar ödenen primle sınırlıdır.

Ayrıca, yatırımcılara düşük tutarlar yatırmak suretiyle, hisse senedi ve diğer yatırım araçlarının getirisinden faydalanma imkanı sunması, bununla birlikte hisse senedine benzer özellikler göstermesi; türev araçlar kadar karmaşık olmaması nedeniyle daha çok bireysel yatırımcının sermaye piyasalarına çekilmesinde varant etkili bir finansal araçtır. Varantların işlem gördükleri piyasalar açısından en önemli etkilerinden birisi de aynı nitelikli opsiyonlardan daha fazla talep görmeleridir.

Varantlar, ihraç edildikleri piyasanın likiditesine de önemli katkılar yapmaktadır. Teslimat yükümlülüğünü yerine getirmeye ve risk yönetimine yönelik olarak piyasa yapıcılarının/yatırımcıların spot piyasalarda yapmış oldukları alım-satım işlemlerini bu piyasalar açısından önemli likidite kaynakları olarak saymak mümkündür. Öyle ki, Singapur Borsası'nda varantların işlem görmeye başlaması sonrasında bu borsa kapsamında gerçekleştirilen toplam işlem hacminin % 33'ü varantlar üzerinde gerçekleştirilmiştir (2004-2006). Varant ihracının hisse senedi piyasası işlem hacmi üzerindeki etkisi bir örnekle incelenmek istenirse, Deutsche Bank (DB) 2005 yılı içinde Singapur varant piyasasının kurulmasında öncülük etmiş ve 2005'te hisse senedi piyasası işlem hacminde meydana gelen %25 oranındaki artışın %7'sinin DB'nin hisse senedine dayalı varant piyasasında piyasa yapıcısı olarak yaptığı işlemlerden kaynaklandığı görülmüştür (Taşçı, Oruç 2006:4).

TABLO I: Dünya'da İşlem Gören Varant Sayısı								
Ülkeler	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 6AY
Almanya	4,351	21,029	23,133	26,779	23,283	46,627	69,457	101,561
İsviçre	527	2,449	4,070	4,261	2,499	3,682	6,246	8,633
EURONEXT	n/a	4,046	6,014	4,369	3,770	4,991	4,886	6,333
İtalya	36	3,130	5,866	3,571	2,389	3,021	3,471	4,980
Lüksemburg	n/a	0	0	0	1,795	2,414	2,840	3,284
Avustralya	n/a	464	1,071	1,201	1,395	1,771	2,428	2,998
İsveç	n/a	1,078	1,696	1,579	1,332	1,491	1,534	1,517
Avusturya	n/a	976	1,311	1,022	590	493	1,297	2,223
Hong Kong	244	202	22	347	491	863	1,192	1,508
İspanya	n/a	411	970	1,606	1,164	1,308	916	2,447
Kore	0	0	0	0	0	0	42	1,003
Tayvan	n/a	53	57	100	307	191	406	432
Singapur	n/a	16	3	0	3	146	405	490
İngiltere	n/a	0	0	0	555	644	374	463
Güney Afrika	n/a	196	526	320	262	243	365	312
TOPLAM	5,158	34,034	44,736	45,155	39,833	67,885	95,817	137,181
Kaynak: World Federation of Exchanges (Temmuz 2006)								

Varant piyasasının hisse senetleri piyasası üzerindeki etkileri açısından ise yurtdışı örnekler incelendiğinde volatilisine olumsuz bir etki yapmadığı, sistematik risk yaratmadığı görülmüştür. Bu hususa ilişkin olarak Hong Kong varant piyasası üzerine yapılan bir değerlendirme EK/1’de yer almaktadır.

Varantların ihraç edilmesi için üzerine düzenledikleri hisse senetlerinin işlem gördükleri piyasada işlem görme zorunluluğu bulunmamaktadır. 1994 yılında İMKB şirketleri hisse senetleri üzerine düzenlenen varantlar incelendiğinde söz konusu varant ihracının Citibank tarafından yurt dışında, Lüksemburg’da gerçekleştirildiği görülmektedir. Konu bu kapsamda değerlendirildiğinde, İMKB şirketlerinin hisse senetleri üzerine varant düzenlenmesine yönelik talebin oluşması durumunda söz konusu varantların ülkemiz piyasalarında işlem görmesinin sağlanması hem Türk yatırımcıların bu ürünlere ulaşmalarının kolaylaştırılmasının sağlanması hem de piyasalarımıza sağlayacağı prestij açısından önem arz etmektedir. Diğer bir ifade ile, varant ve diğer yapılandırılmış menkul kıymet işlemlerinin yurt dışı piyasalara kaymasının engellenmesi ve yurt içi piyasalarımıza ürün çeşitliliği ve piyasa derinliğinin sağlanması için mevzuatımızın, söz konusu menkul kıymetlerin yurt içi piyasalarda işlem görmesine olanak sağlayacak şekilde bir an önce yenilenmesi gerekmektedir.

3.3.3. Yurtdışı Uygulamalar

Varantlar pek çok ülkede işlem görmektedir. Bu ülkelerin bazılarında borsalara kote biçimde işlem görürken bazılarında tezgahüstü piyasalarda bazılarında ise hem borsada hem tezgahüstü piyasalarda işlem görmektedir.

Bu çalışmanın kapsam sınırı içinde her bir ülkenin uygulamalarını, borsaya kotasyon şartlarını ve benzeri uygulamaları inceleme mümkün olmadığından bu ülkelerden bazılarındaki uygulamalara genel olarak değinilecektir.

3.3.2.1. Almanya

Avrupa’da covered varantlar ilk olarak 1989’da Almanya’da ihraç edilmiştir ve yıllık 30 milyar Euro’luk işlem hacmi ile en büyük varant piyasası bu ülkededir. İşlemlerin yaklaşık %50’si borsa dışında gerçekleştirilmektedir.

Stuttgart Borsası bünyesinde Avrupa Varant Borsası (European Warrant Exchange-EUWAX) faaliyet göstermektedir. EUWAX’da sadece varantlar değil diğer yapılandırılmış ürünler (structured products) de işlem görmektedir. Piyasa

kapsamında varant ihraççısı ile piyasa yapıcısı aynı kurum olmak zorunda değildir. Ancak, piyasa yapıcısı genellikle ihraççının iştiraki ya da bağlı ortaklığı olmaktadır. Fiyat oluşumu Stuttgart Borsasında geçerli emir ve işlem kuralları çerçevesinde gerçekleşmektedir. Ayrıca, piyasa yapıcısı tarafından sürekli olarak alış satış kotasyonları girilerek piyasada likidite sağlanmakta ve fiyatlar bu kotasyonlar çerçevesinde belirlenmektedir. Bu piyasa kapsamında var olan önemli bir özellik de referans piyasadaki fiyatlar ile piyasa yapıcısının fiyatlarını karşılaştırmak suretiyle en iyi fiyatı belirlemeye çalışan “order book specialist” adı verilen aracılardan varlığıdır. Varant işlemlerinde ve EUWAX’da işlem gören diğer yapılandırılmış araçlarda açığa satış yapmak yasaklanmıştır. Stuttgart’ın yanı sıra Frankfurt Borsası hisse senedi piyasasında işlem gören varant sözleşmeleri mevcuttur (Taşçı, Oruç, 2006:5).

