

VADELİ PİYASALAR VE VADELİ İŞLEMLER REHBERİ

- ✓ Türkiye’de Vadeli İşlemler ve Borsalar
- ✓ İstanbul Altın Borsası, Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası
- ✓ Vadeli Piyasalarda Hedging (Riskin Sigortalanması)
- ✓ ABD’de Vadeli Piyasalar
- ✓ Örneklerle Finansal Piyasalarda Riskin Sigortalanması (Hedging)
- ✓ Vadeli Piyasalar Hakkındaki Yasal Düzenlemeler

Ercüment BARAN
Gelirler Başkontrolörü

TÜRMOB YAYINLARI- 250
ANKARA - 2004
Sirküler Rapor Serisi
Seri No: 2004 - 11

TÜRMOB Adına Sahibi
Mehmet TİMUR

Sorumlu Yazışleri Müdürü
Ali E. DOĞANOĞLU

Dizgi - Düzenleme

TÜRMOB
Basın - Yayın Servisi

Baskı
Matsa Basımevi
(0.312) 395 20 54

Sirküler Rapor kitaplarında yer alan yazılarda ileri sürülen görüşler yalnızca yazarlarına aittir. Yayıncı kuruluş TÜRMOB'u bağlamaz.

ÖNSÖZ

Muhasebecilik, mali müşavirlik mesleği sürekli bir gelişim ve değişim içinde kendini yenilemek zorundadır. Bu yüzden TÜRMOB'un temel politikalarından birini eğitim faaliyetleri oluşturmaktadır. TÜRMOB ve Odalarımızın en fazla ağırlık verdiği konuların başında eğitim seminerleri ve yayınlar gelmektedir.

Meslektaşlarımızın ve aday meslek mensuplarımızın ihtiyaç duyacakları bilgiye, en kolay şekilde ulaşmalarını sağlamak, TÜRMOB'un temel hedeflerinden birisidir. Geniş bir yayım yelpazesi ile bu eğitim ve bilgilenmeye yönelik ihtiyacı karşılamaya çalışıyoruz. **Sirküler Rapor** yayınımla mevzuatta meydana gelen değişiklikleri ve uygulamaya yönelik bilgilendirmeyi sağlama gayreti içindeyiz.

Sirküler Rapor kitaplarımız bir okuma komisyonu tarafından incelendikten sonra basılarak sizlerin istifadesine sunulmaktadır.

Siz değerli meslektaşlarımızın ve stajyerlerimizin beğeni ve takdirini toplayacağına inandığımız 2004-11 Seri Numaralı bu kitabı; Gelirler Başkontrolörü Ercüment BARAN tarafından hazırlanan "**Vadeli Piyasalar ve Vadeli İşlemler Rehberi**" isimli eser oluşturuyor. Bu çalışma bir kaynak kılavuz niteliğinde olup konuyu örnekleri ile açıklamaktadır.

Sirküler kitaplarımız, bir plan doğrultusunda hazırlanarak, her ay bir kitap olarak sizlere ulaştırılmaktadır. Kitabın, meslek camiamıza ve uygulamacılara faydalı olmasını diliyorum. Eğitim serimize gösterilen ilgi ve destekten dolayı meslektaşlarımıza ve stajyerlerimize teşekkürlerimi sunarım.

Nail SANLI
Genel Sekreter

İÇİNDEKİLER

Giriş	1
-------------	---

BİRİNCİ BÖLÜM

I) TÜRK FİNANSAL SİSTEMİNE KISABİR BAKIŞ ...	5
II) TÜRKİYE'DE VADELİ İŞLEMLER	6
A) İAB Vadeli İşlemler Piyasasına Üye Olabilecekler ve Üyelik Şartları	6
B) İAB Vadeli İşlemler Piyasasında İşlem Gören Sözleşmelerinin Özellikleri	7
C) İAB Vadeli İşlemler Piyasasında Pozisyon Limitleri ...	8
a) Bir Piyasa Üyesinin İşlemlerindeki Pozisyon Limiti ...	8
D) İAB Vadeli İşlemler Piyasasında İşlemlerin Gerçekleşme Şekli8	8
E) İAB Vadeli İşlemler Piyasası'nda Seans Sonunda Alınan Raporlar	9
F) İAB Vadeli İşlemler Piyasasında Kar/ Zararın Hesaplanma Şekli	10
G) İAB Vadeli İşlemler Piyasası'nda Teminat Sistemi ...	10
H) İAB Vadeli İşlemler Piyasasında Teminat Çeşitleri ...	11
a) Başlangıç Teminatı Olarak Kabul Edilebilecekler ...	12
b) Sürdürme Teminatının Hesaplanma Şekli	12
D) İAB Vadeli İşlemler Piyasasında Üyelik	12
a) Piyasa Üyeleri	12
b) Takas Üyeleri	13
c) A Grubu Takas Üyeliği	13

d) B Grubu Takas Üyeliği	13
İ) İAB Vadeli İşlemler Piyasası'nda Teslimat Çeşitleri . . .	13
a) Nakdi Uzlaşma	14
J) İAB Vadeli İşlemler Piyasasında Teslimat Sistemi . . .	14
a) Teslimat Primi	15
b) İAB Vadeli İşlemler Piyasası Seans Saatleri	16
c) İAB Vadeli İşlemler Piyasası İşlem Komisyonları . . .	16
K) Piyasa Üyelerinin Yükümlülükleri	16

İKİNCİ BÖLÜM

III) VADELİ İŞLEMLER PİYASALARI NEDİR?	17
A) Vadeli (Futures) Kontrat Nedir?	17
B) Takas Bankası	19
C) Borsa	19
D) Takas Üyeleri	20
E) Vadeli İşlemler Piyasası Kurulu	20
F) Teminatlar ve Kaldıraç Etkisi	21
G) Vadeli Kontratların Alımı – Satımının Getirileri	22
H) Vadeli Kontratların İşleyiş Mekanizması	24
a) Vadeli Piyasalarda Kullanılan Temel Emir Türleri	24
b) Pozisyon aldıktan sonraki işlemler	28
c) Vadeli İşlemler Piyasalarının Temel Kullanım Amacı	30
d) Vadeli Kontratlarla Gerçekleştirilen Spekülasyon	31
e) Vadeli Kontratlarla "HEDGE" (Korunma) İşlemi	34
f) Vadeli Kontratla Yapılması Gereken İşlem Yapılmamış Olsaydı	38

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

IV) ABD'DE VADELİ PİYASALAR VE İŞLEM	
GÖREN ENSTRÜMANLAR	41
A) Vadeli Piyasalardaki Aktörler	.42
B) Forward Kontratları	.42
C) Futures Kontratlar	.44
D) Faiz Temelli Kontratlar	.50
1) Chicago Mercantile Exchange'de İşlem Gören Faiz Temelli Finansal Enstrümanlar	.50
a) Üç ay Vadeli Eurodolar	.50
b) Bir Ay Vadeli Libor	.51
c) Onüç Haftalık Hazine Kağıtları	.51
d) Euroyen	.52
e) Bir Aylık Federal Fonlar	.52
f) Doksanbir Günlük CETES (Mexican Treasury Bills)	.52
g) Yirmisekiz Günlük TIEE'ler	.53
E) Faiz Oranlı Futures Kontratlar	.53
F) Faiz Oranlı Futures Kontratlarla Hedging	.54
a) Tam Hedging	.55
G) Options Kontratları	.57
H) Futures Ve Options Kontratları Arasındaki Farklar	.57
I) Kontratlardaki Standartlar	.58
İ) Options Kontratları İle Hedging	.58
J) Spekülatif Amaçlı Options İşlemleri	.61
K) Opsiyon (Option) İşlemlerindeki Opsiyonlar	.63
a) Call Opsiyonunda Alınabilecek Pozisyonlar ve Primin Hesaplanması	.65
b) Put Opsiyonunda Alınabilecek Pozisyonlar ve Primin Hesaplanması	.66

c) Opsiyon Kontratlarında Alınabilecek Birden Fazla Stratejiler	70
1) Fiyat Spread İşlemi (Dikey Spread)	71
2) Dikey Call Spread İşlemleri	71
3) Dikey Put Spread işlemleri	72
3a) Straddle	74
3b) Long Straddle	74
3c) Short Straddle	75
3d) Straddle İşlemlerinde Kombinasyon	75
L) Opsiyonlarla Gerçekleştirilen Hedge (Korunma) Stratejileri	76
M) Opsiyonlarla Gerçekleştirilebilecek Dinamik Hedging	81

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

V) DÜNYADAKİ ÖNEMLİ ALTIN VADELİ İŞLEM BORSALARI VE KONTRAT ÖZELLİKLERİ84
VI) VADELİ PİYASALAR VE İŞLEMLERDE TEMEL TERİMLER91
VII) İSTANBUL ALTIN BORSASI VADELİ İŞLEMLER VE OPSİYON PİYASASI YÖNETMELİĞİ105
VIII) VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI YÖNETMELİĞİ128
VIV) KAYNAKÇA216

Giriş

Vadeli işlemler ve piyasalar temelde, ekonomik faaliyetlerin tüm alanlarında ortaya çıkabilecek döviz kuru, faiz oranı gibi ekonomik risklere karşı firmaların pozisyon almalarını sağlayan araç ve piyasalar olarak tanımlanmaktadır. Bugün AB ve ABD'de hisse senedi borsalarının yanısıra, parasal hareketliliğin çok büyük oranda yaşandığı borsalar haline gelen vadeli işlemler piyasaları çok farklı enstümanlarla katılımcılara ekonomik her türlü riske karşı bir güvence sistemi haline dönüşmüş durumdadır.

Vadeli işlem sözleşmelerine benzer ilk sözleşme türlerinin alım ve satım işlemleri 18. yüzyılın ilk yarısında Japonya ve Hollanda'da ortaya çıktı. 19.yüzyılın ikinci yarısında ABD'nin Chicago şehrinde, günümüzde dünyanın en gelişmiş borsalarından biri olan Chicago Ticaret Kurulunun (**Chicago Board of Trade**) bu tür işlemlere başlaması ile vadeli işlemler piyasasının gelişim süreci de hızlanmış oldu. Özellikle 1970 yılı sonrasında Bretton Woods Sisteminin terk edilmesiyle birlikte, döviz ve faiz oranlarında meydana gelen dalgalanmalar sonucu oluşan riskten korunmak amacıyla, finansal ürünler üzerine, vadeli işlem sözleşmelerinin geliştirilmesi bu piyasalarda, yeni bir işlem türü ve ayrı bir piyasanın oluşmasına katkıda bulundu. İşlemlerin kolaylığı ve alınan doğru pozisyonların sağladığı ekonomik ve parasal katkı, vadeli işlemler borsalarının, günümüz gelişmiş ekonomilerinin vazgeçilmez bir kurumu haline gelmesine neden olmuştur. İngiltere'de **LIFFE**, Fransa'da **MATIF**, ABD'de **CBOT**, **CME**, **NYCE**, **NYMEX** Almanya'da DTB kurumsal vadeli işlemler borsalarına örnek verilebilir.

Türkiye'de geçmiş birkaç yıldır yaşanan ekonomik krizlerle birlikte ortaya çıkan faiz ve kur riskleri, ekonomide faaliyette bulunan küçük büyük tüm işletmeleri etkilemiştir. Ülkemizde dönemsel ola-

rak dahi ortaya çıkabilecek risklerin, spekülörler vasıtasıyla, ani ve yüksek dalgalanmalara neden olması, bu alanda faaliyette bulunacak piyasaların varlığını zorunlu kılmaktadır Özellikle ihracata yönelik sektörlerin kur risklerini bertaraf etmeyi amaçlayan Vadeli İşlemler Piyasaları Türkiye'de yaklaşık 15 yıllık bir hazırlık dönemine sahip olup, ilk kez 1990'lı yılların başlarında İzmir Ticaret Borsası tarafından gündeme getirilmiştir. Bugün Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası olarak faaliyetine başlayan Borsa, öncelikle pamuk, buğday, döviz, faiz ve İMKB endeksi gibi ürünlerde işlem yapmayı hedeflemektedir. Uygulanan ekonomik politikaların mutlak surette meydana getirdiği alternatif maliyetler son dönemde ihracatçı sektörleri yakından etkilemiştir. Kurlardaki düşüş, Dolar ve Euro ile ihracat yapan firmaların yüksek maliyet ve düşük gelir ile karşı karşıya kalmalarına, hatta başabaş ve zarar ile faaliyetlerini sürdürmelerine neden olmuştur. Kur riski ile karşı karşıya kalan ihracatçının bu riski için önlem almasını sağlayacak, işler halde borsaların olması, bir anlamda ihracatçının zararına çalışmaya devam etmesine de neden olmuştur.

Bu anlamda, vadeli işlemler piyasalarının temel enstrümanları ile çalışır hale getirilmeleri konusunda fikir birliği sağlanmış durumda. İMKB'ye bağlı olarak 1994 yılından buyana faaliyetlerini sürdüren Vadeli İşlemler Piyasası'nda döviz ve vadeli işlemlerin gerçekleştirilebilmesi için altyapı hazır Ancak işler hale geldiğinden bu yana istenilen aktifliğe kavuşturulamayan borsanın sadece dövizle yönelik işlemlerde ağırlık kazanması, üye sayısının sadece 16 bankadan oluşması, aşılması gereken engeller olarak gözükmektedir

İlk kez 1990'lı yıllarda, İzmir Ticaret Borsası tarafından gündeme getirilen Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası'nın önümüzdeki günlerde İzmir'de, öncelikle pamuk, buğday, döviz, faiz ve İMKB En-

deksi gibi ürünlerle faaliyete geçmesi bekleniyor. Türkiye'nin ilk özel borsası olacak Vadeli İşlemler Borsasını, Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası AŞ (VİOBAŞ) hayata geçirip işletecek. 2002 yılı Haziran ayında kurulan ve %17 hissesi İzmir Ticaret Borsasına ait olan VİOBAŞ'ın diğer ortakları; TOBB, İş Yatırım Menkul Değerler AŞ, Koçbank, Akbank, Garanti Bankası, Vakıflar Bankası, İMKB, Takasbank, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği ve Türkiye Sınai Kalkınma Bankası.

Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası, Sermaye Piyasası Kurulundan faaliyet yetkisini almış olup, **27 Mart 2004** tarih ve **25415 Sayılı Resmi Gazete**'de yayımlanan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği ile resmi olarak hayata geçmiş durumdadır. Söz konusu yönetmeliğin yayımlanması ile beraber Borsaya üye kabul süreci başlamıştır. SPK'ndan daha önce türev araçlar yetki belgesi almış tüm finans kurumları Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsasına üye olabileceklerdir.

Yönetmelikte de açıklandığı üzere, vadeli işlemler piyasası, hertürlü finansal riskten korunmak ve risk alarak bundan kar elde etmek isteyenlerin bir araya gelerek, finansal ürünlerin gelecekte teslimini öngören sözleşmelerin alım ve satımının yapıldığı piyasalar olarak tanımlanmaktadır. Vadeli işlem piyasaları, vadeli işlem sözleşmeleri üzerinde şekillenmekte, işlemektedir. Vadeli işlem sözleşmeleri de kısaca, belli bir vade, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte ekonomik ve finansal göstergesi, sermaye piyasası aracı, malı, kıymetli madeni veya dövizli alma yada satma yükümlülüğü veren sözleşmeler olarak tanımlanmaktadır. Bu sözleşmelerde, alım satma konu olan finansal ürünün miktarı, teslim yeri ve tarihi, borsa tarafından belirlenerek, belli standartlarda alıcı ve satıcıya sunulmaktadır.

Vadeli işlemler piyasalarının geleceğe yönelik fiyat oluşumu ve risk transferi olmak üzere iki temel fonksiyonu bulunmaktadır. Bu piyasalar, spot piyasalarda işlem gören ürünlerin fiyatlarında meydana gelebilecek değişikliklerin doğurduğu riski devretmek isteyenlere (Hedger) hizmet vermektedir. Vadeli işlemler borsalarının belki en önemli fonksiyonlarından bir diğeri de, işleme konu olacak finansal ürünün gelecekteki fiyatının oluşmasında çok fazla sayıda alıcı ve satıcının katılımı sağlanarak, işleme konu ürünün fiyatının gerçekçi bir fiyat olarak belirlenmesini sağlamaktır. Örneğin tekstil sektöründe, spot piyasada fiyatlar, ağırlıklı olarak üretici, çırpıcı, tüccar tekstil grubu satıcıları vasıtası ile belirlenirken, vadeli piyasalarda bu kesimlerin yanı sıra diğer tüm kişi ve kuruluşlar pozisyon alarak gerçek fiyatın oluşmasına katkıda bulunmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

D) TÜRK FİNANSAL SİSTEMİNE KISA BİR BAKIŞ

Türk finansal sistemi son 15 yıl içerisinde planlanan kalkınma programlarını desteklemek amacıyla önemli değişimler geçirerek belli bir kurumsal yapıya doğru ilerlemekte. Bu dönem içerisinde sermaye piyasaları süren gelen yapılanmaya paralel olarak gün geçtikçe daha etkin hale geldi. Kurumsal ve bireysel bazda katılımcıların artmasıyla likidite de hızla arttı. Bu oluşumu takiben dış kaynaklı sermayelerin piyasalarımıza olan ilgisi zamanla arttı ve sonuç olarak; Türkiye gelişen finansal piyasalar içerisinde yerini almaya başladı. Geçtiğimiz bir kaç yıl içerisinde İMKB gelişen piyasalar arasında en iyi performans gösteren borsalar sıralamasında ön sıralarda olmasına rağmen Türkiye'ye giren yabancı fonlar diğer gelişen piyasalara oranla oldukça düşük seviyede kaldı. Bunun başlıca nedeni yabancı yatırımcının piyasamıza olan güveninin az olmasıyla ilgili. Güvenin az olması nedeniyle, yabancı yatırımcılar piyasalarımıza aralıklı girip çıkmakta ve belli dönemlerde talebin aşırı artıp azalmasıyla dalgalanmaların artmasına neden olmaktadır. Yabancılar piyasada talep yarattıklarında beraberinde artan borsa endeksi, küçük yatırımcıyı önce borsaya çekip, sonra küçük yatırımcıdan gelen talebi iyi bir satış fırsatı olarak değerlendirebiliyor. Ardından, hızlı bir şekilde piyasa, kar realizasyonuna geçerek, büyük yatırımcı piyasadan çıkabiliyor. Bu durumda kazanan genelde yabancı büyük yatırımcı, kaybedense küçük yatırımcı ve kurumlar oluyor. Bu noktada, Türkiye yabancı yatırımcıyı ağırlamanın bedelini bugüne kadar küçük yatırımcısına kaybettirerek ödedi.

Türk sermaye piyasasını diğer gelişen ülkelerin sermaye piyasala-

rıyla karşılaştırdığımızda çok önemli enstrümanların piyasamızda bulunmadığını görmekteyiz. Bu enstrüman yıllardır faaliyete geçemeyen İMKB bünyesinde kurulmuş olan 'Vadeli İşlemler Piyasası'dır. Şu anda kurulu ve aktif görünen İstanbul Vadeli Altın Borsası'nda yapılan işlemler dikkate alınmayacak ölçüde az olduğu için de piyasaların var olma nedenine hizmet etmemektedir. Eğer faaliyete geçirileceği açıklanan vadeli işlemler piyasası bugün kurulu olsaydı yatırımcılar aldıkları pozisyonları "hedge" edebilecek mekanizmaları kullanabilecekler, spekülâtorler de, İMKB'yi "vur-kaç" piyasası olarak görüp aşırı dalgalanmalara sebebiyet veremeyeklerdi.

Bu çalışma, sadece finansal kesimi değil, tüm sanayici ve iş adamlarımızı yakından ilgilendiren piyasa risklerinin, özellikle ABD'deki **CME (Chicago Mercantile Exchange)** gibi gelişmiş vadeli piyasalarda nasıl kontrol altına alınabileceğini, piyasalardaki uygulama örnekleriyle açıklamaktadır.

II. TÜRKİYE'DE VADELİ İŞLEMLER

A) İAB Vadeli İşlemler Piyasasına Üye Olabilecekler ve Üyelik Şartları

İAB (İstanbul Altın Borsası) Vadeli İşlemler Piyasasına, mevcut İAB Altın Piyasası üyeleri ile İMKB Hisse Senetleri Piyasasında işlem yapan aracı kurumlar üye olabilirler. Bunun için, öncelikle SPK'dan "Altına ve Döviz Dayalı Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmelerinin Alım Satımına Aracılık Yetki Belgesi"nin alınması ön şarttır. Yetki belgesini alan aracı kuruluşlar İAB Yönetim Kurulu'nun belirlediği şartları yerine getirmeleri halinde, Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası üyeliğine hak kazanırlar.

İAB Vadeli İşlemler Piyasasının Kuruluşu ve Üyeleri

İAB Vadeli İşlemler Piyasası 15 Ağustos 1997 tarihinde faaliyete geçmiştir. Toplam 31 üyesi bulunmaktadır. Bu üyelerin dağılımı:

	Sayı
Banka	19
Yetkili Müessese	7
Kıymetli Maden Aracı Kurumları	2
İMKB Üyesi Aracı Kurumları	3
Toplam	31

B) İAB Vadeli İşlemler Piyasasında İşlem Gören Sözleşmelerinin Özellikleri

Her bir sözleşme 995/1000 ayarda ve 3 kg. olarak düzenlenir. Sözleşmeler \$/ons veya TL/gr. bazında düzenlenebilir. Sözleşmelerin vadesi, işlemin yapıldığı ay dahil olmak üzere TL. üzerinden yapılan sözleşmelerde en çok altı ayı, ABD Doları üzerinden yapılan sözleşmelerde ise en çok 12 ayı aşmamak koşuluyla her ay için tespit edilebilir. ABD Doları ve TL. bazında yapılan sözleşmelerin en küçük fiyat hareketi TL/gr. için 100 TL, \$/ons içinse 5 senttir. Üyelerin işlem yapabilecekleri son işlem günü ilgili vadede son üç iş gününden önceki iş günü yani sondan dördüncü iş günüdür. Vadesi gelen sözleşmelerin teslimat tarihleri ilgili ayın son üç iş günüdür. Vade sonunda sözleşmeye konu altının teslimatı esas olarak fiziki olmakla birlikte, tarafların kararı üzerine teslimat nakdi uzlaşma olarak da gerçekleştirilebilir.

C) İAB Vadeli İşlemler Piyasasında Pozisyon Limitleri

Piyasada alınabilecek pozisyonlar müşteri bazında ve piyasa üyesi bazında olmak üzere iki şekilde düzenlenmiştir. **Müşteri İşlemlerinde Pozisyon Limiti:** Bir müşterinin alabileceği toplam pozisyon üst sınırı, aynı teslimat vadesi için 100 sözleşme, vadeler toplamında ise 250 sözleşme olarak belirlenmiştir.

a) Bir Piyasa Üyesinin İşlemlerindeki Pozisyon Limiti

Bir piyasa üyesinin adına işlem yapacağı müşterilerle birlikte alabileceği toplam pozisyon üst sınırı, aynı teslimat vadesi için 1,000 sözleşme, vadeler toplamında ise 5,000 sözleşmedir. Bir üyenin alabileceği pozisyon üst sınırları belirlenirken bu üyeye ait sistemde bekleyen ancak gerçekleşmemiş teklifler de göz önüne alınır.

Örnek: Bir üyenin Haziran 99 vadesinde 700 sözleşme uzun (long) pozisyona sahip olduğunu ve sistemde de 100 sözleşmelik alış teklifinin olduğunu düşünelim. Bu durumda üyenin verebileceği maksimum alış teklif toplamı 200 sözleşme, maksimum satış teklifi toplamı ise 1,700 sözleşme olacaktır.

D) İAB Vadeli İşlemler Piyasasında İşlemlerin Gerçekleşme Şekli

İşlemler, bilgisayar ortamında, üyelerin Borsadaki terminallerinden veya uzak (remote) bağlantı yoluyla merkez ofislerinden emir girilerek gerçekleştirilmektedir. Alım-satım işlemlerinde çok fiyat yöntemi uygulanmaktadır **Çok fiyat yöntemi** üye temsilcileri tarafından girilen emirlerin fiyat ve zaman önceliği kuralına göre teker teker karşılaştırılması yoluyla işlemlerin gerçekleştirilmesidir.

Fiyat önceliği kuralı, üyelerin alım-satım emirleri karşılanırken

alım işlemlerinde daha yüksek fiyatlı emrin, satım işlemlerinde ise daha düşük fiyatlı emrin diğer emirlere göre öncelikli olmasıdır

Zaman önceliği kuralı ise üye emirleri karşılanırken emirler arasında fiyat eşitliği olması durumunda sisteme daha önce girilen emrin öncelikli olarak karşılanmasıdır İşlem yapmak isteyen üyenin alış veya satış emrini iletilmesiyle veya daha önce başka bir üye tarafından iletilmiş olan emrin alınması veya satılmasıyla işlem gerçekleşmiş olur. Üye vermiş olduğu emri kısmen veya tamamen gerçekleştirilmemiş olması kaydıyla değiştirebilir veya iptal edebilir.

E) İAB Vadeli İşlemler Piyasası'nda Seans Sonunda Alınan Raporlar

Borsada her vadede alımı ve satımı gerçekleşen işlemlerin fiyatları ve işlem miktarları kayda alınır. Seans bitiminde gün sonu işlemleri yapılarak üyelere verilmek üzere raporlar düzenlenir. Bu raporlar yetkililer tarafından imzalandıktan sonra ilgili üyelere ulaştırılır Üyelere verilen raporlar:

Üye İşlem Raporu: Gün içinde gerçekleşen üye işlemlerinin portföy ve müşteri bazında fiyatlarının, miktarlarının, işlem hacimlerinin, işlem yapılan karşı üyelerin ve komisyon tutarlarının dökümünü göstermektedir.

Üye Günlük Durum Raporu: Üyenin işlemlerinden ve gün sonundaki pozisyon durumundan kaynaklanan kar/zarar, sürdürme teminatı alacak veya borcu ile Borsa payını gösterir İşlem defterleri ve durum raporları hem üye bazında hem de piyasa üyelerinin bağlı oldukları takas üyeleri bazında alınır

Uzlaşma Fiyatının Hesaplanma Şekli

Uzlaşma fiyatı, ilgili seansta gerçekleşen tüm işlemlerin ağırlıklı ortalama fiyatıdır. Uzlaşma fiyatı, sürdürme teminatının, pozisyon değerinin, vade sonu teslimat değerinin ve kar/zararın hesaplanmasında kullanılır.

F) İAB Vadeli İşlemler Piyasasında Kar/ Zararın Nasıl Hesaplanma Şekli

Piyasada yapılan işlemler ve üyelerin pozisyonları, uzlaşma fiyatı esas alınarak değerlemeye tabi tutulur ve her bir işlemin kar/zararı hesaplanır. Yapılan kar/zarar hesaplaması sonucunda belirlenen borç ve alacak tutarları gün sonu raporlarında gösterilir. Kar/zarar hesaplaması hem yeni pozisyon alınması durumunda hem de üyenin bir önceki günden devreden pozisyonları üzerinden hesaplanır. Üyenin aynı gün aldığı pozisyonların kar/zarar hesaplaması: Üyenin önceki günden devreden pozisyonlarının kar/zarar hesaplaması:

TL/gr. işlemlerinin kar/zarar hesaplamasında "32.1507425" yerine "1,000" kullanılır (1000 gr. = 32.1507425 ons)

G) İAB Vadeli İşlemler Piyasası'nda Teminat Sistemi

Üyelerin, Vadeli İşlem yapmalarından kaynaklanan mali riskler, alıcı için satıcı, satıcı içinse alıcı konumunda sorumluluk alması sebebiyle Borsa Takas Merkezi tarafından üstlenilmektedir. Borsa Takas Merkezi üstlendiği bu riskleri, üyelerden aldığı teminatlar aracılığıyla ortadan kaldırır. Piyasada pozisyon alan üyelerden, fiyat hareketlerinden kaynaklanan risklere karşı *başlangıç* ve *sürdürme* teminatı alınmaktadır. Vadeli İşlemler Piyasasında alınan teminatlar, türlerine göre her gün günlük değerlemeye tabi tutulur. Yine açık pozisyonlar da ilgili günde hesaplanan uzlaşma fiyatı baz alınarak değer-

lemeye tabi tutulur. Gün sonu değerleme işlemleri sonucunda oluşan teminat eksikleri ve fazlaları üyelere aynı gün bildirilir. Teminat fazlaları üye hesaplarına aktararak üyelerin diledikleri takdirde çekilebilmeleri sağlanır. Teminat eksiklikleri ise teminat tamamlama çağrısıyla (margin call) en geç ertesi gün öğlene kadar tamamlanır. Eksik teminatların üye hesaplarına yatırılmaması durumunda temerrüt hükümleri uygulanır.

H) İAB Vadeli İşlemler Piyasasında Teminat Çeşitleri

Piyasada işlem yapacak piyasa üyelerinden başlangıç ve sürdürme teminatı olmak üzere iki tür teminat yatırımları istenir.

1. Başlangıç Teminatı: Günlük fiyat hareketlerindeki dalgalanmalar göz önüne alınarak üyelerin yapacakları her işlem için hesaplarında bulundurmaları gereken teminat miktarıdır. Başlangıç teminatının işlem yapmadan önce hesapta bulundurulması gerekmektedir. Vadeli İşlemler Piyasasında işlem yapmak için üyenin hesabında bulundurması gereken asgari başlangıç teminatı miktarı 200 sözleşmeyi temsil eden 100,000 ABD Doları olarak belirlenmiştir.

2. Sürdürme Teminatı: Üyenin aldığı pozisyonların değer kaybetmesi riskine karşı bulundurulması gereken asgari teminat miktarını gösterir. Sürdürme teminatı üyenin işlem yapmasından sonra seans sonunda gün sonu işlemleri yapılması sonucu açık pozisyon durumuna göre hesaplanır. Sürdürme teminatı için yatırılması gereken tutar başlangıç teminatından bağımsız olarak açık pozisyonun %5'i oranındadır. Bu oranın yarısı nakit, yarısı da teminat mektubu olarak alınmaktadır.

a) Başlangıç Teminatı Olarak Kabul Edilebilecekler

Nakit Türk Lirası, Borsa Yönetim Kurulu'nca cinsleri belirlenen efektif ve dövizler Şartları Borsa Yönetim Kurulu'nca belirlenen banka teminat mektupları ve her türlü Devlet Tahvili ve Hazine Bonoları.

b) Sürdürme Teminatının Hesaplanma Şekli

Sürdürme teminatı, üyenin gün sonundaki açık pozisyonu göz önüne alınarak uzlaşma fiyatına göre hesaplanır Sürdürme teminatının yarısı üyeden nakit olarak tahsil edilir Diğer yarısı da üyenin teminat mektubundan düşülür. TL/gr. üzerinden yapılan işlemlerin sürdürme teminatının, TL'nin değer kaybı göz önüne alınarak ilgili gündeki kur üzerinden hesaplanan ABD Doları cinsinden yatırılabilmesi mümkündür.

Gün sonunda yapılan günlük netleştirme işlemlerinde üyelerin sahip oldukları açık pozisyonlar için bulundurmaları gereken sürdürme teminatının hesaplanmasında uzlaşma fiyatı esas alınır

D) İAB Vadeli İşlemler Piyasasında Üyelik

Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası Yönetmeliği uyarınca Vadeli Piyasa Üyeliği ikiye ayrılmaktadır: A Grubu Takas Üyeliği B Grubu Takas Üyeliği

a) Piyasa Üyeleri:

Piyasa üyeleri, Piyasada işlem yapma yetkisine sahip ancak işlemlerin takasını, takas üyesi olan başka bir Borsa üyesi ile anlaşarak gerçekleştirmek durumunda olan üyelerdir. Piyasa üyeleri hem portföy işlemlerinin hem de müşteri işlemlerinin takasını, bir takas üyesi vasıtasıyla gerçekleştirirler.

b) Takas Üyeleri

Takas Üyeleri Piyasada işlem yapma yetkisinin dışında mali gücü ve sermaye yeterliliği olarak kendi dışındaki üyelerin de işlemlerinin takasını gerçekleştirme gücünde ve yetkisinde olan üyelerdir. Takas üyeliği iki çeşittir:

c) A Grubu Takas Üyeliği

A grubu takas üyelerinin en az 500,000 ABD Doları tutarında teminat mektubu cinsinden teminat tesis etmeleri gerekmektedir. A grubu takas üyeleri aşağıdaki işlemlerin takasını yapmaya yetkilidir:

- Kendi portföy ve müşteri işlemleri,
- B Grubu takas üyelerinin müşteri işlemleri,
- Piyasa üyelerinin müşteri ve portföy işlemleri.

d) B Grubu Takas Üyeliği:

B grubu takas üyelerinin en az 50,000 ABD Doları tutarında teminat mektubu cinsinden teminat tesis etmeleri gerekmektedir. B grubu takas üyeleri sadece kendi portföy işlemlerinin takasını yerine getirmeye yetkilidirler. Borsadaki takas işlemleri, Takas Merkezi aracılığıyla yürütülür. Takas Merkezi sadece, takas üyelerinin diğer takas üyelerine karşı olan mali yükümlülüklerini üstlenir. Piyasa üyelerinin birbirlerine, müşterilerine ve takas üyelerine karşı yükümlülükleri Takas Merkezinin mali sorumluluk alanı dışındadır.

İ) İAB Vadeli İşlemler Piyasası'nda Teslimat Çeşitleri

Vade sonu geldiği zaman açık pozisyona sahip olan üyeler için teslimata ilişkin iki seçenek vardır: Vadeli Piyasada vade sonu teslimata-

tının fiziki olması esas olmakla birlikte üyelerin nakdi uzlaşmaya karar vermeleri halinde teslimat, nakdi uzlaşma şeklinde yapılır. Taraflardan herhangi bir yazılı talep gelmediği takdirde fiziki teslimat yapılması esastır

a) Nakdi Uzlaşma

Nakdi uzlaşma, vade sonunda kısa pozisyon sahibi üyenin altın yükümlülüğünün son işlem günündeki uzlaşma fiyatına göre hesaplanan karşılığını ifade etmektedir. Vade sonu teslimatının gerçekleşmesi için uzun pozisyon sahibi tarafın alacaklı olduğu altın karşılığını ödemesi, kısa pozisyon sahibi tarafın ise borçlu olduğu altını teslim etmesi gerekmektedir. Tarafların nakdi uzlaşmaya karar vermesi durumunda, uzun pozisyon sahibi tarafın yükümlülüğü olan altın karşılığı ile kısa pozisyon sahibi tarafın borçlu olduğu altın karşılığı tutar birbirine eşit olacaktır. Bu durumda, taraflar arasında herhangi bir nakit akışı veya altın teslimatına gerek kalmayacaktır. Bunun anlamı, altın fiyatlarının vade sonuna kadar düşmesi veya yükselmesi durumuna göre vade sonu itibarıyla bir tarafın karla diğer tarafın ise zararla pozisyonunu kapatmasıdır.

J) İAB Vadeli İşlemler Piyasasında Teslimat Sistemi

Vadesi gelen sözleşmelerin teslimatı ilgili ayın son üç iş günü içerisinde gerçekleştirilir. Üyelerin işlem yapabilecekleri son gün ilgili vadede son üç iş gününden önceki iş günüdür. Teslimat vadesinden önceki altıncı iş günü **Durum Bildirim Günü** olarak adlandırılır.

Durum Bildirim Gününde alınan teslimat raporları ilgili takas üyelerine iletilerek kısa pozisyon sahibi olanlara ilgili vadede teslim etmekle yükümlü oldukları fiziki altın miktarı, uzun pozisyon sahibi olanlara da alacaklı oldukları fiziki altın miktarı bildirilir. Piyasa

üyelerinin takas işlemleri bağlı oldukları takas üyeleri vasıtasıyla gerçekleştirildiği için teslimat raporları da takas üyelerine iletilir.

Son İşlem Günü akşamı ise, pozisyonunu kapatmayan açık pozisyon sahibi taraflar tespit edilerek ilgili üyelere işlem yaptıkları vadedeki nakit veya altın borç ve alacak tutarları bildirilir Bu arada Son İşlem Gününe kadar pozisyonunu kapatmayan üyelerin teslimat şekliyle ilgili taleplerini de Borsaya bildirmiş olmaları gerekmektedir. Üyelerin herhangi bir bildirimde **bulunmamaları durumunda fiziki teslimat talep ettikleri varsayılır**

Teslimat Süresi ilgili vadedeki son üç iş günü olup bu sürede üyelerin nakdi uzlaşma ve fiziki teslimat talepleri işleme konur. Tarafların nakdi uzlaşmaya karar vermeleri durumunda borç-alacak yükümlülükleri ortadan kalkar. Fiziki teslimat durumunda pozisyon alış tarihi önceliğiyle teslimat gerçekleştirilir. Fiziki teslimatta kısa pozisyon sahibi üyeler sattıkları altını teslim etmek, uzun pozisyon sahibi üyeler de aldıkları altının bedelini ödemekle yükümlüdürler Yine fiziki teslimatta uzun pozisyon sahibi üyelerin diğer bir yükümlülükleri de satın aldıkları altın karşılığı teslimat primini kısa pozisyon sahibi üyelere ödemektir. Yükümlülüklerini yerine getiren üyelerin sürdürme teminatları üzerindeki bloke kaldırılarak sürdürme teminatı tutarları üye cari hesaplarına aktarılır

a) Teslimat Primi

Vade sonunda üyelerin, fiziki teslimata karar vermeleri durumunda, uzun pozisyon sahibi üyelerin kısa pozisyon sahibi üyelere alacaklı oldukları her ons altın için 0.90 (90 sent) ABD Doları fiziki teslimat primi ödemeleri zorunludur. Teslimat primi uygulamasına IAB Altın Piyasası fiyatlarının, dünya spot piyasa altın fiyatlarından nakliye, sigorta gibi etkenlerle daha yüksek olması nedeniyle karar verilmiştir.

b) İAB Vadeli İşlemler Piyasası Seans Saatleri

Vadeli işlemler Piyasasında seans, spot piyasanın açık bulunduğu iş günlerinde 11:00-16:00 saatleri arasında kesintisiz yapılır

c) İAB Vadeli İşlemler Piyasası İşlem Komisyonları

Üyelerin gerçekleştirmiş oldukları alım-satım işlemleri üzerinden her üyenin ödeyeceği Borsa ücreti sözleşme başına 1.20 ABD Doları, Takas Merkezi'ne ödenmesi gereken takas ücreti ise sözleşme başına 0.30 ABD Dolarıdır Piyasa üyelerinin müşteri adına gerçekleştirmiş oldukları işlemler karşılığında müşterilerinden alabilecekleri azami komisyon oranı ise 0.001 (binde bir) olarak tespit edilmiştir.

K) Piyasa Üyelerinin Yükümlülükleri

Yükümlülüklerin Yerine getirilmemesi durumunda işlem yapan tarafın niteliğine göre: Bir takas üyesi, işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükleri yerine getirmediği takdirde ilgili üyenin işlemleri durdurulur ve teminatları nakde çevrilerek pozisyonu kapatılır Bir piyasa üyesi, işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükleri yerine getirmediği takdirde ilgili üyenin işlemleri durdurulur ve pozisyonu takas faaliyetlerini yürütmek üzere bağlı olduğu takas üyesi tarafından kapatılır Bir müşteri, işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükleri yerine getirmediği takdirde ilgili Piyasa üyesi, müşterisinin işlemlerini durdurma ve pozisyonunu kapatma yetkisine sahiptir. Yükümlülüklerin üyeler tarafından yerine getirilmediği durumlarda Borsa tarafından pozisyonların kapatılmasıyla ortaya zarar çıkması halinde, bu zararın giderilmesi için takas üyesinin hesabında bulunan teminat veya teminat karşılıkları kullanılabilir

İKİNCİ BÖLÜM

III) VADELİ İŞLEMLER PİYASALARI NEDİR?

Vadeli işlemler piyasaları içinde belli malların ve finansal ürünlerin üzerine hazırlanmış standart vadeli kontratların alınıp satıldığı piyasalardır. Bu piyasalarda piyasa katılımcısı bir mal ya da finansal ürün üzerine hazırlanmış kontratı satın alırsa o mal ya da finansal ürüne sahip oluyor demek değildir. Bu kontrat belli miktardaki mal ya da finansal ürünün, gelecekteki belli bir vadede, o vadenin spot fiyatı üzerinden alınacağını taahhüt ediyor demektir. Vadeli işlemler piyasaları aynen IMKB sistemimizde olduğu gibi bir takas bankası, takas üyeleri, aracı kurumlar ve onu denetleyen bir kurulu içermektedir. Vadeli İşlemler Piyasaları belli saatlerde açılır, piyasaya kote edilen belli kontratlar alınıp satılır piyasadaki tüm işlem esasları ve kanunlar borsa ve vadeli işlemler piyasaları kurulu tarafından belirlenir ve uygulanır, müşteri hesapları takas üyeleri tarafından muhasebeleştirilir.

A) Vadeli (Futures) Kontrat Nedir?

