

ARACI KURULUŞ VARANTLARI VE İLGİLİ DÜZENLEMELER

Ayşegül KURT
Sermaye Piyasası Kurulu
Uzman

Ferhan KÜÇÜKKAYALAR
Sermaye Piyasası Kurulu
Uzman

GİRİŞ

Şirketlerin işlem maliyetleri, risk-getiri profili, vb. nedenlerle geleneksel yöntemlerin dışında finansman sağlama ihtiyacı, ihtiyaca göre dizayn edilebilen yapılandırılmış araçların doğmasında rol oynamıştır. Aracı kuruluş varantları (covered warrant), yapılandırılmış araçlar olarak nitelendirilen finansal araç türlerinden biri olup, finans piyasalarında ilk ortaya çıkışlarının 1920'lerde olduğu ifade edilmektedir¹.

Aracı kuruluş varantı (varant) genellikle, sahibine bir dayanak varlık ya da göstergesi belirli bir tarihte veya belirli bir tarihe kadar başlangıçta (ihraç tarihinde) belirlenmiş bir fiyat üzerinden satın alma veya satma hakkı tanıyan türev bir araç olarak tanımlanmaktadır. Varantların dayanak aldıkları varlık ve göstergeler bakımından (hisse senedi, endeks, döviz, emtia, vb.), uzlaşma türü bakımından (nakit veya fiziki), kullanım şekli bakımından (Amerikan tipi, Avrupa tipi, Bermuda tipi, vb.), anapara koruması bakımından (anapara korumalı veya anapara korumasız), faiz ödemesi bakımından (faiz ödemeli veya faiz ödemesiz) çok farklı kombinasyonlarda ihraç edilebildiği görülmekte olup; genellikle belirli düzeyde risk algısı olan ve varantın özünde yer alan kaldıraç (leverage) etkisinden faydalanma amacını güden yatırımcılara hitap etmektedir.

Bu çalışmada, ülkemiz sermaye piyasaları için yeni bir araç olan aracı kuruluş varantları ve varantlara ilişkin Sermaye Piyasası Kurulu (SPK/Kurul) düzenlemeleri ele alınmaktadır.

¹ <http://www.stockhouse.com/Columnists/2008/August/213/A-brief-history-of-warrants>

I. Genel Olarak Varantlar

Varantlar, türevler (derivatives) ya da hibridler (hybrids) olarak nitelendirilen finansal araçların özel bir alt grubu altında yer almaktadırlar. Bu kapsamda, varantların asıl bir ürün olmadığı, varlıklarını temellerini oluşturan başka bir araçtan aldıkları anlaşılmaktadır.

a) Varantlar ile opsiyonların karşılaştırılması

Varantlar opsiyonlara çok benzer bir işleyişe sahip olmakla beraber aralarında temel bazı yapısal farklılıklar bulunmaktadır. Varantlar ve opsiyonlar arasındaki temel farklılıklar şu Şekilde açıklanabilir:

1) Opsiyon bir sözleşme, varant ise menkul kıymetleştirilmiş bir türev araçtır. Opsiyonlar borsalar tarafından çıkarılır ve sözleşme niteliğinde olduğu için alıcı ve satıcı sözleşmenin taraflarıdır. Varantlar ise finansal kurumlar (aracı kurum ve bankalar) tarafından ihraç edilirler. Varantı satan taraf hep aynı kalırken, alıcılar değişmektedir. Varantlar sözleşme Şeklinde olmadığından, satan tarafın teminat yatırma gibi bir yükümlülüğü bulunmamakta olup, işlemler genellikle piyasa yapıcılığı sistemi üzerinde gerçekleştirilmektedir.

2) Opsiyon sözleşmeleri standartlaştırılmıştır. Varantın ise standart olması gerekmemektedir. Diğer bir deyişle dolaşımda vade, uzlaşma fiyatı, sözleşme büyüklüğü bakımından pek çok çeşit varant olabilmektedir.

3) Her bir opsiyon serisinden sınırsız sayıda çıkarılabilir ve dolaşımdaki opsiyon sayısı opsiyonun fiyatını etkilememektedir. Bir seriden ihraç edilen varant sayısı ise sınırlıdır ve bu durum varantın fiyatını etkileyebilmektedir.