3.3.2.2. İrlanda

İrlanda’da varantların işlem gördüğü piyasa Ekim 2002’de İrlanda Menkul Kıymetler Borsası bünyesinde kurulmuştur. Varantların alım satımı borsanın hisse senetleri için de kullandığı elektronik alım satım sisteminde ve aynı kurallar çerçevesinde gerçekleştirilmektedir. Takas işlemleri de hisse senetlerinin takası ile aynıdır.

Hisse senetlerinden farklı olarak, varantın ihraççısı ya da onun belirlediği bir başka kurum, piyasa yapıcılığı görevini üstlenmekte, varantın vadesi boyunca her bir işlem gününde sürekli alım satım kotasyonları açıklamakla yükümlüdür. İşlem gören varantların çoğu hakkın kullanım şekli bakımından Avrupa tipi olup, varantlarda maksimum vade 2 yıldır. Varantın fiyatı, dayandığı hisse senedi (varlık) fiyatının belli bir yüzdesi olarak belirlenmektedir. Dayanak hisse senedinin işlem sırası kapatıldığında (geçici ya da sürekli) ilgili varantın da işlem sırası kapatılmaktadır. Varant işlemi yapan aracı kurumların işlemlere başlamadan önce müşterilerine varantın içerdiği riskler konusunda uyarıda bulunan bir form imzalatmaları zorunludur. Vade sonunda otomatik nakit uzlaşma zorunluluğu bulunan piyasada yapılacak ödemenin ne şekilde hesaplandığının müşteriye açıklanması gerekmekte ve ayrıca, ihraççıdan temin edilen komisyon ve benzeri diğer maddi menfaatlerin de açıklanması zorunludur (Taşçı, Oruç, 2006:6).

İşlemlerin takası CREST bünyesinde ve hesaben gerçekleştirilmekte, ihraçlar da kaydi olarak yapılmaktadır. İhraççı finansal kurumun borsa üyesi olma

zorunluluğu bulunmazken, varantın piyasa yapıcısının Borsa üyesi bir kurum olması gereklidir.

3.3.2.3. İngiltere

Ekim 2002'den beri Londra Menkul Kıymetler Borsası bünyesinde açılan piyasada işlem gören varantlarda vade 3 ay ila 3 yıl arasında değişmektedir. İşlemler iki sistem üzerinden yapılmaktadır.

“Order Book” adı verilen birinci sistemde sisteme sürekli olarak gönderilen emirler “Committed Principals” adı verilen piyasa yapıcıların gün boyunca verdiği çift taraflı kotasyonlarla eşleşmektedir. Bir varantın birden fazla piyasa yapıcısı olabilmekte, emirler 8:15-16:30 saatleri arasında girilebilmektedir. Bununla birlikte, piyasa yapıcı dayanak varlığın işlem gördüğü saatler arasında kotasyon girmektedir. Varantın dayandığı hisse senedinin sırası geçici olarak kapatıldığında da varant işlem görmeye devam etmektedir.

“Retail Service Provider” adı verilen diğer sistemde ise, ihraççının talebi halinde fiyatlar emir girilme fonksiyonları olmaksızın ayrı bir bölümde işlem görmektedir. Bu yapıda, birden fazla piyasa yapıcısı bulunması mümkünken, bu piyasa yapıcılarından birinin kapanış fiyatının girilmesi ile yükümlü olarak bildirilmesi ve 07:15-17:15 saatleri arasında alım satım bilgilerinin raporlanması gerekmektedir.

Her iki sistemde de ihraççı likiditeyi sağlamakla yükümlüdür. Bu yükümlülük bizzat ihraççı ya da ihraççının belirlediği bir başka kurum tarafından yerine getirilmektedir. Halihazırda 70 broker 800'den fazla varant üzerinde işlem yapmakta olup, işlemlerin takası T+3 gününde gerçekleştirilmektedir.

Varantların borsaya kote olma şartları aşağıdaki gibidir:

- 1) UK Listing Authority tarafından kayda alınmış olmaları,
- 2) İhracın bireysel (retail) yatırımcılara yönelik olması,
- 3) İhraççının varantın vadesi boyunca likidite sağlaması ve borsanın en az bir üyesinin likidite sağlayacağını garanti etmesi,
- 4) Varantın CREST sisteminde elektronik takas için uygun olması (Taşçı, Oruç, 2006: 6-7).

3.3.2.4. İtalya

Varantlar İtalya Borsasında 2000 yılından bu yana işlem görmektedirler. Kasım 2002 itibariyle 5200 adet covered varantın işlem gördüğü piyasada 25 adet ihraççı mevcuttur. Söz konusu ihraççı kurumların İtalya Merkez Bankası denetimindeki kurumlar olması gerekmektedir. İşlemlerde vade 3 ay ila 5 yıl arasında değişmekte olup, vade sonunda karda olan varantlar için müşteri hesabı otomatik olarak alacaklandırılmak zorundadır. Varant ihraççının dayanak varlığın ihraççısının olumlu görüşünü alması ve olağanüstü durumlarda yapılacak işlemleri bildirmesi zorunludur (Taşçı, Oruç, 2006:8).

3.3.2.5. Dünya Uygulamalarına İlişkin Değerlendirme

Dünya örnekleri incelendiğinde varantların hisse senedi piyasalarında kote edildikleri (equity product), varant değerlerinin hisse senetlerinin anlık fiyat-miktar verileriyle birlikte yayımlandığı görülmektedir.

Varantların ihracı konusunda en önem arz eden husus, piyasanın piyasa yapıcılığı esası üzerine kurulmasıdır. Dünya örneklerinde, borsalara kote edilmiş varantların piyasa yapıcılığı esasına göre işlem gördüğü, piyasa yapılarının elektronik işlem platformu şeklinde yapılandığı da dikkate alındığında, varant piyasasının etkin bir şekilde işleyebilmesi için piyasa yapıcısı konumundaki bu ihraççı mali kuruluşların sermaye yeterlilikleri, risk yönetim prosedürleri³, işlemlerin muhasebeleştirilmesi vb. konular önem arz etmektedir. Ülke uygulamalarında varant ve diğer yapılandırılmış finansal araçların işlem görme esasları, izahname standartları, piyasa kuralları ve piyasa yapıcıların görev ve sorumluluklarının ilgili borsa düzenlemeleriyle belirlendiği, ihraççı ya da piyasa yapıcısı olacak finansal kurumlarda aranan şartlar, bu kurumlara ilişkin sermaye yeterlilikleri, risk yönetim prosedürleri, işlemlerin muhasebeleştirilmesi hususlarının ise düzenleyici otoriteler tarafından hükme bağlandığı görülmektedir.