Vadeli kontratları, belli bir ürünün alım ve satımını gelecekteki bir vadede gerçekleştirilmek üzere tarafları bağlayan kontratlar olarak ifade etmiştik. Bu sözleşmelerle alıcı ve satıcı pozisyonlarını korudukları sürece vade sonunda eğer kontratta alıcıysa **son işlem gününde ya da son işlem gününden önce pozisyonunu kapatmamışsa (yani geri satmamışsa)** o ürünü vadesi geldiğinde o vadedeki spot fiyatından almakla yükümlüdür. Bunun tersine, kontratın satıcısı ise **kontratı satmışsa ve yine son işlem günü geldiğinde**

ya da son işlem gününden önce pozisyonunu kapatmamışsa ya - ni geri almamışsa) ürünü o vadenin spot fiyatı üzerinden satmak üzere malın teslimatını gerçekleştirmek zorundadır. Örneğin, Haziran 2004 vadeli demir kontratını satın almış yatırımcı, vade sonunda kontratını satmazsa demir kontratını, vade günü geldiğinde, o günkü spot fiyatı baz alınarak alıcı ve satıcının arasındaki anlaşmaya göre almak zorundadır. Bunun tersi olarak da Haziran 2004 vadeli demir kontratını satıcı olarak kapatmış (yani ters işlem yaparak pozisyonunu kapatmamış) bir tüccar ise demir kontratını vadesi geldiğinde demirin, o vadedeki spot fiyatından teslim etmek zorundadır. Ancak şunu da belirtmek gerekir ki piyasa katılımcılarının tamamına yakın bir bölümü yukarıda açıklamasını yapmış olduğumuz teslimatları gerçekleştirmemek için vade gelmeden son işlem gününde pozisyonlarını ters pozisyon olarak teslimat yapma zorunluluğunu üzerine almayabilirler. Bunun için piyasa katılımcıları son işlem günü geldiğinde o vadedeki pozisyonunu daha ilerideki başka bir vadeye geçirmek için yakın vadedeki pozisyonunu kapatır ve bir uzak vadede yeni bir pozisyon açabilirler.

Vadeli kontratlar, belli mallar ve finansal ürünler üzerine belli vadelere göre işlem görmektedirler. Genellikle birbirini takip eden her 4 aya kontratlar işlem görür. Bu aylar kontratların spesifikasyonlarına göre değişiklik gösterirler.

Normal şartlarda her bir sonraki ay için işlem gören kontrat ondan bir ay öncekine oranla daha pahalıdır. Bunun nedeni tamamıyla vadeli kontratların fiyatlanmasıyla ilgilidir.

Örneğin Bugün Euro'nun spot değerinin 0.8600 olduğunu varsayarsak Aralık 2004 vadeli Euro 0.8650; Mart vadeli 0.8700 olması beklenir. Bu duruma "**Normal Piyasa (Normal Market)**" denir. Eğer

tam tersi olsaydı yani yakın vadeye olan aşırı talepten dolayı yakın vade fiyatı artıp uzak vade fiyatlarının üzerine çıksaydı bu duruma da “**Dönmüş Piyasa (Inverted Market)**” denir. Piyasadaki fiyat beklentilerine en iyi örnek petrol fiyatları verilebilir. Normalde petrolün uzak vadeli fiyatı yakın vadeli fiyatından yüksek olmalıdır. Ancak son dönemde, petrolün spot piyasadaki azlığı, yakın vadelereki fiyatlar, uzak vade fiyatlarının üzerine çıkmış bulunmaktadır.

Vadeli piyasalarda belli bir aya göre, işlem gören kontratın fiyatıyla kendisinden bir ay sonraki kontratın fiyatındaki farka "**Baz Puan ("Basis Point" ya da "Ticker")**" denir. Yukarıdaki verilen Euro fiyatlarına baktığımız zaman Aralık 2004 vadeli Euro ile Mart vadeli Euro fiyatı arasında +0.50 baz puan olduğunu görürüz.

B) Takas Bankası:

Takas Bankası, vadeli piyasalarda bir işlem gerçekleştiği zaman alıcı ve satıcının pozisyonlarını garanti altına alan kurumdur. Takas Bankası borsa ile beraber çalışır ancak tamamen borsadan bağımsızdır. Yani borsada işlemler gerçekleştirilir ve gerçekleştirilen işlemler takas üyeleri tarafından takas bankasına rapor edilir. Gelen raporlara göre takas bankasında alıcı ve satıcı eşleştirilir ve müşteri hesapları burada yine takas üyeleri tarafından muhasebeleştirilir. Böylece alıcı ve satıcı, kişisel olarak bir araya gelmek yerine takas bankasının aracılığında ve kontratlar vasıtasıyla bir araya gelir. Takas bankası vasıtasıyla piyasa daha akışkan, etkin, hızlı ve hatasız işler

C) Borsa:

Borsa, alım satımların gerçekleştiği tek ortamdır. Borsada ancak kote edilen kontratlar alınıp satılır. Borsada işlemler "**PIT**" denilen

yerde sadece borsaya kayıtlı olan brokerler tarafından gerçekleştirilir. Gerçekleştirilen işlemler borsa ve aynı zamanda takas üyeleri tarafından takas bankasının bilgisayar sistemine girilir. Borsa, kontratların el değiştirdiği tek ortam olma işlevinin dışında vadeli işlemler piyasalarının en önemli özelliği olan teminatlandırma işlevini yöneten tek kurumdur.

D) Takas Üyeleri:

Piyasada işlem yapma lisansı olan aracı kurumlar takas üyeleri olan ve olmayan olarak ikiye ayrılır. Takas üyeleri takas bankasının işlevini gerçekleştiren kurumlardır. Takas üyeleri piyasa katılımcılarının tümünün hesaplarını tuttukları için çok ağır sorumlulukları vardır. Bu sorumlulukların en önemlisi sermaye yeterliliklerini standardın üzerinde tutmaktır. Bunun en önemli nedeni takas bankasının kontratların ve fonların el değiştirmesinde garantörlük sıfatıyla var olmasıdır. Eğer bir takas üyesi sorumluluklarının herhangi birini yerine getirmese takas bankası görevini yapmamış anlamına gelir ki bu piyasanın güvenilirliğini direkt olarak etkiler.

Takasbank'a üye olmayan tüm diğer aracı kurumlar takas bankası üyelerinin müşterisidir. Örneğin bir yatırımcı takasbanka üye olmayan bir aracı kurumda hesap açtığı takdirde o müşterinin hesabı, beraberinde çalışacağı takas üyesi olmayan aracı kurumda açılmaz. Hesap, takas bankası üyesi nezdinde hesabı olan aracı kurum adına açılır ve müşteri hesaplarını takas üyesi olan kurumun aracılığıyla takip eder. Yani Takasbank'ın üyesi olmayan bir aracı kurumun müşteri hesap ekstresini vermesi söz konusu olamaz.

E) Vadeli İşlemler Piyasası Kurulu:

Vadeli İşlemler Piyasası Kurulu'nun görevi, piyasanın işlevliliğinin

devamı için gerekli hertürlü yasal tedbiri almak ve bunları uygulamaktır. Piyasa katılımcıları arasında bir uyuşmazlık söz konusu olduğunda kurulun koyduğu kurallar çerçevesinde neler yapılacağı belirlenir. Kurulun bir başka işlevi de bir kontrat çıkarılacağı zaman kontratın piyasaya olan uygunluğu ve ihtiyacın olup olmadığı konusunda karar verip önerilen kontratın çıkarılıp çıkarılmama konusunda karar vermektir.

Yatırımcıların ve aracı kurumların pozisyon limitleri ile aracı kurumların ve onların verecekleri raporların denetlenmesi de kurulun görev alanına girmektedir.

F) Teminatlar ve Kaldıraç Etkisi:

Teminatlar vadeli işlemler borsasının işleyişinin temelidir. Müşteriler piyasalarda pozisyon almadan önce beraber çalıştıkları aracı kuruma teminat yatırılır. Bu teminatlar daha önceden de belirtildiği gibi borsa tarafından ilan edilir.

Her kontratın teminatı diğerinden farklı olabilir. Bir kontratın teminatının diğer bir kontratın teminatından farklı olması o kontratın içerdiği mal veya finansal ürün miktarına ve piyasada geçmişe bakılarak yapılan volatiliteye göre belirlenir.

Teminatların kullanılmasının başlıca nedeni vadeli işlemler piyasalarının bir başka önemli özelliğiyle ilgilidir. Bu özellik piyasada bulunan kaldıraç etkisidir. Kaldıraç etkisi yatırılan teminat ile alınan pozisyonun parasal değerinin arasındaki farktan kaynaklanmaktadır. Örneğin **New York Değerli Metaller** piyasasında işlem gören altın kontratını ele alacak olursak bugünkü verilere göre altın kontratı için yatırılması gereken teminat miktarı 1350 dolardır. Bu piyasadaki işlem gören her kontratın içerdiği 100 onsluk altın miktarını

ve 1 ons altının 24 Mayıs 2004 tarihindeki piyasa değerinin 382.80 dolar olduğu göz önüne aldığımızda kontratın parasal değerinin 38280 dolar olduğunu görürüz. Bu da yatırılan her 1350 dolar ile aslında 38280 dolarlık bir pozisyonun alınabilindiği anlamına gelir. Bu verilere göre vadeli piyasalarda, 30 kata yakın bir **kaldıraç etkisinden** bahsedilebilir.

G) Vadeli Kontratların Alımı - Satımının Getirileri

Vadeli işlemler piyasaları, alıcı veya satıcı durumda olan yatırımcıların, sanayicilerin ham madde alım ve satımlarını fiyat hareketlerinden etkilenmeyerek gerçekleştirmelerini sağlar. Yani fiyatların ters hareketlerine karşı onları korur. Bu kontratlar özellikle döviz paritelerine karşı riski olan ve hammadde alımı yapan sanayicilere koruma sağlar ve karlılıklarını beligin ölçüde artırır.

Buna ek olarak vadeli işlemler piyasalarının en önemli özelliklerinden bir tanesi belli bir ürünün (pamuk, şeker, petrol...) alım satımlarının birbirinden değişik vadelerde gerçekleştirilmesi ve bu sayede o ürünün fiyat değişim oranlarının yani fiyat dalgalanmalarının (**volatilitenin**) azalmasıdır. Örneğin hampetrol üzerine dönen para sadece bir vade üzerine yoğunlaşsa fiyatlar arz-talebin fazla değişimi yüzünden ne kadar çok artış veya azalış gösterir. Yani vadeli piyasalar olmasaydı hampetrol alım-satımı yapanlar **hep** spot vadede alım satımlarını gerçekleştirebilirdi, bu da arz ve talebin dengesinin çok hızlı değişimlere uğramasına dolayısıyla aşırı fiyat hareketmelerinin oluşmasına neden olabilirdi. Ancak vadeli piyasalarda hampetrol, bir kaç vadede birden işlem gördüğü için bu ürün üzerine dönen para değişik vadelere dağılır (Mart, Mayıs, Temmuz, Eylül ve Aralık) ve dolayısıyla volatilitenin de azalır.

Vadeli piyasalar teminat sistemiyle çalıştığı için küçük birikimleri-

ni yüksek riskli enstrümanlara koymak isteyen yatırımcılar spekülâtif pozisyon alabilirler. Bu tip yatırımcılar kendilerini korumak amacıyla işlem yapmak isteyen katılımcıların risklerini üzerlerine alırlar ve piyasada likidite sağlarlar.

Vadeli piyasalar belli mal ve finansal ürünün bir merkezde işlem görmesini sağladığı için fiyatlamalar daha etkin ve güvenilir bir şekilde yapılır. O malın gerçek değerinin belirlenmesinde merkezi piyasaların varlığı son derece önemlidir.

Vadeli piyasalar sayesinde yüksek taşıma maliyetleriyle karşı karşıya olan bir firmanın taşıma maliyetleri piyasadaki ortalama taşıma maliyetlerine taşınabilir. Bazı sanayicilerimiz önündeki 3-4 aylık dönemde kullanmayı öngördüğü hammaddeyi spot piyasadan nakit olarak alıp stoklarında bekleterek o hammaddeye yatırılan paranın fonlama maliyetini ve hammaddeyi saklama maliyetini yüklenmiş olur. Ancak vadeli işlemlerde alım yapan sanayici fiziki malı sadece ihtiyacı olduğu zaman alabilme opsiyonuna sahip olduğu için ve bunun doğal sonucu olarak fonlama maliyetinden kurtulduğu için maliyetlerinde belirgin bir katkı sağlanır. Bununla beraber hammaddeyi kullanım ihtiyacı olduğu zaman fiyat hareketlerinden etkilenmeden satın alabilen sanayici hammaddeyi alıp saklamayacağı için saklama maliyetini kendi bünyesinden çıkarıp piyasaya dağıtılmış saklama maliyetine dönüştürür ve bu da toplam maliyette oldukça etkin bir maliyet düşürücü etken olarak sanayiciye katkı sağlamış olur. Saklama maliyetinin kendi bünyesinden çıkarılarak piyasanın saklama maliyetine dönüştürülmesi aynı zamanda sanayicilere yerden de tasarruf yapmalarını ve kaynaklarını daha etkin kullanma fırsatı verir.

Vadeli piyasaların sağlayacağı bir başka getiri, kullanıcıya sabit fiyattan satış yapabilme imkanını vermesi sayesinde ilgili satıcısının

satışları artış sağlayabilir . Piyasa fiyatlarının devamlı dalgalandığı bir ortamda satıcı malını, vadeli kontratlar sayesinde sabit fiyattan satabilirse bu durum alıcıların ilgisini o satıcıya çevireceğinden satıcının satışları önemli ölçüde artış sağlayabilir ve bir rekabet üstünlüğü kazandırabilir

H) Vadeli Kontratların İşleyiş Mekanizması

Vadeli kontratların işleyiş şeklini bir örnek üzerinde açıklayabiliriz. New York Pamuk Borsası'nın bugünkü standart verilerine baktığımız zaman 1 kontrat pamuk 50.000 libre ağırlığında pamuğu içerir ve yine bugün itibarıyla pamuğun libresinin yaklaşık 60 cent olduğunu varsayarsak, 1 kontrat pamuk alan bir tüccar aslında 30000 dolarlık pamuk almaktadır Vadeli işlemler piyasaları teminat esasına göre çalıştığı için tüccar bu kontrata sahip olmak için 30000 doların tamamını ödemek yerine borsa tarafından belirlenmiş olan 998 dolarlık teminatı yatırması yeterlidir Böylece tüccar 998 dolar yatırmakla aslında 30.000 dolara yakın bir pozisyon almış olur

Alıcı almak istediği pozisyon için yeterli başlangıç teminatını yatırdıktan sonra işlem yapmak üzere brokerına emir verir Vadeli işlemler borsalarında standart belli başlı emir türleri vardır. Bu emirlerin haricinde başka emir kabul edilmez.

a) Vadeli Piyasalarda Kullanılan Temel Emir Türleri

Piyasa Emri (Market Order): Piyasa emri alan broker işlemi hemen gerçekleştirmekle yükümlüdür. Aralık vadeli pamuğun piyasa alış-satış fiyatının 60.40/42 olduğunu varsayalım. Broker piyasa satış emri alırsa 60.40 centten alıcıya satar ve bu işlem birkaç saniyede gerçekleşir.

Limitli Emir (Limit Order); Limitli emir belli bir fiyattan yapılması gereken alış ya da satış emridir. Tekrar Aralık vadeli pamuk fiyatının 60.40/42 olduğunu var sayalım. Eğer alıcı, fiyatı 60.30 cent ten Aralık vadeli pamuk almak isterse piyasanın 60.30 a düşmesi gerekir. Ancak piyasa, 60.30 a gerilese bile bu işlem gerçekleşmeyebilir. Bunun da nedeni piyasanın hızlı hareket ederek o seviyeye inip hemen geri çıkması olabilir. Bazı durumlarda 60.30 dan verilen alış emri bu fiyat yerine daha aşağıdan yani daha iyi bir fiyattan gerçekleşebilir. Bu durum yine piyasanın çok hızlı bir şekilde hareket edip almak istediğiniz seviyeyi çok kısa bir zamanda geçerek daha aşağılara hareket etmesinden kaynaklanabilir.

Stop Emirleri (Stop Order): Stop emirleri fiyat belli bir seviyeye geldiği anda otomatik olarak piyasa ermine dönüşüp piyasa fiyatından işlem yaptırma emridir. Örneğin piyasa 60.20 dayken 60.10 dan stop alış emri verirsiniz piyasa 60.10'u gördüğü anda verilen emir yukarıda açıklanan piyasa ermine dönüşür ve piyasa neredeyse o fiyattan işlem gerçekleşir. Bu yüzden 60.10 dan alış stop emri veren bir tüccarın işlemi gerçekleştireceği fiyat 60.10 olmayabilir. Alış stop emirleri piyasada geçen fiyatların üzerinde bir seviyede verilirken satış stop emirleri piyasada geçen fiyatların altında bir seviye için verilir.

Stoplu-Limitli Emirler (Stop Limit Orders): Bu emir türü stop emriyle limitli emirlerin bir karışımı olarak düşünülebilir. Stoplu limitli alış emri koyan bir tüccarın emri piyasa fiyatı belli bir seviyeye geldiğinde limit ermine dönüşür. Örneğin piyasa fiyatı 60.30 dayken 60.40 dan stoplu limitli alış emri koyan bir tüccarın işlemi, piyasa 60.40 seviyesine geldiği zaman 60.40 dan gerçekleşmek üzere limitli emre dönüşür ve işlem, bu fiyattan gerçekleşmek zorundadır.

Kimi zaman stoplu limitli alış emri veren bir tüccarın emri, piyasanın çok hızlı olması nedeniyle 60.40 a çok hızlı bir şekilde gelip işlem, o fiyattan gerçekleşmeden 60.40 ın üzerine çıkması yüzünden gerçekleşmeyebilir. Bu durumda işlemin gerçekleşmesi için piyasa fiyatının tekrar 60.40 a gelmesi gereklidir Stoplu limitli alış emirleri genellikle, piyasanın üzerinde bir seviye için, stoplu limitli satış emirleri ise piyasanın altında bir seviye için verilir

Market If Touched Emri (MIT Orders): Bu emrin gerçekleşme şekli, aslında stop emrinin gerçekleşme şeklinden farklı deyildir. Tek fark stop emirlerinde piyasa fiyatının belli bir seviyeye gelmesi beklemeksizin piyasa ermine dönüştürülerek gerçekleşmesi iken MIT alış emrinde alış emrinin sadece istenen fiyatta veya daha altında gerçekleşmek zorunda olmasıdır Satmak istediğimizde de satmak istediğimiz fiyatta veya daha yukarisında işlemin gerçekleşmelidir. MIT emirlerinin gerçekleşmesi piyasanın hızlı olması nedeniyle garanti olmayabilir. MIT alış emirleri genellikle, piyasanın altında, satış emirleri ise piyasanın üstünde bir seviyeye verilir

GTC Emirler (Good Till Cancelled Orders); Vadeli işlemler piyasalarında bazı mallar ve finansal ürünler 24 saat alınıp satılır Eğer bir tüccar yerel piyasanın işlem saatleri dışında emrinin çalışmasını istiyorsa GTC emri verebilir. Böylece verdiği emir tüm piyasa saatlerinde ve kendisi emri iptal ettirmedikçe devamlı olarak çalışır

MOC Emirleri (Market On Close); Vadeli işlemler borsalarında genelde son 1 ya da 2 dakika kapanış seansıdır Bu zaman içerisinde MOC emirler gerçekleştirilebilir. Eğer 1 kontrat pamağı kapanışta satmak ya da almak isterseniz bu işlem seansın son 1 dakikasının içinde oluşan herhangi bir fiyattan gerçekleşebilir.

MOO Emri (Market On Opening): Bu emir tipinin de mantığı tı

kı MOC emrininki gibidir. Tek farkı MOC emirlerde işlem son 1 ya da 2 dakika içinde gerçekleşmesi gerekirken MOO emriyle işlem açılışın ilk 1 yada 2 dakikası içinde gerçekleşir

Günlük Emir (Day Order): Normal şartlarda bir emir verilirse ve GTC olduğu söylenmezse o emir yerel işlem saatleri için geçerlidir. Seans gün sonunda kapandığı zaman emir otomatik olarak iptal edilir.

Sınırlı Zaman Emirleri (Limited Time Orders): Bir tüccar gün içinde belli bir saate kadar emrinin geçerli olmasını istiyorsa emrin iptal edilmesini istediği zamanı belirterek emir verebilir. Örneğin saat 11.30 a kadar belli bir fiyattan alış veya satış emri verilebilir.

FOK Emirler (Fill or Kill Orders): Eğer tüccar emrinin gerçekleşmesini istediği emrinin tamamının bir kerede gerçekleşmesini istiyorsa bu emri verebilir. Verilen emrin tamamı gerçekleşmeyecekse emir otomatik olarak iptal edilir.

OCO Emir (One Cancels Other Order): Bu emir ile alıcı iki yöne birden emir verebilmekte ve eğer OCO derse verilen iki emrin birisi gerçekleştiği anda diğerinin iptal ettirilmesi gerekmektedir. Tüccar almak istediği pozisyonları doğru ve amacına uygun bir şekilde verdikten sonra verilen emir borsa mekanizması içinde belli bir sıra takip eder.

- ❖ Müşteri brokerını arayarak almak istediği pozisyon için emir verir. Emir verilirken alış mı satış mı olduğu, malın ya da finansal ürünün adı ve vadesini belirlemek zorundadır
- ❖ Broker aynı anda emri yazar ve telefon aracılığıyla işlem salonuna (PIT brokerına) bağlanır

- ❖ PIT brokeri emri yazar ve PIT'in içinde bulunan kişiye ulaştırılmak üzere "Runner" diye tanımlanan ve emri PIT'e götüren kişiye verir. Bu iş genelde uzaktan brokerlerin birbirlerine yaptığı el hareketleriyle de daha etkin ve hızlı yapılır
- ❖ Emir PIT'e ulaşır ve gerçekleşir.
- ❖ Emrin gerçekleştiğine dair teyit önce PIT'ten brokera, ondan da pozisyonu almak isteyen tüccara ulaşır
- ❖ Bu arada yapılan emir borsa aracılığıyla muhasebeleştirilmek ve eşleştirilmek üzere takas bankasının bilgisayar sistemine girilir. Takas bankası takas üyeleri aracılığıyla ertesi gün bir önceki günün işlemlerini detaylı gösteren bir ekstre hazırlar ve tüccarın bağlı olduğu aracı kurumun brokerına gönderir

b) Pozisyon aldıktan sonraki işlemler

Vadeli piyasalarda temelde 2 pozisyondan bahsedilebilir. Elimizdeki kontratı sattığımız ve aldığımız zaman pozisyonlarımızın adlandırılması da değişmektedir. Eğer kontratta alıcıysak "**long**"; satıcıysak "**short**" pozisyon taşıyoruz demektir. Aldığımız pozisyon (long ya da short pozisyon) kara geçerse yatırmış olduğumuz teminatın üzerine otomatik bir para akışı olur. Örneğin tuttuğumuz çelik pozisyonunda 500 dolar kara geçerse hesaplardaki varlığımız 1498 dolar ($998 + 500 = 1498$) olur. Burada oluşan 500 dolarlık kar, tuttuğumuz pozisyonu kapatarak kar realizasyonu yapmak **gerekmez** hesabımıza çekilebilir nakit olarak alacaklı girilir. Ters durumda örneğin 100 dolar zarara geçerse daha önceden pozisyonu tutmamız için yatırmış olduğumuz 998 dolar üzerinden 100 dolar eksiltilir ve varlığımız 898 dolara düşer. Bu noktada vadeli işlemler borsalarının "**maintenance margin**" olarak tanımladığımız şu

özelliğini de belirtmek gerekir. Örneğin pamukdaki vadeli işlemler borsasını ele alalım. New York Board of Trade Pamuk borsasında temel prensiplerden biri, "1 kontrat vadeli pamuk almış ya da satmış yatırımcının toplam varlığı 750 doların altına düşerse ya - tırımcının varlığını tekrar 998 dolara çıkartma yükümlülüğüdür." Yani 1 kontrat pamuk almış ya da satmış bir yatırımcı 248 dolar zarara kadar hiç bir ekstra işlem yapmadan pozisyonunu tutabilir. Ama zararı 249 dolara çıkarsa yani 998 dolar yatırdıktan sonra 249 dolar zarar yaparak varlığı 750 dolar olarak belirlenen ve "**maintenance margin**" diye adlandırılan rakamın altına düşerse tüccar hesabındaki varlığını tekrar 998 dolara çıkartmakla yükümlüdür Bu yükümlülük aracı kurum ya da kişi tarafından tüccara zamanında belirtilir ve bu işleme "**MARGIN CALL**" yani "**TEMİNAT ÇAĞRISI**" denir. Teminat çağrısı sınırları da borsalar tarafından belirlenir. Eğer tüccar yapılan teminat çağrısında üzerine düşen görevi yerine getirmeyip teminatını 998 dolara çıkartmak için nakdi bir değer ile aradaki farkı karşılayamazsa piyasa kurallarına göre beraber çalıştığı aracı kurum ya da kişi tüccarın pozisyonunu kapatmakla yükümlüdür.

Yukarıda açıklanan mekanizma, vadeli borsaların "**marked to market**" diye adlandırdığımız özelliğine dayanmaktadır. Oluşan her kar veya zarar günlük kapanış fiyatlarına göre her gün hesaplanır ve bir önceki güne göre hesabımızda bulunan teminat üzerine, eğer kar ettiysek alacaklı, zarar ettiysek borçlu girilir. Örneğin bugün yaptığımız kar sayesinde oluşan çekilebilir paramız ertesi gün piyasanın hareketine bağlı olarak bir önceki günden fazla ya da az olabilir ve hatta yatırdığımız teminatın üzerinden de para kaybederek teminat çağrısı sınırının altına bile inebilir. Diğer bir deyişle hesabımızdaki teminat ve/veya kar, eğer pozisyonumuzu tutmaya devam ediyorsak, ertesi günkü kapanış fiyatına göre her gün azalır ya da artar.

Gün sonunda teminatımız üzerinde kapanış fiyatlarına göre gerçekleşen artı yada eksi düzeltme işlemine kısaca **marked to market** denilmektedir.

c) Vadeli İşlemler Piyasalarının Temel Kullanım Amacı

Vadeli işlemler piyasalarının temel kullanım amaçlarından biri, fiyat farklılıklarından kar etmek amacı ile alım satım yapmak; ikincisi ise bugünden, gelecekteki fiyat riskine karşı kendini korumak (**hedge**) içindir.

Fiyat farklılıklarından yararlanarak kar elde etmek amacıyla yapılan işlem genelde, "Aşağıdan ucuza al yukarıdan pahalıya sat"; ya da "yukarıdan açığa sat-aşağıdan ucuza al", işlemidir. Bu piyasalarda spekülasyon işlem yapmak için giren yatırımcı kaldıraç etkisiyle büyük bir pozisyonu küçük bir miktar ile yönetebildiğinden spekülasyon amaçlı işlemlerle elde edilebilecek getiri de yüksek olabilir. Aynı şekilde, alınan pozisyon yatırılan teminata göre çok büyük olduğundan fiyat hareketlerindeki küçük bir düşüş yada dalgalanma, teminata büyük değişimlere yol açabilir.

Fiyat hareketlenmelerinin getirdiği fiyat riskinden korunma olarak tanımladığımız "hedge" işlemi temelde risklerin sigortalanması olarak tanımlanmaktadır. Burada alınan her pozisyonun, emtia anlamında bir karşılığı olduğundan herhangi bir **fiyat riski** söz konusu değildir ve ilgili olduğu malın fiyat hareketine karşı kendini korumak amacıyla, bu piyasalarda işlem yapmak, risklerin kontrol altına alınması anlamında gereklidir.

Korunma (**hedge**) işlemleri, kullandıkları hammaddenin ya da finansal ürünlerin alımlarının gelecekteki olası fiyat artışlarına bağlı olarak zarar etmemek ya da satmak üzere stoklarında buldukları ürünlerin değerlerini korumak için gerçekleştirilir. Sadece ham-

madde alıcısı durumunda olan sanayiciler değil aynı zamanda o hammaddenin veya finansal ürünün satıcısı durumunda olan sanayiciler de bu piyasaları, korunma (hedge) amaçlı kullanabilirler. Bunun yanında gelecekteki bir vadede ödeme yapacak bir şirket ya da kişi ödemenin yapılacağı para biriminde, oluşacak olan güçlenmeye karşı kendini korumak için bu piyasalarda işlem yapabilir. Bununla beraber gelecekte alacağı paranın diğer para birimlerine oranla değer kaybedebileceğinden endişelenen bir şirket ya da kişi o para biriminin değer kaybına uğramasına karşı kendisini korumak amacıyla bu piyasalardaki enstrümanları kullanabilir.

d) Vadeli Kontratlarla Gerçekleştirilen Spekülasyon

Vadeli kontratlarla yapılan spekülatif işlemler borsadan hisse senedi alıp satmaktan farklı değildir. Vadeli kontratların spekülasyonunu, spot mal veya finansal ürünlerin (örneğin hisse senedi) spekülasyonundan ayıran tek şey, vadeli kontratlarda alım ya da satım kararı almadan önce daha çok değişkene bakılması gereği ile ilgilidir. Bunlar öncelikle kontratın ilgili olduğu mala olan ve değişik vadelerdeki oluşabilecek arz ve talep, faiz oranları, saklama maliyeti, teknik göstergeler, o kontratı daha önceden alarak **long** pozisyonda bekleyenlerin ellerindeki kontrat sayısı olarak açıklayabileceğimiz "**open interest**" gibi değişkenlerdir.

Vadeli kontratlarla yapılan spekülatif işlemlerinin oldukça riskli olduğunu da belirtmekte yarar vardır. Euro'nun dolara karşı olan değerini esas alarak bir pozisyon almak istediğimizde, Chicago Board of Trade'in bugünkü teminat verilerine bakıldığında, yatırılması gereken teminat miktarının 2430 dolar olduğunu ve alınan kontrat spekülasyonuna göre taşıyacağımız pozisyonun aslında 2430 dolarlık değil 125.000 Euro olduğunu görürüz. Yani alıcı, 2430 dolar yatırıp 125.000 dolarlık pozisyon taşıdığı için kar/zarar hesabı, 125.000 de

lar üzerinden yapılacağından 2430 dolarlık teminatın üzerine bir anda yüzlerce dolar eklenebilir yada bir anda teminattan yüzlerce dolar düşülebilir ve hatta teminat çağrısı (margin call) sınırına kadar ya da onun da altına kadar düşülebilir.

Riskin oldukça yüksek olduğu bu tür piyasalarda daha az risk alarak spekülasyon yapmak isteyen tüccarlar ise, "**Inter Delivery Spread**" işlemlerine başvurabilirler. Daha önceden de belirtildiği gibi bu tip spread işlemleri değişik vadelerdeki kontratların bir tanesinde "long" bir başkasında ise "short" pozisyon olarak gerçekleştirilir.

Normal şartlarda uzak vadelerin kontratları yakın vadelere göre daha pahalıdır Bir tüccar yakın vadeli kontratı, uzak vadedeki kontrattan düşük fiyatlı alıp, uzak vadedeki kontratı daha yüksek fiyattan satarsa, bu tüccarın "**spread**" sattığı (**Short Spread**) söylenir. Başka bir deyişle spread de "**short**" pozisyon almış anlamına gelir. Böyle bir işlem yapan yatırımcı, uzak vadenin kontratın fiyatının düşüp yakın vadedeki kontratın fiyatının artacağı beklentisindedir. Kısaca, tüccar spreadin güçlenmesini beklemektedir.

Yatırımcının pozisyon aldığı tarihte Aralık 2004 vadeli Euro 0.8600 ve Mart 2005 vadeli Euro, 0.8700 iken spreadin baz puanı ($0.8600 - 0.8700 = - 0.010$ dır). "**Short Inter Delivery Spread**" pozisyonu taşıyan yatırımcı, (yani Mart vadeli Euro'yu satan ve Aralık vadeli Euro'yu alan) ertesi gün, Aralık vadeli kontrat 0.8620 ve Mart vadeli kontratı 0.8680' e geldiğinde, pozisyonunda 40 baz puan kar elde edecektir. Çünkü ertesi gün, spread - 0.010 dan - 0.006 ya gerileyerek ($0.8620 - 0.8680 = - 0.006$) 40 baz puan güçlenmiştir.

Bunun tersine spread alan yatırımcı, (yani yakın vadeyi satıp uzak vadedeki kontratı alan) spread'in zayıflamasını ister. Yine aynı örne-

ği ele alacak olursak Aralık 2004 vadeli Euro 0.8600 ve Mart 2005 vadeli Euro 0.8700 iken spreadin baz puanı -0.010 dur. $(0.8600 - 0.8700 = -0.010)$. Long Spead pozisyonu alan yatırımcı, ancak aradaki baz puanının küçülmesiyle yani -0.010 dan daha küçük bir değere gitmesi ve zayıflamasıyla kar elde eder. Örneğin Aralık 2004 vadeli Euro 0.8600 dan 0.8595'e ve Mart 2005 vadeli Euro 0.8700 dan 0.8710 a giderse kar eder. Bu yeni durumdaki baz puanı hesaplasak $-0.0115 (0.8595 - 0.8710 - -0.0115)$ elde ettiğimiz, bu değer başlangıçtaki -0.010 luk baz puanının altına giderek başlangıçtaki baz puanının altına düşmüştür.

Spread işlemlerinde long ya da short pozisyon taşımak yakın ve uzak vadede ne yaptığımıza bağlı oluyor gözüke de aslında tamamiyle fiyatlara bağlı olarak gerçekleşmektedir. Uzak vadede satıcı olup, yakın vadede alıcı olan bir yatırımcının, spread işleminde short gözükmemesinin nedeni aslında uzak vadedeki fiyatın normalde yakın vadedeki fiyattan daha yüksek olmasıyla ilgilidir. Spread işlemine girerken eğer brokerımıza yakın vadeli fiyat uzak vadeli fiyattan daha yüksek iken spread de long kalalım (Long Spread) dersanız brokeriniz yukarıda verilen "long spread" işleminin tersine size yakın vadedeki kontratı alır ve uzak vadedeki kontratı satar Bu yüzden ki spread işleminin tanımını bilmek oldukça önemlidir.

Spread işlemleri sadece vadeler arasında değil aynı zamanda mal ve piyasa bazında da yapılır Mal bazında yapılan spreade genel anlamda "**Processing Spread**" denir. "Processing Spread" ilgili olduğu mallara göre değişik isimler alır. Petrol ve benzin ile ilgili olan "Processing Spread" işlemine "**Crack Spread**"; soya fasulyesi ve soya yağı ile ilgili olan spread işlemine ise "**Crush Spread**" denir. Bu işlemde hammadde vadeli piyasalarda alınır ya da satılır ve o hammaddeye bağlı olan ürün vadeli piyasada satılır ya da alınır Mal

bazında yapılan spread genelde kendini korumak isteyen katılımcılar tarafından yani "**hedger**"lar tarafından yapılır Bu işlemleri yapan "**Hedger**" lar, hammadde fiyat artışlarından ve ürettiği ürünün fiyat düşüşlerinden kendilerini korumak istedikleri için vadeli piyasalarda hammaddeyi alıp ürünü satarlar

Spekülasyon yapmak isteyen yatırımcılar hammaddenin ve ona bağlı olan ürünün arz-talep değişimindeki beklentilere göre "Crack Spread" ya da "Crush Spread" işlemi yaparlar. Spekülasyon yapmak isteyen tüccarlar sadece bununla da kalmayıp bu işlemlerin tersi olan "**Reverse Crack Spread**" veya "**Reverse Crunch Spread**" işlemlerini de beklentilerine göre gerçekleştirirler. Eğer bir tüccar belli bir hammaddeyi kullanan sektörün kar marjlarının düşeceğini ve buna bağlı olarak hammaddeyi kullanan sektörün üretimini azaltması sonucu o hammaddeye olan talebin azalacağını öngörüyorsa "Reverse Spread" işlemi yapar. Örneğin petrol talebinin azalacağını tahmin eden ve buna bağlı olarak benzin üretiminin düşmesiyle benzin fiyatlarının yükseleceğini tahmin eden bir yatırımcı, vadeli piyasada petrol kontratı satıp vadeli benzin kontratı alabilir Vadeli işlemler piyasalarında piyasalar bazında da işlemler yapılabilmektedir. Piyasa şartlarına göre bir malın veya finansal ürünün değişik piyasalarda oluşabilecek fiyat farklılığını öngören spekülör bir malı bir piyasada alıp başka bir piyasada satarak kar elde edebilir

e) Vadeli Kontratlarla "HEDGE" (Korunma) İşlemi

Hedge işlemlerinin nasıl yapılacağı şirketlerin işlev ve faaliyet türlerine göre değişiklik gösterebilmektedir. Bu şirketler hammadde de alıcı ve satıcı durumunda olmalarına göre değişik korunma stratejileri izleyebilirler. İşleme konu ürünün pamuk, şeker, petrol, altın, kakao, kereste ve diğer tüm vadeli işlemler piyasalarında alınıp

satılan mallar olması önemli olmaksızın, yatırımcının, o hammadde de ya da üründe gelecek vadede alıcı mı yoksa satıcı mı olduğuna göre işlemler şekillenmektedir.

❖ **Hammaddeden Yarımamül Üreten Ve Gelecekteki Hammadde Fiyatlarının Artış Riskinden Korunmak Amacıyla Hedge Yapmak İsteyen Yatırımcının Muhtemel Stratejileri:**

Burada örnek olarak ECE İplik AŞ'ni ele alalım. ECE İplik A.Ş pamuk satın alarak pamuğu işlemekte ve pamuk ipliği üretmektedir.

Şirket, fiyatlarda rekabet üstünlüğü sağlayabilmek amacıyla, kendi bünyesinde ancak maliyetleri düşürecek tedbirleri alabilir. Ancak piyasa ortamında bir başka deyişle kendi kontrolünün dışında oluşan pamuk fiyatlarını etkileyemez. Bunu yapamadığı için de şirket pamuğun fiyat değişimlerine karşı bir risk ile karşı karşıyadır. Yani pamuk fiyatları artarsa artan hammadde fiyatı gelecekte satılacak ipliğin de fiyatının artmasına neden olacak ve fiyat rekabet gücünü kaybedecektir. Bunu engellemek için ECE iplik A.Ş gelecekteki pamuk alımlarını sonraki fiyat artışlarına karşı korumak için şimdiden vadeli piyasalarda kontrat satın alır Varsayalım ki, önümüzdeki 6 ay içerisinde ECE İplik A.Ş, 500.000 libre pamuğa ihtiyacı olacaktır. Eğer şirket bugünden, gelecek vadeleri içeren, her biri 50.000 libre pamuk içeren kontratlardan 10 tane alırsa, (50.000*10=500.000) bu alım sonrasında pamuk fiyatlarının olası artışı şirketi etkilemeyecektir. ECE İplik A.Ş, pamuk fiyatlarının spot piyasadaki her artışında, dönemsel ihtiyaçlarını karşılamak için artan fiyatlardan alım yaparak, yüksek girdi maliyetine katlanmak zorunda kalacak, ancak daha önceden alınan 10 kontrat pamuk, fiyat artışları sonucu kar getirecek ve bu karla beraber ECE

İplik AŞ'nin hesaplarında ettiği kar kadar artı nakit akışı oluşacaktır. Böylece şirket spot fiyatların artışı sonucu fiziki alımlardan zarar ediyor gözüktür de daha önceden almış olduğu vadeli kontratlar sayesinde yaptığı kar ile kendisine artı nakit akışı sağlayacak ve o nakit akışını spot piyasada artan fiyatın farkını ödeyerek pamuk alım maliyetlerini sabitlemiş olacaktır.

Fiyatların düştüğünü varsayarsak, ECE İplik A.Ş bu durumda daha önceden kendini fiyat artışlarına karşı korumak için vadeli piyasalarda pamuğu satın almış yani long pozisyon almış olduğu için vadeli kontrattan zarar görecektir. Ancak bu durumda şunu unutmamak gerekir ki fiyatların her düşüşü ECE İplik AŞ'nin, fiziki pamuk alımlarını daha düşük bir maliyetten gerçekleştirmesini sağlayacaktır. Yani bir yandan fiziki maldan kar ederken diğer yandan elinde tutmuş olduğu kontrattan zarar görecektir ve iki etki bir araya geldiğinde şirket pamuk alımını önceden yapmış olduğu vadeli kontratlardaki fiyat üzerinden gerçekleştirmiş ancak bu yolla ortaya çıkan fiyat farkını, spot piyasadaki fiyat düşüşleriyle telafi etmiş olacaktır.

❖ **Stoktaki Malın Ekonomik Değerini Korumak Veya Satışa Sunulan Ürünün Olası Aşağı Fiyat Hareketlenmelerinden Doğabilecek Riskten Korunmak Amacıyla Yapılabilecek "Hedge" İşlemi:**

Çelik endüstrisinde faaliyet bulunan bir üreticiyi ele alalım. Çelik üreticisi çeliği üretir ve yapmış olduğu bağlantılara göre malı pazarlama işlemlerine başlar. Bunu yaparken fiyatların gelecek dönemde, hep yüksek olmasını ve düşmemesini ister. Piyasada oluşan genel arz-talep dengesi çerçevesinde çelik üreticisi çeliğin gelecekteki fiyatlarının düşmesine karşı her zaman bir fiyat riski ile karşı karşıyadır. Eğer üretici üreteceği ya da stokta tuttuğu çeliği önceden

vadeli piyasalarda satarsa çelik fiyatlarının düşüşü onu etkilemeyecektir. Çünkü fiyatların düştüğü durumda üretici malını her fiyat düşüşünde daha ucuza satmak zorunda kalacaktır ama daha önceden yapmış olduğu **çelik kontratının açığa satışı** ona fiyatlar düştüğü için belli bir kar getirecektir.