4) Varantta, yatırımcı sadece uzun pozisyon almakta; opsiyon sözleşmelerinde ise uzun ya da kısa pozisyon alabilmektedir. Diğer bir deyişle, sadece uzun pozisyon alındığı için varantta yatırımcının riski sınırlandırılmaktadır. Oysa, alım opsiyonunda kısa pozisyon alan bir yatırımcının zararı teorik olarak sınırsız olabilmektedir.

b) Varantlar ile ortaklık varantlarının karşılaştırılması

İhraççısı dikkate alındığında varantlar aracı kuruluş varantları (covered warrants) ve ortaklık varantları (other/normal/corporate warrants) olarak sınıflandırılmaktadır². Aracı kuruluş varantları ve ortaklık varantları³ arasındaki farklar aşağıdaki şekilde sıralanabilmektedir⁴:

1) Aracı kuruluş varantları birçok varlığı dayanak olarak alabilirken, ortaklık varantları yalnızca bir şirketin hissesini dayanak olarak alabilmektedir.

2) Aracı kuruluş varantları yalnızca finansal kurumlar (aracı kurumlar, bankalar, vb.) tarafından ihraç edilebilirken, ortaklık varantları dayanak varlığın ihraççısı olan şirket tarafından ihraç edilmektedir.

3) Aracı kuruluş varantları için geçerli olacak olan kullanım fiyatı her ihraç için belirlenecek olan koşullara göre değişebilirken, ortaklık varantları için genellikle yalnızca tek bir kullanım fiyatı söz konusu olmaktadır.

4) Aracı kuruluş varantları sahibine dayanak varlığı alma veya satma hakkı tanırken, ortaklık varantları sahibine dayanak varlığı yalnızca alma hakkı tanımaktadır.

Ortaklık varantlarının aksine aracı kuruluş varantları piyasasının hızla gelişmesinin nedenleri, aracı kuruluş varantlarının fiyatının dayanak hissenin fiyatı ile sıkı doğrusal bir ilişki içinde seyretme eğilimi göstermesi, ortaklık varantlarında sermaye artırımını prosedürünün uzun olması ve aracı kuruluş varantlarının çok daha düşük bir maliyet önermesi olarak gösterilmektedir⁵. Bunların yanında aracı kuruluş varantları, yatırımcılara dayanak varlık veya göstergelerin getirisine düşük tutarlar karşılığında sahip olma imkanı sunmaktadır.

² <http://www.investopedia.com/terms/c/coveredwarrant.asp>

³ Ortaklık varantlarına ilişkin düzenlemeler Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:III, No:36 "Ortaklık Varantlarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Alım Satım İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği" ile yapılmış olup, anılan Tebliğ 21.01.2009 tarih ve 27117 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

⁴ <http://www.investopedia.com/terms/c/coveredwarrant.asp>

⁵ DOWNES, Richard ve ELVEN, Chris, "Japanese Equity Warrants: A Clear and Comprehensive Guide", Eurostudy Publishing Company Ltd., 1990, s: 33, 34

II. Varant Türleri ve Yatırım

Dayanak varlık ve göstergesi, sağladığı hak, kullanım esnekliği, anapara koruma sağlayıp sağlamamasına göre varantlar farklı türler olarak isimlendirilmektedir:

- Alım varantları,
- Satım varantları,
- Tek dayanağa endeksli varantlar,
- Sepete endeksli varantlar,
- Endeks varantlar,
- Bono varantları,
- Emtia varantları,
- Döviz varantları,
- Avrupa tipi varantlar (yalnızca vade tarihinde işleme konabilen varantlar),
- Amerikan tipi varantlar (vadeye kadar herhangi bir tarihte işleme konabilen varantlar),
- Bermuda varantlar (Vadeye kadar önceden belirlenmiş farklı tarihlerde işleme konulabilen varantlar)
- Egzotik varantlar (Standart varantlardan farklı özelliklere sahip varantlara genel olarak verilen isimdir; bunlara bariyerli varantlar ve koridor varantlar örnek olarak gösterilebilir),
- Bariyerli varantlar -satış sırasında dayanak varlık için belirlenmiş olan sınır fiyata -bariyer- ulaşıldığında, varantın vadesi dolar; bariyerli varantların bu nedenle normal kaldıraçlı varantlara göre daha ucuz olması beklenir-,
- Koridor varantlar (dayanak varlığın fiyatının belirli bir aralıkta hareket edeceği beklentisine uygun olarak oluşturulmuş varantlardır, dayanak varlık öngörölmüş olan aralıkta -koridorda- kaldığı sürece varantın değeri artmaktadır. Genellikle dayanak varlığın koridorda kaldığı her gün için belirli bir getiri sağlanır).

Varant yatırımı ile piyasa düşerken veya yükselirken getiri sağlamak mümkündür. Konuyu bir örnek yardımıyla açıklayacak olursak;

ABC Menkul Değerler A.Ş., XYZ A.Ş. hisselerine dayalı 30.06.2010 vadeli, satım hakkı tanıyan bir aracı kuruluş varantı ihraç ediyor. Bu varant yatırımcısına bir adet XYZ

A.Ş. hissesini 8,-TL'den satma hakkı tanıyor ve bir adet varant 1,-TL'den satışa sunuluyor. Söz konusu varantın satış gününde XYZ A.Ş.'ye ait hisse fiyatı 9,-TL iken, varantın vadesi boyunca hisse fiyatı düşüş gösteriyor ve vade günü hisse fiyatı 6,-TL olarak gerçekleşiyor. Vadeye kadar hisse fiyatı değer kaybına uğrarken varant fiyatı artış göstererek 1,3 TL'ye ulaşıyor. Varant yatırımcısı vade günü piyasadan 6,-TL ödeyerek satın aldığı XYZ A.Ş. hisselerini varant ihraççısına 8,-TL'den satma hakkına sahip olacaktır (veya bu yatırımcı vadeye yakın bir tarihte, 1,-TL'den satın aldığı varantları 1,2 TL'den diğer yatırımcılara satmayı da tercih edebilecektir).

Bir adet varant, bir adet hisse ile veya 0,5 veya 10, vb. adet hisse ile de ilişkilendirilebilir. Varantın kaç adet dayanak varlık ile ilişkili olduğunu gösteren oranın farklı terimlerle ifade edildiği görülmektedir: Kullanım oranı, dönüşüm oranı, parite, çarpan veya yalnızca oran. Varant yatırımı planlanırken, dönüşüm oranı öncelikli olarak değerlendirilecek konular arasında yer almaktadır.

III. Fiyat

Varantın piyasa fiyatının temel olarak iki bileşeni bulunmaktadır: İçsel değer ve zaman değeri.

İçsel değer, varantın kullanım fiyatı ile dayanak varlığın fiyatı arasındaki farktır. Örneğin bir alım varantı için, dayanak varlığın fiyatı kullanım fiyatından düşük ise varantın içsel değerinin olmadığından söz edilecektir, zira piyasada dayanak varlığın fiyatı düşük olduğundan bir alım varantına sahip olmanın herhangi bir avantajı olmayacaktır. Alım varantları için dayanak varlığın fiyatı kullanım fiyatından yüksek ise (yani yatırımcı daha az para ödeyerek bu varlığa sahip olabileceyse) varantın içsel değeri vardır ve varant karda bir yatırımdır.

Zaman değeri varantın vadesi yaklaştıkça düşer. Bunun nedeni varantın, vadesine henüz zaman olduğunda, dayanak varlığın fiyatının, varantın karda olmasını sağlayacak yönde hareket etme olasılığını barındırmasıdır. Zaman değeri; vadeye kalan gün sayısı, volatilité (dayanak varlığın fiyatı ne kadar hareketli ise, varantın fiyatı o kadar yüksek olacaktır ki, bunun nedeni dayanak varlığın hareketinin, varantın karda olmasını sağlayacak yönde olma olasılığını barındırmasıdır), faiz oranları (faiz oranları arttığında,

alım varantlarının fiyatı artarken satış varantlarının fiyatı düşer, faiz oranları varant yatırımının alternatif maliyeti olarak ele alınmalıdır) gibi unsurlardan etkilenir⁶.