3.4. Hisse Senedi Varantına İlişkin Düzenleme Önerisi

Varantların sermaye piyasalarımızda işlem görmesi için bazı hususların açıklığa kavuşturulması gerekmektedir. Bunlardan birincisi varantların tanımının yapılması, diğer bir ifade ile varantların menkul kıymet olarak mı yoksa diğer sermaye piyasası aracı olarak mı kabul edileceği konusudur.

³ Örnek olarak, ihraççı konumundaki bir aracı kuruluşun satın alma varantı ihraç etmesi durumunda, ihraççı mali kuruluşun risk yönetimi (hedge amaçlı olarak) amacıyla ihraç edilen varantın dayanak olduğu şirket hisse senetlerini spot piyasadan satın alması gerekmektedir.

SPKn.'da yer alan menkul kıymet tanımı ele alındığında varantların, söz konusu menkul kıymet tanımına yakın özellikler taşıdıkları görülmektedir. Bu nedendir ki, varantlara ilişkin dünya örnekleri incelendiğinde, varant işlemlerinin, hisse senedine çok yakın özellikler taşımaları nedeniyle menkul kıymet borsalarında gerçekleştirildiği görülmektedir.

Varantın SPKn.'da yer alan menkul kıymet tanımı karşısındaki durumuna ilişkin değerlendirme aşağıda yer almaktadır:

— *Ortaklık ya da Alacaklılık Sağlama*

Varant, bir ihraççı tarafından belirli bir varlık üzerine dayalı olarak ihraç edilen, önceden belirlenmiş bir vadede dolaylı olarak ortaklık (hisse senedi varantı) ya da alacaklılık (mala dayalı varant) hakkı sağlayan finansal araçlardır.

— *Belli Bir Meblağı Temsil Etme*

Varant, önceden belirlenmiş vadede yine önceden belirlenmiş bir varlığın teslimatını ya da buna ilişkin nakit uzlaşmayı temsil edecek şekilde, diğer bir ifade ile, belirli bir meblağı (örneğin 1 varant 100 adet hisse senedini temsil edecek şekilde) ihraç edilmektedir.

— *Yatırım Aracı olarak Kullanılma*

Varantlar, mali sektör, reel sektör kuruluşları, bireysel ve kurumsal yatırımcılar tarafından hem yatırım aracı olarak kullanılırken, bu kesimler tarafından aynı zamanda risk yönetim amacıyla da kullanılmaktadır.

— *Dönemsel Gelir Getirme*

Menkul kıymetlerin dönemsel gelir getirmesi, varantların menkul kıymet sınıfı içinde yer almasında tanım açısından tartışmaya açık bir husustur. Bununla birlikte, örnek olarak hisse senedi üzerine düzenlenmiş varantlar ele alındığında söz konusu varantların üzerine düzenlendikleri hisse senedinin bedelli/bedelsiz sermaye artırımını yapması, temettü dağıtması vb. durumlarda fiyatı yeniden tespit edilmektedir. Konu bu kapsamda değerlendirildiğinde sonuç olarak varantların da dönemsel olarak gelir getirdikleri sonucuna ulaşılması mümkündür.

— *Misli Nitelikte Olma*

Yukarıda varantların belli bir meblağı temsil etmesi alt başlığında örnek verildiği üzere varant ihracında örnek olarak 1 varant 100 hisse senedini temsil edecek şekilde ihraç edilmektedir. Bu oran ihraççı tarafından ihraç sırasında belirlenmekte olup, her ihraç kapsamında farklı bir oran tespit edilmesi mümkündür.

Her bir ihraç kapsamında ihraç edilen her bir varant eşit haklara sahip olduğundan varantların da misli nitelikte olduğu görülmektedir.

— *Seri Halinde Çıkarılma ve İbareleri Aynı Olma*

Varantlar seriler halinde ihraç edilmekte olup, her bir ihraç kapsamında ihraç edilen varantların ibareleri aynıdır.

Yukarıda özellikle SPKn.'nda yer alan menkul kıymetler ile karşılaştırıldığında varantların da menkul kıymet olarak kabul edilmesi uygun olacaktır.

VOBAŞ'ta mevcut durumda yalnızca çeşitli varlıklara dayalı vadeli işlem (futures) sözleşmeleri işlem görmekte, opsiyon sözleşmelerinin işlem görmesine yönelik çalışmalar ise halen devam etmektedir. Nitelik itibariyle opsiyon sözleşmelerine benzeyen varant sözleşmelerinin, opsiyon sözleşmelerinden farklı olarak teminat uygulamasına tabi olmaması, bu araçların risk esaslı araçlar olan türev araçlardan farklı olarak teminat yatırılsızın işlem yapılabilirdiği dikkate alındığında, VOBAŞ'ta işlem görmesinin uygun olmayacağı, aslında, bir türev araçtan ziyade menkul kıymete daha yakın bir araç olan varantların dünya örneklerine paralel şekilde, menkul kıymet borsasında, yani İMKB bünyesinde işlem görmelerinin uygun olacağı düşünülmektedir (Taşçı, Oruç, 2006:13).

Sermaye piyasalarında işlem görecekt varantların düzenlenmesinde dikkat edilmesi gereken bir diğer önemli husus varant kavramının kendisinin düzenlemelerde çok net biçimde tanımlanması gerekliliğidir. Zira TTK'nın 743, 744, 745, 746, 747, 748, 749, 750, 751, 752, 753, 754, 755, 758, 759 ve 760'ıncı maddelerinde hükümler bulunmakta olup sermaye piyasalarında varant adıyla getirilecek bir düzenleme gerek piyasa katılımcıları gerekse de ileride çıkabilecek bir uyuşmazlıkta yargı organlarında karışıklık yaratabilecektir. Bu bağlamda sermaye piyasasında yapılacak varant düzenlemesinde varant hangi araç üzerine çıkarılıyorsa onun adıyla anılmalı ve düzenlemede bu aracın TTK çerçevesinde düzenlenen araçtan farklı olduğu açık biçimde yer almalıdır.

Varant düzenlemesinde bir diğer önemli husus araçların ihraç ve halka arz esaslarının belirlenmesidir. Bu kapsamda öncelikle aracın raf kayıt sistemi benzeri bir kayda alma sisteminin oluşturulması gerekmektedir. Aksi takdirde varantların piyasa koşullarının uygun olduğu şartlarda, kısa sürede ve düşük maliyetle ihracı mümkün olmayacağından, yapılan düzenleme uygulama alanı bulamayacak bir düzenleme olacaktır.

Öte yandan, piyasa yapıcılık sistemine dayanan varantların sermaye piyasalarımızda işlem görmesi ve piyasa işleyişi açısından halihazırda yürürlükte olan piyasa yönetmeliklerinin, bu araçları ihraç edecek ve piyasa yapıcılığı mekanizmasını işletecek aracı kuruluşların organizasyon yapısı ve sermaye yeterliliği, işlemlerin muhasebeleştirilmesi vb. gerekli konulardaki düzenlemelerimizin gözden geçirilerek yenilenmesi ve değiştirilmesi gerekmektedir.