Fiyatların çıkması durumunda ise çelik üreticisi malını, spot piyasa da daha pahalıdan satarak fiziki satıştan kar edecek ancak bu kez de daha önceden ucuzdan satmış olduğu kontrat zarara girdiği için elde edilen kar ve zarar birbirini telafi edebilecektir. Bu yolla çelik üreticisi riski minimize ederek, eldeki çeliği istediği sabit bir fiyattan satmış olacaktır.

Çelik kontratları ile işlemin yapılma aşamaları:

Bugün çelik üreticisi önündeki 1 ay içinde 10 ton çeliği otomotiv sektörüne satacağını bilmektedir. Bugünkü spot fiyat ton başına 19000 dolar ve New York'ta 3 ay vadeli çelik kontratı fiyatı 19500 dolardır.

Çelik üreticisi bugünden 3 ay vadeli çeliği 19500 dolardan satar. Aradan 1 ay geçer ve piyasada çeliğin satış fiyatı, otomotiv sektöründeki daralmaya bağlı olarak, 1000 dolar birden azalır. Bu arada çelik spot fiyatları 1000 dolar azalmasıyla daha önceden satmış olduğumuz 3 aylık çelik kontratı da 1000 dolar azalarak 18500 dolara gerilemiştir.

Çeliğin spot fiyatları 19000 dolardan 18000 dolara düştüğü için çelik satıcısı çeliğini, daha düşük fiyattan satar. Ancak daha önceden 3 ay vadeli çelik kontrat satışı yapılmış olduğundan çelik fiyatlarının 1 ay sonuna kadar olan süre zarfında düşmesinden kaynaklanan bir kar realizasyonu oluşmuştur. Çünkü çeliğin 1 ay içerisinde 1000

dolar birden düşmesi vadeli kontratta da 1000 dolarlık bir düşüş yaratacağından satış kontratı çelik satıcısına 1000 dolarlık bir kar getirmişti.

İşlemin sonucunda 18.000 dolarlık spot satıştan gelen nakit para + 1000 dolarlık kontrat satışından gelen kar = 19000 dolarlık nakit girişi anlamına gelmektedir ki 19000 dolar, çelik satıcısının 1 ay önce sabitlemek istediği spot fiyata denk gelmektedir. Sonuç olarak çelik fiyatları geçen 1 ay içerisinde 19000 dolardan 18000 dolara düşmesine rağmen çelik üreticisi sanki 19000 dolardan satış gerçekleştirmiş gibi bir nakit akışı sağlanmış olacaktır.

Bazı yatırımcılar bu durumda ister istemez ya fiyatlar yukarı gitseydi diye düşünebilirler. Bu durumda spot piyasada fiziki mal satışından belli bir oranda kar realizasyonu ortaya çıkar diğer yandan vadeli kontratta bir zarar oluşurdu. Yine bu kar ve zarar birbirini götürülecek oranda gerçekleşirse, önceden sabitlenmek istenen fiyattan satış gerçekleşmiş olacaktır. Dolayısıyla görülmelidir ki burada önemli olan vadeli kontrattan kar etmek değil fiziki satışın fiyatını önceden sabitlemek ve gelecekte belirsizlikleri ortadan kaldırarak risklerden korunmaktır.

f) Vadeli Kontratla Yapılması Gereken İşlem Yapılamamış Oluyordu.

Eğer çelik üreticisi 1 ay sonra yapacağı satış işlemini korumak istemeseydi, 1 ay sonraki spot fiyat olan 18000 dolardan malını satacaktı. Böylece 19000 dolardan satma imkanını değerlendiremeyecekti. Bunun yanında 1 ay sonra fiyatların ne olacağı belli olmadığı için, satış sonrasında ne kadar nakit geleceğini bilemeyeceği için nakit ve borç yönetimini sağlıklı olarak yapamayacaktı.

Basit örneklerden de görüldüğü üzere, vadeli piyasalar kullanıcılarını

fiyat hareketlerinden koruduğu gibi aynı zamanda gelecekteki belirsizlikleri de ortadan büyük ölçüde kaldırarak etkin risk kontrolü sağlamaktadır. Kontrat vadelerinde üretici eline ne kadar para geçeceğini bilecek ve diğer operasyonlarını da, örneğin borç yönetimini de ona göre yönetecektir.

Bu aynı zamanda toplam kalite yönetiminde de büyük bir avantaj sağlayacak ve toplam kaliteye giden yolda önemli yapı taşlarından biri olan optimum likiditenin sağlanmasında etkili olacaktır.

"Crack Spread" Yöntemiyle yapılan "Hedge" örneği:

Crack Spread yöntemi ile yapılacak pozisyon alımına bir petrol rafinerisini örnek verebiliriz. Petrol rafinerisinde petrol ham olarak belli işlemlerden geçer ve nihai olarak benzin üretilir. Rafineri bu anlamda petrolde alıcı ve benzinde satıcı durumda olduğu için petrol fiyatlarının çıkışı ve benzin fiyatlarının düşüşü rafineriye iki yönlü olarak zarara sokar. Bu riski kontrol altına almak amacıyla rafineri, "Crack Spread" olarak tanımladığımız spread işlemini yapabilir. Crack spread işleminde rafineri petrol fiyatlarının artışından endişelendiği için bu riski büyük ölçüde ortadan kaldırmak için önce vadeli piyasada ham petrol vadeli kontratını alır ve aynı zamanda daha sonradan üreteceği ürünün fiyatının düşmesinden zarar görmemek için vadeli piyasada benzin kontratı satar. Bu yolla rafineri petrol fiyatlarında gelecek dönemdeki fiyat artışlarına karşı bugünkü düşük fiyatlardan kontrat alacak, benzin fiyatlarında gelecek dönemde meydana gelecek fiyat düşüşlerine karşı bugünkü yüksek fiyattan kontrat satacaktır. Zaman içinde bu yönde ortaya çıkacak riskler, kontratlar yardımı ile enaza indirilmektedir.

"Crush Spread" Yöntemiyle yapılan "Hedge" örneği:

Aynı şekilde, "Crack Spread" ile gerçekleştirilen hedge yöntemine benzer spread işlemi olan "Crush Spread" işlemi genelde, soya fasulyesine dayalı ürünler üreten sanayicilerin kullandığı bir hedging yöntemidir. Bu işlemde de aslında temel işleyiş aynıdır. Soya yağı üreten bir fabrika doğal olarak soya fasulyesinin fiyat çıkışına ve soya yağının fiyatının düşüşüne karşı bir risk içindedir. Bu riski ortadan kaldırmak için rafineri örneğinde olduğu gibi, sanayici soya fasulyesi kontratını vadeli piyasada bugünkü düşük fiyatlarla alır ve aynı anda soya yağı kontratını bugünkü yüksek fiyattan satar.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

IV) ABD'DE VADELİ PİYASALAR VE İŞLEM GÖREN ENSTRÜMANLAR

Bir finansal ürünün gerçekten alınıp satılması yerine, o ürünün fiyatında oluşacak değişikliklerden yararlanma üzerine kurulmuş sistemler, genel olarak "**Vadeli Piyasalar**" olarak adlandırılmaktadır. Burada söz konusu mal ürün, paradan tahıllara, metallere hisse senetlerine ve kimyevi maddelere kadar birçok ürünü kapsayabilmektedir.

Vadeli piyasalarda bütün işlemler ilerde gerçekleşecek fiyatlar esas alınarak, şimdiden yapılmaktadır. Yapılan bütün işlemler, her biri belli bir tutarda bedel ihtiva eden **kontratlar** üzerinden gerçekleştirilmektedir. Ancak bütün vadeli işlemler standart kontratlarda yer alan miktarlarda değil kontrat dışı miktarlar üzerinden de gerçekleştirilebilmektedir.

Piyasalarda işlem yapmaktaki temel güdü, finansal kurumların ileri ki tarihlerde finansal piyasalarda ortaya çıkacak risklere karşı kendilerini korumak olduğundan işlemler genel anlamda "**Risklerin Sigortalanması, Hedging**" olarak adlandırılmaktadır. Bu anlamda "**Hedging**", herhangi bir finansal ürünün ilerdeki fiyat değişimlerine karşı bugünden, mevcut finansal enstrümanlar kullanılarak sigortalanması olarak tanımlanabilir. Spekülasyon ise hedgingden yani riskin sigortalanması işleminden farklı olarak çeşitli finansal enstrümanların kullanılması yoluyla vadeli piyasalardaki fiyat değişimlerinden kazanç sağlanmasıdır.

A) Vadeli Piyasalardaki Aktörler

Vadeli piyasalardaki aktörler genellikle, finansal enstrümanları kullanarak mali ve finansal piyasalarda ortaya çıkacak riskleri ortadan kaldırmayı amaçlayan bankalar, finans kurumları, vadeli piyasalarda devamlı işlem yapan aracı kurumlar bunların risk yönetimi ihtiyacı duyan müşteriler olabilir. Piyasalarda amacı sadece muhtemel riskleri sigortalamak olan işlemcilerin dışında spekülâtörler de mevcuttur ki, bu, piyasalarda işlem hacminin, likiditenin yüksekliğini gösterir. Likiditenin yüksekliği, piyasalarda mevcut tüm enstrümanların kolayca alınıp satılmasını sağlayacaktır. Vadeli piyasalarda işlem yapabilmek her zaman bir karşı tarafın varlığını gerektirmekle beraber, yapılan işlemlerin pozisyon kapatılması anlamında istenen zamanlarda, vadeler beklenmeksizin kapatılması mümkündür. Vadeli piyasaların doğrudan olduğu gibi dolaylı kullanıcıları da olabilir. Banka müşterisi bankasından faiz garantisi talep ettiğinde banka vereceği faiz garantisini, kendisini vadeli piyasalarda hedge ederek sağlayabilecektir. Bu piyasalara doğrudan veya dolaylı olarak katılımcıların sayısını artırıp likiditeyi yükseltmektedir.

B) Forward Kontratları

Finansal piyasalarda firmaların kendilerini döviz kurlarındaki değişimlere karşı koruma yöntemlerinden bir tanesi, forward kontratlardır. Kendisini belli bir döviz kurundan güvence altına almak isteyen finansal kurum, bir yıllık forward kontrata girebilir. Forward sözleşmesi, belli bir miktar paranın (currency) gelecekteki belli bir tarihte, önceden belirlenen dolar fiyatı üzerinden alınıp satılması anlamında yapılan anlaşmadır. Önceden belirlenen fiyat, forward exchange rate olarak adlandırılır. Üzerinde anlaşılan döviz kurunun vade tarihinde gerçekleşecek cari döviz kuru ortaya çıkıncaya kadar her-

hangi bir yaptırımı olmadığı gibi, vade tarihinde fiili teslim gerçek leşinceye kadar kontrat herhangi bir nakit hareketini gerektirmez. Bütün forward kontratla 30, 60, 90, 180 gün ya da 1 yıllık vadelerle standart hale getirilmişlerdir.

Örneğin yatırımcı, 30 günlük, 1 US Dolar= 100 Japon Yeni'nden **long position** aldığıında, 30 gün sonra yatırımcı 1 milyon yen karşılığı 10.000 US doları satın almak zorundadır Bir değişim aracı olarak kullanılan finansal enstrümanlardan farklı forward kontratlar New York Exchange gibi merkezi finansal kurumlarda alınıp satılmazlar¹. Yani işlemler resmi borsaların dışında **over the counter**, tezgah üstü piyasada gerçekleşmektedir. İşlemlerin over the counter olarak gerçekleşebilmesinin anlamı, alıcı veya satıcı olan karşı taraf bulunduğu sürece, kontratın istenilen vade ve tutardan gerçekleştirilebilmesidir. Forward kontratlarda anlaşılan vade sonunda getiri negatif ve pozitif olabilir.

Örneğin yatırımcının yen satın almak üzere, forward fiyat 1 dolar 97 Yen'den bir yıllık forward kontrat aldığı varsayalım. Vade tarihinde 1 Dolar 100 Yen olarak cari döviz kuru gerçekleştiğini düşündüğümüzde yatırımcı dolar başına 3Yen kayba uğrayacaktır. Cari döviz kurundan 1 dolar karşılığında 100 yen satın alabilecekken satın aldığı sözleşme gereği, 1 dolar karşılığında ancak 97Yen satın alabilecektir. Diğer taraftan bir yıl sonra döviz kuru 1 dolar, 95 Yen olarak gerçekleştiğinde yatırımcı dolar başına 2 yen kar edecektir. Cari döviz kurundan 1 dolar karşılığında 95Yen satın alabilecekken satın aldığı forward sözleşmesi ile 1 dolar karşılığında 97Yen satın alabilmektedir. Bu anlamda forward kontratlar gelecekte gerçekleşecek döviz kuruna bağlanarak muhtemel risklerin doğuracağı za-

¹ Arnold MIYAMOTO, "Linking the Domestic and Foreign Cost of Capital" Bank of America Research Monograph Number 50, Winter 1999

rarları azaltmaktadır Ancak her forward kontratta ikinci bir tarafın daha olduğu düşünülecek olursa, bir tarafın kazancı diğer tarafın kaybı olacağı için işlem aynı zamanda özellikle aracı bankaların kredi riski ile karşı karşıya kalmaları gibi bir riski beraberinde getirecektir. Bu nedenle **ABD uygulamasında** forward kontratlarda işlemlere kredilendirme anlamında aracı olan bankalar kontrat tutarının % 5'ini teminat olarak istemektedirler.

C) Futures Kontratlar

Futures kontratları, belli bir finansal entrümanın standart bir miktarı için yapılan ve üzerinde anlaşmaya varılmış bir vade sonunda gerçekleşecek alım veya satım sözleşmeleridir. *Futures* sözleşmelerinde tüm alımlar ve satımlar **kontrat** adı verilen miktarların katları üzerinden yapılır Bu anlamda bütün alım ve satımların minimum miktarı **1 kontrat** dır. Birden fazla gerçekleşecek alım ve satım 2 kontrat, 3 kontrat şeklinde kontratların tamsayı katları şeklinde gerçekleşmektedir. Kontrat miktarları finansal enstrümanların her birinde farklılık göstermektedir. Euro cinsinden gerçekleşecek kontratlarda yer alacak euro miktarı, Japon Yeni cinsinden yapılan kontratın içerdiği yen miktarından farklıdır Bu anlamda futures işlemlerinde bir kontratlık Euro almak veya satmak 125 bin Euro almak veya satmak anlamına gelmektedir. Vadeli piyasalarda işlem gören Amerikan Hazine Bonolarından bir kontrat almanın yada satmanın anlamı ise, vade sonunda nominal değeri 100 bin dolar olan bono almak veya satmak ile aynı anlama gelmektedir. Aynı şekilde İngiliz Sterlini cinsinden 1 kontratın değeri; 25.000 Poundsu, Kanada Doları cinsinden 1 kontratın değeri; 100.000 Kanada Dolarını, İsviçre Frangı cinsinden 1 kontratın değeri 125.000 İsviçre Frangını, Japon Yeni cinsinden yapılacak 1 kontrat 12.5 milyon Japon yenini ifade edecektir.

Vadeli piyasalarda bahsettiğimiz işlemler mal ve paralar esas alınarak gerçekleşmekle beraber en yaygın işlemler para esas alınarak gerçekleşenlerdir. Piyasalarda üzerinden futures işlemleri yapılan dövizler; İngiliz Sterlini, Kanada Doları, Euro, Japon Yeni, İsviçre Frangı ve Avustralya Dolarıdır Her bir döviz bazında kontratların standart olması yani aynı tutarlarda para miktarını İhtiva etmesi taraflara, futures işlemlerinin yapıldığı piyasada kontratları serbestçe alıp satma imkanı vermektedir

Yukarda bahsettiğimiz gibi, finansal kurumların gelecekte döviz kurlarında oluşacak muhtemel hareketliliğin getireceği finansal riskleri minimize etmekte kullandıkları diğer bir yöntem forward kontratlara benzer bir yöntem olan **Future kontratlar** dır. Gelecekte belli bir tarihte, belli bir fiyattan kontratların alınıp satılması konusunda anlaşma, her iki finansal işlemin ortak noktası olmaktadır. Her iki kontrat arasındaki temel fark, futures kontratları elde tutmanın doğuracağı kar veya zarar her günün sonunda realize olup, ödenmekte iken, forward kontratlarda kar veya zarar ancak kontratın vadesi (expire day) dolduğunda realize edilmektedir.

Örneğin, firmanın yen için **long position** olarak 12.5 milyon yenlik bir futures kontratı Chicago **Mercantile Exchange**'de mevcut, Uluslararası Para Piyasasından aldığı varsayalım Aynı günün sonunda, varsayalım ki yenin futures fiyatı yükseldi. Bu durumda **short position** alan taraf, long position alan tarafa, futures kontratın yeni ve eski fiyat arasındaki birim fiyat farkını 12.5 milyon yenle çarparak kar olarak ödemek zorundadır. Bu günlük işlem sözleşmedeki vade doluncaya kadar devam edecektir. Her gün sonunda alınan long veya short pozisyonlara göre günlük kar zarar ortaya çıkacak ve gelir veya giderin kümülatif tutarı vade sonunda (mature day) netleşecektir.

Her iki kontrat arasındaki benzerliği görebilmek için varsayalım ki firma 12.5 milyon yenlik forward kontratta pozisyon aldı. Eğer gün sonunda piyasada futures kontratların yeni fiyatının artacağı yönünde bir beklenti gündeme gelirse, firma forward kontratta long position almanın karlı olacağını fark edecek ancak muhtemel kar ancak forward kontratın vadesinin dolduğu (sözleşmenin mature olduğu) tarihte elde edilebilecektir. Futures kontratlarda olduğu gibi elde edilen karı gün sonunda realize edebilmek için firmanın forward kontratı likit kontratta pozisyon alması gerekmektedir. Bu durumda mevcut durum short pozisyonla kapayan taraf, firmanın realize olan karını ödemek zorundadır. Bu kısa analizden de görüleceği üzere, futures ve forward kontratlardaki fiyatlama ve işlem sonuçları birbirine benzemektedir.

Ancak bununla beraber, futures kontratlardaki fiyat, aynı miktar paranın ve aynı tarihli vadelerin söz konusu olacağı forward kontratlardaki fiyatlarla birebir aynı olmamaktadır. Ancak tek bir durumda, vade tarihindeki faiz oranını kesin olarak biliyor olduğumuz durumda forward ve futures kontratların fiyatları eşit olacaktır. Ancak faiz oranları ekonomik verilerden en kolay etkilenen bir ekonomik politika aracı ve tesadüfi değişken olarak dikkate alındığından, futures kontratın fiyatları forward kontratın fiyatlarından farklı olacaktır. Ve aradaki farklılık futures kontratın fiyatlarının faiz oranları ile ne oranda birlikte hareket etme eğiliminde olduğuna bağlı olarak değişecektir².

Örneğin futures kontrattaki fiyatlar faiz oranları artarken artma eğiliminde ise, futures kontratlar forward kontratlardan daha az değerli hale geleceğinden futures kontratın fiyatları forward kontrat-

2 Smith SHULZ-Rene SHULZ, "Determination of Firms' Hedging Policies" Journal Of Financial and Quantative Analysis, December 1999

taki fiyatları aşacaktır. İşlem genel olarak şu şekilde gerçekleşmektedir. Futures kontrat fiyatları artarken faiz oranları da artma eğilimindedir. Dolayısıyla futures kontratta long position ile elde edilen kar ortalama faiz oranından daha yüksek bir faiz oranında değerlendirilebilecektir. Fakat futures kontrat fiyatları düşerken faiz oranları da düşüyorsa, bu noktada ortaya çıkan zararlar ortalama faiz oranından daha düşük faiz oranlarından finanse edilebilecektir. Bu nedenle eğer, futures kontrattaki fiyatlar faiz oranları ile aynı yönde değişim gösteriyorsa, futures kontrat fiyatları forward kontratın fiyatlarından daha yüksek olacaktır³

Benzer şekilde, futures kontrattaki fiyatlar faiz oranlarının tersi bir hareket içinde ise, futures kontrattaki fiyatlar forward kontrattaki fiyatlardan daha düşük olacaktır. Gerçekte, tabii ki faiz oranları tesadüfi bir değişken olarak dikkate alınacaktır. Pratikte futures kontrat fiyatları ile faiz oranları arasındaki birebir ilişki oldukça düşük olup, futures fiyatları forward fiyatlara yakındır. Bu nedenle futures kontratları forward kontratların birbirine yakın ikameleri olarak düşünülebilirler.

Vade tarihine kadar bekleme yerine günlük işlemlerle sonucu realize etme esasına dayanan futures kontratlarda edimin yerine getirmeme riski (default risk) oldukça azaltılmıştır. Eğer short yada long pozisyondaki kaybeden taraf doğan kan karşı tarafa ödemekten imtina ederse, futures kontratda kayıp, sadece o gün sonunda elde edilmiş kardan yoksun kalmakla sınıflandırılmış olacaktır. Futures kontratlarda ödememe riski, taraflardan işlem yapılmadan önce alınan ve işlemi yapan aracı kuruma bırakılan ve margin olarak adlan-

3 Fisher BLACK, "The Pricing of Commodity Contracts" Journal of Financial Economics, Jan.1998

dırılan bir nevi teminatın varlığı ile de azaltılmaktadır. Çünkü, futures kontrat alındıktan sonra, o gün sonun da kaybeden taraf kârı, kendi teminat hesabından kazanan tarafın teminat hesabına transfer etmektedir. Eğer transfer hesabı yeterli düzeyde değilse anında hesabın tutarının yükseltilmesi istenmekte aksi halde mevcut teminata el konularak diğer cezai şartlar uygulanmaktadır⁴.

Futures kontratlar forward kontratlardan farklı olarak organize olmuş piyasalarda alım satıma konu olmaktadır. Organize olmuş piyasalar, teslim tarihleri, miktarlar ve teminatlar gibi kontratların temel özelliklerini belirlemekte, ayrıca katılımcıların uymaları zorunlu kuralları da belirlemekte, ayrıca katılımcıların uymaları zorunlu kuralları da belirlemektedir. Örneğin yabancı dövizler cinsinden yapılacak futures kontratlardaki işlemler 1919 yılında kurularak işleme başlayan kısaca **The Merc.** olarak bilinen ve Amerika'nın en eski vadeli işlemler piyasası **Chicago Mercantile Exchange'nin** Uluslararası Para Piyasaları bölümün de gerçekleşmektedir. Yine bu anlamda Amerika'nın en eski vadeli işlemi, piyasalarından **The Philadelphia Stock Exchange** 1970 yılında kurulmuş ve 1982 yılında yabancı dövizler üzerinden gerçekleştirilen **options** işlemlerine başlamıştır.

Finansal kurumlar gelecekte döviz cinsinden yapacakları ödemeler için yukarıda bahsettiğimiz gibi, futures kontratları riskin sigortalanması anlamında kullanılmaktadır. Örneğin firmanın gelecekte dolar cinsinden ödemeleri olduğunu varsayalım. Firma doğması muhtemel riskler için **The Merc'**den yen bazında futures kontrat alabilir. Eğer yenin dolar fiyatı, başlangıçtaki 100 yen, 1 dolar pari-

4 PAKIEN, "Globalization of Stock, Futures and Option Markets" Fed.Chicago Econ.Review July 1997

tesine göre artış gösterirse, firma dolar bazında çok daha fazla ödeme yapmak durumunda kalacaktır. Bununla beraber firma, futures kontrattan, futures fiyatlar da yükselirse kar elde etmeye devam edecektir. Eğer yenin dolar fiyatı düşerse, firma futures kontratta para kaybedecektir. Zarar ancak dolar ödenerek alınacak malın fiyatı artırılarak yani elde edilecek ekstra karlarla telafi edilebilecektir. Bu nedenle, firma riskini, 100 Yen 1 Dolar paritesine kendini bağlayarak sigortalayabilir.

Bu yolla şiddeti azaltılmaya çalışılan risk tamamen ortadan kaldırılamayabilir. Çünkü futures kontratın fiyatı döviz kurları ile birebir değişmemektedir. Dolayısıyla, eğer dolar/yen döviz kuru artar, yenin dolar fiyatı yükselir ve firma para kaybederse, dolar kullanılarak alınacak mallara yapılacak ekstra ödemeler, futures kontratlarda fiyatların yükselmesi ile telafi edilebilecektir. Fakat gerçekte fiyatlardaki hareket beklendiği şekilde gerçekleşmez ve firma yen riskini ortadan kaldıramaz.

Risklerin tamamıyla ortadan kaldırılması anlamında, eğer firma finansal işlemdeki net sonucun alınacağı tarihi kesin olarak bilmiyorsa, futures kontratlar daima forward kontrattan daha akılcı olacaktır. Forward kontratlarda, firmanın kesinlikle net sonucun alınacağı tarihi biliyor olması gerekmektedir. Bu anlamda futures kontrat daha esneklerdir. Firma futures kontratla riskini, işlemlerin net sonucu alınmadan önce hedge edip bu tarihten önce kontrattan rahatlıkla çıkabilir⁵.

Futures kontrattaki fiyatlar genellikle döviz kurları ile birebir değiş-

5 J.COCKS, "The Relationship Between Forward and Futures Prices" Global Finance Report Sep.1997

mediği için kontrat riski tamamıyla ortadan kaldıramayacak ve bu futures kontratların bir dezavantajı olacaktır Diğer bir dezavantaj, firmanın riskten uzak tutmak istediği miktar ile kontratlardaki asgari fiiks tutarların birbiri ile tam uyuşmamasıdır Örneğin firma 20 milyon yenini hedge etmek isterken kontrat başına sadece 12.5 milyon yen riskten uzak tutmak için işlem kapsamına alınabilecektir Bu nedenle, firma ilave 5 milyon yenini kontrat için kullanmak zorunda kalacaktır.

D) Faiz Temelli Kontratlar

1-Chicago Mercantile Exchange'de İşlem Gören Faiz Temelli Finansal Enstrümanlar⁶

a) Üç ay Vadeli Eurodolar

Eurodolar basit anlamda, **ABD** dışındaki ülkelerde ticarî bankalarda açılan dolar mevduatlarıdır Doların uluslar arası piyasalarda vazgeçilmez ve tek para birimi haline geldiği son yıllarda Eurodolar mevduatları da büyük önem kazanmıştır Soğuk savaş sonrası Rusya da mevcut döviz kaynaklarının el konulma tehlikesi ile ABD sınırları içindeki bankalara yatırılması, körfez bölgelerinde elde edilen petrodolarların güvenli bir merkez olarak Avrupa bankalarının seçmeleri bu bölgede oluşan dolar mevduatlarının Eurodolar olarak özel bir isim almasına neden olmuştur. Bu anlamda Eurodolar mevduatları uluslar arası sermaye piyasalarında çok önemli bir role sahip olmuştur.

İnterbank piyasasında offshore dolarların spot ve forward anlamında anında teslimi, bankalara, herhangi bir döviz riskine katlanmadan

⁶ Report Annual, "How to Get Started Trading CME Interest Rate Products"
CME, Chicago 1999

yabancı ithalatçılara derin anlamda fonlama yapma imkanı vermektedir. Eurodolar mevduatları, mevduatı kabul eden bankanın güvencesi ve teminatında olup, ilgili bankanın bulunduğu ülkenin devleti tarafından bu mevduatlar sunulan herhangi bir güvence mevcut değildir. Bunun dışında kalan enstrümanlar için düşük de olsa bir risk varken Eurodolar mevduatlara risk-free olarak bakılmaktadır. Bugün Chicago Mercantile Exchange de işlem gören Eurodolar vadeli mevduatlara dayalı futures kontratlar, **Libor (London Interbank Offered Rate)** oranlı, üç ay vadeli ve 1 milyon dolar tutarlı işlemleri ifade etmektedir.

b) Bir Ay Vadeli Libor

Libor, Londra İnterbank piyasasında ticari bankalar arasında Eurodolar vadeli mevduatların değerlendirilmesinde kullanılan referans faiz oranıdır. Libor, ticari krediler, değişen oranlı borçlanma senetleri veya teminatsız gayrimenkul kredilerinin değerlendirilmesinde önemli bir araçtır. Chicago Mercantile Exchange de işlem gören Libor kontratlar, Eurodolar kontratlara paralel bir enstrüman olmakla beraber, CME'de bir aylık Libor 3 milyon Dolarlık bir mevduatı temsil etmektedir.

c) Onüç Haftalık Hazine Kağıtları

Amerikan devletinin doğrudan güvencesi ile ihraç edilen ve her türlü riskten arındırılmış borçlanma senedi olan hazine kağıtları yüksek güvenlik ve likidite özelliği dolayısıyla para piyasalarının en yüksek fonlama yaptığı finansal enstrümanlardır. Hazine bonolarının risksiz olmaları, kağıtların getirilerinde meydana gelen değişmelerin, saf faiz oranı hareketi olarak yorumlanmasına neden olmaktadır. CME'de üçer aylık ve dört dönemlik hazine bonusu temelli futures kontratlar her an elde edilebilecek kadar üzerine işlem yapılan devlet borçlanma kağıtlarıdır.

d) Euroyen

Eurodolar hesaplarına paralel olarak Euroyen hesapları, Japonya dışında açılmış yeni mevduatlarıdır. Aynen dolarda olduğu gibi yen de üzerinde gün boyu 24 saat uluslararası tüm piyasalarda işlem yapılan finansal bir araç haline gelmiştir. CME ile beraber, Euroyen futures kontratları **Singapore International Monetary Exchange (SİMEX)**de de önemli bir ağırlığa sahiptir. Karşılıklı aktarma sisteminin varlığı yoluyla açık pozisyonlar Chicago veya Singapore borsalarında aynı anda kullanılabilir. SİMEX gibi CME'de de toplam 12 çeyrek yıllık yani 3 yılı kapsayan Euroyen kontratları toplam işlemler içinde önemli yer almaktadır.

e) Bir Aylık Federal Fonlar

Federal fonlar: Federal Reserve Sistemin üyesi bankaların elde tutmak zorunda oldukları disbonibilite ve yasal karşılıkları aşan ve bir iş günü içinde üye bankalar arasında transfer edilebilen kaynaklardır. Bu kaynakların Federal bünyesinde tutulması herhangi bir faiz getirisi sağlamayacağından, satışı kurumlara faiz getirisi sağlayacak öbür türlü fonlar atılacaktır. Genel olarak kullanılan Federal Reserve Bank fon işlemleri bir gecelik (overnight) olarak gerçekleşmektedir. CME bünyesinde LIBOR'a benzer ayrı ayrı oniki Federal fona dayalı futures kontratı mevcuttur.

f) Doksanbir Günlük CETES (Mexican Treasury Bills)

Certificados de la Tesorería de la Federación, kısaca Cetes olarak adlandırılan, Mexico pesosu cinsinden ödemesi yapılan ve devlet tarafından ihraç edilen kısa vadeli bir finansal araçtır. Cetes piyasası Meksika'da kısa vadeli faiz oranlarının belirlenmesinde önemli bir gösterge olarak kullanılmaktadır. ABD hazine bonoları gibi Cetesler de 28 ve 91 günlük vadelerde işlem görmektedir.

g) Yirmisekiz Günlük TIE'ler

The Tasa de Interas Interbancario de Equilibrio veya kısaca TIE, Meksika borsalarının, Meksika Merkez Borsası'ndan borç almak veya borç vermek konusunda üzerinde anlaşmaları ve İnterbank faiz oranını belirleyen denge fiyat olarak bilinmektedir. Bu anlamda TIE bir denge (market-clearing) fiyatıdır.

E) Faiz Oranlı Futures Kontratlar

Chicago Mersantile Exchange de işlem gören faiz oranlı futures kontratları, 100 endeksinden futures kontrat faiz oranı çıkarılması ile bulunan faiz kullanılarak işleme konu edilmektedir. Dolayısıyla % 5'lik faiz oranı, endeksinin 95 olması anlamına gelecektir. Bu fiyat endeks yapısı ile eğer faiz oranı artarsa, kontrat fiyatı düşecek, faiz oranı düşerse, fiyatlar yükselecektir. Bu nedenle faiz oranları düşerken kar elde etmek için, futures kontrat alıp long positiona girmek faiz oranları yüksekken futures kontratları satıp short positiona girmek gerekecektir. Her iki durumda da beklenti gerçekleşirse, kontratları likide çevirip kar elde etmek mümkün olacaktır. CME'de işlem gören faiz temelli futures kontratlar "**tick**" olarak adlandırılan ve 0.01 'lik minimum fiyat değişimini ifade eden işlemler bazında değer kazanmakta veya kaybetmektedir. Dolayısıyla kontratlardan kayıp veya kazançlar **tick**⁷ sayısının **tick** değeri ile çarpılması sonucu bulunacaktır. Eurodolar bonosuna dayalı futures veya libor kontratlarında minimum tick 0.005 olup söz konusu fiyat hareketinin parasal değeri 12.5 dolardır.

Dolayısıyla 95.005'den 95.01'e düşen fiyat hareketinin long positi-

⁷ Future Piyasalarda kar ve zararı belirleyen kontratın vadedeki değeridir. Ülkeler arası faiz farkları gözardı edildiğinde yen, euro ve sterlin kontratlarının vadedeki değeri, 1/ parite olarak ifade edilebilir.

on alan yatırımcı açısından anlamı 12.5 dolar kar short position alan yatırımcı için ise 12.5 dolar zarardır Euroyen ve Mexico pesosu esaslı futures kontratlarda da işlem aynı olmakla beraber kar veya zarar sırasıyla Japon Yeni yada Mexico Pesosu 1 cinsinden gerçekleşecektir. Dolayısıyla 0.01'lik değişimi 2.5 Japon Yeni yada 50 Mexico Pesosu'nu ifade edecektir.

F) Faiz Oranlı Futures Kontratlarla Hedging

Faiz oranlı futures varolan veya gelecekte gerçekleşmesi muhtemel faiz riskine karşı zararın sigortalanması için kullanılabilir Bu işlem faiz oranlarında istenmeyen değişikliklerin gerçekleşmesi ile ortaya çıkacak zararlı telafi edecek karın doğumunu sağlayacak futures pozisyonun alınması ile gerçekleşecektir. Futures kontratları faiz yerine fiyatlar cinsinden ifade edildiği için, futures kontratlar faiz ve fiyatlar arasındaki ters ilişkiyi ifade edecektir. İşlemlerde, kontratın borçlusu, faiz oranlarındaki artışa karşı kendini korumak için futures kontratları satın short pozisyon alacaktır Faiz oranlarındaki düşüğe karşı kendini korumak için ise alacaklı firma, long pozisyona girip futures kontrat satın alacaktır

Nakit piyasalarda portföylerin yeniden yapılandırılmasında alternatif bir yöntem olarak aktif ve pasif kıymetlerin zararın sigortalanması amacı ile kullanılması mümkündür Firma, kısa vadeli yatırım araçlarının vadelerini futures kontratlar satın alarak uzatabilir Yada aynı şekilde vadeli yatırım araçlarının vadelerini futures kontratlar satın alarak uzatabilir Yada aynı şekilde kontratları satarak vadeleri kısaltabilir Varsayalım ki yatırımcı Eylül ayında 1 milyon dolarını % 5'den üç aylık vadeli mevduata yatırıyor Bir süre sonra yatırımcı faizlerin düşeceğini düşünerek vadeyi altı ay olarak uzatmak istiyor. Bu durumda yatırımcı, Aralık vadeli eurodolar yani bankaya kredi borcu bulunan yatırımcı aynı işlemin tersini yaparak, futures kontratları satarak borcun vadesini uzatabilir.

Futures kontratlar kullanılarak vadeli piyasalarda yapılabilecek hedging işlemini bir örnekle açıklayabiliriz⁸. İhracatçı firma yaptığı 12.5 milyon euro ihraç bedelini 2 ay sonra alacak olsun. Firmanın girdi fiyatları dolar üzerinden hesaplanırken, muhasebe kayıtları da dolar-euro paritesi esas alınarak yapılıyor olsun. Gelecekte dolar-euro paritesinin düşüş göstermesi, yani doların euro karşısında değer kazanması firmanın girdi maliyetlerinin artmasına hatta zarar etmesine neden olacaktır. Dolayısıyla firmanın doğması muhtemel döviz riskine karşı kendisini sigorta etmesi gerekecektir.

Yöntem olarak firmanın futures kontratları kullandığını varsayalım. Bugün dolar euro paritesinin 1.60 olduğunu varsayalım. Pariteye göre bir euro 0.625 dolar etmektedir. Firmanın amacı alacaklı olduğu 12.5 milyon euro karşılığı olan 7.812.500 dolar için hedging işlemi yapması gerekmektedir. Futures işlemlerinde 12.5 milyon 100 kontrat etmektedir. Yapılacak işlem vadeli piyasada 100 kontratlık euro satılması, long position alınmasıdır. İki ay sonra yapılacak işlem 100 kontrat euro alıp pozisyonunun kapatılmasıdır. Eğer iki aylık süre içinde dolar euroya karşı değer kazanırsa, ihraçat alacağında zarar edilecek ancak vadeli piyasalarda yapılacak futures işlemleri ile kara geçilebilecektir. Kar zararı telefı ederse başa baş noktada alacak tahsil edilmiş olur. Eğer tersi olur euro dolar karşısında değer kazanırsa, alacak üzerinden kar edilmiş olur. Ancak bu durumda vadeli piyasalarda başlangıçta euro satış işlemi yapıldığından futures işleminden zarar edilmiş olur.

a) Tam Hedging

Örnekte görüleceği gibi, hedging zarar olasılığını ortadan kaldıracak gibi olası karların ortadan kalkmasına da neden olabilir Parite oy-

⁸ Annual Report, "CME, How to Get Started Trading CME Interest Rate Products" 1999 Chicago, CME

namalarından kaynaklanan karın tamamının hedging yapılmış olması nedeni ile kaybolmuş olması özellikle futuresun hedging amaçlı kullanımında ortaya çıkabilecek bir durumdur. Örnekte parite 1.60 iken vadeli piyasalarda yapılan 10 kontratlık euro satış işlemi, her türlü kur hareketlerine karşı şirketin alacağına değişmeden kalmasını sağlayacak bir anlamda tam hedgingdir. Bu yolla tüm zarar ihtimalleri ortadan kaldırılmış, aynı zamanda parite hareketlerinden kaynaklanacak kar imkanlarının da önü kapatılmıştır.

İki ay içinde parite sözgelimi 1.60'dan 1.63'a çıkarsa, yani dolar, euro karşısında değer kazanıp, firmanın ihracat bedeli olarak alacağı 12.5 milyon euronun, dolar karşılığı 7.812.500'den 7.688.713 dolara düşebilir. Ancak başlangıçta parite 1.60 iken 100 kontrat euro satılması ve karşılığında 7.812.500 dolar alınması, sonra da parite 1.63 olduğunda 100 kontrat euro satın alarak karşılığında 7.688.711 dolar verilmesi, firmaya 143.788 kar ettirecektir. Bu kar ihracat karşılığı olan euroların dolar cinsinden azalan değerine eşitlenir ve sonuçta firma açısından paritedeki oynamalar her bir zarara neden olmaz.

Parite Değişirse

Paritenin tam tersi yönde hareket ettiğini varsayalım. Parite 1.60'dan 1.57'e düşmüş olsun. Bu kez ihracat karşılığı alınacak euroların dolar cinsinden değeri artmış demektir. Parite 1.60 iken 7.812.500 dolar eden 12.5 milyon euro, parite 1.57'e düştüğünde 7.961.783 dolar edecektir. Aradaki fark paritedeki oynamadan kaynaklanan şirket karı olacaktır. Ancak vadeli işlemler bazında düşünülecek olursa, ihracattaki kazanç oranında zarar edilmiş demektir. Firma, parite oynamalarından doğan ek kazanç fırsatını, 9 hedging amaçlı futures işlemi nedeni ile elden kaçırmıştır. Temel anlamda hedging, örnekten de görüleceği üzere şirketin alacak ve borçlarını

parite oynamalarından uzak tutmak amacı ile kurulmuş bir sistemdir. Kendilerini paritedeki oynamalara karşı futures yöntemi ile hedge eden şirketler olası kayıpları tamamen ortadan kaldırmaktedirler. Bu aynı zamanda olası karlarında ortadan kalkması anlamına da gelmektedir.

G) Options Kontratları

Bir options kontratı, kontratı satın almış olan kişiye **strike price** adı verilen, belirlenmiş bir fiyat üzerinden gelecekteki bir tarihte, satın almış olduğu optionun türüne göre **strike price** üzerinden alış yada satış yapma hakkı verir. Ancak optionsu satın alan kişi, bu hakkını kullanıp kullanmamakta serbesttir. Options alıcısı, yani iler ki bir tarihte belli bir strike price üzerinden, türüne göre alış yada satış yapma hakkını satın alan kişi, bunun karşılığında optionun satıcısına belli bir prim ödeyecektir.