Varantın fiyatı olağan arz ve talep koşullarından daha çok söz konusu unsurlar tarafından belirlenmekte olup, söz konusu unsurların hareketinin varantın fiyatına olan etkisi aşağıdaki tabloda özetlenmektedir⁷:

Tablo 1. Varant Fiyatına Etki Eden Unsurlar

Fiyatı etkileyen unsurlar/etkenler	Etkenin hareketi yukarı yönlü olduğunda varantın fiyatının nasıl değiştiği	Etkenin hareketi aşağı yönlü olduğunda varantın fiyatının nasıl değiştiği
Dayanak varlığın fiyatı	Artar (Alım varantı), Düşer (satım varantı)	Artar (Satım varantı), Düşer (alım varantı)
Volatilite	Artar	Düşer
Vadeye kalan zaman	Artar	Düşer
Temettü getirisi	Artar (Satım varantı), Düşer (alım varantı)	Artar (Alım varantı), Düşer (satım varantı)
Faiz oranları	Artar (Alım varantı), Düşer (satım varantı)	Artar (Satım varantı), Düşer (alım varantı)

Kaldıraç etkisi yatırımcıları varant yatırımına iten en önemli unsurdur. Alım varantları için sınırsız bir kazançtan söz edilirken, sınırlı bir kayıptan söz edilmektedir. Örneğin yatırımcı tarafından bir alım varantına ödenen tutar 1.000,-TL ise, bu yatırımcı söz konusu yatırım ile ilgili olarak en fazla 1.000,-TL tutarında bir kayba uğrayabilir, yani muhtemel kayıp yatırım tutarı ile sınırlıdır.

Varant primi (zaman değeri olarak da ifade edilmesi mümkündür) varantın vadesi yaklaştıkça azalacaktır. Varant primi, dayanak varlığa piyasada ödenmesi gereken tutar ile, varant aracılığıyla bu varlığın elde edilmesinde ödenecek olan tutar arasındaki farktır.

⁶ [http://en.wikipedia.org/wiki/Warrant_\(finance\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Warrant_(finance))

⁷ <http://www.incademy.com/courses/Covered-Warrants-I/Warrant-pricing/15/1087/10002>

IV. Türk Sermaye Piyasalarında Varantlar

Varantların Türk sermaye piyasalarına kazandırılması amacıyla SPK nezdinde yürütülen çalışmalar sonuçlandırılmış ve Kurul'un Seri:III, No:37 "Aracı Kuruluş Varantlarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Alım Satım İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği" (Seri:III, No:37 sayılı Tebliğ/Tebliğ) 21.07.2009 tarih ve 27295 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

Seri:III, No:37 sayılı Tebliğ uyarınca varant ihraçlarına ilişkin temel unsurlara aşağıda başlıklar halinde yer verilmektedir:

a) Varantlara ilişkin temel unsurlar:

Tebliğ'de varant;

"Elinde bulunduran kişiye, dayanak varlığı ya da göstergesi önceden belirlenen bir fiyattan belirli bir tarihte veya belirli bir tarihe kadar alma veya satma hakkı veren ve bu hakkın kaydı teslimat ya da nakit uzlaşısı ile kullanıldığı menkul kıymet niteliğindeki sermaye piyasası aracı"

olarak tanımlanmıştır.

Söz konusu tanım çerçevesinde varantlara ilişkin dayanak varlıklar ve göstergeler, İMKB 30 endeksinde yer alan hisse senedi ve/veya İMKB 30 endeksi kapsamında yer alan birden fazla hisse senedinden oluşan sepet veya Borsa tarafından oluşturulmuş hisse senedi endeksleri ile sınırlandırılmıştır. Ancak Kurulca uygun görülmesi durumunda, söz konusu dayanak varlık ve göstergeler dışında kalan konvertibl döviz, kıymetli maden, emtia, geçerliliği uluslararası alanda genel kabul görmüş endeksler gibi diğer varlık ve göstergeler de varanta dayanak teşkil edebilecektir.