Bu araçların işlem görmesinde en önemli husus, ihraç ve piyasa yapıcılığı işlemlerinin finansal bir aracı tarafından yerine getirilmesidir. Menkul kıymetler, şirketler; türev araçlar, borsalar tarafından çıkarılmakta iken, varant ve diğer yapılandırılmış araçlar bankalar ve aracı kurumlar gibi finansal araçlar tarafından ihraç edilmektedir. Bu kapsamda, bu araçların asgari faaliyet şartları, sermaye yeterlilikleri, iç kontrol ve risk yönetim süreçleri, işlemlerin muhasebeleştirilmesi konuları, bu türdeki işlemlerin barındırdıkları riskler de dikkate alındığında en fazla önem arz eden düzenleme alanları olarak karşımıza çıkmaktadır.

Varantların ihracına ilişkin düzenleme önerimiz EK/2'de yer almaktadır. Getirdiğimiz düzenleme önerisinde yer alan önemli hususlar şu şekildedir;

- a) Aracın adı "hisse senedi varantı" şeklinde açık biçimde yazılarak TTK da yer alan hükümlerle karıştırılması engellenmek istenmiştir.
- b) Hisse senedi varantının vade sonunda uzlaşısında hem nakit hem fiziksel teslimat yapılmasına izin verilmiştir. Fiziksel teslimat aktif bir varant piyasasının geliştirilmesi için önemli bir unsurdur.
- c) Dayanak varlık olarak, yeterli derinliğin sağlanabilmesi için sadece İMKB 30 endeksinde yer alan hisselerine izin verilmiştir.
- d) Varantın sadece yeterli finansal güce sahip kuruluşlarca ihraç edilebilmesi öngörülmüştür. Burada yeterli finansal güç için tebliğde belirtilen esaslarda derecelendirme notu veya derecelendirme notu almış bir finansal kuruluştan garantörlük almış olmak kısıtları belirlenmiştir. Böylece yerli ve yabancı yatırımcıların varantları ihraç edecek kuruluşlara güven duyması sağlanmak istenmiştir.
- e) Aracın belli tranşlar halinde ihracı imkanı sağlanmıştır. Bu sayede piyasanın koşullarına göre değişen koşullar dahilinde aynı hisse senedi üzerine farklı koşullar içeren varantlar, Kurul'dan alınacak tek bir izin ile yapılabilecektir.

- f) Kurul kayda alma prosedüründe raf kayıt sistemi benzeri bir yapı oluşturulmuştur. Bu yapıda ihraççı varant ve kendisi hakkındaki bilgileri geniş kapsamlı bir izahname ile açıklayacaktır. Diğer yandan her bir yeni tranşın ihracında ihraç bilgi metninin ihraç tutarını ve ihraç edilecek varantın özellikleri ile ihraç koşullarını içerecek şekilde Kurul tarafından belirlenecek standartlara uygun olarak düzenlenmesi hükmü düzenlenmiştir. Böylece halka arz prosedürü kısaltılmıştır.
- g) Hisse senedi varantlarının en az üç ay vadeli olması hususu düzenlenmiştir. Diğer yandan varant ihracında tahsisli satış tipi yükümlülüklerden kaçınılmıştır. Ayrıca varant ihracında minimum veya maksimum fiyat belirlenmemiştir.
- h) Piyasa yapıcılığı sistemine ilişkin düzenleme getirildiyse de bu sistemin esası İMKB'nin işlem altyapısına bağlı olacaktır.
- i) Piyasa yapıcılığı için türev araçların alım satımına yetki belgesine sahip olma, özsermayenin 10 milyon YTL'den fazla olması ve gerekli personel, mekan ve iç kontrol sistemine sahip olma şartları getirilmiştir.
- j) Kurulun piyasa yapıcılığına ilişkin, piyasa yapıcısının işlemlerini durdurma, yerine yeni piyasa yapıcısı atama gibi yaptırım güçleri tanımlanmıştır.
- k) İhraççı ve piyasa yapıcının sorumlulukları müteselsil olarak belirlenmiştir.
- l) Varantlara ilişkin aracılık faaliyeti, Kurul'dan alım satım aracılığı yetki belgesi almış aracı kurumlara tanınmıştır.

4.BÖLÜM: GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Son 15 yılda sermaye piyasalarında yaşanan olağanüstü hızlı değişim ve fazla likidite dünyada yeni risk transfer yöntemlerine dolayısıyla yeni finansal araçlara olan talebi artırırken, dünya finans sisteminin önemli bir parçası haline gelen ülkemizde de artan riskler finansal kurumların ve yatırımcıların risklerden kaçınabilmek için yeni araçlar talep etmesine yol açmıştır.

Bu yeni araçlardan en önemlileri yapılandırılmış finansal araçlardır. İlk bölümde değindiğimiz üzere dilimize çevrimden kaynaklanan yapısından dolayı

yapılandırılmış finansal araçlar günümüzde klasik sermaye piyasası araçları ve saf türev araçlar dışındaki finansal araçların çok büyük bir kısmını kapsayan bir kümedir.

Sermaye piyasası mevzuatında yapılandırılmış finansal araçlar üzerine yapılan düzenlemeler, menkul kıymetleştirme esasına dayalı araçlar için yapılmıştır. Bu grup dışında yer alan kredi türevleri, klasik sermaye piyasası araçları ile türev araçların birleştirilmesine dayanan araçlar ile opsiyon ve benzerlerinin menkul kıymetleştirmesine dayanan araçlar bir diğer ifade ile sentetik araçlar hakkında yapılan bir düzenleme bulunmamaktadır.

Türk sermaye piyasasında önemli bir boşluğu dolduracak, bugüne kadar sadece tezgahüstü piyasada büyük kurumsal yatırımcıların kullanabildiği bu araçların ikincil piyasada tüm yatırımcıların erişimine açılması sermaye piyasalarının gelişimi için büyük önem taşımaktadır.

Bu araçlar yatırımcıların riskleri kontrol ederek sermaye piyasalarına katılma imkanı sağlayacak, risk yönetimi için ideal araçlar olabilecek, sermaye piyasalarına olan ilgiyi ve bilgi seviyesini arttıracak ve piyasalardaki derinliği ve etkinliği arttıracak kapasiteye sahip araçlardır. Diğer yandan banka ve aracı kurumlar için yeni bir iş alanı; tüm sektör için ilave gelir kaynağıdır.

Çalışmamızda bu araçlara ilişkin düzenleme yapılırken dikkate alınması gereken hususlar şu şekilde belirlenmiştir.