Futures işlemlerinde olduğu gibi, options işlemlerinde de hedging ve spekülasyon iki temel amaçtır. Options'ın spekülasyon amaçlı kullanımı, futures da olduğu gibi; söz konusu enstrümanların fiyatındaki değişimlere bağlı olarak, kar elde etmeye dayanır. Options'ın hedging amaçlı kullanımı, bir yandan kurdaki ya da faiz oranlarındaki olumsuz oynamalara karşı korunma sağlarken, diğer yandan bunlarda olumlu değişimler olduğu durumda kar elde etme imkanı da sağlamaktadır.

H) Futures Ve Options Kontratları Arasındaki Farklar

Options ve futures kontratları arasındaki en önemli fark, futures kontratı yapan yatırımcının pozisyon açmak zorunda olmasıdır. Option kontratı yapan kişi ise, pozisyon açma hakkını satın almıştır. Ancak pozisyon açmaya zorunlu değildir. Bunun pratikdeki sonu-

cu, options alan kişinin zararının, ödediği primle sınırlı olması, buna karşılık olarak, sınırsız kar elde etme İmkanına sahip olmasıdır Tabii bunun tersi de options satıcıları için geçerlidir Optionsu satan yatırımcılar için, maksimum kazanç, alınan prim miktarı ile sınırlıdır Optionsun satılması ile oluşan fırsat kaybı ise potansiyel zararın teorik olarak sınırsız olması anlamına gelecektir

Futures kontratlarında ise alım ve satım işlemlerinin işleme taraf olanlara vereceği potansiyel kayıp ya da kazanç aynıdır Options kontratlarının iki temel türü mevcuttur Birincisi, alıcıya dövizlerde ve diğer finansal enstrümanlarda long position almasını sağlayan, yani alım emrini içeren **call** option, ikincisi ise short position almasını sağlayan **put option** dir.

I) Kontratlardaki Standartlar

Options kontratları da futures kontratlar gibi standart miktarları içerir. Bu, alıcı ve satıcıya piyasada rahatlıkla işlem yapma olanağı verir. Alıcıları İçin geçerlidir Vadeli piyasalarda iki tür options işlemi yapılmaktadır **Futures options ları ile, physical cash option** adı verilen options işlemleri. Futures optionsları, alıcıya belli bir futures kontratında **long** yada **short** pozisyon açma hakkını vermekle beraber bu işlemin yükümlüsü kılmaz. **Physical cash optionslar** da alıcıya, fiziksel bir enstrümanı yada döviz alıp satma hakkını verir ancak yine buna yükümlü kılmaz.

İ) Options Kontratları İle Hedging

Options işlemlerinde hedging uygulamasına geçmeden önce, futures ve options işlemleri arasındaki bir diğer fark futures işlemlerinde, teminat bloke edilmesi gerekirken options işlemlerinde, sadece satış durumunda teminat gerekmektedir. Options kontratların alı-

mında teminata gerek yoktur, sadece prim ödenmesi gerekir. Bir diğ er fark ise, futures işlemlerinde alınan riskin sınırının olmaması ya ni kazanç yada kaybın sınırsız olmasıdır Options kontratlarda ise, zarar, ödenen primle sınırlı olup, potansiyel kazancın üst sınırı yok tur.

Futures yöntemi ile hedging işleminde verdiğimiz örneği burada da kullanacak olursak, 12.5 milyon euroluk alacağın değerini options yöntemi ile korumak istediğimizde, belli bir strike fiyat üzerinden **put options** satın almak gerekecektir. Put options satın alan yatırımcı, vadeli piyasada strike price üzerinden satış yapma hakkını satın almış demektir. Bu hakkın satın alınabilmesi için ise belli bir primin ödenmesi gerekir. Ödenmesi gereken primin sabit bir fiyatı olmayıp, prim, zamana, strike price a ve piyasada oluşacak dalgalanmalara göre değişiklik gösterecektir.

Konuyu bir örnekle daha belirgin hale getirebiliriz. Dolar euro paritesi 1.60 iken yani bir euro ile 0.625 dolar satın alabilirken, 0.625 strike price'lı 100 kontrat put options satın alalım. Bu işlemi yapmak için ödenecek prim yaklaşık, 20 bin dolardır. Paritenin zaman içinde dalgalanmalarına göre options ımızı nasıl değerlendireceğimizi görelim⁹.

⁹ Annual Report CME,1999 Chicago

1- Parite 1.66'ya Çıkarsa

PARİTENİN ZAMAN İÇİNDE 1.66'YA ÇIKMASI, 1 EURO-NUN DOLAR SATIN ALMA GÜCÜNÜN 0.60'A DÜŞMESİ DEMEKTİR. BU DURUMDA 0.625 STRİKE PRICE'LI 100 KONTRATLIK EURO SATMA HAKKIMIZI KULLANABİLİRİZ. EURONUN DOLAR KARŞILIĞININ 0.625'DEN 0.60'A GERİLEMESİ, 250TICK'LİK BİR HAREKETİ İFADE ETMEKTEDİR. KONTRAT BAŞINA HER BİR TICK'LİK OYNAMA 12.5 DOLARI İFADE EDECEĞİNDEN, 100 KONTRATLIK SATIŞ İŞLEMİMİZİN PARASAL DEĞERİ, (250 X 100 X 12.5) 312.500 DOLAR EDECEKTİR.

Parite 1.66'ya çıktığında, 1.60'dan (0.625 strike price'dan) euro satma optionsının satılması ve aynı anda piyasaya yönelip tekrar elde ki dolarla euronun satın alınması karın realize edilmesini sağlayacaktır.

2- Parite 1.5384'e gerilerse

Paritenin 1.5384'e gerilemesi, 1euronun dolar karşılığının 0.6500'e yükselmesi demektir. Parite 1.60 iken 12.5 milyon euronun dolar karşılığı 7.812.500 idi. Şimdi parite 1.5384'e gerilediğinde, ise 12.5 milyon euronun dolar karşılığı 8.125.000'e yükselecektir. Dolayısı ile ihracat alacağı, 312.500 dolar ek getiri sağlayacaktır. Bu durumda put options'ımızı kullanmadığımızda, Ödediğimiz 20 bin dolarlık prim yanacaktır. Ve net kazanç 312.500-20.000, 292.500 dolar olur. Eğer put options'ımızı kullansaydık, 1.60 olan parite 1.5384'e gerilemiş durumdayken 1.60 seviyesinden euro satmış olacaktık. Böylece 100 kontratlık ve 125 tick'lik oynamayı içeren bu satış bize, 312.500 dolar kayba neden olacaktır. Bu nedenle yatırımcı elindeki optionsını bu yönde kullanmayacaktır.

Parite yatırımcının beklentisi yönünde değiştiğinde paritenin maliyeti sadece 20 bin dolarla sınırlı kalacaktır Buna karşılık paritedeki düşüştüğü yani euronun değer kazanmasından yatırımcı, elindeki optionsı en iyi şekilde kullanma imkanı elde etmiştir. Verdiğimiz örnekten de görüleceği gibi, options işlemlerinin en önemli avantajı, olumsuz gelişlerde zarar sadece yatırılan primle sınırlı kalırken olumlu gelişlerde teorik olarak sınırsız kazanç imkanı sağlama sıdır

J) Spekülatif Amaçlı Options İşlemleri

Speküstasyon amaçlı options işlemlerini de aynı örnek üzerinde açıklayabiliriz. Varsayalım ki yine dolar euro paritesi 1.60 iken yani 1 euro 0.625 dolar iken 0.625 strike price'lı 100 kontrat put options alalım. Put options satın alınmıyor olması yatırımcının parite beklentisinin yükselme yönünde olduğunu göstermektedir. Paritenin yükselmesi demek euronun dolar karşılığının düşmesi demektir 100 kontrat put optionsı satın almak piyasa koşullarına göre değişiklikler göstermekle beraber yaklaşık 20 bin dolar tutacaktır Options işlemlerinde ödenen bu tutar zorunlu bir gider niteliğini taşıyacak, kazanç durumunda kardan tenzil edilirken, kayıp durumunda ise spekülatörlerin net zararını ifade edecektir

100 kontrattık put options alımından sonra paritedeki değişmelere karşı eldeki options işlemlerinin nasıl şekilleneceğine bakabiliriz.

1-Parite 1.66'ya Yükselirse

Paritenin 1.66'ya yükselmesi euronun dolar cinsinden karşılığının 0.600'e düşmesini ifade edecektir. Bu durumda 0.625 strike price'lı 100 kontrat euro satma hakkının kullanılması gerekecektir Euronun dolar karşılığının 0.625'den 0.600'e gerilemesi aynı şekilde 250 tick'lik bir hareketi ifade eder. Kontrat başına her bir tick'lik oynama

12.5 dolar ettiğinden, 100 kontrattık satış yaptığımızdan toplam kazanç $150 \times 100 \times 12.5 = 312.500$ dolar olacaktır. Net kazanç ise ödenen options priminin indirilmesi ile ortaya çıkacaktır. Dolayısı ile net kan, işlem sonunda 292.500 dolar olacaktır.

2- Parite 1.5384'e Düşerse

Paritedeki bu düşüş euronun dolar karşılığının artması anlamına gelecektir. Yani 1 euro artık 0.6500 dolar etmektedir. Bu durumda options kullanmamak gerekir. Çünkü optionsı kullanmak 100 kontrat euronun piyasadaki değerinin altında satılması demektir. Yatırılan options priminin yanması ile beraber, spekülasyon yapılan 312.500 dolarlık potansiyel kayıptan kurtulunmuş olunmaktadır.

3- Parite 1.4285'e Gerilerse

Parite varsayalım ki, 1.4285'e geriledi. Euronun dolar karşılığı bu kez 0.7000'e yükselecektir. Bu durumda yine eldeki optionsı kullanmak anlamlı olmaz. Net kayıp yine sadece 20 bin dolarlık işlem primi olacaktır. Parite 1.60 iken 7.812.500 dolara denk gelen 100 kontrat karşılığı 12.5 milyon euronun değeri, 8.750 milyon dolara yükselmiş olacaktır. Aradaki fark, 937.500 dolardır. Put optionsın kullanılmaması ile spekülasyonun getirdiği kaybı 20 bin dolarla sınırlandırılarak, futures yoluyla spekülasyonla gerçekleşebilecek 937.500 dolarlık katıp engellenmiş olup zarar 20 bin dolar düzeyinde tutulabilmiştir.

Dolayısıyla, options alımlarında maksimum kayıp, paritedeki oynamalar ne denli büyük olursa olsun, ödenen prim miktarı ile sınırlı tutulabilmektedir. Bu da options işlemlerini gerek forvard gerekse futures kontratlardan ayıran ve aynı zamanda da daha fazla talep edilen enstrüman haline gelmesine neden olmaktadır.

Ancak options yoluyla spekülasyon işlemlerine, işlemin satıcısı açısından bakıldığında durumun tam tersinin satıcı açısından geçerli olduğu ve optionsu satanın kazancının sadece işlem primi ile sınırlı olduğu görülür.

K) Opsiyon (Option) İşlemlerindeki Opsiyonlar

Opsiyon sözleşmeleri, yukarda detaylı olarak belirtildiği gibi belli bir vade içerisinde, belli bir fiyattan alma ya da satma hakkını veren bir türev üründür. Opsiyonlar **belli bir ürün** üzerine hazırlanır, **belli bir vade** için geçerlidir ve üzerinde bir kullanım fiyatı "**exercise price**" bulunur. Opsiyon, vadeli kontratların aksine teminat usulüyle çalışmaz. Opsiyon almak isteyen bir yatırımcı, o opsiyonun sadece değeri olan primi ödeyerek opsiyona sahip olur. Opsiyon sözleşmeleri temelde iki fonksiyon ihtiva ederler.Call ve Put Opsiyonları.

- ❖ "Call Option" satın alma hakkı veren bir opsiyonudur Bu opsiyon sahibine bir malı ya da finansal üründü belli bir vadeye kadar piyasa fiyatı nerede olursa olsun daha önceden belirlenmiş bir kullanım fiyatından satın alma hakkı verir Örneğin Mart 2005 vadeli 0.8500 Euro Call option alan bir yatırımcı, Mart ayına kadar olan zaman içerisinde Mart vadeli Euro fiyatı nerede olursa olsun 0.8500 den kontratı satın alma hakkına sahiptir

Mart vadeli Euro 0.8600 seviyesindeyken 0.8500 kullanım fiyatlı satın alma hakkı opsiyonuna, kardaki opsiyon "**in the money option**" denir. Opsiyonun kullanım fiyatı Mart vadeli Euro'nun fiyatına eşit ise bu opsiyona başabaş opsiyon "**at the money option**", kullanım fiyatı 0.8700 olan bir call opsiyonu ise bastan zararda olduğu için bu opsiyona zarardaki opsiyon "**out of the money option**" denir.

- ❖ "Put Option" ise sahibine satma hakkı veren bir opsiyonudur. Bu opsiyon sahibine bir malı ya da finansal ürünü belli bir vadeye kadar piyasa fiyatı nerede olursa olsun, önceden belirlenmiş bir kullanım fiyatından satma hakkını verir. Örneğin Mart 2005 vadeli 0.8500 Euro Put Option alan bir yatırımcı, Mart vadeli Euro'nun piyasa fiyatı nerede olursa olsun 0.8500 den satma hakkına sahiptir.

Mart 2005 vadeli Euro 0.8600 seviyesindeyken 0.8700 kullanım fiyatlı satma hakkı opsiyonuna kardaki opsiyon "**in the money option**" denir. Opsiyonun kullanım fiyatı Mart 2005 vadeli Euro'nun fiyatına eşit ise bu opsiyona başabaş opsiyon "**at the money option**", kullanım fiyatı 0.8500 olan bir put opsiyonu ise baştan zararda olduğu için bu opsiyona zarardaki opsiyon "**out of the money option**" denir.

Opsiyon kontratlarının fiyatlamasıyla ilgili matematiksel teoriler üretilmiştir. Bu gün en çok kabul görmüş opsiyon fiyatlama modeli olan "**Black and Scholes**" modeli opsiyon kontratlarının fiyatlanmasında dikkate alınabilecek değişkenleri bir araya getirerek piyasada fiyatların oluşumunu belirlemeye çalışmaktadır. Teoriye göre, opsiyonun primi, kontratın kullanım fiyatına, üzerine opsiyon yazılan mal ya da finansal ürünün spot fiyatına, volatilitesine, opsiyonun kalan vadesine ve kullanılan faiz oranlarına bağlı olarak gerçekleşir.

Opsiyonların (put ya da call) vadesi ne kadar uzunsa fiyatı (primi) da o oranda artış gösterir. Aynı şekilde opsiyonun ilgili olduğu mal veya finansal ürünün fiyat volatilitesi ne kadar fazlaysa ve opsiyon fiyatlamasında kullanılan faiz oranları ne kadar yüksekse opsiyona ödenecek olan prim de o oranda yüksek olacaktır.

Opsiyon kontratlarında, fiyatın oluşmasında en belgin ve en önemli faktör o opsiyonun durumunu gösteren kullanım fiyatıdır. Yukarıda belirtildiği gibi kullanım fiyatı bir opsiyonu baştan karlı durumda, başabaş ya da zararda yapabilir.

a) Call Opsiyonunda Alınabilecek Pozisyonlar Ve Primin Hesaplaması:

Bir opsiyonun alacağı fiyat, opsiyonun kullanım fiyatına ve o opsiyonla ilgili olan vadeli kontratlar piyasasının nerede olduğuna bağlı olarak değişiklik gösterir. Eğer Call opsiyonun kullanım fiyatı, ilgili olduğu malın ya da finansal ürünün piyasa fiyatından küçükse bu opsiyon "**in the money option**" yani kardaki opsiyondur.

Aralık 2004 vadeli altın kotratının 279 dolar olduğunu varsayalım. 274 dolardan kullanım fiyatı olan Mart vadeli call opsiyonu almak istersek en az 5 dolar ödeyeceğimiz kesindir.

Çünkü call opsiyonunun tanımına baktığımızda almak istediğimiz opsiyonun zaten en az 5 dolar karda olduğunu görebiliriz. Bir başka deyişle bu opsiyon "**in the money option**" yani kardaki opsiyondur.

Yine aynı kontratın 279 dolardan kullanım fiyatlı alma hakkı opsiyonunu düşünecek olursak, ödeyeceğimiz prim miktarı sadece paranın zaman değeri ve volatilityle belirlenir. Çünkü bu opsiyonun kullanım fiyatı ve ilgili olduğu malın fiyatı birbirine eşit olduğu için ne karda ne de zarardadır. Bu yüzden de "in the money" opsiyondan daha ucuzdur. Bu durumdaki opsiyona "**at the money option**" bir başka deyişle "başabaş opsiyon" denir. Kontratın ilgili olduğu malın piyasa fiyatıyla kullanım fiyatı aynıdır

Fiyatı 279 dolar olan Aralık 2004 vadeli kontrat üzerine yazılan 285

dolardan kullanım fiyatlı bir alma hakkı opsiyonunun primini hesapladığımızda o opsiyonun priminin hem in the money opsiyondan hem de at the money opsiyondan da daha ucuz olduğunu görürüz. Çünkü bu opsiyonun kara geçmesi için piyasanın en az 6 dolar birden yukarı çıkması gerekir Bu opsiyon durumuna da "**out of the money option**" yani zarardaki opsiyon denir.

b) Put Opsiyonunda Alınabilecek Pozisyonlar Ve Primin Hesaplaması:

Aynı şekilde, 279 dolar seviyesinde işlem gören Aralık 2004 vadeli altın kontratının fiyatını baz alalım. Kullanım fiyatı 285 dolar olan Aralık vadeli bir altın put opsiyonunun değeri en az 6 dolardır Çünkü piyasa fiyatı 279 dolar seviyesindeyken 285 dolardan satma hakkını veren bir put opsiyonuna sahip olmak için o hakkı satmak isteyen kişiyi razı etmek ancak alıcının satıcıya 6 dolarlık karı transferiyle mümkün olabilir. Diğer bir deyişle bu opsiyon zaten kardadır, yani "**in the money**" durumundadır

279 dolar kullanım fiyatlı Aralık 2004 vadeli put opsiyonunu yani Aralık vadeli altının piyasa fiyatı 279 dolar seviyesindeyken, 279 dolardan satma hakkı örneğini düşünelim. Aralık vadeli altın kontratı 279 fiyat seviyesinden işlem gördüğünden bu opsiyon ne kardadır ne de zarardadır Bu yüzden tıpkı yukarıdaki 279 dolardan kullanım fiyatlı call opsiyonunda olduğu gibi bu opsiyon da ne kardadır ne de zarardadır yani "**at the money option**" durumundadır. Yine 279 dolar kullanım fiyatlı, call opsiyonunda olduğu gibi bu opsiyonun da değeri sadece paranın zaman değerine ve volatiliteye göre şekillenecektir.

275 dolar kullanım fiyatlı Aralık 2004 vadeli bir put opsiyonu ise Aralık vadeli altın fiyatı 279 dolar seviyesinde olduğu için alıcısı ta

rafından herhangi bir şekilde kullanılmayacağı kesindir çünkü bu opsiyon zararda yani "**out of the money option**" durumundadır. Bu durumdaki opsiyonun priminin, karda veya başabaş durumunda olan put opsiyonlarına oranla oldukça düşük seviyede olması beklenir. Bu opsiyonda da tıpkı başabaş call opsiyonunda olduğu gibi kontratın fiyatını sadece paranın zaman değeri ve volatilité değerleri belirleyecektir.

Opsiyon alan ve satan yatırımcıların taşıdıkları riskler ve beklentiler birbirinden oldukça farklıdır Call opsiyonu alan tüccar fiyatların yukarı doğru gitmesini bekler. Bir malı ya da finansal ürünü belli bir fiyattan almak istediği için o malın piyasa değerinin yukarı gitmesi elde tutulan alma opsiyonunu daha da değerli kılar. Basit bir anlatımla, Mart 2005 vadeli Euro 0.8600 seviyesindeyken, Mart 2005 vadeli Euro'yu 0.8500 den alma hakkına en az 10 cent öderiz. Eğer Euro 0.8700 seviyesine çıkarsa elimizde tuttuğumuz alma hakkı opsiyonunun değeri en az 20 cente çıkacaktır Bu durumda daha önceden 10 cente aldığımız opsiyonun değeri artık 20 cent olduğundan 10 cent kar elde edilecektir

Call opsiyonu alan yatırımcının yapabileceği en yüksek zarar yukarıdaki örneğe bakacak olursak en fazla 1 dolar yani ödediği primle sınırlıdır Örneğin yukarıda açıklanan call opsiyonunu aldıktan sonra Euro'nun değeri 0.8400 seviyesine düşerse elimizde tuttuğumuz call opsiyonunun değeri de belli bir oranda düşer ve eğer bu durum vade sonuna kadar devam ederse yani 0.8500 seviyesinin altında kalırsa elimizde tuttuğumuz opsiyonun değeri 0 olur ve o opsiyonu aldığımızda yatırdığımız tüm prim yanar

Yukarıdaki iki paragrafta call opsiyonu alan yatırımcının risk durumunu ve beklentisini açıklamaya çalıştık. Aynı şekilde call opsiyonunu satan tüccarın risk durumu ve beklentisini ele alırsak, Mart

2005 vadeli Euro 0.8600 seviyesindeyken 0.8500'den Mart vadeli alma hakkı opsiyonunu satan tüccar Euro'nun vade sonuna kadar olan zaman içerisinde 0.8600 seviyesinin altında kalacağını ve bu yüzden onu prim karşılığında alan tüccarın o opsiyonu kullanma şansının olmayacağını bekler Eğer bu durum gerçekleşirse örneğin Mart 2005 vadeli Euro 0,8600 seviyesinin üstüne çıkarmazsa opsiyonu satan kişinin yapacağı en yüksek kar alıcının ödediği prim kadar olacaktır

Mart 2005 vadeli Euro 0.8600 seviyesindeyken kullanım fiyatı 0.8500 olan alma hakkını (call option) satan yatırımcı, bu satıştan yukarıdaki örnekte açıkladığımız gibi en az 10 cent bekler Bu durumda satan yatırımcının yapacağı en yüksek zarar Euro'nun 0.8600 seviyesinin ne kadar üstünde olacağıyla sınırlıdır Çünkü yatırımcı bu opsiyonu sattıktan sonra örneğin Euro 0.8700 seviyesine çıkarsa alıcı 0.8500 den 1 dolara almış olduğu alma hakkını kullanabilir. Opsiyonu daha önceden alan kişi bu opsiyonu kullandığı takdirde opsiyon satıcısı, alıcıya, opsiyonu, piyasa 0.8700 deyken 0.8500 den satmak zorunda kalır. Bunun için piyasadan 0.8700 den Euro alır ve daha önceden call opsiyonunu almış kişiye 0.8500 den satar. Bu durumda opsiyonun satıcısı bu işlemde 10 cent zarar ederken opsiyonu almış kişi 10 cent kar eder.

Put opsiyonu alan ve satan taraflar arasında da beklenti ve risk farklılıkları vardır Put opsiyonu alan tüccar fiyatların düşmesini bekler. Bir malı ya da finansal ürünü belli bir fiyattan satmak istediği için o malın piyasa değerinin düşmesi elinde tuttuğu opsiyonunu daha da değerli yapar. Call opsiyonundaki verilen örneği baz alacak olursak Mart 2005 vadeli Euro, 0.8600 seviyesindeyken Mart vadeli 0.8700 den Euro satma hakkına en az 10 cent öderiz. Eğer Euro 0.8500 seviyesine düşerse elimizde tuttuğumuz alma hakkı opsiyo-

nunun değeri en az 2 dolara çıkacaktır. Bu durumda daha önceden 10 centten aldığımız opsiyonun değeri artık 2 dolar olduğundan 10 cent kar etmiş olunuz.

Put opsiyonunu alan tüccarın yapabileceği en yüksek zarar daha önceki call opsiyon alıcısı örneğinde olduğu gibi ödediği prim ile sınırlıdır. Örneğin yukarıda açıklanan put opsiyonunu aldıktan sonra Euro'nun değeri 0.8700 seviyesine çıkarsa elimizde tuttuğumuz put opsiyonunun değeri de belli bir oranda düşer ve eğer bu durum vade sonuna kadar devam ederse yani 0.8700 seviyesinin üstünde kalırsa elimizde tuttuğumuz opsiyonun değeri 0 olur ve o opsiyonu aldığımız için yatırdığımız tüm prim de yanar.

Mart 2005 vadeli Euro 0.8600 seviyesindeyken 0.8700 kullanım fiyatlı Mart vadeli put opsiyonunu satan tüccar Euro'nun vade sonuna kadar olan zaman içerisinde 0.8700 seviyesinin üstünde kalacağını ve bu yüzden opsiyonu alan tüccarın o opsiyonu kullanma şansının olmayacağını bekler. Eğer bu durum gerçekleşirse, yani Mart 2005 vadeli Euro 0.8700 seviyesinin üstünde kalırsa, opsiyonu satan kişinin yapacağı en yüksek kar alıcının ödediği prim kadar olacaktır.

Bu opsiyonu satan tüccarın yapacağı en yüksek zarar ise üzerine satma hakkı opsiyonu yazılan malın ya da finansal ürünün fiyatının bugünkü değeriyle sıfır arasındaki farktan alınan primin düşülmesiyle bulunacak tutar kadar olacaktır. Örneğin Mart 2005 vadeli Euro 0.8600 seviyesindeyken 0.8700'den satma hakkı satan tüccarın en az 10 cent alacağı kesindir. Bu duruma göre eğer Euro fiyatı sıfıra düşerse opsiyon satıcısının yapacağı en büyük zarar 76 cent olacaktır.

Call veya put opsiyonu alan veya satan tüccarın kar, zarar ve başa-baş durumlarını şöyle özetlemek mümkündür.

Pozisyon	Basabaş Durum	Maksimum Kar	Maksimum Zarar
Long Call	Kullanım fiyatı + prim.	Sonsuz	Prim
Short Cal	Kullanım fiyatı + prim	Prim	Sonsuz
Long Put	Kullanım fiyatı -prim	Kull.fiyatı-prim	Prim
Short Put	Kulanım fiyatı - prim	Prim	Kullanım fiyatı-prim.

Vadeli piyasalarda, sadece tek bir opsiyon alıp satmayla spekülâtif pozisyon alınmaz. Spekülâtörler daha önce vadeli kontratlarda spread yoluyla aldıkları spekülâtif pozisyonlara benzer pozisyonları opsiyonlarda da uygulayarak değişik spekülasyon stratejileri geliştirmektedirler.

c) Opsiyon Kontratlarında Alınabilecek Birden Fazla Stratejiler:¹⁰

Opsiyonlarda spread işlemleri değişik kullanım fiyatlı veya değişik vadeli opsiyonların alınıp satılmasıyla gerçekleştirilir Vadeli piyasalar da iki temel opsiyon spread işlemi vardır. Bunların biri call spread, diğeri ise put spread işlemidir. Kullanım fiyatı veya vadenin baz alınmasına bağlı olarak call ve put spread işlemlerinin değişik türleri de kullanılmaktadır

10 J.SLOWKSKY, "Global Financial Enstruments" Berkeley University Press 2001.California LA

1) Fiyat Spread İşlemi (Dikey Spread):

Dikey spread opsiyon işlemi, değişik kullanım fiyatlı bir call ya da put opsiyonunun birinin alınıp diğerinin satılmasıyla gerçekleştirilir. Örneğin 3.90 dolar kullanım fiyatlı Mart 2005 vadeli buğday alma opsiyonunu 8 centten alıp, 4.10 dolar kullanım fiyatlı Mart 2005 vadeli buğday alma kontratını 3.25 centten satan bir tüccar dikey call opsiyonu spread işlemi yapmış demektir. Bu işleme dikey spread denmesinin nedeni opsiyon fiyatlarının gazetelerdeki ilanlarının yazılma şeklidir. Gazetelerde bir önceki günün ilan edilen opsiyon kullanım fiyatları bir kolona yazılmış olduğundan kullanım fiyatını baz alarak yapılan call ya da put opsiyonu spread işlemlerine dikey call-put spread işlemi denmiştir.

2) Dikey Call Spread İşlemleri:

Dikey call spread işlemi kullanıcısını borçlu veya alacaklı kılar. Yukarıda verilen call spread işleminde satılan opsiyonun değeri alınan opsiyonun değerinden düşük olduğu için buna **borçlu call spread işlemi** denir. Çünkü bu pozisyonu taşıyan yatırımcıya nakit akışı yerine nakit çıkışı olmuştur. Bu pozisyon alınırken alınan call spreadin fiyatı satılanınkinden daha düşük olduğu durumda buna **alacaklı call spread işlemi** denir. Borçlu dikey call spread pozisyonu tutan tüccarın beklentisi buğday fiyatının yukarı çıkmasıyla başlangıçtaki primlerin farkı olan spreadin genişleyeceğidir. Eğer buğday fiyatı yukarı çıkarsa pahalıdan almış olduğu call opsiyonunun değeri satmış olduğu call opsiyonunun değerinden daha hızlı çıkacağı için aradaki spread genişler ve tüccar ters pozisyon alıp bu pozisyonunu kapattığında kar elde eder.

İşlemin muhtemel sonuçları şöyle olacaktır: Borçlu call spread işlemi yapan tüccarın maksimum getirisi alınan ve satılan iki opsiyo-

nun kullanım fiyatları arasındaki farktan ödenen net primin çıkartılmasıyla oluşacaktır. Bu pozisyondan yapılacak en büyük zarar ise ödenen net prim miktarı kadar olacaktır.

Alacaklı Dikey Call Spread işlemi yapmak isteyen bir tüccar işlemi, satış tarafındaki call opsiyonunun değeri yüksek olduğunda, alacağı opsiyonun değerinin düşük olmasıyla gerçekleştirebilir. Örneğin Ekim 2004 vadeli 400 dolardan alma hakkını 15 dolardan alan ve aynı anda Ekim 2004 vadeli 300 dolardan alma hakkını 25 dolardan satan bir tüccara 10 dolar para girişi olacağından bu call spread işlemi alacaklı call spread işlemi olarak gerçekleşecektir. Bu durumda pozisyonu alan tüccarın beklentisi dolar fiyatlarının düşeceği ve bu sayede alınan call ve satılan call opsiyonlarının primlerinin daralacağıdır. Bu gerçekleştiği takdirde almış ve satmış olduğu opsiyonlar gittikçe zarara geçeceğinden iki opsiyon da kullanılmayacak ancak iki opsiyonun arasındaki prim farkı tüccara kar olarak yazılacaktır.

Bu işlemde de şu sonuçlara ulaşabiliriz: Alacaklı call spread işlemi yapan tüccarın maksimum getirisi net prim kadar olur. Bu pozisyondan yapılacak en büyük zarar ise kullanım fiyatları arasındaki farktan bu opsiyon işlemi yaparken aldığımız net primin çıkartılmasıyla hesaplanır.

3) Dikey Put Spread işlemleri

Dikey put spread işleminde de alacaklı mı yoksa borçlu mu olduğu aynen call spread işlemlerinde olduğu gibi net primin tüccara borçlu mu yoksa alacaklı mı yazıldığı ile ilgilidir.

Borçlu Dikey Put Spread işlemleri, alınan opsiyonun satılan opsiyonun fiyatından yüksek olmasıyla gerçekleşir. Örneğin, Ekim 2004 vadeli 400 dolar kullanım fiyatlı put opsiyonunu 25 dolardan alır ve

aynı anda Ekim 2004 vadeli 300 dolar kullanım fiyatlı put opsiyonunu 15 dolardan satarsak borçlu dikey put spread işlemi yapmış oluruz. Bu işlemi yapan yatırımcının beklentisi dolar fiyatının düşmeceğidir çünkü bu gerçekleşirse almış olduğu put opsiyonu kara geçecektir. Satmış olduğu put opsiyonu kara geçtiği zaman kendisine karşı onu alan tüccar tarafından kullanılsa bile almış olduğu opsiyonu da tüccar başka birisine karşı kullanacağından fiyatların düşmesi tüccara kar getirecektir.

Bu durumda tüccarın yapacağı en yüksek kar kullanım fiyatları arasındaki farktan bu opsiyon işlemi yaparken ödediğimiz net primin düşülmesiyle bulunacak miktar kadar olacaktır. Bu pozisyondan yapılacak en büyük zarar ise ödenen net prim miktarıdır.

Alacaklı Dikey Put Spread işlemleri, alınan opsiyonun fiyatının satılan opsiyonun fiyatından düşük olmasıyla gerçekleşir. Örneğin Ekim 2004 vadeli 300 dolar kullanım fiyatlı put opsiyonunu 15 dolardan alır ve aynı anda Ekim 2004 vadeli 400 dolar kullanım fiyatlı put opsiyonunu 25 dolardan satarsak alacaklı dikey put spread işlemi gerçekleştirmiş oluruz. Bu işlemi yapan tüccarın beklentisi Ekim 2004 vadeli doların fiyatının yukarı gitmesidir. Bu gerçekleşirse aldığı ve sattığı put opsiyonları zarara geçer. Bu durumda iki opsiyonda kullanılmaz. Ancak bu işlemi gerçekleştirirken kendisine bir nakit akışı olduğu için tüccar karda sayılır.

Böyle bir işlemde, tüccarın yapacağı en yüksek kar aldığı net prim kadardır. Tüccarın yapabileceği en yüksek zarar ise kullanım fiyatları arasındaki farktan net primi çıkartmakla hesaplanır. Yukarıda aynı vadeye değişik kullanım fiyatlı 2 call veya put opsiyonları alınıp satılarak yapılan dikey spread işlemlerini açıkladık. Dikey call ya da put işlemlerine ek olarak yapılabilecek başka spread işlemleri de vardır. Bunların ilki **Yatay Call veya Put Spread** diğeri ise **Çapraz**

Call veya Put Spread işlemleridir. Yatay Call-Put Spread işlemlerini Dikey Call-Put Spread işlemlerinden ayıran tek şey Yatay Call-Put Spread işlemlerinde kullanım fiyatları yerine, aynı kullanım fiyatı üzerine değişik vadelerin kullanılmasıdır. Çapraz Call-Put Spread işlemlerindeyse bir call veya put opsiyonu belli bir kullanım fiyatı ve vadeye diğer call veya put opsiyonu ise başka bir kullanım fiyat ve vadeye alınmaktadır.

ca) Straddle

Straddle aynı kullanım fiyatlı aynı vadeli bir mal ya da finansal ürün üzerine gerçekleştirilen biri call opsiyonu diğeri put opsiyonu olan iki opsiyon pozisyonudur. Eğer bu iki opsiyon alınırsa Straddle da long; satılıyorsa Straddle da short pozisyon alınmış olur.

cb) Long Straddle

Long straddle pozisyonuna bir örnek verecek olursak Ekim 2004 vadeli 400 dolar kullanım fiyatlı call opsiyonunu ve yine Ekim 2004 vadeli ve 400 dolar kullanım fiyatlı put opsiyonu alan yatırımcı straddle yapmış demektir. Tüccarın bu işlemde kar edebilmesi için iki opsiyonu da kullanabileceği pozisyonun oluşması gerekir. Yani almış olduğu call opsiyonunu kullanabilmesi için Ekim 2004 vadeli dolar kontratının yükselmesi ve sonrasında fiyatının pozisyonu başlangıçta alırkenki seviyesinin altına gitmesi gerekir. Tüccarın bu iki opsiyondan kar elde edebilmesi için piyasanın yeterince aşağı ve yukarı dalgalanmayı yapması gerekmektedir.

Örneğin Ekim 2004 vadeli altın kontratının piyasa fiyatı 350 dolar seviyesindeyken 400 dolardan bir put bir de call opsiyonu aldığımızda dolar fiyatı yukarı giderse call opsiyonumuz kar edecektir. Bundan sonra aldığımız put opsiyonunun kar edebilmesi için önce

ki çıkış oranını takip eden daha fazla oranlı bir düşüş olmalıdır ki aldığımız put opsiyonunu kara geçip bu işlemden karlı çıkabilelim.

Long straddle işlemlerinden doğacak maksimum kar call opsiyonlu straddle için sonsuz; put opsiyonlu straddle için ise ilgili olduğu malın veya finansal ürünün sıfır seviyesine gitmesiyle sınırlıdır. Long Straddle işlemlerinden doğacak en yüksek zarar ise call opsiyonlu long straddle işlemlerinde kullanım fiyatından primin çıkarılması ile hesaplanır. Put opsiyonlu Long Straddle işlemlerinden doğacak olan en yüksek zarar ise kullanım fiyatına alınan primin eklenmesiyle hesaplanır.

cc) Short Straddle

Short straddle aynı kullanım fiyatına sahip olan bir call ve put opsiyonunu satmaktır. Bu durumda opsiyonu satan tüccar piyasanın çok dalgalı olmayacağını ve bu yüzden o opsiyonların kullanılmayacağını ve böylece opsiyonların satışından gelecek olan primin kendisine kalacağını tahmin eder.

Short straddle işleminden doğacak maksimum kar, put ve call için satıştan gelen prim miktarıyla sınırlıdır. Yapılabilecek en büyük zarar ise call opsiyonlu short straddle işlemlerinde sonsuz, put opsiyonlu Straddle işlemlerinde ise ilgili olduğu malın değerinin sıfır seviyesine gitmesiyle sınırlıdır.

cd) Straddle İşlemlerinde Kombinasyon

Kombinasyon işlemi straddle işlemine çok benzer. Bu işlemde aynı fiyatlı ve aynı vadeli kontratların bir tanesinin call opsiyon alımı ve diğerinin put opsiyon satımı yerine değişik vadeli ve/veya değişik kullanım fiyatlı bir call ve put opsiyonunu alınıp satılır. Örneğin Ekim 2004 vadeli 400 dolar kullanım fiyatlı call opsiyonu almak ve

aynı anda bir de Ağustos 2004 vadeli 410 dolar kullanım fiyatlı bir put opsiyonu almak tipik bir kombinasyon işlemidir. Kombinasyonlar da aynı straddle işlemlerinde olduğu gibi long veya short olabilir. Eğer iki opsiyon alınıyorsa long kombinasyon; satılıyorsa short kombinasyon olur.

Strangle:

Strangle zarardaki iki opsiyonun bir araya getirilmesiyle oluşturulan kombinasyon işlemidir. Long Strangle pozisyonu alan yani Strangle satın alan bir tüccar örneğin Eylül 2004 vadeli kontrat 7.65 seviyesinde işlem görürken 8 dolar kullanım fiyatı olan Eylül 2004 vadeli bir call opsiyonu alıp yine Eylül vadeli ve 7 dolar kullanım fiyatlı bir put opsiyonu alırsa bu iki opsiyon zararda olduğundan "**out of the money**" bu opsiyon stratejisine de "**strangle**" denir.

Strangle alan bir tüccar Long Strangle; satan tüccar ise Short Strangle pozisyonu almış olur. Bu opsiyon stratejisinde de long pozisyon alan tüccar piyasanın fazla dalgalı olacağını, short pozisyon alan tüccar ise piyasanın dalgalanmasının az olacağını tahmin eder

L) Opsiyonlarla Gerçekleştirilen Hedge (Korunma) Stratejileri ¹¹

Vadeli kontratlarla ilgili hedge işleminin mantığı, opsiyonlarla gerçekleştirilen hedge işleminin mantığından çok farklı değildir. Opsiyonlarla yapılan hedge işlemlerinde gerçek anlamda koruma sağlamak için bir kaç değişik parametreye bakmak gerekir.

Bunların en önemlisi bir opsiyonun delta derecesidir. Delta derecesi, vadeli kontratlardaki her bir puan artış veya azalışının opsiyonun

¹¹ SLOWKSKY, "Global Financial Enstruments" Berkeley University Press
2001 California LA

fiyatında ne kadar artış ya da azalışa neden olacağını gösteren değere denir. Delta derecesi sıfır ile bir arasında değişiklik gösterir. Örneğin 0.50 delta seviyesi olan bir opsiyonun fiyatı, vadeli kontrat fiyatı 1 dolar yukarı gittiğinde 50 cent değişime uğrar. Eğer bu opsiyon bir call opsiyonuysa 0.50 deltaya göre her çıkış 50 cent getirir, eğer put opsiyonuysa yine her çıkış 50 cent zarar getirir.

Delta aynı zamanda hedge işlemlerini yaparken bir opsiyondan kaç tane almamız gerektiğini bulmamızda da yatırımcıya yardımcı olur. Vadeli kontratlarla hedge işleminin nasıl yapılacağını anlatırken değişik senaryolara başvurmuştuk. Bu senaryolardan çıkarılan temel nokta bazı tüccarların fiyatların aşağı inmesinden endişe ettiği, diğerlerinin ise fiyatların yukarı gitmesinden endişelendiği ve buna göre gelecekte yapacakları işlemleri bugünden vadeli piyasalarda yapmaları gerektiği idi. Buradan hareket edecek olursak ve temel opsiyon bilgilerimizi bir araya getirirsek opsiyonlarla hedging işlemlerini nasıl yapacağımızı daha iyi kavrayabiliriz.