Tebliğ'de varantların yapısına ilişkin temel unsurlar şu şekilde sayılmıştır:

- İhraç edilecek varantların vadesi iki aydan az, beş yıldan fazla olamaz.
- Varantların satış süresi, vadeyi geçmemek üzere ihraççı tarafından serbestçe belirlenir.
- Varantların vade başlangıç tarihinin belirlenmesinde, bunların satışa sunulduğu ilk gün vade başlangıç tarihi olarak kabul edilir.
- Varantların itibari değeri 1 Kuruştan aşağı olamaz.

- Dayanak varlık ya da göstergesi, İMKB 30 endeksinde yer alan hisse senedi veya İMKB 30 endeksi kapsamında yer alan birden fazla hisse senedinden oluşan sepet dışındaki varlık ya da göstergeler olan varantlarda, nakdi uzlaşısı esaslarının uygulanması zorunludur.
- İhraççılar varant ihracında, kendi sermayelerini temsil eden hisseleri dayanak varlık olarak kullanamazlar.
- Varant ihraçları kaydi olarak yapılır. İhraççıların MKK üyesi olmaları zorunludur.

b) İhraç ve ihraççıya ilişkin temel unsurlar:

Tebliğ çerçevesinde varantlar, Türkiye’de kurulan ve Kurulun sermaye piyasasında derecelendirme faaliyeti ve derecelendirme kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde belirtilen derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere Kurulca yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları veya Türkiye’de derecelendirme faaliyetinde bulunması Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşlarından notlandırma ölçeğine göre yatırım yapılabilir düzeydeki notların içerisinde en yüksek üçüncü ve üstü seviyeye denk gelen uzun vadeli talebe bağlı derecelendirme notu almış yurt dışında veyahut Türkiye’de yerleşik aracı kuruluşlar tarafından ihraç edilebilecektir.

Bununla birlikte notlandırma ölçeğine göre en yüksek üçüncü ve üstü seviyeye denk gelen notu bulunmayan Türkiye’de ve yurtdışında yerleşik aracı kuruluşlar, anılan şartı sağlayan aracı kuruluşlar tarafından ihraçtan doğan uzlaşısı yükümlülüklerinin garanti edilmesi koşuluyla ihraçta bulunabileceklerdir. İhracın garantör vasıtasıyla yapılması durumunda ihraçtan doğan uzlaşısı yükümlülüklerinin yerine getirilmesi hususunda ihraççı ve garantör kuruluş müteselsilen sorumlu olacaklardır.

İhraç başvurusu sırasında derecelendirme notunun güncel olduğunu tevsik edici belgelerin Kurula sunulması ve varantın vadesi boyunca derecelendirme kuruluşunun ihraççıya ilişkin notu düzenli olarak gözden geçirmesi, gözden geçirmenin sonucuna bağlı olarak derecelendirme çalışmasını zamanında yeniden değerlendirmek suretiyle verilen notu güncelleme zorunludur.

Varantların satışı sırasında, ihraççı veya garantör kuruluşun derecelendirme notunun yukarıda belirtilen notun altına düşmesi durumunda, varant ihraçları Kurul

tarafından durdurulacak ve yeni varant ihracına Kurul'ca izin verilmeyecektir. Bununla birlikte, ihraç edilmiş ve işlem görmekte olan varantlar Borsada işlem görmeye devam edecektir.

Varantların Kurul kaydına alınma sürecinde borçlanma araçlarına ilişkin Kurul düzenlemelerine benzer şekilde raf kayıt sistemi benimsenmiştir. Bu çerçevede;

1) Varant ihraç başvurusu, bir yıllık dönem içinde yapılacak varant ihraçlarının tümünü kapsayacak şekilde yapılabileceği gibi her ihraç için ayrı ayrı da yapılabilecektir. Varant ihraç başvurusu bir yıllık dönem içinde yapılacak varant ihraçlarının tümünü kapsayacak şekilde yapıldığı takdirde, satışın Kurul kaydına alınmadan itibaren bir yıl içinde tamamlanması şarttır. Bu dönem içerisinde varantlar, tertipler halinde satılabilecektir.