- öncelikle aracın SPKn'un 3 üncü maddesinin (b) bendi çerçevesinde menkul kıymet veya diğer sermaye piyasası aracı şeklinde düzenlenip düzenlenmeyeceğine karar verilmesi,

- aracın vergilendirilmesine ilişkin hususların da dikkate alınması,

- aracın menkul kıymet borsalarında işlem görüp görmeyeceği,

- aracın bir menkul kıymet borsasında (İMKB) işlem görmesi isteniyorsa borsanın kotasyon şartlarına uygun halde düzenlenmesi

- ihraççıdan istenecek kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin derecesinin belirlenmesi

- araca göre değişecek uzlaşma yöntemi (fiziksel teslimat-nakit uzlaşma), vade süresi, ihraçta tahsisat zorunluluğu olup olmayacağı, ihraç fiyatı, ihraç limiti, piyasa kapitalizasyonu, ihraççıya ilişkin koşullar ve işlem kurallarının belirlenmesi,

- piyasa katılımcıları ile gerekli görüşmelerin yapılarak, araca olan ihtiyaç, aracın göreceği talep ve piyasaya olan etkisi gibi hususların belirlenmesi.

Yapılandırılmış finansal araçların ülkemiz mevzuatındaki yerini belirleme amacındaki çalışmamızda hisse senedine dayalı yapılandırılmış finansal araçların bir türü olan hisse senedi varantlarına ilişkin olarak yaptığımız çalışmada;

- a) aracın İMKB bünyesinde işlem görmesi gerektiği,
 - b) yapılacak varant düzenlemesinde, aracın isminin TTK çerçevesinde düzenlenen varantla karışmaması için adının hisse senedi varantı olarak düzenlenmesinin gerektiği,
 - c) Aracın raf kayıt sistemi benzeri bir kayda alma sisteminin oluşturulması gerektiği
 - d) Hisse senedi varantının vade sonunda uzlaşısında hem nakit hem fiziksel teslimat yapılmasına izin verilmesi gerektiği,
 - e) Dayanak varlık olarak, yeterli derinliğin sağlanabilmesi için sadece İMKB 30 endeksinde yer alan hisselerle izin verilmesinin uygun olacağı,
 - f) Varantın sadece yeterli finansal güce sahip kuruluşlarca ihraç edilebilmesine izin verilmesinin uygun olacağı
 - g) Aracın belli tranşlar halinde ihracına imkan sağlanmasının gerektiği,
 - h) Piyasa yapıcılığı için türev araçların alım satımına yetki belgesine sahip olma, özsermayenin 10 milyon YTL'den fazla olması ve gerekli personel, mekan ve iç kontrol sistemine sahip olma şartlarının uygun olacağı,
 - i) Varantlara ilişkin aracılık faaliyetinin, Kurul'dan alım satım aracılığı yetki belgesi almış aracı kurumlara tanınmasının uygun olacağı
- sonuçlarına ulaşılmıştır.

KAYNAKÇA

- AKPINAR, Bircan
1999, Hisse Senedi Varantlarının Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü
- BANKS, Erik
1994, Complex Derivatives, Illinois, Probus Publishing Company
- BANKS, Erik
2006, Synthetic and Structured Assets, New Jersey, John Wiley & Sons
- JOBST, Andreas
2005, "What is Structured Finance", <http://ssrn.com/abstract=832184>
- DOĞRU, Halil
2007, Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage, İstanbul, Doğru Hukuk Yayınları
- FABBOZİ, Frank J, DAVIS, Henry A, CHOUDHRY, Moorad
2006, Introduction to Structured Finance, New Jersey, John Wiley & Sons
- KAHYAOĞLU, Hakan
2005, "Karma (Hybrid) Finansal Sistemlerde Türev Araçların Kullanımı"
Ankara, Uluslararası Piyasalarda Finansal Entegrasyon içinde, Sermaye Piyasası Kurulu
- KINIK, Tefik
2007, "Yapılandırılmış Sermaye Piyasası Ürünleri ve Varantlara İlişkin Bilgi Notu", Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu Aracılık Faaliyetleri Dairesi Hizmete Özel Bilgi Notu
- KİRAZCI, Alper Deniz
2005, Yapılandırılmış Menkul Kıymetler, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü
- McHATTIE, Andrew
1994, The Investor's Guide to Warrants, London, Pitman Publishing
- NARANYANASWAMY, Ramesh
2006, "An Odyssey in Structured Finance" www.crisil.com
- TAŞCI, Müge, ORUÇ, Bora,
2006, "Varant Sözleşmeleri ve Diğer Yapılandırılmış Finansal Araçların Ülkemiz Piyasalarında İşlem Görmesine Olanak Sağlanması Hakkında Bilgi Notu"

Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu Aracılık Faaliyetleri Dairesi Hizmete Özel
Bilgi Notu

- URUK, Cevdet
1995, Varantlar; Değerleme ve Stratejiler, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu
Yeterlilik Etüdü

HONG KONG VARANT PİYASASININ HİSSE SENETLERİ PİYASASI ÜZERİNE ETKİSİNE İLİŞKİN DEĞERLENDİRMELER (KINIK, 2007)

Hong Kong Securities and Futures Commission tarafından, Hong Kong'da 1989 yılında kurulan varant piyasasına ilişkin değerlendirmelerin yer aldığı Kasım 2005 tarihli "A Healthy Market For Informed Investors- A Report on the Derivative Warrants Market in Hong Kong" isimli Rapor'da varant piyasasının hisse senetleri piyasası üzerindeki etkisine ilişkin değerlendirmelere de yer verilmiştir.

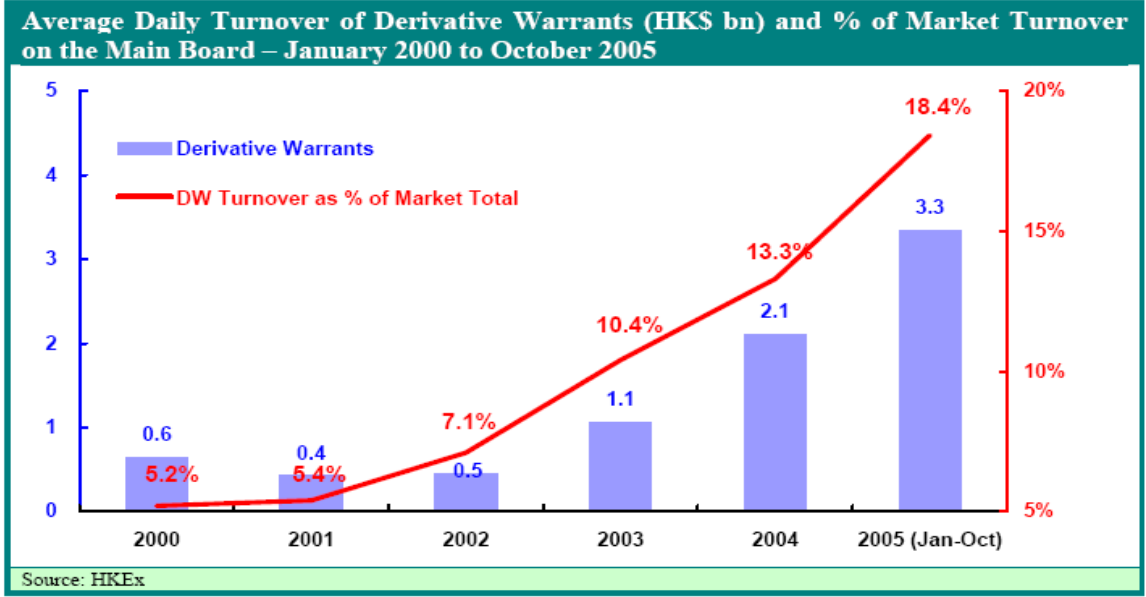
Bu kapsamda yapılan çalışmada varantların,

- a) Hisse senetleri piyasasının volatilitesine etkisi,
 - b) Hisse senetleri piyasası işlem hacmine etkisi,
- incelenmiştir.