Vadeli piyasalarda kontrat alan bir tüccar ile call opsiyonu alan bir tüccarın piyasadaki beklentisi aynıdır. Bu durumda fiyatların gelecekte çıkmamasından endişelenen bir tüccar kendini korumak için bu günden ya vadeli kontrat alır ya da call opsiyonu alarak kendini fiyat artış riskinden korumuş olur.

Bir petrol rafinerisini ele alalım. Rafineri petrolde alıcı durumda olduğu için gelecekteki petrol fiyatının çıkışı onu olumsuz etkiler. Bu yüzden rafineri gelecekte alacağı petrole denk gelen vadeli kontratı almak yerine o kadar petrole denk gelen call opsiyonu kontratını alarak kendisini gelecekteki belirsizlikten korumuş olur.

Örneğin, rafineri 1 ay sonra yaklaşık 25.000 varil petrol alacaktır ve bugünkü petrolün değeri varil başına 30 dolar seviyesindedir. Petrol fiyatları bir ay içerisinde 35 dolara çıkarsa ve rafineri kendisini

hedge etmezse 125.000 dolar zarar görür. Bu yüzden rafinerinin iki alternatifi vardır: Birincisi 25.000 varile denk gelen petrole dayalı vadeli kontrat almak; ikincisi ise yine 25.000 varile denk gelen petrol alma hakkı kontratını yani call opsiyonunu almaktır

Varsayalım ki, beklenen gerçekleşti ve petrol 30 dolardan 35 dolara çıktı. Bu durumda fiziki petrol alımında varil başına 5 dolar zarar ederken daha önceden almış olduğumuz call opsiyonunun değeri de 5 dolar çıkararak bize birim başına o kadar kar getirecektir.

Bu noktada hangi call opsiyonunu alacağımızı bilmek çok önemlidir. Eğer deltası 0.5 olan ve vadeli kontratı 25.000 varile denk gelen call opsiyonunu alırsak gerçek anlamda hedge işlemi yapmış oluruz. Bu durumda yaptığımız hedge, alacağımız fiziki malın sadece yarısını korumuş olur. O yüzden alacağımız mala denk gelen vadeli kontrat üzerine yazılan opsiyonun deltası son derece önemlidir.

Yukarıdaki duruma, gerçek bir örnek olarak **NYMEX (New York Mercantile Exchange)** piyasasında işlem gören ve 1000 varil içeren kontratlar üzerine yapılan opsiyon işlemlerini ele alabiliriz. Diyelim ki 25.000 varil petrolünüzü hedge etmek amacıyla, Aralık 2004 vadeli Petrol kontratı 30.50 dolar seviyesindeyken brokerinizi arayıp 1 ay sonrası kapsayan değişik kullanım fiyatlarına sahip 3 tane opsiyon fiyatı ve deltasını soruyorsunuz. Broker seans salonundan size aşağıdaki opsiyonları, fiyatlarını ve deltağını vermektedir:

	Fiyat	Delta
\$29 Aralık Call Opsiyonu	\$1.75	1
\$30 Aralık Call Opsiyonu	\$1.10	0.50
\$31 Aralık Call Opsiyonu	\$0.75	0.30

İçinde bin varil bulduran vadeli kontratların üzerine yazılmış 25 adet 31 dolar kullanım fiyatlı Aralık vadeli call opsiyonu olarak çok büyük bir hata yapmış oluruz. Çünkü bu opsiyonun deltasına baktığımız da 0.30 olduğunu görürüz. Bu da demektir ki alacağımız 31 dolar kullanım fiyatlı Aralık vadeli call opsiyonu bizim fiziki malımızın yüzde 30 luk bir kısmını korur. Bunu engellemek için almamız gereken opsiyon sayısı 25 yerine 83 ($100/30=3.3$; $3.3*25=83$) olmalıdır. Tanesi 0.75 dolardan 83 kontrat aldığımızda ödeyeceğimiz prim miktarı 62250 dolar olur ($83*0.75*1000=62250$ dolar).

Deltası 0.50 olan 30 dolar kullanım fiyatlı Aralık vadeli petrol call opsiyonunu almamız durumunda yukarıda yaptığımız hesaba göre 50 adet call opsiyon almalıyız. Bu durumda ödeyeceğimiz prim 55000 dolardır. ($1.1*50*1000=55000$ dolar) Yine aynı hesaba bağlı kalarak 29 dolar kullanım fiyatlı Aralık vadeli call opsiyonunu aldığımız durumda 25 kontrat almak yeterli olur. Buna göre ödeyeceğimiz prim 43.750 dolardır ($25*1.75*1000=43750$ dolar).

Bu durumda rasyonel bir hedger, alacağı 25.000 varili hedge etmek için 29 dolar kullanım fiyatı olan Aralık vadeli call opsiyonundan 25 tane alarak kendisini hedge etmiş olur. Böylece piyasa verilerine göre en düşük primi ödeyerek 25.000 varillik yapacağı alışımlı yüzde yüz fiyat riskinden korunmuş olur. Yukarıda fiyatların çıkma riskinden endişelenen bir rafinerinin ne şekilde hedge etmesi gerektiğini açıkladık. Şimdi başka bir örnek olarak yurt dışına altın ve mücevher ihracatı yapan bir firmayı ele alalım.

Önündeki, 1 ay içerisinde 2000 ons altın mücevher satacak bir firmayı ele alalım. Türkiye'deki kuyumcuların genel çalışma prensibine göre satış bugün gerçekleşir ancak parası 1 ay sonraki spot fiyattan, alınan altın miktarıyla çarpılarak hesaplanır. Örneğin bugün altının onsunu 280 dolardan alıp onu işleyip kredili satan bir kuyum-

cu 1 ay sonra sattığı miktar kadar altını geri alacaktır Ancak altın fiyatı o dönem içinde düşerse kuyumcu zarar edebilecektir.

Bunu engellemek için kuyumcu, altın fiyatının düşme riskine karşı kendini korumak amacıyla, rafineri örneğinde olduğu gibi iki alternatifini düşünecektir. Birinci alternatif vadeli kontrat satışı, ikinci alternatif ise put opsiyonu alımı olacaktır. 2000 ons altın New York'ta bulunan değerli metaller piyasasının kontrat spesifikasyonlarına göre 20 kontrata denk gelir. Çünkü bu piyasada işlem gören her kontrat, içinde 100 ons altın bulundurur. Bu sayıda kontratı satma hakkını, almak isteyen kuyumcu, Aralık ayı vadeli altın kontratı 280 dolar seviyesindeyken brokerini aradığında almayı düşündüğü put opsiyonlarının aşağıdaki fiyat ve delta bilgilerini alacaktır

	Fiyat	Delta
\$ 290 Aralık Put Opsiyonu	\$ 2.10	1
\$ 280 Aralık Put Opsiyonu	\$ 1.15	0.50
\$ 270 Aralık Put Opsiyonu	\$ 0.75	0.35

Bu durumda call opsiyonu alma mantığında olduğu gibi kuyumcu delta verilerine bakarak hangi opsiyondan kaç adet altın satma hakkı opsiyonundan almak gerektiğini hesaplar. 290 dolar kullanım fiyatlı Aralık put opsiyonunu ele aldığımızda, 2000 onsluk sattığı altını hedge etmek için 20 tane kontrat alması yeterli olacaktır. Çünkü bu opsiyonun deltası 1/1 olduğundan vadeli fiyattaki her değişime bire bir tepki gösterecektir. Bu durumda kuyumcunun ödeyeceği prim miktarı 4200 dolardır ($20 \times 2.10 \times 100 = 4200$ dolar)

280 dolar kullanım fiyatlı put opsiyonu almayı düşünecek olursa delta verilerine göre alması gereken kontrat sayısı 40 tane dir Çünkü bu opsiyonun deltası 0.50 olduğu için vadeli fiyattaki her fiyat değişimi, opsiyonun fiyatında yarısı kadar etki gösterecektir Bu durumda kuyumcunun ödeyeceği prim miktarını hesapladığımızda, sonuç 4600 dolar olacaktır. ($40 * 1.15 * 100 = 4600$ dolar)

270 dolar kullanım fiyatlı opsiyonu almayı düşündüğü durumda ise delta seviyesine göre kuyumcunun alması gereken opsiyon adedinin 66 olduğunu buluruz çünkü bu opsiyonun deltasına göre, fiyattaki her değişim opsiyonun fiyatında yüzde 30 kadar bir değişim yaratmaktadır. Bu durumda 2000 onsluk altının satışını hedge etmek için ödenmesi gereken prim 4950 dolardır. ($66 * 0.75 * 100 = 4950$ dolar) Bu duruma göre, kuyumcunun alacağı en ucuz opsiyon fiyatı 4200 dolar olan 290 dolar kullanım fiyatlı Aralık vadeli put opsiyonudur.

M) Opsiyonlarla Gerçekleştirilebilecek Dinamik Hedging:

Opsiyonlar lineer olmayan formüller ile tanımlandığı için vadesi belli bir ay olan kontratların değişik kullanım fiyatlarındaki deltalar farklıdır Deltalardaki farklılık sadece kullanım fiyatlarında değil değişik vadelerde de kendisini gösterir. Sadece bununla da kalmayıp opsiyonun fiyatında önemli etken olan ilgili malın piyasa değerindeki değişim bile belli bir vadedeki ve/veya belli bir kullanım fiyatlı opsiyonun deltasında değişiklik yaratır

Deltadaki bu devamlı değişim bize yaptığımız hedge işleminin de devamlı olmasını ve devamlı takip etmemiz gerektiğini hatırlatır Örneğin yukarıda altın satışımızı hedge etmek amacıyla aldığımız put opsiyonunun deltası, Aralık vadeli altın fiyatı düştükçe artar Çünkü altın fiyatının düşüşü bir put opsiyonunu gittikçe daha karlı hale ge-

tirir. Bu durumda tam 2000 onsluk altına denk gelen kontrat sayısının da da değişiklik meydana gelecektir.

Örneğin, Aralık vadeli ve kullanım fiyatı 280 dolar olan 0.5 dotalı altın put opsiyonundan 40 adet aldık. Bu opsiyonu aldıktan sonra Aralık vadeli altın düşüp delta seviyesi buna bağlı olarak 0.75'e çıktığı durumda kuyumcunun başlangıçta 2000 onsa denk gelen 40 adetlik put opsiyonu, artık 3000 onsluk altını hedge ediyorsağorta ediyor anlamına gelir. Çünkü 0.75 delta seviyesine göre 40 tane put opsiyonu alan bir tüccar alsında 30 kontrat short demektir ($40 \times 0.75 = 30$).

Bu durumda her bir kontrat 100 ons altını içerdiği için 3000 onsluk altını short ediyoruz anlamına gelir. Eğer kuyumcu bu kavramı bilmezse fazladan altın satarak bilmeden 1000 onsluk bir risk almış olur. Bunu engellemek için de deltada belirgin bir değişiklik, örneğin artış olduğu zaman belli bir sayıda alınmış bazı put opsiyonlarını satarak tekrar 2000 onsluk altını hedge edecek put opsiyonuna sahip olması gerekir. Yukarıdaki duruma göre tekrar 2000 onsluk altına denk gelen put opsiyon sayısını elinde tutmak için daha önceden aldığı 40 kontrattan 14 tanesini satarak 26 kontrat tutması gereklidir. Çünkü 26 kontrat 0.75 deltaya göre yaklaşık 2000 onsluk altının satma hakkını içerir ($100/75=1.3$; $1.3 \times 20=26$; $40-26 = 14$ kontrat)

Yukarıda açıklanan delta ve dinamik hedging kavramı call opsiyonları için de aynı şekilde geçerlidir.

Genel olarak opsiyonlar in the money duruma geldikçe deltaları artar, out of the money duruma gittikçe deltaları azalır diyebiliriz. Bu artış ve azalışa bağlı olarak hedge yapmak isteyen tüccarlar elindeki kontrat sayısını devamlı olarak değiştirirler

Opsiyonlarla hedge yapmak vadeli kontratlarla hedge yapmaktan biraz daha komplike olmasına rağmen bir çok hedge yapan şirket, opsiyonları tercih etmektedir. Bunun başlıca nedeni de opsiyonları sanki bir sigorta aracı gibi görüp, o korumaları belli bir prim karşılığında alarak vadeli kontratların aksine teminat azalmalarının ve teminat çağrılarının getirdiği olası aşırı nakit akışına maruz kalmamak içindir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

V) DÜNYADAKİ ÖNEMLİ ALTIN VADELİ İŞLEM BORSALARI VE KONTRAT ÖZELLİKLERİ

1 Ocak 1975 tarihi altın piyasası için çok önemlidir. Bu tarihte, ABD'de altının özel kesimin elinde bulunmasını yasaklayan yasal düzenleme kaldırılmıştır. Yeni uygulamanın hemen etkisi görülmüş ve Ocak 1975'te ABD'de bulunan beş Emtia Borsası, bünyelerinde Altına Dayalı Vadeli İşlemlere başlamışlardır.

Bunlar COMEX, NYMEX, Uluslararası Para Piyasası (IMM), The Mid America Exchange ve CBOT'tur. Zaman içinde Altın Vadeli İşlemlerinin en yoğun yapıldığı yer olarak COMEX ön plana çıkmaya başlamıştır. Bugün dünyada en önemli Altın Vadeli İşlem Piyasası COMEX bünyesinde bulunmaktadır.

TOCOM da önemli Altın Vadeli İşlem Piyasasına sahip bir borsadır ancak TOCOM'un çoğunlukla Japonya odaklı çalıştığı, uluslararası arenada ise COMEX kadar işlem hacmine sahip olmadığı görülmektedir. COMEX'e işlem hacmi bakımından en büyük rakibin Brezilya'da bulunan Borsa Merchantile Et De Futuros Borsası bünyesinde 1986 yılından bu yana faaliyet gösteren Altına Dayalı Vadeli İşlem Piyasası olduğu görülmektedir. Ancak bu Piyasada sadece 250 gr.'lık Altın Vadeli işlem sözleşmelerinin yapılıyor olması yüzünden, Piyasa uluslararası düzeyde kabul görmemektedir. Aşağıda dünyadaki önemli Altın Vadeli İşlem Piyasaları ve kontrat özellikleri hakkında özet bilgiler bulunmaktadır;

A) COMEX.

İşlem Saatleri: New York saatine göre, 9:00-14:30

İşlem Sembolü: GC

İşlem Birimi ve Saflığı: COMEX tarafından onaylanmış olan bir rafinerinin mührünü taşımak şartı ile, 995 saflıktan az olmamak üzere, 100 troy ons (%5 ±)'luk döküm külçe ya da üç adet 1 kg.'lık döküm külçe.

İşlem Ayları: İçinde bulunulan takvim ayı ve gelecek ikinci takvim ayı; içinde bulunulan aydan başlayan 23 aylık periyotluk dilim içindeki her Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim, Aralık ayları.

Teslimat: Ay içindeki son işlem günü

İlk Bildirim Günü: Vadenin dolduğu aydan bir önceki ayın son iş günüdür. Örneğin, Nisan 1985 teslimatı için ilk bildirim günü 29 Marttır.

Son Bildirim Günü: Vadenin dolduğu ayın sondan ikinci iş günüdür. Örneğin, Nisan 1985 teslimatı için son uyarı günü 29 Nisandır.

Son İşlem Günü: Vadenin bittiği ayın sondan üçüncü iş günüdür. Örneğin, Nisan 1985 teslimatı için son işlem günü 26 Nisandır.

Fiyat Katsayısı: Troy ons başına 10 senttir. Kontrat başına 10 ABD Dolarına tekabül etmektedir.

B) CHİCAGOTİCARET KURULU (CBOT)

İşlem Birimi: Bir kilogram (32.15 troy ons).

İşlem Görecek Altın: CBOT tarafından onaylanan bir rafineri markasını taşıyan bir kilogramlık ve 995 saflıkta olan bir altın külçe.

Rayiç Fiyat: Troy ons başına Dolar ve sent.

Teslimat Yöntemi: CBOT tarafından onaylanmış olan Chicago ya da New York şehirlerinde bulunan depolar tarafından verilecek olan kasa makbuzu.

Fiyat Adımı: Troy ons başına 10 sent (Kontrat başına 3.22 ABD Dolar)

Günlük Fiyat Sınırları: Bir önceki günün uzlaşma fiyatının ons başına 50 ABD Doları altı ya da üstü (Kontrat başına 1,607 ABD Doları).

Sözleşme Ayları: İçinde bulunulan ay ve bu ayı takip eden iki takvim ayı. Buna ek olarak Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim, Aralık.

İşlem Saatleri: Chicago saatine göre, 7:20-13:40

Son İşlem Günü: Kontratın vadesinin dolduğu ayın sondan üçüncü iş günüdür.

Sembol: Ki

C) CHICAGO TİCARET KURULU (CBOT)

100-Ons Altın Vadeli İşlemleri

İşlem Birimi: 100 troy ons

İşlem Görecek Altın: 995 saflıktan az olmamak üzere, 100 troy ons (%5 ±)'luk rafine döküm külçe ya da üç adet 1 kg.'lık rafine döküm külçe.

Rayiç Fiyat: Troy ons başına Dolar ve sent.

Teslimat Yöntemi: CBOT tarafından onaylanmış olan Chicago ya da New York şehirlerinde bulunan depolar tarafından verilecek olan kasa makbuzu.

Fiyat Adımı: Troy ons başına 10 sent ya da kontrat başına 10 ABD Doları

Günlük Fiyat Sınırları: Troy ons başına 50 ABD Doları ya da kontrat başına 5,000 ABD Doları.

Sözleşme Ayları: içinde bulunulan ay ve bu ayı takip eden iki takvim ayı. Buna ek olarak Şubat, Nisan, Haziran, Ağustos, Ekim, Aralık.

İşlem Saatleri: Chicago saatine göre, 7:20-13:40. Akşam işlem saatleri 17:00*20:30 (Merkezi Standart Saate göre), Pazar gününden Perşembe gününe kadar.

Son İşlem Günü: Kontratın vadesinin dolduğu ayın sondan üçüncü iş günüdür.

Sembol: Ki

D) THE MID AMERICA EXCHANGE

İşlem Birimi: 33.2 troy ons

İşlem Görecekt Altın: Borsa tarafından onaylanan bir rafineri markasını taşıyan kontrat ağırlığının %10 ± ağırlığında olan ve 995 saf lıkta olan 1 altın külçe.

Teslimat: Borsa tarafından onaylanmış olan depolar tarafından verilecek olan kasa makbuzunun teslimatı ile yapılacaktır

Minimum Fiyat Hareketi: Troy ons başına 10 sent ya da kontrat başına 3.32 ABD Doları.

İşlem Ayları: Bütün Aylar.

İşlem Saatleri: Chicago saatine göre, 7:20-13:40.

Sembol: XK

E) TOCOM

Standart Safılık: 99.99 saflıkta altın külçe.

Sözleşme Büyüklüğü: 1 kilogram.

İşlem Saatleri: Tokyo saatine göre 9:10-11.30, 13:10-15:45.

İşlem Ayları: İçinde bulunulan ay ya da gelecek tek ay ile, çift ayların tümü.

İçinde Bulunulan Ay İçinde Son İşlem Günü: Teslimat günü öncesindeki sondan üçüncü iş günü.

Teslimat Günü: Teslimat kontrat ayının son gününe kadar yapılır. Eğer kontrat ayının son günü tatile denk gelirse, teslimat tatilin bitimini takip eden iş gününde yapılır.

İşlem Esası: Alım ve satım emirleri ihale yöntemi ile belli bir fiyatta birbirlerini karşıladıkları zaman, Borsa görevlileri bu fiyatın tek resmi fiyat olduğu karar vererek bunu çanı çalarak duyururlar.

Fiyat Dalgalanma Limitleri: Borsa Kurulunun bir önceki günün kapanış fiyatına dayanarak belirlediği fiyat dışında kalan günlük fiyatlara aşağıda belirtilmiş aralıklar dışında izin verilmez. Buna karşın içinde bulunulan ayın ilk işlem gününden başlayarak 15 inci işlem gününden sonraki günler için bir sınırlama uygulanmaz.

Gram başına fiyat

1600 yenden az ise	80 yen
1600 yenden- 2100 yene kadar	110 yen
2100 yenden- 2600 yene kadar	140 yen
2600 yenden fazla ise	170 yen

Teslimat Yeri: Prensi olarak teslimat, Borsanın yetkilendirdiği depolarda gerçekleşir.

Teslimat Esası: Kural olarak teslimat, depo makbuzunun devredilmesi ile yapılır

Teslimatta İzin Verilen Ağırlık: Emtiyanın teslimatında izin verilen minimum ve maksimum ağırlık Borsa tarafından belirlenecektir

Günlük Netleştirme: Borsa, işlem görmekte olan tüm sözleşmeleri her gün, o günün kapanış fiyatına göre yeniden fiyatlandırılır Bu yeniden fiyatlandırma sürecinin sonunda karlar üyelere verilir ve zararlar ise üyelere alınır

Sürdürme Teminatı: Borsa, üyelere sadece üyelik aidatı ve başlangıç teminatı istemez bunların yanında Borsa tarafından sürdürme teminatı da istenmektedir

F) HONG KONG VADELİ İŞLEMLER BORSASI

Standart Saflık: 99.5 saflık derecesinde rafine edilmiş altın.

Sözleşme Büyüklüğü: 100 troy ons.

İşlem Saatleri: Hong Kong saatine göre 9:00-12:00, 14:30-17:30.

Teslimat Ayları: Çift aylar, içinde bulunulan ay ve takip eden iki ay.

Son İşlem Günü: İçinde bulunulan ay içinde teslimatı yapılacak sözleşmeler için son işlem günü bu ayın son günü sabah seansının bitimine kadardır.

Teslimatta Kullanılabilecek Külçeler: 100 troy ons, 50 troy ons ve 1 kilogram ağırlığındaki külçelerdir.

Kullanılan Para Birimi: ABD Doları.

Minimum Fiyat Dalgalanması: Ons başına 10 sent.

Teslimat Yeri: Hong Kong.

Fiyat Adımı: 10 ABD Doları.

Günlük Fiyat Limitleri: 40 ABD Doları. İçinde bulunulan ay için bir limit uygulanmaz.

G) SİNGAPUR ULUSLARARASI PARA BORSASI LTD.

Sözleşme Büyüklüğü: 100 troy ons.

Sembol: GD.

İşlem Saatleri: Singapur saatine göre 9:30-15:15.

Sözleşme Ayları: Şubat, Mart, Nisan, Haziran, Ağustos, Eylül, Ekim ve Aralık.

Son İşlem Günü: Teslimat ayının sondan beşinci iş günüdür.

Teslimat: Fiziki teslimat.

Kullanılan Para Birimi: ABD Doları.

Minimum Fiyat Dalgalanması: Ons başına 0.10 ABD Doları.

Teslimat Tarihi: Sözleşme ayının ilk iş gününden son iş gününe kadardır.

Günlük Fiyat Limitleri: 250 Tick (Ons başına 25 ABD Doları)

H) BORSA MERCANTILE & DE FUTURO SPARCA ANTONIO PRADO (BREZİLYA)

Sözleşme Büyüklüğü: 250 gram.

İşlem Saatleri: Sao Paulo saatine göre 10:00-16:30.

Teslimat Aylan: Çift aylar.

Minimum Fiyat Dalgalanması: Gram başına 0.10 Cruzado.

VI) VADELİ PİYASALAR VE İŞLEMLERDE TEMEL TERİMLER

Açık Pozisyon: Herhangi bir anda Vadeli Piyasalarda kapatılmamış uzun veya kısa pozisyonların adedi açık pozisyon olarak tanımlanır

Altın Külçe Svapı: Aynı anda Spot Altın Piyasasında yapılan satış ile Vadeli Piyasada yapılan eşit ağırlıkta alıştan oluşur.

Amerikan Tipi Opsiyon: Vade sonu tarihine kadar ve vade sonu tarihi de dahil olmak üzere istenildiği herhangi bir zamanda kullanımı mümkün olan opsiyon türü.

Avrupa Tipi Opsiyon: Sadece vade sonunda kullanılabilen opsiyon tipidir.

Arbitrage: Fiyat farklılıklarından yararlanmak üzere aynı mal ya da finansal ürünlerin spot veya vadeli piyasalarda aynı ya da farklı pazarlarda alınıp satılması.

Backwardation: Vadeli işlem Sözleşmeleri fiyatları ile Spot Piyasa fiyatları arasında olması gereken taşıma maliyeti farkının göz ardı edilerek Spot Piyasa fiyatının Vadeli İşlem Sözleşmesi fiyatından fazla olması durumudur. Bu durum kısa vadedeki talebin uzun vadedeki talepten fazla olduğu zamanlarda ortaya çıkar.

Basis (Baz): Spot Altın Piyasası fiyatı ile Vadeli İşlemler Piyasası fiyatı arasındaki farka basis (baz) denir. Spot Altın Piyasasındaki fiyat değişimi ile Vadeli İşlemler Piyasası fiyat değişimi birebir aynı ise basis (baz) sabittir. Ancak Spot Altın Piyasası fiyatı ile Vadeli İşlem fiyatı birebir hareket etmiyorsa o zaman basis (baz) riski var demektir. Dolayısıyla iyi bir hedge için Spot Altın Piyasası ve Vadeli İşlemler Piyasası fiyatları arasında korelasyonun yüksek olması gerekmektedir.

Basis Point: Bir malın ya da finansal ürünün peşin fiyatıyla vadeli fiyatın arasındaki fark.

Basis Risk: Aynı malın değişik vadelerdeki fiyatı arasındaki baz puanının değişme riski.

Bearish Investor: Fiyatlarda düşme bekleyen tüccar.

Bear Market: Fiyatlarda düşme bekleyenlerin oluşturduğu piyasa kesiti.

Bid: Alış. Alıcının razı olduğu fiyat. Almak.

Bull: Fiyatlarda çıkış bekleyen tüccar.

Bull Market: Fiyatlarda çıkış bekleyen tüccarların oluşturduğu piyasa kesiti.

Call Opsiyonu: Opsiyonu alan tarafa, opsiyon sözleşmesine konu değeri, önceden belirlemiş fiyattan belirli bir zamanda veya belirli bir süre boyunca alma hakkını veren opsiyon sözleşmesi.

Contango Piyasa: Taşıma maliyetleri nedeni ile Vadeli işlem Sözleşmesinin fiyatının Spot Piyasadan fazla olduğu piyasalardır

Çok Fiyat Yöntemi: Girilen emirlerin fiyat ve zaman önceliği kuralına göre teker teker karşılaştırılması yolu ile işlemlerin gerçekleştirilmesidir.

Cash Market: Fiziki mal pazarı. Bu pazarlar merkezi olmayan yerel pazarlardır.

Cash Settlement: Vadeli kontratların veya opsiyon kontratlarının kapatılması.

Clearing: Takas işlemi. Alıcı ve satıcının hesaplarının birbirlerine karşı kapatılması.

Clearing House: Takas Bankası.

Close Out: Açık olan pozisyonun kapatılması.

Commodity Futures Trading Commission (CFTC): Amerika'da vadeli işlemler piyasasını denetleyen ve kanunları yapan kurul.

Contract: Mal veya finansal ürünler üzerine yazılan alım-satım mukavelesi.

Convergence: Aynı malın değişik vadeli fiyatlarının birbirine yaklaşması.

Cost of Carry: Taşıma ve saklama maliyeti.

COT (Commitments of Traders) Report: Günlük açıklanan ve pozisyonların kaç tane tutulduğunu gösteren önemli rapor.

Durum Bildirim Günü: Teslimat vadesinden önceki altıncı iş günü durum bildirim günü olarak adlandırılır

Day Order: Gün sonuna kadar geçerli olan emir.

Day Trading: Gün içinde alıp satmayla yapılan işlemler.

Delta: Vadeli kontrattaki fiyat değişiminin opsiyonun fiyatında yarattığı değişim oranı.

Delivery y: Futures kontratıyla alım yapan kişinin pozisyonunu son işlem gününden önce kapatmamasını takiben bir satıcıyla eşleştirilerek satış öncesi alıcıya depo makbuzunun verilmesi.

Delivery Month: Bir futures kontratının ilgili olduğu malin teslimat zamanını belirleyen ay.

Fiyat Önceliği Kuralı: Üyelerin alım-satım emirleri karşılanırken alım işlemlerinde daha yüksek fiyatlı emrin, satım işlemlerinde ise daha düşük fiyatlı emrin diğer emirlere göre öncelikli olmasıdır

Fiziki Teslimat: Vade sonunda pozisyonun kapatılması yerine ürünün teslim edilmesi ya da teslim alınması işlemidir

Forvvard: Over-the-counter (tezgah üstü) bir anlaşma olup, alıcısı ve satıcısına belli bir ürünün, önceden kararlaştırılan fiyattan ileri bir tarihte teslimatını öngören işlemlerdir.

Fiil or Kill Order: Hemen yerine getirilmesi gereken aksi durumda iptal edilecek emir turu.

Floor Trader: Pit içinde kendi hesabına alım satım yapan tüccar

Floor Broker: Pit içinde başkalarının emirlerini yerine getiren tüccar.

Forced Liquidation: Teminat çağrısına cevap vermeyen müşterinin pozisyonunun broker tarafından otomatik olarak piyasa fiyatından kapatılması.

Fundamental Analysis: Temel analiz. Arz ve talep gibi temel bilgileri kullanarak gelecekteki fiyat hareketlerini tahmin etme yöntemi.

Futures Commission Merchant: Vade piyasalarda işlem yapan aracı kurum.

Futures Contract: Vadeli işlem kontratı. Belli bir malın gelecekte yapılması gereken teslimatı bugünden belirlenen bir fiyat üzerinden alınıp satılmasını sağlayan kontrat.

Günlük İşlem: Bir yatırımcının gün içinde aldığı bir pozisyonu yine aynı gün ters pozisyon olarak kapatmasıdır

Günlük Kar: Üyenin yaptığı işlemlerden ve açık pozisyonlarından kaynaklanan kar/zarar tutarını göstermektedir. Gün sonu uzlaşma fiyatı baz alınarak hesaplanır

Günlük Netleştirme (Mark to Market): Gün sonunda oluşan kapanış fiyatına göre marjin hesap bakiyelerinin yeniden düzenlemesidir.

Gama: Opsiyonun ilgili olduğu malın fiyatındaki değişimin delta-daki değişimi.

Good Till Cancelled: Emir iptal edilene kadar çalışan emir turu.

Hedging: Ters yöndeki fiyat hareketlerinden korunmak amacıyla mevcut pozisyona ters başka bir pozisyon alarak fiyat riskinden korunma işlemi.

Hedge Ratio: Opsiyonlar aracılığıyla hedge işlemi yapacak olan tüccarın kaç kotrat alması veya satmasını belirleyen oran. Bu oran delta ile ölçülür.

İptal Edilene Kadar Geçerli Emir: Bu emir türünün özelliği emri veren tarafından iptal edilene kadar geçerli limitli bir emir olmasıdır.

Implied Volatility: Opsiyonun bugünkü fiyatına göre çeşitli hesaplamalarla bulunan ve piyasa tarafınca gelecekte beklenen fiyat değişkenlik oranı.

In The Money: Kardaki opsiyon.

Intercommodity Spread: Değişik fakat birbirleriyle ilintili iki mal arasındaki fiyat farkından yararlanma işlemi.

Intracommodity Spread: Aynı malın değişik vadelerdeki fiyat farkı.

Intrinsic Value: Bir Opsiyonun kullanım fiyatının ilgili olduğu malın fiyatıyla arasındaki fark. Call opsiyonunda kullanım fiyatı piyasa fiyatının altındaysa "intrinsic value" aradaki fark kadar üstünde ise 0 olur. Put opsiyonunda ise kullanım fiyatı ilgili olduğu malın değerinden yüksekse "intrinsic value" aradaki fark kadar düşüktür, 0 olur.

Inverted Market: Uzun vadedeki fiyatların kısa vadelerden daha fazla olduğu piyasa durumu.

Kalan İptal Et Emri: Kalanı iptal et emri, belirli bir fiyattan işlemin o anki fiyatlardan tümünün gerçekleşmemesi durumunda tümünün, bir kısmının gerçekleşmesi durumunda kalan kısmının iptal edildiği emir türüdür.

Kayıp Telafi Emri: Limitli emirden sonra uluslararası piyasalarda en çok kullanılan emir türü kayıp telafi emridir. Bu emir türü genelde varolan bir pozisyonun zarar etmesini engellemek ya da mevcut karı korumak amacıyla kullanılır.

Kısa Pozisyon: Vadeli İşlem Sözleşmesi satarak sahip olunan kısa pozisyon, teslimat vadesinde, sözleşmenin konu olduğu malın işlem yapılan fiyat ve miktardan satılması ile yükümlü olmaktadır.

Komisyon: Üyenin yaptığı işlemlerden kaynaklanan komisyon tutarını gösterir.

Kurtaj: Üyelerin gerçekleştirmiş oldukları alım satım işlemleri üzerinden her üyenin ödeyeceği Borsa ücreti sözleşme başına 1.20 ABD Doları, takas ücretleri için Takas Merkezi'ne ödenmesi gereken takas ücreti ise sözleşme başına 0.30 ABD Dolarıdır. Piyasa üyelerinin müşteri adına gerçekleştirmiş oldukları işlemler karşılığında müşterilerinden alabilecekleri azami komisyon oranı ise binde bir olarak tespit edilmiştir.

Limitli Emir: Verilen emirlerde fiyat, sözleşme sayısı ve işlem tarihinin belirtilmesi durumunda bu tür emirler limitli emir olarak adlandırılır.

Likidasyon: Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmelerinin kapatılmasıdır

Likit Piyasa: İşlem hacminin ve açık pozisyon miktarının fazla olduğu piyasalardır.

Long Hedge: Vadeli piyasalarda alım yapma suretiyle koruma yapmak.

Minimum Fiyat Hareketi: Bir Vadeli İşlem Sözleşmesi fiyatının artabileceği ya da azalabileceği en az miktardır. Bu miktar Borsalar tarafından belirlenir.

Maintenance Margin: Bir pozisyonu teminat çağrısı yapılmaksızın tutabilmek için hesapta bulunması gereken para.

Margin Call: Teminat çağrısı. Pozisyon aldıktan sonra yapılan zararla yüzünden başlangıç teminatının belli bir seviyenin altına düşmesiyle müşteriden ek para istenmesi.

Marking to Market: Vadeli işlemler borsalarında alınan pozisyonların her günün kapanış fiyatına göre günlük olarak tekrar muhasebeleştirilmesi.

MİT Order: "Market If Touched" emri. Belli bir fiyata ulaştığı zaman sadece o seviyede yapılması gereken işlemin emri.

NFA (National Futures Association): Amerikan vadeli işlemler piyasalarının denetlenmesini yürüten ve piyasa katılımcılarının oluşturduğu kurum.

Nakdi Uzlaşma: Vade Sonunda Vadeli İşlem Sözleşmesine konu olan ürünün fiziki teslimatı yerine tarafların yükümlülüklerini nakit olarak yerine getirmeleridir.

Net Bakiye: Üyenin gün sonundaki net alacağını veya borcunu gösterir.

Option: Belli miktardaki finansal malın ya da ürünün belli bir vadeye kadar, önceden belirlenmiş bir fiyattan alma hakkı ya da satma hakkını veren kontrat.

Open Interest: Pozisyon olarak ters işlemle kapatılmamış pozisyon sayısı.

Open Outcry: Sesle yapılan işlemler.

Out Trade: Takas bankasınca bir başka işlemle eşleşmediği için iptal edilen işlem.

Option Writer: Opsiyon sözleşmesini prim karşılığında satan taraf.

Out Of The Money: Zarardaki opsiyon. "Intrinsic value" O olan Opsiyon.

Önceki Sürdürme Teminatı: Bir önceki gün sonunda sahip olunan pozisyon esas alınarak ilgili günün uzlaşma fiyatına göre hesaplanan sürdürme teminatı tutarını gösterir

Parity: Bir malın ya da finansal ürünün değerinin başka bir mala veya finansal değere karşı olan değeri.

Position Limit: Bir tüccarın sahip olabileceği azami kontrat sayısı.

Price Limit: Borsaca belirlenen ve bir kontrat fiyatının daha yukarısına veya altına gitmeyecek olan fiyat sınırı.

Put Option: Belli miktardaki malı belli bir fiyattan belli bir vadeye kadar olan zaman içerisinde elinde tuttuğu satma hakkı.

Piyasa Yapıcılık (Market-Making): Piyasadaki fiyat istikrarını korumak, piyasaya derinlik ve likidite sağlamak amacıyla, Piyasa Yapıcı olarak tanımlanan bir Borsa üyesinin, seans saatlerinde çift taraflı emirler vererek kendi nam ve hesabına işlem yapmasıdır

Pozisyon Almak: Vadeli İşlem Piyasalarında alım ya da satım işlemi yaparak Vadeli İşlem Sözleşmelerine taraf olmak pozisyon almak demektir.

Pozisyon Kapatmak: Uzun veya kısa pozisyon olarak açık pozisyon sahibi olan taraf vadeden önce pozisyonunu kapatmak isterse; kısa pozisyon sahibi alış, uzun pozisyon sahibi ise satış işlemi yaparak pozisyonunu kapatır.

Pozisyon Limitleri: Piyasada alınabilecek sözleşme adedi müşteri bazında ve piyasa üyesi bazında ayrı ayrı Borsa tarafından belirlenmiştir.

Scalper: Borsada küçük lehine giden küçük fiyat hareketlerinden yararlanan tüccar.

Series 3: Amerika'da aracılık hizmetleri yapmak için alınması zorunlu olan sertifika.

Short Hedge: Fiyatların düşmesinden endişelendiği için satış yoluyla yapılan hedge işlemi.

Settlement: Seans sonunda bir malın kapanış değerinin belirlenmesi.

Spread: iki vadeli kontrat veya opsiyon kontratının arasındaki fiyat farkı.

Strike Price: Opsiyonun kullanım fiyatı.

Serbest Fiyatlı Emir: Serbest fiyatlı emir alış ya da satışın herhangi bir fiyatla sınırlandırılmadığı, o an için varolan en iyi alım ya da satım fiyatından işlem yapma hakkının tanındığı emir türüdür

Spekülasyon: Fiyatlardaki beklenti yönünde kar amaçlı pozisyon alma sanatıdır

Spread: Aynı anda iki ya da daha fazla sözleşme ile ters pozisyon almakla yapılır Ters pozisyonlar, farklı Borsa, farklı ürün ve farklı vadelerde alınabilir.

Sürdürme Teminat Farkı: Üyelerin aldığı pozisyonların asgari teminatın altına düşmesi halinde ilave bakiye için gerekli olan teminat seviyesi.

Ticker: Bir malın ya da finansal ürünün asgari fiyat değişimi.

Time Value: Opsiyonun zaman değeri. Başbaşa opsiyonlarda kullanım fiyatıyla ilgili olan malın ya da finansal ürünün piyasa fiyatı arasında fark yoktur. Bu durumdaki bir opsiyonun fiyatı sadece zaman değerini ve volatilitiyi kapsar.

Taşıma Maliyeti: Emtianın fiziki olarak belirli bir zaman süresince saklanması sırasında ortaya çıkan toplam maliyettir Depolama, sigorta, fırsat maliyeti ve faiz maliyetlerini içerir.

Teminat: Vadeli Piyasaların en büyük özelliği küçük oranlarda teminat alınarak büyük tutarlarda işlem yapabilme serbestisinin sağlanmasıdır. Bu serbesti finansal piyasalarda "kaldıraç etkisi" olarak tanımlanır. Üyelerin Vadeli İşlem yapmalarından kaynaklanan riskler, alıcı için satıcı, satıcı içinse alıcı konumunda sorumluluk olması sebebiyle Borsa Takas Merkezi tarafından üstlenilmektedir. Borsa Takas Merkezi üstlendiği bu riskleri üyelerden aldığı teminatlar ara-

cılığıyla ortadan kaldırır. Borsada işlem yapacak piyasa üyelerinden başlangıç ve sürdürme teminatı olmak üzere iki tür teminat yatırımları istenir.

a. Başlangıç Teminatı: Borsa tarafından işlem yapabilmek için verilmesi gereken asgari teminat miktarını ifade eder.

b. Sürdürme Teminatı: Üyenin aldığı pozisyonların değer kaybetmesi riskine karşı bulundurulması gereken asgari teminat miktarını ifade eder.

Teminat Tamamlama Çağrısı (Margin Call): Vadeli işlem Sözleşmesi fiyatının, yatırımcının aldığı pozisyonun aleyhine gelişmesi durumunda yatırımcının belirlenmiş olan teminat tutarının altında kalması nedeniyle yatırımcıya ek teminat yatırması için yapılan çağrıdır.

Teslimat: Vadesi gelen sözleşmelerin teslimat! ilgili ayın son üç iş günü içerisinde gerçekleştirilir.

Teslimat Primi: Uzun pozisyon sahibi üyelerin kısa pozisyon sahibi üyelere yükümlü oldukları takas bedeliyle birlikte ödemek zorunda oldukları primi ifade eder.

Teslimat Raporları: Durum bildirim gününde ilgili takas üyelerine iletilerek kısa pozisyon sahibi olanlara ilgili vadede teslim etmekle yükümlü oldukları fiziki altın miktarı, uzun pozisyon sahibi olanlara da alacaklı oldukları fiziki altın miktarı bildirilir.