2) Varantın tertipler halinde satılması durumunda, her tertibin satışı için Tebliğ hükümleri kapsamında 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 ayrı bir sirküler düzenlenecektir.

3) Bir yıllık dönem içinde yapılacak varantların satışında, ihraççılar her tertibin satışından en az 5 iş günü önce; satış ile ilgili sirkülerin de içinde bulunduğu bilgi ve belgeleri Kurul'a iletecekler ve sirküler Kurul tarafından onaylanmadan satış işlemlerine başlanamayacaktır.

Yukarıda belirlenen esaslar ile ihraççı, Kurul kayda alınan varantların halka arzını, bir yıllık süre içerisinde kalmak kaydıyla, satışa ilişkin sirkülerleri Kurul'a onaylatmak suretiyle peyder pey yapabilecek ve her bir sirküler kapsamında halka arz edilecek varantlar birbirlerinden vade, dayanak varlık, fiyat gibi hususlarda farklı özelliklere sahip olacaktır. Bu çerçevede ihraç prosedürü hızlanacak ve ihraççıya zamanlama açısından esneklik sağlanacaktır.

c) Piyasa yapısına ilişkin temel unsurlar:

Varantların ihracı konusunda en önemli 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 ihracı mali kuruluşların sermaye yeterlilikleri, risk yönetim prosedürleri⁸, işlemlerin muhasebeleştirilmesi vb. konular önem arz etmektedir.

Tebliğ’de varantların alım satımının, Kurul’un onayına tabi olarak Borsa mevzuatı çerçevesinde belirlenecek işlem esasları kapsamında Borsanın uygun göreceği ilgili pazarda piyasa yapıcılık esasına dayalı olarak yapılacağı hükme bağlanmış olup, piyasa yapıcılık sistemine ilişkin olarak;

- Varantların Kurul kaydına alınması için yapılan başvuru sırasında ihracı tarafından bir aracı kurumun piyasa yapıcısı olarak belirlenerek Kurul’a bildirileceği,

- Piyasa yapıcısı aracı kurumların;

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

ii) Öz sermayelerinin 15 milyon TL’den fazla olması,

iii) 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,

iv) İç kontrol sistemlerinin işleyişi ve prosedürlere uyumu konusunda ilgili olarak Kurulun bağımsız denetim standartlarına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde yıllık bazda düzenlenecek özel amaçlı bağımsız denetim raporunu Kurul’a ibraz etmiş olması,

v) Piyasa yapıcılığına ilişkin yükümlülüklerinin yerine getirilmesinde Kurul ve Borsa ile koordinasyonu sağlayan “Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı”na ve “Türev Araçlar Lisansına” sahip tam zamanlı çalışan yönetici pozisyonunda bir personelin Aracı Kurum bünyesinde çalışıyor bulunması,

gerektiği hükme bağlanmıştır.

İhraççı ile piyasa yapıcı arasında piyasa yapıcılığının kapsamını ve şartlarını belirleyen bir sözleşme imzalanacak ve piyasa yapıcılığı kapsamında piyasa yapıcısı aracı

⁸ Örnek olarak, ihracı konumundaki bir aracı kuruluşun satın alma varantı ihraç etmesi durumunda, ihracı mali kuruluşun risk yönetimi (hedge amaçlı olarak) amacıyla ihraç edilen varantın dayanak olduğu şirket hisse senetlerini spot piyasadan satın alması gerekmektedir.

kurum likidite sağlamak üzere, ilgili piyasa düzenlemeleri çerçevesinde sürekli alım-satım kotasyonu verecektir.