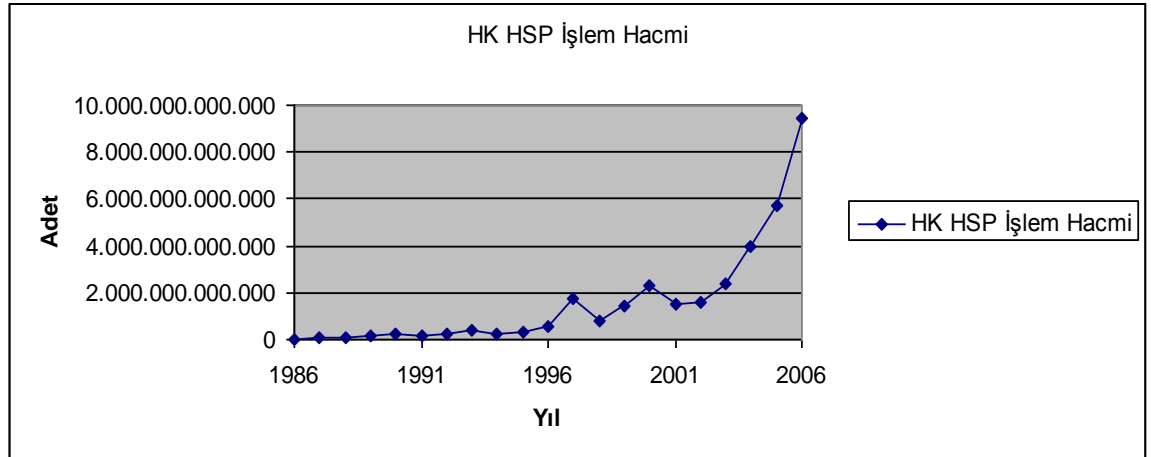
Raporda ulaşılan sonuçlara özetle aşağıda yer verilmektedir.

a) Özellikle call varantlarda, varantın dayalı olduğu hisse senedinin fiyatının yukarı yönlü olması durumunda ihraççı söz konusu hisse senedinde alım yapmakta, aşağı yönlü olması durumunda ise satış yapmaktadır. Bununla birlikte, piyasada bulunan put varantlar ve diğer hisse senedine dayalı yapılandırılmış ürünlerde yapılan işlemler neticesinde, söz konusu işlemler piyasanın volatilitesine olumsuz yönde etkide bulunmamakta ve sistemik risk yaratmamaktadır.

b) Rapor tarihi itibarıyla varantların piyasa kapitalizasyonunun, hisse senedi piyasası piyasa kapitalizasyonuna oranı % 0,5'i olmasına rağmen, varantların işlem hacminin hisse senedi piyasası işlem hacmine oranı %18,4'dür. Öte yandan, likiditenin çok önemli olduğu varant piyasasında gerçekleştirilen işlemlerin %73'ü ihraççı tarafından gerçekleştirilmektedir.



c) Aşağıdaki tablodan da görüleceği üzere, varant piyasasının hisse senetleri piyasası işlem hacmi üzerinde olumsuz bir etkisi olmamıştır. Varantların işlem hacmi artarken hisse senetlerinin de işlem hacmi aynı dönemde artmıştır. 1989 yılından bu yana Hong Kong Hisse Senetleri Piyasası İşlem Hacminin gelişimi aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.



d) Teorik olarak, varant ihraççıları pozisyonları korumak (hedge) için açık pozisyonlarının deltası kadar dayanak hisse senedi tutmak zorunda olup, Hong Kong piyasasında yapılan çalışmada hedge için tutulması gereken hisse senedi portföyü düşük oranlarda çıkmıştır. (En büyük 6 hisse senedi için piyasadaki toplam hisse senetlerinin %0,1-%1,6 sını arasında) Bununla birlikte, bu çalışmada portföy etkisi dikkate alınmamış olup, söz konusu oran daha da düşebilecektir.

Bunun yanı sıra, Rapor'da yer verilmemiş olmakla birlikte özellikle varantların işlem hacminin ciddi oranda arttığı dönemde 2002 yılından sonra Hong Kong piyasasında ilk halka arzların sayısı olarak düşmekle birlikte, tutar olarak ciddi miktarda arttığı gözlenmektedir. Bu kapsamda, varantların ilk halka arzlarda talep düşmesine yol açmadığı sonucuna ulaşılabılır. Konuya ilişkin tablo aşağıda sunulmaktadır.

HONG KONG HİSSE SENETLERİ PİYASASI İLK HALKA ARZ VERİLERİ					
YIL	Borsa Kotundaki Şirket Sayısı	Piyasa Kapitalizasyonu (HK\$ milyar)	Günlük Ortalama İşlem Hacmi (HK\$ Milyon)	Yeni Halka Arz Edilen Şirket Sayısı	Halk Arz Tutarı (HK\$ Milyon)
1997	658	3,202.3	15,465	82	81.653
1998	680	2,661.7	6,887	32	5.953
1999	701	4,727.5	7,757	31	15.557
2000	736	4,795.2	12,338	43	117.303
2001	756	3,885.3	8,025	31	21.598
2002	812	3,559.1	6,474	60	44.973
2003	852	5,477.7	10,265	46	57.066
2004	892	6,629.2	15,857	49	94.465
2005	934	8,113.3	18,211	57	164.985
2006	975	13,248.8	33,735	56	332.083

HİSSE SENEDİ VARANTI İHRAÇLARINA VE ALIM SATIM İŞLEMLERİNE İLİŞKİN ESASLAR HAKKINDA TEBLİĞ TASLAĞI

BİRİNCİ BÖLÜM

Amaç, Kapsam, Dayanak, Tanımlar

Amaç ve kapsam

Madde 1 — Bu Tebliğin amacı, bu Tebliğde belirtilen esaslar çerçevesinde borsada işlem görecekt varant ihraç ve alım satım işlemlerine ilişkin esasları düzenlemektir.

Dayanak

Madde 2 – Bu Tebliğ, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 3 üncü maddesinin (b) bendi ile 22 nci maddesinin (a) bendine dayanılarak hazırlanmıştır.