Trend: Fiyat hareketinin yönüdür.

Uncovered Option: ilgili olduğu mala veya finansal ürüne sahip olmayan bir tüccarın sattığı call ya da put opsiyonu.

Uzlaşma Fiyatı: ilgili seansta gerçekleşen tüm işlemlerin ağırlıklı ortalama fiyatıdır

Uzun Pozisyon: Vadeli İşlem Sözleşmesini satın almakla sahip olunan uzun pozisyon, teslimat vadesinde sözleşmenin konu olduğu malın işlem yapılan fiyat ve miktardan satın alınması ile yükümlü olmaktır.

Üye Günlük Durum Raporu (Üye Bazında): Üyenin işlemlerinden ve gün sonundaki pozisyon durumundan kaynaklanan kar-zarar, sürdürme teminatı alacak veya borcu ile ödeyeceği komisyonları gösterir.

Üye Günlük Durum Raporu (Takas Üyesi Bazında): Bir A grubu Takas üyesinin, kendi portföyü ve müşterilerinin işlemlerinin, kendisine bağlı B grubu Takas üyelerinin müşteri işlemlerinin, kendisine bağlı piyasa üyelerinin işlemlerinin portföy ve müşteri bazındaki durum raporlarının bir arada gösterildiği raporlardır

Üye İşlem Defteri: Gün içinde gerçekleşen üye işlemlerinin portföy ve müşteri bazında fiyatlarının, miktarlarının, işlem hacimlerinin, işlem yapılan karşı üyelerin ve komisyon tutarlarının dökümünü göstermektedir.

Üye Yükümlülük Raporu: Üyenin işlem yaptığı vadedeki nakit ve altın borç ve alacak tutarlarını göstermektedir

Variation Margin: Teminatını tamamlamak için gönderilen ek para miktarının toplamı.

Volatiliy: Bir malın ya da finansal ürünün fiyatındaki değişim oranı. Standart sapma yöntemiyle hesaplanan fiyat dalgalanma oranı.

Vadeli İşlem: Vadeli işlem, nitelikleri belirlenmiş standart bir ma-

lin, bugünkü fiyat üzerinden ilerideki bir tarihte teslimini kayda bağlayan sözleşmelerin alınıp satılması demektir Bu sözleşmelerin, teslimat tarihi, fiyatı, miktarı standart normlara göre önceden, bir başka deyişle sözleşme yapılırken hükme bağlanmaktadır.

Yeni Sürdürme Teminatı: Netleştirme yapılacak gün sonundaki pozisyon durumuna göre ilgili günkü uzlaşma fiyatı baz alınarak hesaplanan sürdürme teminatı tutarını gösterir

Zaman Önceliği Kuralı: Üye emirleri karşılanırken emirler arasında fiyat eşitliği olması durumunda sisteme daha önce girilen emrin öncelikli olarak karşılanmasıdır

VII) İSTANBUL ALTIN BORSASI VADELİ İŞLEMLER VE OPSİYON PİYASASI YÖNETMELİĞİ

BİRİNCİ BÖLÜM

GENEL HÜKÜMLER

Amaç

Madde 1- Bu Yönetmeliğin amacı, İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası'nda işlem görecekt altına ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile bu sözleşmelerin işlem esaslarını, Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası'na üyelik şartlarını belirlemek ve bu sözleşmelerin güven ve istikrar içinde serbest rekabet şartları altında alım satımının yapılmasını sağlamaktır

Dayanak

Madde 2- Bu Yönetmelik 3794 sayılı Kanun ile değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 22'nci maddesine dayanılarak çıkarılmıştır

Kısaltmalar

Madde 3- Bu Yönetmelik'de geçen ;

SPK : Sermaye Piyasası Kurulu'nu,

İAB : İstanbul Altın Borsası'nı,

İMKB Kanun : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nı,
3794 Sayılı Kanun ile değişik 2499
sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nu,
Yönetmelik Piyasa Üyesi : İstanbul Altın Borsası Yönetmeliği'ni,
İstanbul Altın
Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon
Piyasası Üyesi'ni,

ifade eder.

Sözleşmelerin İhdası

Madde 4- Borsada altına ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ihdas edilebilir. Sözleşmelerin özellikleri Borsa Yönetim Kurulunun önerisi ve SPK'nın onayıyla belirlenir.

Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasasına Üyelik Şartları

Madde 5- Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasasına üye olabilmek için aşağıdaki asgari şartların karşılanmış olması gerekir:

- a) İstanbul Altın Borsası veya İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na üye olmak,
- b) SPK'dan vadeli işlem sözleşmelerinin alım satımına aracılık yetki belgesi almış olmak,
- c) Borsa Yönetim Kurulu'nca piyasa üyeliğine karar verilmiş olmak.

Üyelik için Borsa Yönetim Kurulu SPK'nın onayını alarak ek koşullar getirebilir. Bu takdirde, bu koşullar Borsa Bülteni'nde ilan edilir.

İKİNCİ BÖLÜM

MÜŞTERİ EMİRLERİ

Müşteri Emirlerinin Veriliş Şekli

Madde 6- İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası'nda emirler esas olarak yazılı verilir Ancak piyasa üyeleri telefon ve diğer iletişim araçları ile verilecek emirleri, daha sonra yazılı hale dönüştürmek şartıyla kabul etme yetkisine sahiptir. Piyasa üyeleri müşteri emirlerini kısmen veya tamamen kabul etmeyebilirler. Ancak bu durumu müşterilerine hemen bildirmek zorundadırlar. Emri veren müşteri, emrin piyasaya intikalinden önce emri değiştirebilir veya geri alabilir. Müşteri, gerçekleşmemiş emirlerini iptal etme yetkisine sahiptir.

Üyenin şube, acenta veya irtibat bürolarına verilen emirler de üye-ye verilmiş sayılır.

Müşteri Emirlerinde Bulunması Gereken Hususlar

Madde 7- Müşteri emirlerinde;

- a. Emrin verildiği piyasa üyesinin unvanının,
- b. Emri verenin adı, soyadı, unvanı, adresi veya piyasa üyesi nezdindeki kod numarasının,
- c. Emrin alım emri mi, satım emri mi olduğunun,
- d. Emrin içerdiği sözleşme sayısının,

- e. Emre konu teşkil eden sözleşmenin vadesinin,
- f. Emrin türünün,
- g. Emrin verildiği yer, tarih, saat ve dakikanın, h. Emrin numarasının,
- i. Emrin işlem tarihinin, bulunması zorunludur.

Müşteri emirleri en az iki nüsha düzenlenir ve bir nüshası emri veren müşteriye verilir.

Emir Türleri

Madde 8- Müşteri, emirlerini aşağıda belirtilen emir türlerinden birini kullanarak verebilir.

a. Serbest Fiyatlı Emir:

Müşteri, verdiği emirde fiyatı belirleme konusunda üyeyi serbest bırakmak isterse, serbest fiyatlı emir verir. Bu tür emri alan piyasa üyesi fiyat konusunda müşteri çıkarımı gözetmek zorundadır

b. Limitli Emir:

Müşteri, verdiği emirde fiyat, sözleşme sayısı ve işlem tarihini belirlemek isterse, limitli emir verir. Bu tür emri alan piyasa üyesi fiyat, sözleşme sayısı ve işlem tarihine uymak zorundadır.

c. Beklemeli Emir:

Müşteri, verdiği emrin belli piyasa şartlarında geçerli olmasını istediği takdirde beklemeli emir verir. Beklemeli emir "Kayıp Telafi" ve "Fiyat Uygunsa" olmak üzere iki türüdür.

1. Kayıp Telafi: Alış kayıp telafi emri, piyasa fiyatının üzerinde verilir ve piyasa son işlem fiyatı bu fiyata ulaştığı takdirde emir işleme konur. Satış kayıp telafi emri, piyasa fiyatının altında verilir ve piyasa son işlem fiyatı bu fiyatla karşılaştığı takdirde emir işleme konur.

2. Fiyat Uygunsa: Alış fiyat uygunsa emri, piyasa fiyatının altında verilir ve piyasa son işlem fiyatı bu fiyatla karşılaştığı takdirde emir işleme konur. Satış fiyat uygunsa emri, piyasa fiyatının üzerinde verilir ve piyasa son işlem fiyatı bu fiyata ulaştığı takdirde emir işleme konur.

d. İptal Edilene Kadar Geçerli Emir:

Müşteri, verdiği emrin gerçekleşmemesi halinde, iptal edilene kadar geçerli olmasını isterse, iptal edilene kadar geçerli emir verir.

e. Açılış Emri:

Müşteri, verdiği emrin seansın Borsa Yönetim Kurulu tarafından belirlenen süresi içinde geçerli ve serbest fiyatlı olmasını isterse, açılış emri verir.

f. Kapanış Emri:

Müşteri, verdiği emrin seansın Borsa Yönetim Kurulu tarafından belirlenen süresi içinde geçerli ve serbest fiyatlı olmasını isterse, kapanış emri verir.

g. Kalanı İptal Et Emri:

Müşteri, verdiği emrin tümüyle uygun bir emir ile karşılaşmaması halinde, uygun olan kısmının gerçekleştirilmesini, kalan kısmının ise iptalini isterse, kalanı iptal et emri verir.

Fiyat Önceliği Kuralı

Madde 9- Borsaya intikal ettirilen emirler karşılanırken, daha düşük fiyatlı satım emirleri daha yüksek fiyatlı satım emirlerinden, daha yüksek fiyatlı alım emirleri daha düşük fiyatlı alım emirlerinden önce karşılanır.

Zaman Önceliği Kuralı

Madde 10- Borsaya intikal ettirilen emirler karşılanırken, fiyat eşitliği halinde, sisteme zaman açısından daha önce intikal ettirilen emirler önce karşılanır.

Müşteri Emirlerinin Önceliği Kuralı

Madde 11- Fiyat ve zaman öncelikleri açısından eşitliğin söz konusu olduğu durumlarda müşteri emirleri piyasa üyelerinin kendi nam ve hesaplarına verdikleri emirlerden önce karşılanır.

Müşteri Emirlerinin Sonuçlarının Müşterilere Bildirilmesi

Madde 12- Borsa seansı kapandıktan sonra, müşteri emirlerinin gerçekleşip gerçekleşmediği üyeler tarafından aynı gün müşterilere bildirilir.

Gerçekleşmeyen Müşteri Emirleri

Madde 13- Üyeler, gerçekleşmeyen müşteri emirlerini seansın bitiminden bir saat sonra ve aynı gün müşterilerine bildirmek zorundadırlar. Gerçekleşmeyen emirlerle ilgili olarak üyeler, seansın bitiminden itibaren en geç 24 saat zarfında müşteriden teslim aldıkları bedelleri iade ederler.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SÖZLEŞMELERİN ALIM SATIMI YOLUYLA ALINAN POZİSYONLAR VE SINIRLARI

Uzun Pozisyon

Madde 14- Vadeli işlem sözleşmesinin alımı yoluyla sahip olunan uzun pozisyon, sözleşmenin vadesi geldiğinde sözleşmenin dayandığı altının veya dövizin, sözleşmede belirtilen miktar ve fiyattan satın alınması ile yükümlü olmaktadır

Alım satıma konu olan opsiyon sözleşmesinin alım sözleşmesi olması durumunda, sözleşmenin alımı yoluyla sahip olunan uzun pozisyon, sözleşmenin vadesi geldiğinde sözleşmenin dayandığı altının veya dövizin, sözleşmede belirtilen miktar ve fiyattan satın alınması hakkına sahip olmaktadır Alım satıma konu olan opsiyon sözleşmesinin satım sözleşmesi olması durumunda sözleşmenin alımı yoluyla sahip olunan uzun pozisyon sözleşmesinin vadesi geldiğinde sözleşmenin dayandığı altın veya dövizin sözleşmede belirtilen miktar ve fiyattan satma hakkına sahip olmaktadır

Kısa Pozisyon

Madde 15- Vadeli işlem sözleşmesinin satımı yoluyla sahip olunan kısa pozisyon, sözleşmenin vadesi geldiğinde sözleşmenin dayandığı altın veya dövizin, sözleşmede belirtilen miktar veya fiyattan satılması ile yükümlü olmaktadır

Alım satıma konu olan opsiyon sözleşmesinin alım sözleşmesi olma-

sı durumunda, sözleşmenin satımı yoluyla sahip olunan kısa pozisyon, sözleşmenin vadesi geldiğinde sözleşmenin dayandığı altının veya dövizin, sözleşmede belirtilen miktar ve fiyattan satılması ile yükümlü olmaktadır Alım satım konu olan opsiyon sözleşmenin satım sözleşmesi olması durumunda sözleşmenin satımı yoluyla sahip olunan kısa pozisyon, sözleşmenin vadesi geldiğinde sözleşmenin dayandığı altın veya dövizin sözleşmede belirtilen miktar ve fiyattan alınması ile yükümlü olmaktadır

Ters İşlem Yoluyla Pozisyonun Netleştirilmesi Madde 16- Ters işlem, aynı vade özelliklerine sahip sözleşme türü bazında olmak kaydıyla, ilgili işlemin yapılabileceği son işlem gününe kadar uzun pozisyon karşısında kısa pozisyon, kısa pozisyon karşısında uzun pozisyon olarak pozisyonun netleştirme yoluyla tasfiyesidir.

Açık Pozisyon

Madde 17- Bu Yönetmelik'de belirtilen şekilde netleştirme yoluyla tasfiye edilmemiş pozisyonlar açık pozisyon sayılır

Pozisyon Sınırları

Madde 18- Her sözleşme türü bazında tüm teslimat vadelerinde veya aynı sözleşme türü bazında çeşitli teslimat vadelerinde toplam olarak sahip olunabilecek pozisyon üst sınırları Borsa Yönetim Kurulunca belirlenir

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

İŞLEM ESASLARI VE İŞLEM GÖRECEK VADELİ İŞLEM VE OPSİYON SÖZLEŞMELERİNİN ASGARİ UNSURLARI

İşlem Yöntemi

Madde 19- Alım satım işlemleri, üyelerin alım satım emirlerinin va de tarihine göre oluşan arz ve talebin, fiyat ve zaman önceliği kuralına göre karşılaştırılması sureti ile yürütülür Alım satımda "çok fiyat" yöntemi uygulanır. Çok fiyat yöntemi, verilen alım satım emirlerinin fiyat önceliği ve zaman önceliği kuralına uygun olarak teker teker karşılaştırılması ile elde edilen fiyatlarla alım satımın gerçekleştirilmesidir.

Çok Fiyat Yöntemine Göre İşlemlerin Yürütülmesi

Madde 20- Piyasa üyelerinin alış ve satış emirlerinin ve gerçekleşen işlemlerin ilgililerin izleyebileceği bir biçimde ekranda gösterilmesi esastır. Bunun şekli Borsa Yönetim Kurulunca belirlenir. Alım veya satım yapmak isteyen üye, alış veya satış emrini iletir veya daha önce başka bir üye tarafından iletilmiş olan bir satış emrini veya alış emrini tamamen veya kısmen satın alabilir yada satabilir. Üye daha önce verdiği ve bekleyen alış veya satış emirlerini değiştireceği gibi fiyat ve zaman önceliği kuralına uymak kaydıyla kendi emrini satın alabilir veya satabilir.

İşlem Görecek Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmelerinin Asgari Unsurları

Madde 21- Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin özellikleri, işlem yöntemleri ve söz konusu sözleşmelerin asgari unsurları, işlem dayanak teşkil eden aracın niteliğine göre, Borsa Yönetim Kurulu tarafından belirlenip, SPK'nın uygun görüşüyle saptanır Borsa Yönetim Kurulunun bu konudaki kararları ve değişiklikleri Borsa Bülteni'nde duyurulur. Söz konusu asgari unsurlar aşağıdadır

- a) **Sözleşmeye konu altın ve döviz :** Sözleşmeye dayanak teşkil eden altın ve döviz.
- b) **Sözleşmenin Tipi:** Vadeli işlemler ve opsiyon piyasalarında ilgili piyasa tarafından belirlenen alım satımı yapılabilecek vadeli işlem veya opsiyon sözleşmeleri.
- c) **Sözleşmenin Büyüklüğü:** Sözleşmeye konu altın ve dövizin minimum işlem miktarı.
- d) **Fiyat Aralığı:** Sözleşme türü bazında belirlenen sözleşme fiyatında bir defada gerçekleşebilecek en küçük fiyat hareketi.
- e) **İşlem Vadesi:** Sözleşmeye konu altın ve dövizin nakit uzlaşmasının veya fiziksel takasının yapılacağı zaman.
- f) **Teslim Şekli:** Vade sonunda sözleşmeye konu altın ve döviz bazında teslimatın fiziki olarak veya nakdi mutabakat yoluyla yapılması.
- g) **Son İşlem Tarihi:** Teslim gününden önce vadeli piyasada işlem yapılabilen son işgünü.
- h) **Teslim Tarihi:** Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmesi türü bazında,

sözleşmeye konu altın veya dövizin teslimatının veya nakti mutabakatının yapılacağı ilk ve son günler

i) Opsiyon Tipi : Opsiyon sözleşmesi ile tanınan hakkın kullanılabilceği süreye ilişkin iki yöntem söz konusudur. Opsiyon sözleşmesinin sadece vade sonunda kullanım hakkı tanınması durumunda Avrupa tipi, opsiyon sözleşmesi ile tanınan hakkın vade sonunda veya vade sonundan önceki herhangi bir tarihte kullanılması durumunda, Amerikan tipi sözleşme söz konusudur. Her iki yöntemden hangisinin geçerli olacağı sözleşmenin ihdası sırasında Borsa Yönetim Kurulu tarafından belirlenir.

Seans

Madde 22- Seans, Borsa yetkilisi tarafından verilecek bir işaret ile başlayıp, yine Borsa yetkilisi tarafından verilecek bir işaret ile biten işlemlerin yapıldığı süredir

Açılış Fiyatı

Madde 23- Seansta, ilgili vade için gerçekleşen ilk işlem fiyatı o vadenin seans açılış fiyatıdır

Uzlaşma Fiyatı

Madde 24- Takas işlemlerinde esas alınacak uzlaşma fiyatı, işlemlerin gerçekleştiği seansta Borsa Yönetim Kurulu'nca belirlenecek kapanış aralığındaki tüm işlemlerin ağırlıklı ortalama fiyatıdır

İşlemlerin Borsa Kaydına Alınması

Madde 25- Borsa'da alım satımı gerçekleştirilen her vadedeki sözleşmelerin fiyatları ve işlem miktarları Borsa kaydına alınır

Gerçekleşen İşlemlerin Belirlenmesi

Madde 26- Seansın bitiminde, üye ve hesap bazında teşekkül eden fiyatlar üzerinden gerçekleşen alım satım işlemleri sonucu her alıcının aldığı, her satıcının sattığı miktar ve tutar ile vadelere göre alınan uzun ve kısa pozisyonlar bordrolara dökülür Bordrolar ilgililer tarafından imzalanır ve ilgili üyelere bildirilir Bordrolarda teşekkül eden her bir vadeye ait alım satım fiyatları için ayrı ayrı olmak üzere bir üyenin alımlarının hangi üyelerin satışları ile karşılandığı gösterilir.

Söz konusu işlem bilgileri kesinleştikten sonra Takas Merkezine iletilir. Takas Merkezi, bu bilgilere göre teminatları güncelleştirir ve piyasa kapandıktan sonra takas üyelerine teminat güncelleştirme raporları yollar. Teminatların, piyasanın açılışından önce ödenmesi gerekir.

Teşekkül Eden Fiyatların İlanı

Madde 27- Borsada yapılan işlemler sonucunda, her vadede teşekkül eden fiyatlar ve bu fiyatlardan yapılan toplam işlem miktarları seans bitiminde ilan edilir. Borsa kaydına alınan her vadedeki fiyatlar Borsa Bülteni'nde "seans açılış fiyatı", "en düşük fiyat", "en yüksek fiyat" ve "seans uzlaşma fiyatı" olarak ilan edilir. Herhangi bir vadede veya tüm vadelerde o günkü seansta fiyat teşekkül etmemiş ise bu durum Borsa Bülteni'nde ilan edilir.

Para Birimi

Madde 28- Borsa'da alıcı ve satıcının talebine göre Türk Lirası veya Borsa Yönetim Kurulu tarafından belirlenen döviz cinsleri üzerinden alım satım yapılabilir.

Alım Satımın Geçici Olarak Durdurulması

Madde 29- Borsa Başkanı, aşağıdaki hallerden birinin varlığı halinde, alım satımı geçici olarak durdurulabilir:

- a) Alım satım için sağlıklı bir piyasa teşekkül etmesini önleyecek şekilde olağandışı fiyat ve/veya miktarda alım satım emirlerinin borsaya intikal etmesi,
- b) Seansın sağlıklı bir biçimde yürütülmesini engelleyen sair hallerin ortaya çıkması.

Borsa Başkanı, işlemlerin yeniden başlamasına aynı seans süresi içinde izin vermiş ise seans yeniden açılır.

Borsa Başkanı, alım satım işlemlerini en fazla 3 gün, Borsa Yönetim Kurulu ise 7 gün için durdurabilir.

Alım satım işlemlerinin geçici olarak durdurulduğu süre bir seans aşmışsa, alım satımın başlayacağı zaman Borsa Başkanı'nca belirlenir.

Alım satımın geçici olarak durdurulması halinde, bu durum Borsa Bülteni'nde duyurulur.

Teşekkül Eden Fiyatların ve Gerçekleşen İşlemlerin İptali

Madde 30- Aşağıdaki şartların varlığı halinde, Borsa Başkanı, bir veya daha fazla borsa üyesinin başvurusu üzerine ya da re'sen teşekkül eden fiyatları ve bu fiyatlar üzerinden gerçekleşen işlemleri iptal edebilir.

- a) Fiyat teşekkül etmesi ve gerçekleşen alım satım işlemlerinin belirlenmesi sırasında maddi hata yapılmışsa,

b) Alıcı ve satıcıların işbirliği ve birlikte hareketleri sonucunda piyasada yapay fiyat veya miktar hareketlerine neden olunduğu tespit edilmişse,

c) Bir üyenin, bir veya daha çok seans boyunca alım satım işlemlerinin gerçek piyasa değerini yansıtmayacak bir yapay fiyat teşekkül ettirilecek biçimde sürekli olarak bir önceki alım emrine göre daha yüksek fiyatlarda alım emirlerini veya sürekli olarak daha düşük fiyatlarda satım emirlerini Borsa'ya intikal ettirdiği belirlenmişse,

İptal kararları verildikleri günü izleyen ilk iş günü çıkan Borsa Bülteni'nde ilan edilir.

(b) ve (c) bendlerindeki hususların tespiti halinde, ilgili üye ve üyeler hakkında disiplin kovuşturması yapılır Konu ile ilgili olarak ortaya çıkacak zarar, ilgili üye veya üyelere tazmin ettirilir.

Kürtaj

Madde 31- Müşteriler tarafından piyasa üyelerine gerçekleşen işlemlerin tutarı üzerinden azami sınıın Borsa Yönetim Kurulu'nun önerisi üzerine, SPK tarafından onaylanan tarifeye göre "kürtaj" ödenir.

Borsa yetkili elemanları Borsa üyelerinin, ücret ve gider karşılıklarının düzenlemelere uygun olarak alınıp alınmadığını ve diğer hususlarda üyelerin defter ve kayıtlarını inceleme yetkisine sahiptirler.

BEŞİNCİ BÖLÜM

TAKAS MERKEZİ VE ÜYELİK

Takas Merkezi

Madde 32- Borsa'daki takas faaliyetleri, Takas Merkezi aracılığıyla gerçekleştirilir. Takas Merkezi Borsa bünyesinde olabileceği gibi, tamamen veya kısmen bir banka veya sadece takas işlemlerini yürüten bir takas kuruluşu da Takas Merkezi olarak görevlendirilebilir. Bu konuda düzenleme yapmaya ve karar vermeye SPK yetkilidir.

Borsada gerçekleştirilen işlemlerin takası Takas Merkezi üzerinden yapılmak zorundadır

Takas Üyeliği

Madde 33- Takas üyeleri, kendi adlarına veya takas üyesi olmayan piyasa üyeleri adına yaptıkları işlemlerini yerine getirmeyi taahhüt eden piyasa üyeleridir.

Takas üyeliğinin tesisi ve piyasa üyelerinden hangilerinin takas üyesi olacağı Borsa Yönetim Kurulu tarafından belirlenir ve SPK'nın onayına sunulur

Takas üyeleri Borsa Yönetim Kurulu'nca belirlenmesi ve SPK'ca onaylanması halinde teminat tesis etmekle yükümlüdürler. Bu teminatlar genel olarak belirlenebileceği gibi takas üyeleri bazında da belirlenebilir.

Takas üyesi olmayan piyasa üyeleri bir takas üyesi ile anlaşma yapmadan Borsada işlem yapamazlar. Anlaşma yapılan takas üyesi ilgili piyasa üyesinin yaptığı takas işlemlerinden sorumludur

Takas Üyeliğinin Sona Ermesi

Madde 34- Takas üyesi, Borsa Yönetim Kurulu'nun onaylaması şartıyla takas üyeliğinden ayrılabilir. Bunun için, Takas Merkezine olan borçlarının ödenmiş olması; müşterilere, piyasa üyelerine ve diğer takas üyelerine olan tüm yükümlülüklerinin yerine getirilmiş olması gerekir

Aşağıdaki hallerden birinin mevcudiyeti halinde, Borsa Yönetim Kurulu takas üyesinin üyeliğinin sona ermesine, açık pozisyonların kapatılmasına, ilgili piyasa üyesinin onayıyla açık pozisyonların başka bir takas üyesine devrine, banka garantisi istemeye ve teminat olarak tutulan kıymetlerin kullanılması durumlarından birine karar verebilir:

- a) Bu Yönetmelik hükümlerine ve Borsa Yönetim Kurulu tarafından alınan kararlara aykırı davranılması,
- b) Takas işlemlerinden doğan yükümlülüklerin yerine getirilmemesi,
- c) Takas üyesinin mali yapısının takas üyeliğinin gerektirdiği yükümlülükleri yerine getiremeyecek hale gelmesi.

Ayrılan veya faaliyetlerine son verilen takas üyeleri hakkında Borsa Yönetim Kurulu'nca SPK'ya bilgi verilir. Ancak, takas üyelerinin faaliyetlerine son verilmesine ilişkin Borsa Yönetim Kurulu'nun kararına SPK nezdinde itiraz edilebilir.

Takas Merkezinin Mali Sorumluluk Sınırları

Madde 35- Takas Merkezi, takas işlemleri sırasında alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı konumu üstlenir

Takas Merkezi'nin mali sorumluluğu vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin takas işlemleri sırasında taraflardan her biri için karşı tarafın yerini almasından kaynaklanan zararlar ile sınırlıdır. Takas Merkezi, takas üyesi olmayan piyasa üyelerinin takas üyelerine karşı yükümlülüklerinden, piyasa ve takas üyelerinin müşterilerinin diğer piyasa ve takas üyelerine karşı yükümlülüklerinden, herhangi bir takas üyesinin kendisine aracılık hizmeti veren bir diğer takas üyesine karşı yükümlülüklerinden ve takas üyesinin müşterilerine karşı yükümlülüklerinden sorumlu tutulamaz.

ALTINCI BÖLÜM

TAKAS İŞLEMLERİ

Başlangıç ve Sürdürme Teminatları

Madde 36- Başlangıç ve sürdürme teminatları Borsa Yönetim Kurulu tarafından tespit olunur ve SPK'ca onaylanması halinde yürürlüğe girer.

Vadeli işlemler ve opsiyon piyasasında işlem yapacak piyasa üyeleri, açılan her pozisyon için, nakit piyasalardaki günlük fiyat hareketleri gözönüne alınarak belirlenen oranlarda başlangıç teminatı yatırmak zorundadır

Sürdürme teminatı, alınan pozisyonların değer kaybetmesi halinde, teminatın miktarının, asgari miktarda bulundurulması gereken düzeyini ifade eder. Teminatların sürdürme teminatının altına düşmesi durumunda başlangıç teminatına tamamlanması zorunludur

Farklı vadelerde aynı anda uzun ve kısa pozisyon alınması ve korunma amaçlı işlem yapılması durumlarında Borsa Yönetim Kurulu teminat oranlarının farklı uygulanmasına karar verebilir

Teminatların Güncelleştirilmesi

Madde 37- Piyasa üyelerinin gün sonu durumları, toplam alış ve satış işlemlerinin, bu Yönetmelik'te belirtilen uzlaşma fiyatına göre netleştirilmeleri sonucunda tespit edilir ve bu tespite göre teminatlar güncelleştirilir. Bu hesaplama yöntemine göre;

- a) Toplam alış ve toplam satışları eşit olan bir üyenin yapılan işlemler sonucunda net kar veya zararı,
- b) Toplam alışları, toplam satışlarından büyük olan (uzun pozisyon) bir üyenin uzlaşma fiyatından satış değeri referans alınarak net kar veya zararı,
- c) Toplam alışları toplam satışlarından küçük olan (kısa pozisyon) bir üyenin uzlaşma fiyatından alış değeri referans alınarak net kar veya zararı,

bulunur.

Piyasa Üyelerinin İşlemlerden Doğan Yükümlülüklerini Yerine Getirememesi ve Teminatların Kullanılması

Madde 38- Bir takas üyesi, işlemlerden doğan yükümlülüklerini yerine getiremediği takdirde bu üyenin işlemleri durdurulur ve üyenin teminat karşılıkları nakte çevrilerek pozisyonu kapatılır

Takas üyesi olmayan bir piyasa üyesi, işlemlerden doğan yükümlülüklerini yerine getiremediği takdirde ilgili piyasa üyesinin işlemleri durdurulur ve pozisyonu sözleşmesinin olduğu takas üyesi tarafından kapatılır

Pozisyonların kapatılması sonucunda ortaya çıkan zararların tazmininde takas üyesinin hesabındaki teminatlar ve teminat karşılıkları kullanılabilir. Takas ve piyasa üyelerinin kendi adına yaptığı işlemlerden doğan yükümlülükleri nedeniyle müşteri hesapları kullanılmaz.

Üyelerin yükümlülüklerinin yerine getirilmediği durumlarda kullanılmak üzere garanti fonu ve benzeri güvence mekanizmaları oluşturmaya SPK'nın onayı ile Borsa Yönetim Kurulu yetkilidir.

Müşterinin İşlemlerden Doğan Yükümlülüklerini Yerine Getirememesi

Madde 39- Bir müşteri, işlemlerinden doğan yükümlülüklerini yerine getiremediği takdirde ilgili piyasa üyesi, müşterinin pozisyonunu kapatma yetkisine sahiptir.

Teslim Şekli

Madde 40- Son işlem günü itibarı ile pozisyonlarını tasfiye etmemiş olanlar sözleşmeye konu teşkil eden altın ya da döviz teslim etmek ya da teslim almakla yükümlüdürler. Ancak, nakdi uzlaşmanın Borsa Yönetim Kurulu tarafından teslim şekli olarak öngörüldüğü durumlarda fiziki teslim yapılmaz. Nakdi uzlaşmaya karar verilmesi durumunda esas alınacak fiyat, son işlem günü son seansına ait uzlaşma fiyatıdır

Vadeli İşlem Sözleşmelerinde Teslimat

Madde 41- Takas Merkezi, üye bazında olmak üzere, son işlem günü sonunda üyelerin açık pozisyon durumlarını gösteren bir rapor hazırlar. Takas Raporu sonucuna göre kısa pozisyonda olanlara teslim gününden önce belirlenmiş olan tarihte teslimat yapmaları için uyarıda bulunur. Bunun üzerine, uyarı alanlar teslimatta bulunma niyetlerini takas üyeleri vasıtasıyla Takas Merkezi'ne bildirirler. Teslimatta bulunma bildiriminde takas üyesinin unvanı, numarası, düzenleme tarihi, müşteri adına mı kurum adına mı olduğu ve diğer hususlar yer alır.

Teslimatta bulunma niyetini bildirmeden önce sözleşmeye konu teşkil eden altın ise Takas Merkezi'ne, döviz ise Takas Merkezi'nce belirlenmiş bankaya teslim edilmesi ve karşılığında depo makbuzunun alınması gerekir.

Teslimatta bulunma bildirimindeki vadeye sahip uzun pozisyonlardan en eski tarihte açılmış olanı teslimat bildiriminin muhatabı durumundadır. Teslimat bildirimi takas üyeleri vasıtasıyla uzun pozisyon sahibine bildirilir. Uzun pozisyon sahibi teslimi kabul etmek zorunda olup başkasına transfer edemez.

Ödemeyi yapmış olan uzun pozisyon sahibi takas üyesine, teslim gününde en geç saat 14:00'e kadar Takas Merkezi vasıtasıyla depo makbuzu verilir. Sıra numaralı olan depo makbuzunda altının ayarı, ağırlığı, rafineri adı, dövizin ise depo edildiği kurumun adı cinsi ve miktarı bulunur. Depo makbuzunun el değiştirmesiyle teslimat süreci tamamlanmış olur.

Opsiyon Sözleşmelerinde Teslimat

Madde 42- Altın veya dövize dayalı opsiyon sözleşmelerinin teslimi konusunda söz konusu sözleşme türünün Borsa Yönetim Kurulu tarafından ihdası sırasında aksi belirtilmemişse aşağıdaki süreç uygulanır.

a) Opsiyon sözleşmelerinde teslimat süreci iki şekilde başlayabilir.

1) Herhangi bir opsiyon sözleşmesinin belirlenmiş işlem görme süresi içerisinde uzun pozisyon sahibinin herhangi bir anda 'Opsiyon Kullanma Talebi'ni Takas Merkezi'ne göndermesi taraflar için teslimat yükümlülüklerini tamamlama sürecini başlatır.

2) Aksi halde vade sonu gelene kadar kullanılmamış olan opsiyon sözleşmelerine ilişkin olarak, eğer pozisyon, yapılan son güncelleştirme işlemleri sonrasında artı net bakiye veriyorsa Takas Merkezi tarafından hatırlatıcı mahiyette uzun pozisyon sahibine hazırlık uyarısı gönderilir. Uzun pozisyon sahibinin opsiyon kullanım talebini Takas Merkezine göndermesi durumunda Takas Merkezi tarafından

belirlenen yöntemine uygun olarak söz konusu talep aynı opsiyon sözleşmesi türünde herhangi bir kısa pozisyon sahibine intikal ettirilir.

b) Eğer opsiyon sözleşmesi alım hakkına ilişkinse kısa pozisyon sahibi takas üyesi sözleşmeye konu teşkil altın veya dövizli sözleşme üzerinde ifade edilen fiyattan satmak amacıyla teslimat süresi içinde Takas Merkezine teslim eder. Opsiyon sözleşmesi satım hakkına ilişkinse kısa pozisyon sahibi takas üyesi sözleşmeye konu teşkil eden altın veya dövizli sözleşmede belirtilen fiyatı baz alınarak hesaplanan nakit tutarını Takas Merkezi nezdinde hesaben ya da Borsa Yönetim Kurulu tarafından tespit edilmiş olan bir başka ödeme yöntemi vasıtasıyla bulundurur.

c) Opsiyon sözleşmesi alım hakkına ilişkinse uzun pozisyon sahibi takas üyesi sözleşmeye konu teşkil eden altın veya dövizli sözleşmede belirtilen fiyatı baz alınarak hesaplanan nakit tutarını Takas Merkezi nezdinde hesaben ya da Borsa Yönetim Kurulu tarafından tespit edilmiş olan bir başka ödeme yöntemi vasıtasıyla bulundurur. Opsiyon sözleşmesi satım hakkına ilişkinse uzun pozisyon sahibi takas üyesi sözleşmeye konu teşkil eden altın veya dövizli sözleşme üzerinde ifade edilen fiyattan satmak amacıyla teslimat süresi içinde Takas Merkezine teslim eder.

Vadesi Gelen Takas Yükümlülüklerinin Yerine Getirilmemesi

Madde 43- Takas süresi sonunda teslimat yapılmaması durumunda, takas süresinin bitimini takip eden ilk işgününde teslimat yapmayan üye adına Borsa tarafından eksper marifetiyle, üyenin yükümlülüğüne göre alım veya satım yapılır

Bu suretle yapılan alım veya satımın sonuçları, yerine getirilmeyen alım veya satıma göre fiyat açısından daha olumlu ise herhangi bir

işlem yapılmaz. Yeni işlem eskisine göre fiyat açısından daha olumsuz şartlarda yapılmışsa yükümlülüğünü yerine getirmeyen üye arasındaki farkı Takas Merkezi'ne ödemek zorundadır.

İşlem konusu altın veya döviz satın almak veya satmak mümkün olmamışsa ve üyelik yükümlülüğünün gerektirdiği ödemeler yapılmamışsa, ödenmesi gereken para üyenin teminatından Borsa tarafından re'sen karşılanır.

Temerrüt halinde, Yönetmelik'te belirtilen disiplin hükümleri uygulanır.

Borsa Ücretlerinin Ödenmesi

Madde 44- Gerçekleşen alım satım emirleri belirlenip ilan edildikten sonra, bu işlemler üzerinden kürtaj tarifesine göre Borsa'ya ödenmesi gereken ücretler, Borsa Yönetimi'nce her üyenin Takas Merkezi'ndeki hesabına borç yazılarak otomatik olarak tahsil edilir. Bu ücretlerin miktarı Yönetim Kurulu'nca belirlenir ve SPK'nın onayı ile yürürlüğe girer.

Takas Merkezi Ücretleri

Madde 45- Takas üyesi ve takas üyesi olmayanlar için vadeli işlem ve opsiyon sözleşmesi türü bazında takas işlemlerine uygulanacak ücret tarifesi Borsa Yönetim Kurulu'nca belirlenir ve SPK'nın onayı ile yürürlüğe girer.

VIII) VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI YÖNETMELİĞİ

27.03.2004 Tarih ve 25415 Sayılı RG

BİRİNCİ BÖLÜM

Genel Hükümler

Amaç

Madde 1- Bu Yönetmeliğin amacı, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 40 ncı maddesi ve Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik uyarınca, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Anonim Şirketi'nin işlem, üyelik, takas ve faaliyet esaslarını düzenlemektir.

Kapsam

Madde 2- Bu Yönetmelik, Kanun ve ilgili mevzuat hükümlerine uygun olarak; vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile her türlü türev araçtan oluşan sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği piyasaları oluşturmak, geliştirmek, oluşturulan piyasaların güven ve istikrar içerisinde, serbest rekabet koşulları altında, dürüstlük ve açıklık ilkeleri çerçevesinde faaliyette bulunmasını sağlamak amacıyla Borsanın çalışma esas ve kurallarını belirler.

Tanımlar

Madde 3- Bu Yönetmelikte geçen;

SPK veya Kurul	: Sermaye Piyasası Kurulunu,
Borsa veya VOB	: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Anonim Şirketini,
Yönetim Kurulu	: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Anonim Şirketi Yönetim Kurulunu,
Genel Müdür	: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. Genel Müdürünü,
TTK	: Türk Ticaret Kanununu,
Kanun	: 28/7/1981 tarihli ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununu,
Genel Yönetmelik	: 23/2/2001 tarihli ve 24327 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmeliği,
Sözleşme veya türev araç	: Genel Yönetmeliğin 3 üncü maddesinde tanımlanan, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerini,
Uzun pozisyon	: Genel Yönetmelikte belirtilen uzun pozisyonu,
Kısa pozisyon	: Genel Yönetmelikte belirtilen kısa pozisyonu,

Açık pozisyon	: Ters işlem ya da nakit veya aynı uzlaşma ile kapatılmamış pozisyonları,
Ters işlem veya pozisyonun kapatılması	: Aynı sözleşmede, uzun pozisyon karşısında kısa pozisyon, kısa pozisyon karşısında uzun pozisyon alınarak pozisyonun tasfiyesini,
Opsiyon primi	: Opsiyon sözleşmesini alan tarafın opsiyon sözleşmesini satan tarafa sözleşmede yer alan haklar karşılığında ödediği tutarı,
Takas Merkezi	: Borsada gerçekleşen işlemlerin takasını gerçekleştirmek üzere Borsada oluşturulan merkezi veya görevlendirilen diğer kurumları,
Borsa günü	: Borsanın işlem için açık olduğu iş günlerini,
Uzlaşma fiyatı	: Hesapların güncelleştirilmesinde ve vade sonunda pozisyonların ifasında kullanılmak üzere belirlenen fiyatı,
İşlem teminatları	: Başlangıç ve sürdürme teminatı olarak temin edilen tutarları,
Dayanak varlık	: Sözleşmede alma veya satma hak ve/veya yükümlülüğüne konu olan ekonomik veya finansal gösterge, sermaye piyasası aracı, mal, kıymetli maden veya döviz,

ifade eder.