Piyasa yapıcısının faaliyetlerinin Kurul onayıyla geçici ya da sürekli olarak durdurulması ya da piyasa yapıcısı olmaya ilişkin şartları yitirdiğinin Kurul'ca tespiti veya Kurul tarafından onaylanacak haklı gerekçeler nedeniyle piyasa yapıcısında değişiklik olması halinde ihraççı tarafından 3 iş günü içerisinde Tebliğ'de sayılan ve yukarıda anılan şartları sağlayan bir aracı kurum piyasa yapıcısı olarak belirlenecek ve Kurul tarafından 5 iş günü içinde aksi bildirilmediği takdirde ilgili aracı kurum piyasa yapıcısı olarak atanacaktır.

d) Kurul kayıt ücretine ilişkin esaslar:

Varantlara ilişkin Kurul kayıt ücreti hesaplanırken öncelikle Kurul kaydına alınan varantların itibari değeri üzerinden Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn)'nda belirtilen oran nispetinde bir ücret alınacak, varantların sirkülerler aracılığıyla satışa sunulması ile birlikte de iki aylık periyotlar halinde itibari değeri aşan satış fiyatı üzerinden Kurul kayıt ücreti alınacaktır.

Varant izahnamesinde varantların ihraç değerine ilişkin bilgiye yer verilmesinin mümkün olmaması nedeniyle kayda alma ücreti, onaylı izahnamenin ihraççıya verilmesi aşamasında sadece kayda alınan varantların itibari değeri üzerinden alınabilecektir. İhraç değerinin sirkülerin Kurul'ca onaylanması aşamasında belli olmasını müteakip, satışın yapıldığı dönem içinde gerçekleşen satışlar üzerinden 2 aylık dönemler itibariyle SPKn'nun 28. maddesinin (b) bendinin 2. paragrafında belirlenen ücret alınacak ve bu suretle kayda alma ücreti tamamlanacaktır.

V. Varant İşleyiş Esaslarına İlişkin Örnek Uygulama

Varant işleyişine ilişkin esasları kısaca özetleyen varsayımsal bir örneğe aşağıda ana hatlarıyla yer verilmektedir.

X Bankası A.Ş. tarafından ihraç edilecek varanta ilişkin esaslar Şu Őekildedir:

İhraççı: X Bankası A.Ş.

Varantın ihraç tarihi: 01.01.2011

Varantın vadesi: 31.03.2011

Varantın dayanağı varlık: ABC A.Ş. hisse senedi

Alım Varantların içeriği: 31.03.2011 tarihinde 1 ABC hissesini 8,00 TL'den satın alma hakkı verir.

Satım Varantların içeriği: 31.03.2011 tarihinde 1 ABC hissesini 7,00 TL'den satma hakkı verir.

Varantın fiyatı: 25 KR

Karşılama Oranı: 1/1

Piyasa Yapıcı: Z Yatırım Menkul Değerler

İşleyiş esasları:

- 1- X Bankası A.Ş.'nin 1.000.000 adet varantı Kurul kaydına alınır.
- 2- Söz konusu varantlardan 100.000 adedi 1. tertip olarak 01.01.2011 tarihinde borsada satışa sunulur. Bunlardan 50.000 adedi alım, 50.000 adedi satım varantıdır.
- 3- 1. tertip alım varantların sirkülerine göre X Bankası A.Ş., alım varantı satın alan kişilere 01.01.2011 tarihinde 6,30 TL'den işlem gören bir ABC A.Ş. hisse senedini 31.03.2011 tarihinde 8.00 TL'den satma taahhüdünde bulunmaktadır.
- 4- 1. tertip satma varantların sirkülerine göre X Bankası A.Ş., satma varantı satın alan kişilere 01.01.2011 tarihinde 6,30 TL'den işlem gören bir ABC A.Ş. hisse senedini 31.03.2011 tarihinde 7.00 TL'den satın alma taahhüdünde bulunmaktadır.
- 5- Alım varantı alacak olan yatırımcı 3 ay sonra ABC A.Ş. hissesinin 8,00 TL'nin üstünde olacağını beklemektedir ve bu beklentisinden kar etmek için varant bedeli olarak X Bankası A.Ş.'ye 25 KR ödemektedir.
- 6- Satma varantı alacak olan yatırımcı 3 ay sonra ABC A.Ş. hissesinin 7,00 TL'nin altında olacağını beklemektedir ve bu beklentisinden kar etmek için varant bedeli olarak X Bankası A.Ş.'ye 25 KR ödemektedir.
- 7- Varant borsada işlem görmekte, piyasa yapıcısı olan Z Yatırım Menkul Değerler A.Ş. her gün alış ve satış fiyatı açıklamaktadır. Söz konusu fiyatlar dayanak varlık olan ABC A.Ş. hisse senedinin fiyatına göre değişecektir. Örneğin senaryomuza göre 15.02.2011 tarihinde ABC A.Ş. hisse senedinin fiyatının 7,80 TL olduğunu varsayarsak. Z Yatırım Menkul Değerler A.Ş. borsada alım varantının satışı için 40 KR, alış için 36 KR fiyat belirleyebilecektir.
- 8- Vade sonunda eğer dayanak varlığın fiyatı 8.00 TL'nin altında olur ise alım varantı satın alanların kaybı sadece ödedikleri varant fiyatı kadar olmaktadır.
- 9- Vade sonunda dayanak varlık fiyatı 8.00 TL'nin üstünde olursa, X Bankası A.Ş. kendisinden alım varantı satın alanlara aradaki farkı nakden ödeyecektir. Örneğin borsada ABC hisse senedi 8,30 TL'den işlem görüyorsa ve bir yatırımcının elinde 1 adet varant var ise, X Bankası A.Ş. bu yatırımcıya 30 KR ödeyecektir. Çünkü alım varantı yatırımcıya hisse senedini 8 TL'den satın alma hakkı vermektedir.
- 10- Vade sonunda eğer dayanak varlık fiyatı 7.00 TL'nin altında olur ise X Bankası A.Ş. kendisinden satma varantı satın alanlara aradaki farkı nakden ödeyecektir. Örneğin vade sonunda borsada ABC hisse senedi 6,60 TL'den işlem görüyorsa ve bir yatırımcının elinde 1 adet varant var ise, X Bankası bu yatırımcıya 40 KR ödeyecektir. Çünkü satma varantı yatırımcıya hisse senedini 7 TL'den satma hakkı vermektedir.

11- Vade sonunda dayanak varlık fiyatı 7.00 TL'nin üstünde olursa, satma varantı satın alanların kaybı sadece ödedikleri varant fiyatı olmaktadır.

SONUÇ

Son yıllarda sermaye piyasalarında yaşanan hızlı değişim ve fazla likidite dünyada yeni risk transfer yöntemlerine ve dolayısıyla yeni finansal araçlara olan talebi arttırırken, dünya finans sisteminin önemli bir parçası haline gelen ülkemizde de artan riskler finansal kurumların ve yatırımcıların risklerden kaçınabilmek için yeni araçlar talep etmesine yol açmaktadır. Bu yeni araçların başında da ülkemiz sermaye piyasaları açısından yeni olan ancak dünyada uzun zamandır talep gören yapılandırılmış finansal araçlar ve dolayısıyla varantlar gelmektedir. Varantlara ilişkin tüm alt düzenlemelerin tamamlanması ile birlikte aracı kuruluş varantlarının Ülkemiz sermaye piyasalarına yatırım fonları ve vadeli işlem sözleşmelerinden sonra en büyük ivmelerden birini kazandıracığı düşünülmekte olup, yakın zamanlarda sonuçlanması beklenen ihraçlar bu konudaki en büyük sinyali verecektir.

KAYNAKÇA

21/7/2009 tarihli ve 27295 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:III, No:37 "Aracı Kuruluş Varantlarının Kurul Kaydına Alınmasına ve Alım Satım İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği"

DOWNES, Richard ve ELVEN, Chris, "Japanese Equity Warrants: A Clear and Comrehensive Guide", *Eurostudy Publishing Company Ltd.*, 1990, s: 33, 34

<http://www.investopedia.com/terms/c/coveredwarrant.asp>

[http://en.wikipedia.org/wiki/Warrant_\(finance\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Warrant_(finance))

<http://www.incademy.com/courses/Covered-Warrants-I/Warrant-pricing/15/1087/10002>

<http://www.stockhouse.com/Columnists/2008/August/213/A-brief-history-of-warrants>