Tanımlar

Madde 3 - Bu Tebliğde geçen;

Kanun	: 28/07/1981 tarihli ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununu,
Kurul	: Sermaye Piyasası Kurulunu,
Borsa	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasını,
Hisse Senedi Varantı	:Elinde bulunduran kişiye dayanak varlığı ya da göstergeyi önceden belirlenen bir fiyattan belirli bir tarihte ya da belirli bir tarihe kadar alma veya satma hakkı veren ve bu hakkın nakit uzlaşısı ile kullanıldığı menkul kıymet niteliğinde sermaye piyasası aracını,
Dayanak varlık	: İMKB 30 endeksinde yer alan hisse senetlerini,
Dayanak gösterge	: Hisse senetlerine dayalı endeksleri,
Aracı kuruluş	: Türkiye’de ve yurtdışında yerleşik aracı kurum ve bankaları,
Özsermaye	:Kurulun aracı kurumların sermayelerine ve sermaye yeterliliğine ilişkin düzenlemeleri uyarınca hesaplanan özsermayeyi,
TTSG	: Türk Ticaret Sicil Gazetesi’ni ifade eder.

İKİNCİ BÖLÜM

Genel Esaslar

İhraççılara ilişkin esaslar

Madde 4 – Varant, Türkiye’de kurulan ve Kurulun sermaye piyasasında derecelendirme faaliyeti ve derecelendirme kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde belirtilen derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere Kurulca yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları ile Türkiye’de derecelendirme faaliyetinde bulunması Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşlarından yatırım yapılabilir seviyeye denk gelen uzun vadeli derecelendirme notu almış aracı kuruluşlar ile bu kuruluşlar tarafından ihraçtan doğan yükümlülüklerin garanti edilmesi koşuluyla diğer aracı kuruluşlar tarafından ihraç edilebilir. İhraçtan doğan yükümlülüklerin yerine getirilmesi hususunda ihraççı ve garantör kuruluş müteselsilen sorumludurlar.

Bu tebliğ kapsamında ihraç yapan kuruluşlar Tebliğin 8 inci maddesinde belirlenen kapsam dahilinde Kurulun özel durumların kamuya açıklamasına ilişkin düzenlemelerine uyarlar. İhraççıların mali tablolarının yayımlanma esasları Kurulun ilgili düzenlemelerine tabidir. İhraççının yurtdışında yerleşik olması durumunda ise uluslararası muhasebe standartlarına uygun olarak hazırlanan mali tablo ve bağımsız denetim raporlarının ihraççı tarafından bu Tebliğ kapsamında belirlenmiş piyasa yapıcı tarafından yayımlanması sağlanır.

İhraççılar ve ilişkili olduğu kişi ve kuruluşlar tarafından, ihraççı olunan varantta gerçekleştirilen işlemler gün sonlarından ilan edilmek üzere Borsaya bildirilir.

İhraççıların Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. üyesi olmaları zorunludur.

Kurul kaydına alınma

Madde 5 – Kurul, kamunun aydınlatılmasına ilişkin Kurul düzenlemeleri çerçevesinde izahname ve her ihraç öncesinde düzenlenecek ihraç bilgi metninin, ihraççı ve ihraç edilecek varanta ilişkin gerekli bilgileri içerip içermediğini inceler.

İncelemeler sonucunda açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı sonucuna varılırsa, gerekçe gösterilerek, başvuru konusu varantların Kurul kaydına alınmasından imtina edilebilir. Varant ihraç başvurusu bir yıllık dönem içinde yapılacak varant ihraçlarının tümünü kapsayacak şekilde yapılabileceği gibi her bir ihraç için ayrı ayrı da yapılabilir. Kayda alınan varantlar 1 yıllık süre içerisinde aynı ve/veya farklı koşullar içeren seriler halinde satılabilir.

Kurul kaydına alınma, katılma belgelerinin ve ilgili fonların, Kurul veya kamuca tekeffülü anlamına gelmez ve reklam amacıyla kullanılamaz.

İlgili izahname ve sirküler ile yapılan tüm ilan ve açıklamalarda, Kurul kaydına alınmanın Kurul veya kamunun tekeffülü olarak yorumlanmasına yol açacak açık veya dolaylı bir ifade kullanılamaz.

Kurul, Kanun'un 22/b maddesi uyarınca, hisse senedi varantlarının satışına müdahale ederek satış işlemlerini geçici olarak durdurabilir.

Kurul fonuna yatırılacak ücret

Madde 6- Kanununun 28 inci maddesinin (b) fıkrasının ikimnci paragrafı uyarınca takvim yılı esas alınarak kurul kaydına alınma tarihini izleyen aylık dönemlerin son iş gününde, dönem içinde ihraççı tarafından satışı yapılan hisse senedi varantlarının ihraç değeri üzerinden hesaplanacak kayda alma ücreti

izleyen üç iş günü içerisinde Kurul Özel Hesabına yatırılarak ilgili dekontların ve hesaplama tablosunun bir örneği Kurula iletilir.

Kurul Özel Hesabına yatırılacak ücret ihraççı tarafından halka ilk kez satılan hisse senedi varantları üzerinden hesaplanır. İhraççının piyasa yapıcılığı kapsamında halktan geri satın alıp, tekrar piyasaya sürdüğü hisse senedi varantları üzerinden ücret alınmaz. Yapılacak hesaplamada Borsa ve Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. kayıtları esas alınır.

İzahname ve ihraç bilgi metni düzenleme esasları

Madde 7 – İzahname; ihraççı, ihraççının mali durumu, ihraç edilen varantların riskleri ve özellikleri, faaliyet kapsam ve sonuçları ile satış esasları, piyasa yapıcılığı, ihraca ilişkin olarak mevzuatın öngördüğü ve Kurulca gerekli görülen bilgileri ve yatırımcıların karar vermelerinde etkili olabilecek diğer önemli bilgilerin tamamını açıklıkla ortaya koyacak ayrıntıda düzenlenmesi, Kurul tarafından belirlenen asgari standartlara uygun olması, başvuru sırasında Kurulca istenecek ek bilgileri içermesi, bilgi ve açıklamaların belgeye dayandırılması zorunludur.

İzahname, piyasa yapıcı tarafından Kamuyu Aydınlatma Platformu'na gönderilir sürekli olarak yayımlanır. İzahname Kurul onayı çerçevesinde yılda en az bir kere revize edilir.

İhraç bilgi metni, Kurul tarafından onaylanan izahnamede belirtilen esaslara uygun olarak, her bir ihraç bazında, ihraç tutarını ve ihraç edilecek varantın özellikleri ile ihraç koşullarını içerecek şekilde Kurul tarafından belirlenecek standartlara uygun olarak düzenlenir ve satış başlamadan en az 5 iş günü önce onaylanmak üzere Kurula gönderilir. Kurulca onaylanan ihraç bilgi metni kamuya duyurulmak üzere ihraççı tarafından Borsaya gönderilir.

Her bir ihraca ilişkin ihraç bilgi metinleri, İMKB'nin web sayfasında sürekli olarak yayımlanmak suretiyle tasarruf sahiplerinin incelemesine açık tutulur.

İhraç bilgi metninin yayın tarihinden sonra meydana gelen değişikliklerden özel durumlara ilişkin Tebliğ kapsamında açıklanması gereken bilgiler ile yeni tarihli mali tablolara, belge üzerinde yer alan linkler (bağlantılar) yoluyla halka duyurulur.