Personelin Bilgi Açıklama Yasağı ve Sır Saklama Yükümlülüğü

Madde 4- Borsanın yönetim ve denetleme kurulu üyeleri, komitelerin üyeleri, yöneticileri ve diğer tüm personeli sıfat ve görevleri nedeniyle öğrendikleri Borsada kote edilmiş sözleşmelerin fiyatlarını etkileyebilecek ve henüz kamuya açıklanmamış bilgileri, Borsaya ve Borsayla ilişkisi olan ortaklık, kurum ve diğer her türlü gerçek ve tüzel kişilere ait sırları, kanunla görevli ve yetkili kılınmış kişi ve mercilerden başkasına herhangi bir suretle açıklamamak, kendilerinin veya üçüncü kişilerin yarar ve zararına kullanmamakla yükümlüdürler. Bu yükümlülük, ilgililerin Borsadaki görevlerinden ayrılmalarından sonra da devam eder

Borsa Teşkilatı

Madde 5- Genel Yönetmelik ve bu Yönetmelik hükümleri çerçevesinde Borsaya verilen görevlerin yerine getirilmesi ve yetkilerin kullanılmasına ilişkin hususların düzenlenmesine yönelik olarak VOB tarafından bir Teşkilat Yönetmeliği hazırlanır. Bu Teşkilat Yönetmeliğinde Borsanın organizasyon yapısı, görevlerin yerine getirilme ve yetkilerin kullanılmasına ilişkin esaslar belirlenir. Teşkilat Yönetmeliği, Yönetim Kurulu kararı ile yürürlüğe girer

Borsa Tarafından Hazırlanacak Yönetmeliklerde Kurula Bildirim

Madde 6- Borsa tarafından hazırlanacak her türlü yönetmelik ve bu yönetmeliklerde yapılan değişiklikler, en son güncel nüshaları ile birlikte Kurula gönderilir. Kurul gerektiğinde bu yönetmeliklerde değişiklik yapılmasını isteyebilir

İKİNCİ BÖLÜM

Borsa ve Takas Üyelikleri ve Üyelerin Yükümlülükleri

Üyeler ve Üyelik Türleri

Madde 7- Borsada işlemler Borsa üyeleri vasıtasıyla gerçekleştirilir.

Borsada, takas üyesi Borsa üyeleri ve takas üyesi olmayan Borsa üyeleri olmak üzere iki tür üyelik bulunur.

Takas üyeleri, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerine ilişkin işlemleri yerine getirmeyi, teyit etmeyi ve sona erdirmeyi Takas Merkezine karşı taahhüt eden kuruluşlardır. Bu Yönetmelikte, takas üyelerinin bu taahhüdü diğer üyelerin işlemleri için vermesi, takas garantisi olarak kabul edilir.

Takas üyesi Borsa üyeleri; sahip oldukları yetkiler bakımından doğrudan takas üyesi ve genel takas üyesi olarak ikiye ayrılır.

Doğrudan takas üyeleri; sadece kendilerinin veya müşterilerinin işlemlerinin takasını gerçekleştirmeye yetkilidir. Bu üyeler, başka bir Borsa üyesinin takasını garanti edemez.

Genel takas üyeleri, doğrudan takas üyelerinin yetkisine ilave olarak diğer Borsa üyelerinin işlemlerinin takasını garanti etmeye yetkilidir. Genel takas üyeleri tarafından, pazar bazında takas garantisi verilebilir. Takas garantisi Takas Merkezine karşı verilir.

Takas üyesi olmayan Borsa üyeleri, bir genel takas üyesinin takas garantisini elde etmeden Borsaya doğrudan emir iletmez ve bu su-

retle işlem yapamaz. Takas üyesi olmayan Borsa üyelerinin takas işlemleri takası garanti eden genel takas üyesi tarafından gerçekleştirilir. Bu durumda, garanti veren genel takas üyesinin onayı ile takas üyesi olmayan Borsa üyesinin takas işlemleri, genel takas üyesine bağlı, kendi adına açılan takas hesaplarında izlenebilir Takas üyesi olmayan Borsa üyesinin Takas Merkezi nezdindeki riskleri takas garantisi veren genel takas üyesinin riskleri ile konsolide edilerek izlenir.

Yönetim Kurulu, Borsa üyelerinin işlem yapma yetkilerini, Borsada açılacak pazarlar, Borsaya kote edilmiş sözleşmeler veya sözleşme grupları bazında belirlemeye yetkilidir. Borsada takas üyesi olmayan Borsa üyelerinin varlığı zorunlu değildir.

Takas üyesi olmayan Borsa üyelerinin üyelik haklarının veya türlerinin, ilgili takas üyesinin yükümlülüklerinde artış olacak şekilde değiştirilmesi takas garantisi veren üyenin ön izni ile gerçekleşir.

Üyeliğin Gereği

Madde 8- VOB'ye üye olunmakla, bu Yönetmelikte yer alan hükümlere ve bu Yönetmeliğe dayanılarak Borsa tarafından alınan genel ve özel nitelikli kararlara ve yapılan diğer düzenlemelere, Borsa bülteninde yer alan duyurulara ve Takas Merkezinin bu Yönetmelik çerçevesinde alacağı genel ve özel nitelikli kararlara uyulacağı ve tabi olunacağı kabul ve taahhüt edilmiş sayılır.

Borsa ve Takas Merkezi Üyelik Şartları

Madde 9- Borsa üyeliğine kabule Yönetim Kurulu karar verir.

Borsa üyesi olabilmek için en az aşağıdaki şartların sağlanmış olması gerekir:

- a) SPK'dan türev araçların alım satımına aracılık yetki belgesi alınmış olması,
- b) Borsa Yönetim Kurulunca hazırlanan Borsa Üyelik Taahhütnamesinin veya istenebilecek diğer taahhütnamelemlerin imzalanarak ibraz edilmiş olması,
- c) Sermaye ve özkaynak yapılanması yönünden şirket mali yapısının Borsa Yönetim Kurulunun belirleyeceği kriterlere uygun olması,
- d) Bu Yönetmelik ile bu Yönetmeliğe dayanılarak yapılan düzenlemelerde öngörülen, teminat ve giriş aidatı gibi tutarların yatırılmış olması ve işlemlerin yürütülebilmesi için gerekli teknolojik donanımın, organizasyon yapısının, personelin ve mali kaynakların sağlanmış olması,
- e) Borsa Yönetim Kurulunca istenebilecek diğer bilgi ve belgelerin sunulmuş olması,
- f) Borsaca öngörülmesi durumunda, müşterilere ve diğer üçüncü şahıslara karşı doğabilecek mali ve hukuki sorumluluğu teminat altına almak amacıyla genel ve özel mahiyette sigortaların yaptırılması,
- g) Takas Merkezi tarafından bu Yönetmelik hükümleri çerçevesinde talep edilecek belge ve bilgilerin ibraz edilmiş olması.

Takas üyeliği şartları Borsanın uygun görüşü alınarak Takas Merkezi tarafından belirlenir. Takas üyeliğine kabule, Borsanın uygun görüşü doğrultusunda ve bu Yönetmelik hükümleri çerçevesinde Takas Merkezi karar verir. Takas Merkezine üye olacak kuruluşlardan içeriği Takas Merkezi tarafından belirlenen ve Yönetim Kurulu ta-

rafından onaylanan Takas Üyeliği Taahhütnamesinin imzalanarak ibrazı istenir. Borsaya üye olmadan Takas Merkezine üye olunmaz.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Borsa ve Takas Merkezi üyeliği için yukarıdaki şartlar aranmaz.

Borsa Üyelik Belgesi

Madde 10- Borsaya üyelik başvurusu Yönetim Kurulunca kabul edilenlere Borsa üyelik belgesi verilir.

Borsa üyelik belgesi, belgenin verildiği tarihi izleyen 15 iş günü içerisinde ilgili ticaret siciline tescil ettirilerek, Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde ve Borsa tarafından çıkarılan bültenlerde ilan ettirilir. Bu belgenin iptal edilmesi veya bu belgede değişiklik yapılması halinde keyfiyet aynı şekilde tescil ve ilan olunur. Bu fıkraya göre yapılan tescil ve ilan masrafları ilgili üye tarafından karşılanır

Üyelerin Faaliyet Alanları

Madde 11- Üyeler, SPK'dan aldıkları yetki çerçevesinde ve Borsa tarafından belirlenen sınırlar içerisinde kalmak kaydıyla, Borsada kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına ve başkası hesabına kendi namına sözleşme alım satım faaliyetinde bulunabilirler

Hesapların Ayrıştırılması

Madde 12- Üyeler, tutacakları defter, belge ve kayıtlarda, her bir müşterisinin hak, yükümlülük ve varlıklarını, kendileri ve diğer müşterilerinin hak, yükümlülük ve varlıklarından ayrı olarak izler. Yönetim Kurulu Takas Merkezinde açılacak hesaplarda, müşteri varlıkları, pozisyonları ve teminatlarının ayrı ayrı izlenmesini zorunlu kılabilir.

Pozisyonların ve Büyük Pozisyonların Bildirimi

Madde 13- Üyeler, Borsa tarafından belirlenen şekil ve sürelerle uygun olarak müşterilerin ve kendilerinin Borsada aldıkları pozisyonları, Borsa ve Takas Merkezine bildirir. İşlem sisteminin bu pozisyonların takibine uygun olması durumunda Borsa bu bildirimden ayrıca yapılmasını istemeyebilir.

Üyeler, gerçek ve tüzel kişi tüm müşterilerinin sahip olduğu veya kontrol ettiği büyük pozisyonları, sözleşme bazında günlük olarak Borsa ve Takas Merkezine bildirmek zorundadırlar. Büyük pozisyonların tanımı ve bildirim şekli Yönetim Kurulu tarafından belirlenir.

Müşterilerin Riskler Hakkında Bilgilendirilmesi

Madde 14- Üyeler, Kurulun 7/9/2000 tarihli ve 24163 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:V, No:46 sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğinde belirtilen Türev Araçlar Risk Bildirim Formunu söz konusu Tebliğde belirtilen şekilde kullanmak zorundadırlar.

Üyelerin Tutacakları Defter, Belge ve Kayıtlar

Madde 15- Üyeler, TTK, vergi ve sermaye piyasası mevzuatında öngörülen tüm defter ve belgeleri tutmak ve müşteri ekstrelerini göndermekle yükümlüdürler.

Üyeler, Borsa ve takas işlemleri ile ilgili olarak emirlerin alınması, kaydedilmesi, muhasebeleştirilmesi gibi tüm konularda Kurulun 27/8/2001 tarihli ve 24506 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:V, No:51 sayılı Aracı Kuruluşların Türev Araçların Alım Satımına Aracılık Faaliyetlerinde Düzenleyecekleri Belgeler ve Kayıt Düze-

ni Hakkında Tebliğ”inde belirtilen hükümlere uymak ve ilgili belgeleri düzenlemekle mükelleftirler.

Başka bir mevzuatta daha uzun bir süre öngörülmemişse, üyeler yaptıkları işlemlerle ilgi tüm kayıtların asıllarını Kurulun 31/1/1992 tarihli ve 21128 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:V No:6 sayılı Aracılık Faaliyetinde Belge ve Kayıt Düzeni Hakkında Tebliğinde öngörülen süre kadar saklamak ve istendiğinde Borsaya ve/veya Takas Merkezine vermekle yükümlüdürler.

Üyelerin Periyodik Raporlama ve Diğer Bilgi Verme Yükümlülükleri

Madde 16- Üyeler, Borsa Yönetim Kurulu tarafından belirlenecek mali tablolar ile diğer bilgi ve raporları Borsa ve/veya Takas Merkezine göndermekle mükelleftirler.

Üyeler, ilgili mevzuatlarında öngörülen izne tabi yönetimin kontrolünü değiştirecek tutarda olan pay devirlerini, Yönetim Kurulu üyelerinde, denetçilerinde, üst yönetim ile birinci derece ve Borsa ve Takas Merkezi ile olan işlemlerde imzaya yetkili olan personeline meydana gelen değişiklikleri, değişikliğin meydana geldiği tarihi izleyen ilk iş günü içinde Borsa ve Takas Merkezine bildirir.

Kurulun, sermaye yeterliliği düzenlemelerinde yer alan asgari şartların sağlanamaması durumunda, olayın anlaşılmasını takiben söz konusu durum üye tarafından derhal Borsaya bildirilir.

Üyeler, müşterilerine ait kimlik bilgilerini bulundurmamak ve istendiğinde Borsaya iletmek zorundadırlar.

Üyeler, Borsa tarafından istenebilecek her türlü bilgi ve belgeyi aksi Borsa tarafından belirlenmedikçe izleyen iş günü içerisinde Borsaya bildirmekle yükümlüdürler.

Üyeler ayrıca aşağıdaki durumlara ilişkin bilgileri oluştukları tarihi takip eden ilk iş günü içinde Borsa ve Takas Merkezine bildirmekle mükelleftir:

- a) Aleyhlerine mali durumlarını önemli ölçüde etkileyebilecek dava açılması, haciz veya iflas yoluyla takip başlatılması veya haklarında ihtiyati tedbir veya haciz kararı alınması ya da mali durumlarını önemli ölçüde etkileyebilecek diğer gelişmelerin ortaya çıkması,
- b) Diğer Borsalara ve piyasalara üye olunması,
- c) Sermaye piyasası mevzuatına aykırılık nedeniyle haklarında idari ve/veya cezai soruşturma başlatılması,
- d) Adres ve iletişim bilgilerinde değişiklik olması,
- e) Açık pozisyon sahibi müşterilerinin ödeme güçlüğü içinde bulunduğu veya hakkında iflas yolu ile takip başlatıldığı öğrenilmesi.

Takas üyelerinin Takas Merkezine verecekleri bilgi ve belgeler ile bunların bildirim şekli ve süreleri Takas Merkezinin kararı ve Yönetim Kurulunun onayı ile belirlenir

Üyelerin Müşteri Hesaplarını İzlemeye İlişkin Yükümlülükleri

Madde 17- Üyeler, müşteri hesaplarını her gün Takas Merkezinden ve/veya Borsadan gelen raporlar doğrultusunda güncelleştirmek ve müşterilerine gerekli teminat tamamlama çağrılarını yapmak, gerekli teminatı yatırmayan müşterilerin pozisyonlarını bu Yönetmelikteki hükümler çerçevesinde işleme tabi tutmakla yükümlüdürler.

Üyelerin Personelin İşlemlerinden Sorumluluğu

Madde 18- Üyeler, kendi üye temsilcisi veya üye temsilci yardımcılarının ve diğer çalışanlarının yaptıkları işlerden sorumlu olup, bunların iş ve işlemlerini genel hükümlere, bu Yönetmeliğe ve ilgili diğer mevzuata uygun şekilde yürütmelerini gözetmekle yükümlüdürler.

Üyelerin Diğer Yükümlülükleri

Madde 19- Üyeler Kanun, bu Yönetmelik ve ilgili mevzuatta yer alan kural ve yükümlülüklerin yanında aşağıda sayılan hususlara uymakla yükümlüdür:

- a) Müşterileri ile yapacakları sözleşmelere konulacak hükümlerle, ilgili mevzuatta öngörülen sorumluluklarını kısıtlamamak veya kaldırmamak,
- b) Hataların düzeltilmesi amacıyla Takas Merkezi ve Borsanın bilgisi dahilinde hesaplar arası düzeltme işlemi hariç, kendi bünyelerinde bulunan iki ayrı hesap arasında pozisyon transferi yapmamak,
- c) Borsada işlem yapmanın belli bir getiri sağlayacağı yolunda müşterilerine herhangi bir yazılı veya sözlü taahhütte bulunmamak,
- d) Müşteriye ait menkul kıymetler, sözleşmeler, nakit ve her türlü kıymet üzerinde, hak ve yetkileri olmaksızın kendileri ve üçüncü şahıslar lehine herhangi bir tasarrufta bulunmamak,
- e) Müşterilerine ve diğer üyelere karşı iyi niyet ve dürüstlük ilkelere uygun davranmak, mevzuata, Borsa kural, disiplin ve düzenine uygun hareket etmek,
- f) Borsa işlemlerinde dürüstlüğü bozmamak.

Üyelerin Denetimi

Madde 20- Borsa, bu Yönetmelikten veya bu Yönetmeliğe dayanılarak Borsa tarafından yapılan düzenlemelerden kaynaklanan hususlara uyumu sağlamak üzere üyelerini denetleyebilir.

Borsa, üyelerin Borsa işlemleri ile ilgili tüm defter, belge ve kayıtlarını inceleme hak ve yetkisine sahiptir. Üyeler, denetimin yapılması için gerekli tüm bilgi ve belgeleri yetkili denetim elemanlarına vermekle yükümlüdür.

Borsa söz konusu denetlemeyi yürütmek üzere Kurul listesinde yer alan bağımsız denetleme kuruluşlarından yararlanabilir.

Takas Merkezinin denetim yetkisinin kapsamı bu Yönetmelik ve ilgili mevzuat çerçevesinde Yönetim Kurulu tarafından belirlenir.

Denetimler sırasında sermaye piyasası mevzuatı kapsamında suç teşkil eden bir hususun belirlenmesi durumunda konu derhal Kurula bildirilir.

Üyelerin Borsada Temsili

Madde 21- Üyeler, Borsada alım satım işlemlerini temsilcileri ve temsilci yardımcılarını aracılığıyla yaparlar.

Üyeler, üye temsilcileri ve üye temsilci yardımcılarının işlem sistemine girdikleri emirlerden sorumludurlar.

Üyeler, üye temsilcilerini ve üye temsilci yardımcılarını Borsaya bildirmekle yükümlüdürler.

Üye temsilcileri ve temsilci yardımcılarının görevden ayrılması halinde üye durumu derhal Borsaya bildirir.

Üyeliğin sona ermesi halinde üye temsilcisi ve üye temsilci yardımcılarının sözkonusu üye adına işlem yapma ve/veya temsil yetkileri kendiliğinden sona erer.

Üye Temsilcisi ve Üye Temsilci Yardımcılarının Nitelikleri

Madde 22- Üye temsilcisi ve üye temsilci yardımcılarının;

- a) Türk vatandaşı olması,
- b) Dört yıllık lisans eğitimi veren kurumlardan mezun olması,
- c) Affa uğramış olsa dahi yüz kızartıcı bir suçtan veya Sermaye Piyasası Kanununa aykırılıktan mahkum olmamış veya iflas etmemiş olması,
- d) Yönetim Kurulu tarafından belirlenen eğitim, bilgi ve tecrübeye sahip olmaları,

gereklidir.

Yönetim Kurulu üye temsilci ve yardımcılarının Borsa veya Borsanın belirlediği kurumlardan eğitim almalarını şart koşabilir. Yönetim Kurulu başka bir Borsada üye temsilcisi veya üye temsilci yardımcısı yetkisi almış olan kişilerin de bu şart aranmaksızın Borsada üye temsilcisi veya yardımcısı olmalarını kararlaştırabilir.

Üye Temsilcilerinin ve Yardımcılarının Uymaları Gereken Kurallar

Madde 23- Üye temsilcileri ve yardımcıları;

- a) Birden fazla üyeyi temsil edemezler,
- b) Ellerinde bulundurdukları müşteri emirlerini kendilerinin veya başkalarının çıkarlarına hizmet edecek şekilde kullanamazlar,

- c) Ellerinde aynı özelliklere sahip bir sözleşmenin satın alınması veya satılması ile ilgili bir müşteri emri bulunması durumunda, bağlı oldukları üye hesabına veya çıkarının bulunduğu başka bir hesap adına öncelikli olarak sözleşme satın alamaz veya satamazlar,
- d) Ellerindeki emirleri, başka bir müşteriye, üyeye veya üye temsilcisine bildiremezler,
- e) Herhangi bir emri veya emrin bir kısmını, başka bir üyenin menfaati için ellerinde tutamaz veya geri çekemezler,
- f) Mevzuatla izin verilmiş hususlar dışında başka meslek ve ticaretle uğraşamazlar.

Borsa İşlem Salonuna Girebilecekler ve Salon Kuralları

Madde 24- Borsa işlem salonuna, sadece üye temsilcileri ve temsilci yardımcıları ile yetkili Borsa personeli ve Yönetim Kurulu veya Genel Müdürlüğün izin verdiği kişiler girebilir.

Üye temsilcileri, temsilci yardımcıları ve izinli şahıslar Borsanın itibarına zarar verecek ve Borsadaki işlem akışını olumsuz etkileyecek şekilde hareket edemezler.

Piyasa Yapıcılığı

Madde 25- Piyasa yapıcıları, sorumlu oldukları her sözleşme için, Yönetim Kurulunca belirlenen yetkiler çerçevesinde, alış ve satış kotasyonu veren ve bu kotasyon doğrultusunda işlem yapan Borsa üyeleridir.

Borsaya kote edilen sözleşmelerin bir kısmının veya tamamının alım satımında piyasa yapıcılığı sistemi kullanılabilir. Hangi sözleşmelerde piyasa yapıcılığı sisteminin kullanılacağına veya kullanımdan kaldırılacağına karar vermeye Yönetim Kurulu yetkilidir.

Piyasa yapıcılığına ilişkin esaslar Yönetim Kurulunca düzenlenir.

Piyasa Yapıcılığı Şartları

Madde 26- Borsaya piyasa yapıcılığı için başvuruda bulunan Borsa üyeleri, aşağıda belirtilen asgari şartları sağlamak zorundadırlar:

- a) Yönetim Kurulunca belirlenecek özkaynak yapısına sahip olmak,
- b) Piyasa yapıcı üyelerin genel yükümlülüğünü kapsayan ve Yönetim Kurulu tarafından düzenlenen Borsa Piyasa Yapıcılığı Taahhütnamesini imzalamak.

Piyasa yapıcılığına başvuru koşulları ve aranacak diğer şartlar Yönetim Kurulunca düzenlenir.

Piyasa Yapıcılığı Limit ve Hakları

Madde 27- Yönetim Kurulu, piyasa yapımcılarının gün sonunda tutaabilecekleri pozisyon limitleri, günlük işlem limitleri, alış ve satış kotasyonları arasındaki farkın azami miktar ve/veya oranını ve yapabilecekleri işlemler ve taşıyabilecekleri açık pozisyon miktarlarına ilişkin diğer değişkenleri her bir piyasa yapımcısı bazında belirleyebileceği gibi, piyasa yapımcılarına diğer piyasa üyelerine göre daha düşük Borsa payı, teminat ve takas ücreti uygulanmasına karar verebilir.

Piyasa Yapıcılığından Geçici veya Sürekli Ayrılma, Yetkilerin Kaldırılması

Madde 28- Piyasa yapımcıları, piyasa yapıcılığından sürekli veya geçici olarak ayrılmak istediklerinde bunu yazılı olarak Borsaya bildirirler. Ayrılmaya ilişkin esaslar ve şartlar Yönetim Kurulunca belirlenir.

Piyasa yapıcılığından ayrılan üyeler başvuruları halinde yeniden piyasa yapıcısı olabilirler Bu konuda karar vermeye Yönetim Kurulu yetkilidir.

Piyasa yapıcılığından sürekli veya geçici olarak ayrılma, Borsa üyeliğini etkilemez.

Borsa, bu Yönetmelikte veya bu Yönetmeliğe dayanılarak yapılan düzenlemelerde öngörülen yükümlülüklerini yerine getirmediği tespit edilen piyasa yapıcı üyelerin bu yetkilerini sürekli ya da geçici olarak kaldırabilir.

Üyeliğin Askıya Alınması ve Bu Durumda Uygulanacak Hükümler

Madde 29- Yönetim Kurulu, bu Yönetmelikteki hükümler çerçevesinde üyelerin üyeliklerini askıya alabilir. Üyelik yükümlülükleri arasında olup da üye tarafından yerine getirilmesi zaman alacak ve yerine getirilmediği zaman üyelikten çıkarılmayı gerektirecek iş ve işlemlerin tamamlanma aşamasında üyelik Yönetim Kurulu tarafından askıya alınabilir

Üyelikleri askıda olan üyelerin Borsada ve Borsanın belirli pazarlarında veya piyasalarında işlem yapması Yönetim Kurulu tarafından tamamen veya kısmen kısıtlanabilir Üyeliğin askıya alınması durumunda ilgili üyenin bu Yönetmelik ve sözleşmelerden kaynaklanan tüm yükümlülükleri devam eder.

İlgili üyenin talebi halinde de, üyeliği askıya alınabilir

Üyeliğin askıya alınma süresi Yönetim Kurulu tarafından belirlenir Üyeliğin askıya alınması ve bu durumun kaldırılması Borsa Bültenlerinde ilan edilir.

Borsa üyeliğinin askıya alınması halinde yükümlülüklerin tasfiye yöntemi Takas Merkezinin önerisi ve Borsanın uygun görüşüyle belirlenir.

Borsa Üyeliğinden Çıkma ve Çıkarılma

Madde 30- Üyelikten ayrılmak isteyen üye, durumu yazılı olarak Borsaya bildirmekle yükümlüdür.

Borsa üyeliği, üyelik şartlarının kaybedilmesi ve verilen süre içerisinde şartların sağlanamaması veya bu Yönetmelikte belirtilen diğer şartların oluşması halinde, Yönetim Kurulunun kararı ile geçici veya sürekli olarak sona erdirilebilir. Bu kapsamda, birden fazla pazar veya piyasada işlem yapmaya yetkili olan üyelerin bir veya birkaç pazar veya piyasaya ilişkin yetkileri, Yönetim Kurulu kararı ile sona erdirilebilir.

Sürekli olarak üyelikten çıkartılan üye, bu karara SPK nezdinde durumu öğrendiği tarihten itibaren 10 iş günü içerisinde itiraz edebilir. SPK'nın kararı nihaidir.

Geçici olarak üyelikten çıkarılanların tekrar üyeliğe kabul edilmesi halinde giriş aidatı alınmaz.

Üyelikten sürekli olarak çıkarılanlar üyelik şartlarını daha sonradan sağlamaları halinde tekrar üyeliğe alınabilirler.

Takas Üyeliğinden Çıkma ve Çıkarılma

Madde 31- Takas üyeliği, Borsa üyeliğinin sona ermesi, Takas Merkezinin üyelikten çıkarması veya üyenin isteği ile sona erebilir.

Borsa üyeliği sona eren üyelerin Takas Merkezine olan üyeliği ile ilgili olarak aşağıdaki hükümler uygulanır:

a) Borsa üyeliği sona eren üyeler Takas Merkezi üyeliğinden de ı-kartılır

b) Takasa olan yükümlölüklerin yerine getirilmesi sırasında, üyeliği sona eren kurumun takasını garanti ettiği üyelerin işlemlerinin dü-zenli şekilde yürütölmesini sağlamak amacıyla, Takas Merkezi, üyeliği sona eren kurumun takasını garanti ettiği diğer üyelerin iş-lemelerini garanti etme süresini uzatma da dahil olmak üzere gerek-li tedbirleri almaya yetkilidir.

c) Takas Merkezi, üyeliği sona eren üyelerin taşıdığı pozisyonları is-tekli başka üyelere devretme konusunda karar almaya yetkilidir.

Takas Merkezinin önerisi ve Borsa Yönetim Kurulunun kararıyla da Takas Merkezi üyeliği sona erdirilebilir.

Takas Merkezi üyeliğinden ayrılmak isteyen üyeler, bu durumu Ta-kas Merkezi ve Borsaya yazılı olarak bildirir

Takas Merkezi üyeliğinden çıkma ve çıkarılma şartları Takas Mer-kezinin önerisi ve Borsanın uygun görüğu ile belirlenir.

Takas üyeliğinden ayrılma Borsa üyeliğini etkilemez.

Borsa ve Takas Merkezi Üyeliğinin Sona Ermesi Durumunda Yükümlölüklerin Tasfiyesi

Madde 32- Takas Merkezi üyeliğinin sona ermesi halinde, Borsaya ve Takas Merkezine olan yükümlölüklerin tasfiyesine ilişkin husus-lar Takas Merkezinin önerisi ve Borsanın uygun görüğuyle belirlenir.

Borsa üyeliğinden çıkarılanların Borsaya olan yükümlölüklerinin tasfiyesine ilişkin hususlar Borsa tarafından belirlenir.

Üyeliği sona eren kurumların garanti fonundaki payı bu Yönetmelikteki hükümler çerçevesinde ilgili kuruma iade edilir.

Faaliyetleri Durdurulan Üyeler ve İşlem Yasağı Getirilen Yatırımcılar

Madde 33- Faaliyetleri Kurul tarafından sürekli veya geçici olarak durdurulan üyelerin taşıdıkları pozisyonların tasfiye veya başka bir üyeye transfer edilmesi konusunda karar almaya Takas Merkezi yetkilidir.

Kurul tarafından işlem yasağı getirilen yatırımcılar sadece pozisyon kapatmaya yönelik işlem yapabilir. Pozisyonların tasfiyesiyle ilgili olarak karar almaya Takas Merkezi yetkilidir.

Diğer Borsalara Üye Olan Borsa Üyeleri

Madde 34- Üyeler, Borsada işlem gören sözleşmelere dayanak teşkil eden varlıklarda yaptıkları işlemlerle ilgili bilgileri Borsanın talebi halinde vermekle yükümlüdür.

Hakkında diğer borsalar tarafından disiplin hükümleri uygulanan üyeler, konuyu derhal Borsaya bildirirler.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

Sözleşmelere İlişkin Hükümler

Kote Edilebilecek Sözleşmeler ve Kotasyon Süreci

Madde 35- Bu Yönetmelikte yer alan esaslar çerçevesinde, her türlü dayanak varlık üzerine düzenlenmiş sözleşme Borsada kote edilebilir.

Hangi dayanak varlık üzerine düzenlenmiş sözleşmelerin kote edileceğine Yönetim Kurulunun önerisi üzerine SPK karar verir.

Sözleşmelerin asgari unsurları, dayanak varlığın niteliğine ve sözleşme türüne göre Yönetim Kurulu tarafından belirlenir ve SPK tarafından onaylanır. Yönetim Kurulunun bu Yönetmelik hükümleri çerçevesinde bu konudaki kararları ve yaptığı değişiklikler Borsa bülteninde duyurulur.

Borsada İşlem Görecek Sözleşmelerin Asgari Unsurları

Madde 36- Türlerine göre sözleşmelerde bulunacak asgari unsurlar aşağıda belirtilmiştir:

- a) Dayanak varlık,
- b) Sözleşmenin türü: Sözleşmenin vadeli işlem, opsiyon veya diğer türev araçlara ilişkin olduğu,
- c) Sözleşmenin büyüklüğü: Sözleşmeye konu olan dayanak varlığın miktarı,

- d) Sözleşmenin vadesi: Nakdi uzlaşmasının veya fiziki teslimatının yapılacağı zaman,
- e) Uzlaşma şekli: Sözleşme vadesinde dayanak varlık bazında, uzlaşmanın fiziki teslimat veya nakdi uzlaşma yöntemlerinden hangisiyle yapılacağı,
- f) Uzlaşma fiyatının belirlenme şekli: Hesapların güncelleştirilmesinde ve nakdi uzlaşmada kullanılacak fiyatın belirlenme şekli,
- g) Son işlem günü: Sözleşmenin işlem görebileceği son gün,
- h) Teslim tarihi: Fiziki teslim öngören sözleşmelerde dayanak varlığın fiziken teslim edileceği tarih,
- i) Günlük fiyat hareket limitleri: Sözleşmenin fiyatının bir gün içerisinde hareket edebileceği oran veya mutlak tutar olarak belirlenmiş en düşük ve en yüksek değerler,
- j) Kullanım fiyatı: Opsiyon sözleşmelerinde, dayanak varlığın vadeye kadar veya vade bitiminde alım veya satımının yapılabileceği fiyat,
- k) Asgari teminat oran ve tutarları: Sözleşmelerde bir pozisyon açmak ve sürdürmek için taraflardan talep edilecek işlem teminat oran ve tutarları,
- l) Opsiyon tipi: Opsiyon sözleşmesinde, opsiyon sözleşmesi ile tanınan hakkın sadece vade sonunda ya da vade sonu dahil olmak üzere vade sonuna kadar herhangi bir tarihte kullanılabileceği.

Sözleşmelerdeki hükümler, bu Yönetmelikte yer alan hükümlerle bir bütün teşkil eder ve birlikte yorumlanır. Sözleşmelerde açıklık bulunmayan hallerde, Yönetim Kurulu düzenleme yapmaya yetkilidir.

Sözleşmelerin Bağlayıcılığı, Sözleşme Alım ve Satımının Anlamı ve Ters İşlemin Etkisi

Madde 37- Borsada işlem görecek sözleşmelerin hükümleri Borsa bülteninde yayınlanır ve bu hükümler ayrıca bir bildirimle gerek olmaksızın işlem yapan tüm tarafları bağlar Borsada işlem gören sözleşmelerin, Borsaya emir iletilmek suretiyle Borsada alınıp satılması ile sözleşme alanlar/satanlar, ayrıca sözleşme imzalanmasına, bir bildirimde bulunulmasına veya bir basılı evrakın kendilerine teslim edilmesine gerek olmaksızın bu Yönetmelik ve bu Yönetmeliğe dayanılarak yapılan düzenlemeler ve işlem fiyatları çerçevesinde söz konusu sözleşmede yer alan hakların sahibi ve yükümlülüklerin sorumlusu olur ve söz konusu hükümler sözleşmeyi alanları/satanları bağlar. Sözleşmeye taraf olunmasıyla birlikte, bu Yönetmelikte veya bu Yönetmeliğe dayanılarak çıkarılan diğer düzenlemelerde belirlenen teminat, teslimat ve sözleşme ile ilgili diğer tüm iş ve işlemlerin süresi içerisinde yerine getirileceği kabul ve taahhüt edilmiş olur.

Borsada sözleşme alınıp satılması, Borsa işleminde eşleşen iki taraftan birinin uzun pozisyon alırken diğer tarafın kısa pozisyon alması anlamına gelir Sözleşmelerde uzun pozisyon alınması işlemi alış, kısa pozisyon alınması işlemi ise satış olarak nitelendirilir Borsada sözleşme alınması veya satılması ile ya yeni bir uzun veya kısa pozisyon sahibi olunur ya da daha önce mevcut olan bir pozisyon kapatılır

Bir sözleşmede uzun pozisyon sahibi olan tarafın, aynı sözleşmede kısa pozisyon almasına veya kısa pozisyon sahibi olan tarafın, aynı sözleşmede uzun pozisyon almasına sebep olacak şekilde Borsada işlem yapması veya bu işlemin Yönetmelik hükümlerine göre re'sen yapılması durumunda, bu kişinin aynı sözleşmede kısa pozisyon ve

uzun pozisyon sahibi olarak sahip olduğu hak ve yükümlülükler aynı kişide birleşmiş olarak kabul edilir ve söz konusu hak ve yükümlülükler karşılıklı olarak netleştirilerek sona erdirilir. Ters işlem olarak adlandırılan bu işlem neticesinde açık pozisyonlar bu tutarda kapatılmış olur Sözleşmelerin takasında hak ve yükümlülüklerin yerine getirilmesi bakımından Takas Merkezinin alıcı karşısında satıcı, satıcı karşısında alıcı konumunda olması ve eşleşen tarafların sözleşmenin takasına ilişkin olarak birbirlerine karşı talep haklarının bulunmaması sebebiyle, sözü edilen eşleştirme ve netleştirme suretiyle hak ve yükümlülüklerin karşılıklı olarak sona erdirilmesi hususunda, Borsa işleminde eşleşen tarafların veya diğer açık pozisyon sahiplerinin ya da hesabında ters işlem yapılan tarafın izni, onayı veya talimatı aranmaz. Söz konusu netleştirme işlemi Borsa veya Takas Merkezi ile üyeler tarafından ilgili hesaplar üzerinde re'sen yapılır

Borsa işlemi neticesinde oluşan açık pozisyonlardan doğan hak ve yükümlülükler, sözleşmenin bu Yönetmelikte açıklanan ters işlem ile Borsada kapatılması veya vadesinin gelmesiyle sona erer Bunun dışında, sözleşmelerin veya açık pozisyonlardan doğan hak ve yükümlülüklerin Borsa içinde veya dışında başka bir yolla satılması veya devri mümkün değildir.

Sözleşme Hükümlerinin Değiştirilmesi

Madde 38- Yönetim Kurulu, Borsa işlemlerinin dürüst ve düzenli bir şekilde yürütülmesi ve neticelendirilmesi amacıyla Borsaya kote edilmiş sözleşmelerin hükümlerinde bu Yönetmelik hükümleri çerçevesinde değişiklik yapabilir. Ödenecek para miktarı ve sözleşmeye konu olan mal kalitesiyle ilgili olanlar dışında gerçekleşen değişiklikler, değişiklik tarihinde açık olan tüm sözleşmeler ile bu tarihten sonra gerçekleşecek tüm işlemlere şamildir. Ödenecek pa-

ra miktarı ve sözleşmeye konu olan mal kalitesiyle ilgili olan değişiklikler, o anda işlem gören sözleşmelerin vadelerinin bitiminden itibaren yürürlüğe girer.

Sözleşmelerde yapılacak değişiklikler, farklı bir tarih belirtilmemişse Borsa bülteninde yayımı tarihinde yürürlüğe girer.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

Sözleşmelerin Borsada İşlem Görmesi

Borsa İşlemlerinde Dürüstlük ve Düzen

Madde 39- Borsa işlemlerinin dürüst ve düzenli olmasından kasıt, Borsada fiyatların serbest rekabet ve açıklık içinde oluşmasıdır. Borsada gerçekleşen işlem veya oluşan fiyatların, Kanunun 47 nci maddesinin A bendinin 1, 2 ve 3 numaralı alt bentlerinde belirtilen suçların kapsamında değerlendirilebileceğinin Yönetim Kurulu tarafından karara bağlanması durumunda Borsada dürüstlük ve düzenin ihlal edildiği kabul edilir.

Yönetim Kurulu Borsada işlemlerin dürüst ve düzenli bir şekilde gerçekleşmesini sağlamaya yönelik her türlü tedbiri almaya görevli ve yetkilidir.

Gözetim Sistemi

Madde 40- VOB, işlemlerin dürüst ve düzenli olarak gerçekleşmesi ilkesine aykırılıkların tespit edilebilmesi amacıyla Borsa bünyesinde gözetim sistemi oluşturur. VOB söz konusu sistemin özellik-

lerinde Kurulca talep edilen ekleme ve geliştirmeleri yapar ve kendisine gözetim konusunda Kurulca verilecek görevleri yerine getirir.

Borsada İşlemlerin Yapılma Esasları

Madde 41- Borsada işlemler serbest rekabet ortamında açık olarak gerçekleşir. Borsaya iletilen emirlerin gerçekleşme esasları Yönetim Kurulu kararıyla belirlenir. Yönetim Kurulunun bu kararları Borsa bülteninde duyurulur.

Sözleşmelerin alım satımında seanslarda esas olarak çoklu fiyat yöntemi uygulanır. Çoklu fiyat yönteminde alım satım emirleri, elektronik ortamda veya Borsanın belirleyeceği diğer yöntemlere göre bu Yönetmelikte belirtilen emir eşleştirmedeki öncelik kurallarına uygun olarak karşılaştırılır ve bu fiyatlar üzerinden alım satım gerçekleşir.

Borsa, seansın belirli bölümlerinde emirlerin belirli bir zaman aralığında biriktirilerek, tek bir fiyat oluşacak şekilde eşleştirildiği tek fiyat yönteminin veya belirleyeceği diğer yöntemlerin uygulanmasına karar verebilir. Bu konuda yapılacak düzenlemeler Kurul onayıyla yürürlüğe girer

Borsada üyelerin emirleri hangi yöntemlerle girebileceği, girilebilecek emir türleri, emirlerin eşleşmesi, yeni pazarların açılması, piyasada gerçekleşen işlemlere ve girilen emirlere ait bilgilerin diğer üyelere ve yatırımcılara hangi seviyede gösterileceği gibi işlem esasları ile ilgili tüm hususlar hakkında karar almaya Yönetim Kurulu yetkilidir.

Seans

Madde 42- Normal seans; Borsa yetkilisi tarafından verilecek bir işaretle işlemlerin başlatıldığı an ile yine Borsa yetkilisi tarafından verilen başka bir işaretle işlemlerin bitirildiği an arasında geçen süredir. Seans, Yönetim Kurulunun kararıyla açılış ve kapanış fiyatlarının belirlenmesi, gün içinde ara verilmesi ve diğer amaçlarla farklı bölümlere ayrılabilir.

Seans gün ve saatleri Yönetim Kurulunca belirlenir.

Açık kalan pozisyonlarını kapatmak isteyen üyeler için son işlem günündeki seans sonunda, başlangıç ve bitiş saati Yönetim Kurulunca belirlenecek bir ek seans yapılabilir. Ek seansta işlemler son işlem günü seansının uzlaşma fiyatından veya Borsa tarafından belirlenecek diğer fiyatlar üzerinden yapılır.

Borsa, gerekli gördüğü zamanlarda özel seanslar açabilir.

İşlem Salonu

Madde 43- Borsa tarafından işlem salonları kurulması durumunda, işlem terminallerinin üyelere tahsisine, geri alınmasına ve salonun işleyişine ilişkin esaslar Yönetim Kurulu tarafından belirlenir.

İşlemlerin Gerçekleşmesi

Madde 44- Sözleşmelerin alınıp satılması, emirlerin Borsanın belirlediği araçlar vasıtasıyla Borsaya iletilmesi ve bu Yönetmelik hükümleri çerçevesinde diğer emirlerle karşılaşması suretiyle gerçekleşir. Bu şekilde gerçekleşen işlemler bu Yönetmelik hükümleri çerçevesinde Borsa tarafından iptal edilmediği sürece geçerliliğini korur. Bu madde çerçevesinde alınan kararlar Borsa bültenlerinde ilan edilir.