İhraççılar tarafından ihraç bilgi belgesinin güncellenmesinden sonra Kurula onaylatılması halinde, yeni bir güncelleme gerektirmeden yapılacak ihraçlarda ihraç kayıt belgesinin onayı gerekmemektedir.

İzahname ve ihraç bilgi metninin tescili ve ilanı

Madde 7 –Kurul'ca onaylanmış izahname, onay tarihinden itibaren 15 gün içinde ihraççının, yurt içinde yerleşik olması halinde kayıtlı olduğu Ticaret Sicili'ne tescil ve TTSG'nde ilan ettirilir. İhraççının yurtdışında yerleşik olması durumunda ise kayda alınan varant için belirlenmiş piyasa yapıcılarından herhangi birisinin kayıtlı olduğu Ticaret Sicili'ne tescil ve TTSG'nde ilan ettirilir.

Varantın seriler halinde satılması durumunda, her serinin satışı için bu Tebliğ hükümleri uyarınca her bir seriye ilişkin ayrı ihraç bilgi metni düzenlenir ve kamuya duyurulur.

İzahname ve sirkülerle halka açıklanan konulardaki değişiklikler

Madde 8 – İzahnamede halka açıklanan konularda meydana gelen ve bildirilmemesi halinde yatırımcıların zarara uğrayacağı değişikliklerin ve yeni hususların, ilgili ihraççılarca, ihraççının yurtdışında yerleşik olması durumunda ise kayda alınan varant için belirlenmiş piyasa yapıcı tarafından bunların meydana geldiği tarihten itibaren en geç 1 iş günü içinde yazılı şekilde Kurula bildirilmesi zorunludur.

Ayrıca, varantın fiyatını ve likiditesini etkileyebilecek her türlü bilginin ihraççı tarafından, ihraççının yurtdışında yerleşik olması durumunda ise kayda alınan varant için belirlenmiş piyasa yapıcı tarafından sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'na gönderilmesi zorunludur.

Yukarıda belirtilen değişiklikler ve yeni hususlar Kurulca incelenir. Kurulca onaylanan izahnamedeki değişikliklerin ticaret siciline tescil ettirilmesi ve TTSG'de ilanı zorunludur.

İlan ve reklamlar

Madde 9 – Varant ihracı dolayısıyla, bu araçları veya ihraççıyı tanıtmak ve satışı teşvik etmek amacıyla yapılacak ilan ve reklam metinleri ve her türlü açıklamalarda izahname ve ihraç bilgi metninde yer alan bilgilere aykırı düşecek herhangi bir bilgiye yer verilemez.

İhraç ve alım satım ilişkisi esaslar

Madde 10 – Varantların ihracı ve alım satımı Kurulun onayı üzerine Borsa Mevzuatı çerçevesinde belirlenecek işlem esasları kapsamında Borsa'nın uygun göreceği ilgili pazarda piyasa yapıcılık esasına dayalı olarak yapılır.

İhraç edilecek varantların vadesi üç aydan aşağı olamaz.

Hisse senedi varantı ihraçlarında ihraççının tahsisatlı satış yapma zorunluluğu bulunmamaktadır.

Piyasa yapıcılık

Madde 11 – Varantların Kurul kaydına alınması için yapılan başvuru kapsamında ihraççı tarafından aşağıdaki şartları sağlayan bir veya birden fazla aracı kurum piyasa yapıcısı olarak belirlenerek Kurula bildirilir ve Kurul tarafından aksi bildirilmediği takdirde piyasa yapıcısı olarak atanır.

a) Türev araçların alım satımına aracılık yetki belgesine sahip olması,

b) Özsermayelerinin 10 milyon YTL'den fazlası olması,

c) Piyasa yapıcılığı ile ilgili iş ve işlemlerin yürütülmesini sağlayabilecek, bu faaliyetlere elverişli mekan, teknik donanım, belge kayıt düzeni ve iç kontrol sistemi ile yeterli sayıda yönetici ve ihtisas personeli ile diğer personeli sağlamış bulunması.

İhraççı ile piyasa yapıcı arasında piyasa yapıcılığının kapsamını ve şartlarını belirleyen bir sözleşme yapılır. Piyasa yapıcılığı kapsamında piyasa yapıcısı aracı kurum likidite sağlamak üzere sürekli alım-satım kotasyonu vermek zorundadır.

Piyasa yapıcısının faaliyetlerinin Kurul onayıyla geçici ya da sürekli olarak durdurulması ya da piyasa yapıcısı olmaya ilişkin şartları yitirdiğinin Kurulca tespiti halinde ihraççı tarafından 3 iş günü içerisinde yukarıdaki şartları sağlayan bir aracı kurum piyasa yapıcısı olarak belirlenir ve Kurula bildirilir.

İhraççı ve piyasa yapıcıların sorumluluğu

Madde 12 – Varantların alım satımı kapsamında yapılan işlemler ve bu işlemlerle ilgili olarak müşteriyle kurulan ilişkilerden doğan hukuki sorumluluk, müteselsilen ihraççı ile piyasa yapıcısı olarak belirlediği aracı kuruma aittir. İhraççı ve piyasa yapıcısı olarak belirlediği aracı kurumun mevzuat ve sözleşme gereği birbirlerine rücu haklı saklıdır.

İhraççı ve piyasa yapıcısı aracı kurum, kendi aralarında veya müşterilerle yapılacak sözleşmelerde, birinci fıkrada düzenlenen sorumluluğu kaldıran ya da hafifleten kayıtlar koyamaz.

Varantlara ilişkin aracılık faaliyeti

Madde 13– Varantların alım satımına aracılık faaliyeti, Kuruldan alım satıma aracılık yetki belgesi almış aracı kurumlar tarafından Kurulun aracılık faaliyetleri ve aracı kuruluşlara ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde yürütülür.

Aracı kurumların, müşterileri ile mevzuatta belirlenen standartlara uygun yazılı bir sözleşme akdetmesi zorunludur.

Sözleşmeler, müteselsil sıra numaralı ve en az iki nüsha olarak düzenlenir ve bir örneği müşteriye verilir. Sözleşmelerde Kurul düzenlemelerine ve borsa mevzuatına aykırı hükümler ile müşterilerin haklarını zedeleyici ve aracı kurum lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan hükümlere yer verilmez. Sözleşmede hüküm bulunmayan hallerde genel hükümler uygulanır.

Aracı kurumlar varant alım satım işlemleri kapsamında müşterileri için herhangi bir işlem gerçekleştirmeden ve sözleşme imzalamadan önce söz konusu işlemlerin risklerini belirten bir açıklama yapmak zorundadırlar. Şu kadar ki, aracı kurumlar bu açıklamaları yapmak üzere asgari içeriği Kurulca belirlenecek “risk bildirim formu”nu kullanmak ve bu formun bir örneğini söz konusu müşterilerine vermek zorundadır.

Yürürlük

Madde 14 — Bu Tebliğ yayımı tarihinde yürürlüğe girer.

Yürütme

Madde 15— Bu Tebliğ hükümlerini Sermaye Piyasası Kurulu yürütür.