Borsada Emirlerin Eşleştirilmesinde Öncelik Kuralları

Madde 45- Sözleşmelerin alım satımı için verilen emirler Borsaya iletildikten sonra, çoklu fiyat yöntemi ile eşleşmesi esnasında uygulanacak öncelik kuralları sırasıyla aşağıdaki gibidir:

- a) Fiyat Önceliği Kuralı: Daha düşük fiyatlı satım emirleri, daha yüksek fiyatlı satım emirlerinden; daha yüksek fiyatlı alım emirleri, daha düşük fiyatlı alım emirlerinden önce karşılanır
- b) Zaman Önceliği Kuralı: Fiyat eşitliği halinde, zaman açısından daha önce gelen emirler önce karşılanır

Müşteri Önceliği

Madde 46- Üyeler, Borsadaki fiyatların ve tekliflerin müşterilerin verdikleri emirleri karşılaması durumunda, ilk önce müşteri emirlerini gerçekleştirmek zorundadır. Bu madde kapsamında, üyelerin kendi portföyelerine yaptıkları işlemler ile doğrudan veya dolaylı olarak kendileriyle ilişkili kişi ve kurumlar adına yaptıkları işlemler, üyelerin kendi işlemi olarak değerlendirilir.

Piyasa yapıcılığına ilişkin hususlar saklıdır

Birlikte Hareket Edenler

Madde 47- Bu Yönetmelikte aksi belirtilmedikçe, birlikte hareket eden kişi ve/veya kurumlar, bu Yönetmelikte bir özel veya tüzel kişiyle ilgili olarak yer alan düzenlemelerde bir kişi gibi dikkate alınır.

Pozisyon Limitleri

Madde 48- Borsada gerçekleşen işlemlerde dürüstlük ve düzeni

sağlamak, sözleşmelerin güvenli bir şekilde işlem görmesini temin etmek amacıyla Borsa pozisyon limitleri koyabilir, mevcut limitleri artırıp azaltabilir

Pozisyon limitleri, bir sözleşme veya sözleşme grubu esas alınarak, teslim ayında olup olmama ve işlemin korunma amacıyla yapılıp yapılmadığı durumları göz önüne alınarak üye veya müşteri bazında belirlenebilir.

Pozisyon limitleri, bir tüzel veya gerçek kişinin tüm üyeler nezdindeki hesaplarını kapsar

Pozisyon Limitlerinin İzlenmesinde Sorumluluk

Madde 49- İşlem sisteminin müşteri bazında izlemeye müsait olması durumunda Borsa Takas Merkezinden pozisyon limitlerinin aşılmış aşılmadığının Borsada işlem yapanların tüm üyeler nezdindeki hesaplarını toplulaştırarak izlenmesini isteyebilir.

Takas Merkezinin veya Borsanın izlemesinden bağımsız olarak pozisyon limitlerinin aşılmış aşılmadığı üyeler tarafından da izlenir Bir üye, nezdinde açılmış hesaplarda veya kendi portföyü için pozisyon limitlerini aşamaz. Bir müşterisinin, diğer üyeler nezdinde de hesapları bulunması durumunda pozisyon limitlerini aştığını bilebilecek durumda ise, üye müşterisinin yeni pozisyon açmasına imkan vermez. Pozisyon limitlerinin aşıldığı durumda üye konuyu derhal Borsaya ve Takas Merkezine bildirir.

Pozisyon limitlerinin aşılması durumunda üyeler ilgili hesaba sadece pozisyon kapatmaya yönelik emirleri kabul edebilir.

Piyasa yapıcıları, kotasyon vermek zorunda oldukları sözleşmelerde gün içinde geçici olarak pozisyon limitlerini aşabilirler. Ancak Yö-

netim Kurulunun belirleyeceği süre sonuna kadar piyasa yapıcılarının pozisyonlarını limitlere uygun hale getirmeleri zorunludur

Pozisyon Limitlerindeki Aşımaların Giderilmesi

Madde 50- Pozisyon limitlerinin müşteriler tarafından aşılması durumunda, aşımı izleyen ilk Borsa gününde üye, limiti aşan pozisyonlarını kapatması konusunda çerçeve sözleşmesinde öngörülen şekilde müşterisine bildirimde bulunur. Pozisyon limit aşımının üye tarafından müşteriye bildirimini izleyen ilk Borsa gününde aşımın giderilmemesi halinde bu durum, mesai bitiminden önce üye tarafından Borsaya bildirilir. Borsa, müşteriye bildirim yapılsın ya da yapılmıyın, bir Borsa gününden daha uzun süre limitleri aşan pozisyonları re'sen kapatabilir. Bu durumda hangi sözleşmelerin kapatılacağına Borsa karar verir.

Müşterinin pozisyon limitlerini aştığı hususunda üye tarafından bilgilendirilmemesi, limit fazlası kısmın Borsa tarafından re'sen kapatılmasını engellemez.

Pozisyon limitlerinin Borsa tarafından değiştirilmesi neticesinde, daha önceden alınan pozisyonlar nedeniyle veya Borsa tarafından gerçekleştirilen pozisyon transferleri sonucunda limitlerin üye ve/veya hesap bazında aşılması durumunda, Borsa tarafından verilen süre içerisinde limit aşımaları giderilir. Verilen süre içerisinde limit aşımının giderilmemesi durumunda, bu maddenin birinci ve ikinci fıkraları uyarınca işlem yapılır

Korunma Amacıyla Yapılan İşlemler

Madde 51- Halihazırda tutulan veya gelecekte alınması beklenen bir pozisyonla ilgili olarak, spot piyasadaki fiyat hareketlerinin ne-

den olacağı finansal zarar riskini azaltmak amacıyla Borsada işlem yapılması, korunma amacıyla yapılan işlemdir

Korunma amacıyla yapılan işlemlerde farklı teminat ve pozisyon limitleri uygulanması kararlaştırılabilir. Bu durumda, korunma amacıyla yapılmış olarak kabul edilecek işlemlerin taşınması gereken şartları belirlemeye Borsa yetkilidir.

Fark ve Strateji Pozisyonu İçin Emirler

Madde 52- Fiyat ilişkilerinden kar elde etmek amacıyla, eşzamanlı olarak, bir hesap adına aynı veya benzer dayanak varlık üzerine düzenlenmiş bir sözleşmenin bir vadesinde uzun pozisyon, diğer vadesinde kısa pozisyon alınması ya da aynı opsiyon sözleşmesinin farklı vade ve kullanım fiyatı seviyesinden alım ve satımının yapılması fark işlemidir. Belirli bir finansal sonucu elde etmek amacıyla birbirleriyle ilişkili farklı sözleşmelerin eşanlı olarak alınması ve/veya satılması strateji işlemleridir.

Borsa, fark ve strateji işlemine imkan verecek emirlerin işlem sistemine girilmesine imkan sağlayabilir.

Üye İşlem Sınırları

Madde 53- Yönetim Kurulu, üyelerin alabilecekleri pozisyon sayısını veya yapabilecekleri işlem hacmini; Sermaye Yeterliliği Tabanına, Garanti Fonuna yatırdıkları tutara, teminat olarak bulundurduğu kıymetlere veya diğer göstergelere bağlı olarak belirlemeye yetkilidir.

BEŞİNCİ BÖLÜM

Müşteri Emirlerinin Alınması ve Tasfiyesi

Müşteri Emrinin Alınması ve Kaydedilmesi

Madde 54- Üye, müşteri emirlerini, Kurulun Aracı Kuruluşların Türev Araçların Alım Satımına Aracılık Faaliyetlerinde Düzenleyecekleri Belgeler ve Kayıt Düzeni Hakkında Tebliğinde belirtilen şekilde almak ve kaydetmekle mükelleftir.

Müşteri Emirlerinde Bulunması Gereken Hususlar

Madde 55- Müşteri emirlerinde, Kurulun Aracı Kuruluşların Türev Araçların Alım Satımına Aracılık Faaliyetlerinde Düzenleyecekleri Belgeler ve Kayıt Düzeni Hakkında Tebliğinde emir formunda bulunması öngörülen bilgiler yer alır. Emirlerde fiyat ve miktar veya bunların belirlenme şekli ile emrin geçerlilik süresi hiçbir şüpheye mahal bırakmayacak şekilde açıkça yer alır.

Emirlerin Geçerlilik Süresi

Madde 56- Müşterilerden alınan emirlerin geçerlilik süresi üye ile müşteri arasında serbestçe belirlenir.

Ancak, Borsaya iletilen emirlerin Borsada geçerlilik süresini Borsa belirler veya bu sürenin emri veren tarafından belirlenmesine imkan sağlayabilir. Bu durumda emirler, emri verenin talebi doğrultusunda günlük olarak veya belirli bir tarihe kadar geçerli olarak verilebilir. Emirlerin belirlenen süre içinde gerçekleşmemesi durumunda emirler geçerliliklerini kendiliğinden yitirir.

Müşteri Emirlerinde Fiyat ve Miktar Belirleme Şekilleri

Madde 57- Müşteriler, Borsa üyesine verdikleri emirlerinde alım veya satım fiyatları ile miktarlarını kendileri belirleyebilecekleri gibi bu konularda üyeyi serbest de bırakabilirler.

Müşteri emirlerinde alım veya satım fiyatları “piyasa fiyatlı”, “limitli”, “uzlaşma fiyatlı” ya da “zarar durdurmalı” olmak üzere dört türlü belirlenebilir.

a) Piyasa Fiyatlı Emir: Piyasada o an için mümkün olan en iyi fiyattan başlayarak alım veya satım yapılmasını öngören emirdir

b) Limitli Emir: Alım veya satımın müşteri tarafından belirlenmiş sabit bir fiyattan gerçekleştirilmesini öngören emirdir. Limitli alım emrinde, piyasa fiyatından veya piyasa fiyatının altındaki fiyattan; limitli satım emrinde ise piyasa fiyatından veya piyasa fiyatının üstündeki fiyattan işlem yapılabilir.

c) Uzlaşma Fiyatlı Emir: İlgili günde oluşan uzlaşma fiyatı üzerinden gerçekleştirilmek üzere verilen emirdir.

d) Zarar Durdurmalı Emir: Mevcut bir pozisyonla ilgili olarak piyasadaki fiyatların aleyhte gelişmesi halinde, zararın sınırlandırılması amacıyla verilen ve fiyatların belirli bir düzeye ulaşması halinde piyasa fiyatlı veya limitli emir haline gelen emir türüdür.

Müşteri emirlerinde yukarıda sayılanların dışında da fiyat belirleme yöntemleri kullanılabilir.

Taahhütlerini Yerine Getirmeyen Müşteriler ile İlgili Yaptırımlar

Madde 58- Yönetim Kurulu, taahhütlerini yerine getirmemek fiili-

ni tekrarlayan gerçek veya tüzel kişi müşterilerin emirlerinin Borsa üyeleri tarafından kabul edilmemesi kararı alabilir. Bu kararlar Borsa bülteni ile duyurulur. Bu kararların yayımlanmasından sonra üyeler, ilgili müşterinin pozisyonunu veya riskini azaltacak emirler dışındaki emirlerini kabul edemez.

Mütemerrit Müşterilerden Emir Kabul Edilmemesi

Madde 59- Üyeler, bu Yönetmelik uyarınca yatırması gereken teminatları süresi içinde yatırmayan müşterilerinden, riskin artmasına yol açacak şekilde pozisyon almaya yönelik yeni emirleri kabul edemez.

Müşteri Emirlerini Reddetme Hakkı

Madde 60- Üyeler, müşterilerin verecekleri alım satım emirlerini, kısmen veya tamamen kabul etmemek hakkına sahiptir. Emirlerin kabul edilmemesi durumunda üye, neden belirtme zorunluluğu olmaksızın bu durumu müşterilerine veya onların temsilcilerine emri aldığı anda bildirmekle mükelleftir.

Müşterilerin Borsadaki İşlemleri Hakkında Bilgilendirilmesi

Madde 61- Sözleşmelerin alım satımına ilişkin olarak verilen emirler gerçekleştirildikten sonra üyeler, Kurulun Aracı Kuruluşların Türev Araçların Alım Satımına Aracılık Faaliyetlerinde Düzenleyecekleri Belgeler ve Kayıt Düzeni Hakkında Tebliğinde belirtilen şekilde müşterilerini bilgilendirir.

Teminat tamamlama çağrısına uyulmaması veya bu Yönetmelikte öngörülen diğer nedenlerle pozisyonları üye veya Borsa tarafından re'sen kapatılan müşterilere gerçekleştirilen işlemler hakkında üyeler tarafından ivedilikle bilgi verilir.

ALTINCI BÖLÜM

Teminat ve Teslimat İle İlgili Hükümler

İşlem Teminatları

Madde 62- Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinde, sözleşme hükümlerinin yerine getirilmesini sağlamak amacıyla müşteriler, aldıkları veya almak istedikleri her pozisyon için üyeye, üyeler de kendileri veya müşterileri adına aldıkları veya almak istedikleri her pozisyon için Takas Merkezine bu Yönetmelik hükümlerine göre teminat yatırmak zorundadırlar

İşlem teminatları başlangıç ve sürdürme teminatı olarak iki kademede tespit edilir.

İşlem teminat tutar ve oranları ile teminata kabul edilebilecek kıymetler, bunların değerlendirme katsayısı ve teminat yatırma süreleri gibi hususlar, sözleşmenin asgari unsurlarında belirlenenler hariç olmak üzere, Borsanın uygun görüşüyle Takas Merkezince belirlenir. Üye veya hesap bazında değişik oran ve tutarlarda farklı teminat belirlenebilir.

Bu Yönetmelik ve sözleşme hükümleri uyarınca üyelere tevdi edilmesi gereken işlem teminatları, iade edilmesi gerektiğinde aynen değil misli olarak iade edilir. Bu teminatlar, bu Yönetmelik ve sözleşme hükümlerine göre nakit dışı olanları nakde çevirme ve bunlarla açık pozisyonlardan oluşan zararları karşılama dahil olmak üzere teminatlar üzerindeki tüm tasarruf haklarının Takas Merkezine geçmesini ve Takas Merkezi tarafından kullanılmasını sağlayacak şekilde üye tarafından müşterilerden teslim alınır ve aynı şekil-

de Takas Merkezine tevdi edilir. Üye tarafından müşteri adına Takas Merkezine tevdi edilen teminatların, başkaca her hangi bir işleme veya incelemeye gerek olmaksızın bu madde hükmüne uygun olarak tevdi edildiği kabul edilir ve Takas Merkezi, söz konusu varlıklar üzerinde bu Yönetmelik ve sözleşme hükümlerine göre tasarruf edebilir. Müşteri varlıklarının bu madde hükmüne uygun olarak üye tarafından teslim alınmamasından doğan tüm hukuki sorumluluk ilgili üyeye ait olup bu nedenle Takas Merkezine her hangi bir sorumluluk yüklenemez. Bu şekilde Takas Merkezinde bulunan işlem teminatları münhasıran sözleşmelerden kaynaklanan müşteri yükümlülüklerinin tasfiyesi amacıyla kullanılır üyenin veya müşterilerin diğer yükümlülükleri nedeniyle kullanılamaz.

Belirli bir sözleşme grubunun riski azaltacak şekilde bir hesapta tutulması durumunda alınacak teminat tutarında bu Yönetmelikte belirtilen esaslar çerçevesinde indirim yapılabilir. Teminatların bu şekilde belirlenmesi “portföy bazında teminatlandırma” olarak adlandırılır

Başlangıç Teminatı

Madde 63- Başlangıç teminatı, pozisyon açılırken, yatırılması zorunlu olan tutardır. Gün içinde tutulan pozisyonlar için de gerekli görülmesi durumunda başlangıç teminatı kısmen veya tamamen istenebilir. Bu teminatın tutarı, sözleşme bazında belirlenir ve bu Yönetmelik hükümleri uyarınca değiştirilebilir.

Borsa, işlemler gerçekleşmeden önce yeterli teminatın varlığını şart koşabilir.

Portföy bazında teminatlandırma yönteminin kullanılması durumu saklıdır

Sürdürme Teminatı ve Teminat Tamamlama Çağrısı

Madde 64- Sürdürme teminatı, piyasadaki günlük fiyat hareketleri karşısında güncelleştirilen teminat tutarlarının ve teminat olarak bulundurulması gereken varlık kompozisyonunun korunması gereken alt düzeydir. Hesapların güncelleştirilmesi neticesinde vadeli işlem veya opsiyon sözleşmelerinde değer kaybı veya diğer nedenlerle mevcut teminatın sürdürme teminatının altına düşmesi durumunda, Takas Merkezi tarafından teminat tamamlama çağrısı yapılarak Takas Merkezinde tutulan teminat tutarı ve bunun kompozisyonu başlangıç teminatı seviyesine çıkarılır veya ayarlanır

Sürdürme teminatının zamanında sağlanmasını temin için müşteri ve ilgili üyenin talebi halinde bankaların otomatik ödeme sisteminden faydalanılabilir. Bu durumda teminat tamamlama çağrısı bu hizmeti veren bankaya yapılır ve ilgili üyeye bilgi verilir. Sürdürme teminatının sağlanması amacıyla verilen bu imkan kredilendirme amacıyla kullanılamaz.

Teminat tamamlama çağrıları Takas Merkezi tarafından elektronik ortamda yapılabilir. Takas Merkezinin bu çağrıyı göndermesi durumunda üyenin başkaca bir ihbar ve bildirim gereksizdir.

Olağanüstü Durum Teminatı

Madde 65- Bu Yönetmeliğin ilgili hükümleri çerçevesinde, olağanüstü durumlarda ilave teminat talep edilebilir.

Asgari Teminat

Madde 66- Genel Yönetmeliğin 45 inci maddesi uyarınca SPK, piyasa koşullarındaki gelişmeleri dikkate alarak, gerektiğinde başlan-

giç ve sürdürme teminat oranlarına ya da tutarlarına asgari bir sınır getirebilir. Bu durumda, Borsa üyeleri, en az SPK tarafından belirlenen oran ve tutarı karşılayacak başlangıç ve sürdürme teminatını müşterilerinden talep etmek zorundadır.

Teminatların Yatırılacağı Banka

Madde 67- İşlemlerle ilgili her türlü teminatın yatırılması için Takas Merkezi tarafından bir veya birden fazla banka ve hesap belirlenebilir. Teminatların yatırılacağı banka veya bankalarla ilgili işlem esasları Takas Merkezi tarafından belirlenir ve Borsa bülteninde ilan edilir.

Teminatların Toplanmasında ve Müşteri Varlıklarının Muhafazasında Üyelerin Yetki ve Görevleri

Madde 68- Üyeler, en az Takas Merkezinin ilgili sözleşmeler nedeniyle kendilerinden talep ettiği tutar kadar teminatı müşterilerinden talep etmek zorundadır.

Herhangi bir müşteri hesabındaki mevcut teminat miktarının sürdürme teminatının altına inmesi durumunda üye, ilgili müşteriden çerçeve sözleşmede belirtilen şekilde, hesabın başlangıç teminatı miktarına ulaşmasını sağlayacak tutar kadar teminat talebinde bulunur.

Herhangi bir müşterinin teminat tamamlama çağrısına ilişkin yükümlülüklerini yerine getirmemesi durumunda, ilgili müşterinin pozisyonlarının bir kısmı veya tamamı üye tarafından ters işlem ile tasfiye edilebilir.

Borsada işlem yapılması nedeniyle müşteriler tarafından üyelere tevdi edilen varlıklar, öncelikle bu sözleşmelerden kaynaklanan

müşteri yükümlülüklerinin tasfiyesi amacıyla kullanılır Söz konusu tutarlar, üyenin sorumlulukları veya müşterinin diğer yükümlülükleri nedeniyle kullanılamaz.

Müşteri yükümlülüklerinin tasfiyesi amacıyla, bu madde uyarınca müşteri varlıklarının üye tarafından kullanılması durumunda üye, varlıkların makul değerleri üzerinden nakde çevrilmesi için gereken özeni göstermekle yükümlüdür.

Üyenin, müşteri teminatlarının muhafazası ve takibinde Yönetmelik hükümlerine aykırı işlem yapması durumunda oluşacak zararın giderilmesini teminen, Takas Merkezi sırasıyla, söz konusu üyenin ve/veya ilgili takas üyesinin teminat açığı bulunan pozisyonlarının, bunların açığı karşılamaması durumunda takas üyesinin ve/veya üyenin kendi pozisyonlarının kısmen veya tamamen kapatılmasını veya Borsanın uygun görüşüyle başka bir üyeye devredilmesini isteyebilir.

Üyeler, müşterileri ile yapacakları sözleşmelerde, teminatların yatırılması, teminat tamamlama çağrısının yapılma şekil ve usulü, teminat yatırılmaması durumunda ortaya çıkacak temerrüt halinde uygulanacak hükümlere ilişkin olarak bu Yönetmelikte ve kendilerinin Takas Merkezi ile yaptıkları sözleşmelerde yer alan hususlara paralel hükümlere yer verebilir.

Teminatların Nemalandırılması

Madde 69- Takas Merkezine yatırılan nakit işlem teminatları günlük olarak Takas Merkezi tarafından nemalandırılır Nemalandırılmaya ilişkin esaslar Borsanın uygun görüşüyle Takas Merkezi tarafından belirlenir. Nemaların işleme tabi tutulmasında, Takas Merkezinin yasal yükümlülükleri dikkate alınır.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmelerinde Teslimat Sürecinin Tamamlanması

Madde 70- Fiziki teslimatın öngörüldüğü sözleşmelerde, teslimata ilişkin hususlar sözleşmede belirtilir. İlgili sözleşmede hüküm bulunmayan hallerde bu Yönetmelikte yer alan hükümler uygulanır

Fiziki teslimatı öngören sözleşmelerde son işlem gününden sonra açık pozisyonlar için kısa pozisyon sahipleri teslimatı yapmakla, uzun pozisyon sahipleri de teslimatı kabul edip gerekli ödemeleri yapmakla yükümlüdür.

Teslimat yapacak taraf bu talebini, sözleşmede öngörülmesi halinde son işlem gününden önce de ilgili üye vasıtasıyla Takas Merkezine bildirebilir. Takas Merkezi teslimat taleplerini uzun pozisyon sahipleri arasında tahsis ederken, en eski sözleşmeyi esas alabileceği gibi, tesadüfi seçim yöntemini de kullanabilir. Takas Merkezi, üyelerine teslimata ilişkin bilgileri süresi içerisinde iletir.

Teslimat yeri ve teslim edilecek varlıkların kalitesi, sözleşme şartlarında belirtilen alternatifler arasından kısa pozisyon sahibi tarafından belirlenir. Uzun pozisyon sahibi teslimatı bu şekilde kabul etmek zorundadır.

Teslimat işlemlerinde depo ücreti son teslimat gününe kadar satıcıya, son teslimat gününden sonra alıcıya aittir.

Teslimata taraf üyeler, teslimatın tüm aşamalarından sorumludur. Üyelerin teslimata ilişkin sorumluluğu Takas Merkezinin teslimatın gerçekleştiğini bildirmesi ile son bulur. Teslimatın bu Yönetmelik çerçevesinde gerçekleşmesi ile birlikte Takas Merkezi ve Borsanın yükümlülükleri sona erer.

Teslimat sırasında taraflar arasında, malın kalitesinin ve teslim şartlarının sözleşmede belirtilen hükümlere uygunluğu konusunda çıkacak ihtilaflarda bu Yönetmelikte belirtilen komitelerin kararları nihaidir. Bu karar uyarınca işlem yapılmasıyla Borsanın, Takas Merkezinin ve üyenin sorumlulukları sona erer. Alıcının ve satıcının Borsaya, Takas Merkezine ve üyeye karşı talep hakkı bulunmaz.

Teslimat işlemleri Takas Merkezi tarafından yürütülür. Takas Merkezi, teslimatın düzenli bir şekilde gerçekleşebilmesi için, teslimat süresinde gerekli teminatları almak, faturaların tanzimine ve teslimata nezaret etmek gibi teslimatın güvenli bir şekilde gerçekleşebilmesi için gerekli tedbirleri almakla görevli ve yetkilidir. Takas Merkezi, teslimatla sonuçlanan sözleşmelerde, satın alma için gerekli nakdin teslim tarihinden önce yatırılmasını isteyebilir.

Teslimat sürecinde, katma değer vergisi gibi ilgili varlığın satış fiyatı üzerinden alınan vergi ve vergi benzeri diğer kesintilerin oranlarında meydana gelen değişikliklerde takip edilecek uygulama Yönetim Kurulu tarafından belirlenir.

Borsa teslimat sürecinin bir kısmını veya tamamını kendisi ve/veya görevlendireceği kişi veya kurumlar eliyle yürütebilir.

Depolar

Madde 71- Teslimat yapılacak depolar Borsa tarafından belirlenir. Borsa bu yetkisini Takas Merkezine devredebilir. Bu Yönetmelik kapsamında teslim yeri olarak belirlenen depoları işletenler, bu Yönetmelik hükümlerine uyacaklarına dair, Borsaya ve Takas Merkezine hitaben, içeriği Borsa tarafından belirlenen bir taahhütname verirler. Depolar, teslim konu malların beyan edilen kalite ve miktarda olmasından sorumludur. Borsa Depoya teslim edilecek varlıkların sigortalanmasına ilişkin esasları belirleyebilir.

Takas Merkezi veya Borsa depoları teftiş edebilir. Depo işletmecileri teftiş ile ilgili her türlü yardımı yapmakla mükelleftir. Depo işletmecileri, teftiş sonucunda tespit edilen aksaklıkları kendilerine tanınan sürede gidermekle yükümlüdür.

Borsa veya Takas Merkezi teslimat yeri olarak belirlenen depoları gerektiğinde değiştirebilir.

Bu maddede sayılan Őartlara ve gerekli görülen diğer hususlara Borsa veya Takas Merkezi ile depolar arasında yapılacak sözleşmede yer verilir.

Opsiyon Sözleşmelerinde Teslimatla İlgili Özel Durumlar

Madde 72- Opsiyon sözleşmelerinde teslimat, opsiyonun tipine göre vade sonunda veya vade sonundan önceki herhangi bir günde opsiyonun alıcısı tarafından ilgili üyeler vasıtasıyla talep edilebilir. Üyeler, müşterilerinden aldıkları talepleri Takas Merkezi tarafından belirlenen süre içinde Takas Merkezine bildirmekle yükümlüdür.

Teslimat creti

Madde 73- yeler ve müşterileri, teslimata gitmeleri halinde Borsanın uygun görüşüyle Takas Merkezi tarafından belirlenen teslimat ücretini ödemekle ykmldrlar.

YEDİNCİ BÖLÜM

Takas Merkezi ve Garanti Fonu

Takas

Madde 74- Takas; Borsada gerçekleşen işlemlerle ilgili olarak ortaya çıkan sorumlulukların Takas Merkezinin, alıcı (uzun pozisyon sahibi) karşısında satıcı (kısa pozisyon sahibi), satıcı karşısında alıcı konumuna geçmesi suretiyle, bu Yönetmelik ve ilgili diğer mevzuat çerçevesinde yerine getirilme sürecidir.

Takas Merkezinin Seçimi, Takas Sistemleri ve Yapılacak Sözleşme

Madde 75- Takas Merkezi, Borsa bünyesinde oluşturulabileceği gibi, bir banka veya takas kuruluşu da Takas Merkezi olarak görevlendirilebilir. Bu konuda düzenleme yapmaya ve karar vermeye, Borsanın görüşünü alarak SPK yetkilidir. Borsa işlemlerini yürüten Takas Merkezi, Yönetim Kurulunun kararı ve SPK'nın onayı ile değiştirilebilir.

Borsa dışında bir kurumun Takas Merkezi olarak belirlenmesi durumunda, Borsa ile Takas Merkezi arasında her iki kurumun hak, yükümlülük ve yetkilerinin belirleneceği bir sözleşme yapılır. Bu durumda, seçilen kurum bu Yönetmelikte takasla ilgili iş ve işlemlerin yürütülmesine ilişkin Takas Merkezine verilmiş tüm yetki ve sorumlulukları devralır. Düzenlenecek sözleşmede bu Yönetmeliğe aykırı hususlara yer verilemez.

Bu Yönetmelikte yer alan hükümler, aksi belirtilmedikçe, Takas Merkezinin Borsa dışında bir kurum tarafından seçilmesi ve takasın

seçilen kurumun kendi kaynakları dışındaki kaynaklarla garanti edilmesi durumunu esas almaktadır. Takas Merkezi takası diğer kaynaklara ek olarak kendi kaynaklarından garanti edebilir. Bu durumda teminatların takibi ve takasla ilgili diğer iş ve işlemlerin taraflar arasında dağılımı Borsa ile Takas Merkezi arasında yapılacak sözleşmede gösterilir. Kurul bu sözleşmede değişiklik yapılmasını isteyebilir.

Takas sürecine ilişkin işlemler ve düzenlemeler, Takas Merkezi lehine haklar ve/veya Takas Merkezine karşı yükümlülükler oluşturduğunda bunlar, Borsa lehine haklar ve/veya Borsaya karşı doğmuş yükümlülükler olarak kabul edilir.

Takas Merkezi görevinin Borsa tarafından yürütülmesi durumunda, bu yönetmelikte resen veya Borsanın uygun görüşü ile Takas Merkezi tarafından yürütüleceği öngörülen iş ve işlemler Borsa tarafından yerine getirilir. Bu durumda, Yönetmelikte Takas Merkezine yapılması öngörülen bildirimler de Borsaya yapılır.

Takas Merkezinin Görev ve Yetkileri

Madde 76- Bu Yönetmeliğin diğer maddelerinde belirtilenlere ilave olarak Takas Merkezinin görev ve yetkileri aşağıda belirtilmiştir:

- a) Bu Yönetmelikteki esaslar çerçevesinde takas işlemlerini yürütmek,
- b) Garanti Fonunu idare etmek Garanti Fonuna ilişkin defter kayıt ve bilgileri tutmak, ve Garanti Fonuna katılım tutarı ile ilgili tavsiye de bulunmak,
- c) Takas işlemleri çerçevesinde Garanti Fonundan gerekli ödemeleri yapmak,

- d) Garanti Fonundan yapılan ödemeler nedeniyle oluşan alacağı tahsil için gerekli işlemleri yürütmek,
- e) Teminat olarak kabul edilebilecek kıymetler ve bunların temini, tahsili, tamamlama sürecine ilişkin esasları Borsanın uygun görüşünü almak suretiyle belirlemek,
- f) Teminat tamamlama çağrısı yapmak ve teminat tutarının yeniden istenen seviyeye süresi içinde çıkartılmasını sağlamak,
- g) Bu Yönetmelikte tanımlanmış olağanüstü durumların varlığı halinde olağanüstü durum teminatı yatırılmasını sağlamak, Borsa tarafından belirlenen açık pozisyonların kapatılmasını veya ilgili teminatların başka üyeye transfer edilmesini sağlamak,
- h) Teminatları toplamak ve idare etmek, gerektiğinde bunları nakde çevirerek hak sahiplerine ödemek,
- i) Teminatları değerlemek,
- j) Temerrüt esaslarının belirlenmesinde tavsiyelerde bulunmak,
- k) Üyelerin temerrüdü durumlarında bu Yönetmelikte öngörülen tedbirleri almak,
- l) Başlangıç ve sürdürme teminatlarının düzeyi konusunda tavsiyelerde bulunmak,
- m) Hesapları güncelleştirmek ve bununla ilgili nakit ve varlık transferlerini yapmak,
- n) Teslimat taleplerini pozisyon sahipleri arasında tahsis etmek,
- o) Teslimatla ilgili bilgileri üyelere süresi içinde bildirmek,

- p) Teslimatın düzenli bir şekilde gerçekleşebilmesi için bu Yönetmelikte öngörülen işlemleri yürütmek,
- r) Borsada işlemlerin yapılmasını sağlamak üzere hesap açmak,
- s) Takas üyelerinin takas üyeliğine ilişkin yükümlülüklerini yerine getirme konusunda finansal yeterliliğine ilişkin herhangi bir olumsuz durum tespit etmesi halinde Borsayı bilgilendirmek,
- t) Opsiyon primi tahsilatını ve ödemesini gerçekleştirmek,
- u) Borsada gerçekleştirilen işlemlerin takası kapsamında gerekli tüm iş ve işlemleri yapmak.

Takas Merkezinin Merkezi Muhatap Olması

Madde 77- Borsada gerçekleştirilen işlemlerde Takas Merkezi, sözleşmelerin alıcısına karşı satıcı ve satıcısına karşı alıcı konumunu üstlenerek sözleşmelerdeki tüm hak ve yükümlülüklerin sorumluluğunu bu Yönetmelikte belirlenen kural ve sınırlar çerçevesinde üzerine almış olur. Her sözleşmenin bir satıcı ve bir de alıcı tarafı bulunduğundan, Takas Merkezi her takas günü sonrasında sıfır net pozisyona sahip olur. Takas Merkezinin merkezi muhatap olması, sözleşmeler ile ilgili garanti sınırını değiştirmez ve teslimatta nihai müşterilerin birbirleriyle muhatap olmasını engellemez.

Takas Merkezinin Mali Sorumluluk Sınırları

Madde 78- Takas Merkezinin bu Yönetmelik çerçevesindeki Takas Merkezi garantisi nedeniyle mali sorumluluğu, bu Yönetmelikte öngörülen kaynaklarla sınırlı olmak üzere ve bu Yönetmelikte belirlenen esaslar çerçevesinde, sözleşmelerin takası sırasında taraflardan her biri için karşı tarafın yerini almasından kaynaklanan tutar kadardır.

Takas Merkezi garantisi, sadece Takas Merkezinde açılan hesaplar ve bu hesaplarda izlenen sözleşmelerle sınırlıdır

Garanti işleminde aksi Borsaca kararlaştırılmadıkça teminatlar ve garanti fonu kullanılır Bunun yanında bu yönetmelik hükümleri çerçevesinde, söz konusu garanti için banka ve diğer finansal kurumların taahhüdü ve sigorta gibi kaynaklar ayrı ayrı veya birlikte kullanılabilir. Kullanılacak kaynaklardaki değişiklikler Borsa Bülteninde yayımlanır

Takas Esasları

Madde 79- Borsada gerçekleştirilen işlemlerden doğan yükümlülüklerin taraflarca yerine getirilmesinin sağlanması Takas Merkezi aracılığıyla yapılır

Temerrüt durumunda, Takas Merkezi bu amaçla alınmış teminatlar ve Garanti Fonuna başvurur. Garanti Fonundan karşılanmayan tutarlar için Takas Merkezinin kendi kaynaklarına başvurulamaz. Takasın diğer kaynaklar ve Takas Merkezinin kendi kaynaklarından garanti edilmesi yönteminin uygulanmaya konulması durumu saklıdır.

Sözleşmelerin takasının garanti edilmesi için alınan teminatlar ve Garanti Fonu sadece Borsada gerçekleşen işlemler nedeniyle Takas Merkezinde açılan hesaplarla ilgili temerrütlerde kullanılır. Üyelerin diğer işlemlerinden kaynaklanan yükümlülüklerinin karşılanmasında Takas Merkezinde teminat olarak tutulan tutarlara müracaat edilemez.

Takas Merkezi, takas üyesi olmayan üyelerin diğer üyelere karşı yükümlülüklerinden, müşterilerin, Borsa ve takas üyelerine karşı yükümlülüklerinden ve üyelerin müşterilerine karşı yükümlülüklerinden sorumlu tutulamaz.

Uzlaşma Fiyatı Belirlenme Şekli

Madde 80- Uzlaşma fiyatının belirlenme şekli sözleşmede gösterilir. Sözleşmede yer alan uzlaşma fiyatı belirleme yönteminden daha etkin başka yöntemlerin ortaya çıkması durumunda Yönetim Kurulu, sözleşmede yer alan uzlaşma fiyatı belirleme yöntemini değiştirebilir.

Uzlaşma fiyatı komitesi seans sırasında gerçekleşen işlemlerden hesaplanan uzlaşma fiyatını gerek görürse seansın bitiminden sonraki 15 dakika içinde değiştirme yetkisine sahiptir. Bu süre gerekirse Genel Müdür tarafından uzatılabilir.

Ayrıca yeterli miktarda işlem olmaması durumunda, uzlaşma fiyatı komitesi bekleyen emirleri, diğer vadelerde gerçekleşen fiyatları ve spot fiyatı dikkate alarak yeni bir uzlaşma fiyatı belirleyebilir.

Hesapların Güncelleştirilmesi

Madde 81- Hesaplar, uzlaşma fiyatı esas alınarak Takas Merkezi tarafından güncelleştirilir. Güncelleştirme işlemi, uzlaşma fiyatının belirlenmesi sonrasında pozisyonların uzlaşma fiyatı üzerinden değerlemeye tabi tutularak hesaplara yansıtılmasıdır.

Güncelleştirme işleminin seansın sonunda yapılması esas olmakla birlikte, aşırı fiyat dalgalanmaları ve diğer olağanüstü durumların ortaya çıkması durumunda, Borsanın isteği üzerine seans içinde de Borsa tarafından belirlenecek fiyatlar üzerinden yapılabilir.

Hesapların güncelleştirilmesiyle oluşan değişiklikler sonucunda, bir hesaptaki tutarın teminat olarak bulunması gereken asgari tutarı aşması halinde, aşan kısım hesap sahibi tarafından çekilebilir. Daha sonraki fiyat değişimleri nedeniyle ilave teminat yatırılmasının ge

rekli olması durumunda, Takas Merkezi önceki ödemeler nedeniyle sorumlu tutulamaz. Güncelleştirilme sonucunda teminat açığının ortaya çıkması durumunda, bu Yönetmeliğin ilgili maddeleri uyarınca teminat tamamlama çağrısı yapılır

Hesap Dökümü

Madde 82- Takas Merkezi, gün sonu itibariyle gün içinde Borsada gerçekleşen işlemler ve hesapların güncelleştirilmesi bilgileri çerçevesinde teslimat yükümlülükleri, hesaplardaki hareketler, nakdi ve gayri nakdi teminat bakiyeleri, tahsil edilecek alacak ve ödenecek borç bakiyesi gibi bilgileri tasnifli bir şekilde hazırlar ve üyelere iletir. Bu döküm, takas işlemleri ve üyelerin kendi iç kayıtları açısından bağlayıcıdır. Bu dökümler elektronik ortamda üyelere gönderilebilir.

Garanti Fonu ve Kullanımı

Madde 83- Takas üyelerinin Borsada sözleşme alım satımından kaynaklanan yükümlülüklerini Takas Merkezine karşı yerine getirmemeleri durumunda bu Yönetmelik hükümleri çerçevesinde kullanılmak üzere Borsa tarafından Garanti Fonu oluşturulur. Takas üyelerinin Garanti Fonuna yapacakları katkının tutarı Borsa tarafından belirlenir. Yönetim Kurulu, birden fazla Garanti Fonu oluşturulmasına karar verebilir.

Garanti Fonu, Takas Merkezi tarafından temsil ve idare edilir. Garanti Fonundaki nakit varlıklar Takas Merkezi tarafından nemalandırılır.

Garanti Fonuna takas üyelerince yapılacak ödemelerin zamanının belirlenmesi, yatırılacak kıymetlerin tespiti, değerlemesi, tahsili, Garanti Fonunun yönetilmesi ve fonun kullanımına ilişkin esaslar,

Borsanın uygun görüşü alınarak Takas Merkezi tarafından düzenlenir. Takas Merkezi de kendi kaynaklarından bu fona karşı taahhütte bulunabilir.

Garanti Fonundaki varlıklar, sadece fonun kuruluş amacı çerçevesinde kullanılabilir. Bu varlıklar, üyelerin diğer yükümlülükleri için her ne surette olursa olsun kullanılamaz, bu fonun kuruluş amacı çerçevesinde kullanımına kısıtlama getirilemez.

Garanti Fonunun bu Yönetmelik hükümleri çerçevesinde kullanılması veya diğer nedenlerle eksilmesi durumunda, takas üyelerinden ilave katkı yapılması istenebilir

Garanti Fonunun İzlenmesi ve Fondan Ödeme Yapılmasına İlişkin Esaslar

Madde 84- Garanti Fonunda bulunan varlıklar ve bu varlıkların getirileri katkı yapanlar bazında izlenir. Takas üyeliğinden ayrılan üyenin Garanti Fonundaki payı, ayrılma tarihinde Borsada mevcut açık sözleşmelerin vadesinde, Garanti Fonunun potansiyel ödeme yükümlülükleri de dikkate alınmak ve ödenmesi gereken vergi ve diğer yasal yükümlülükler indirilmek suretiyle iade edilir veya ödenir. Bu kapsamda yapılacak iade veya ödemeler, Garanti Fonuna katılım esnasında yatırılan kıymetlerin aynen iadesi şeklinde olma yabilir. Ödenecek kıymetlerin türü ve tutarını belirlemeye Takas Merkezi yetkilidir. Üyelikten ayrılma tarihinden sonra gerçekleşse dahi, takas garantisi kapsamında ödeme yapılması gerekliliği ortaya çıktığında, henüz iade edilmemiş katılım payları diğer üyelerin katılım payları ile aynı şekilde kullanılır

Garanti Fonundan temerrüt nedeniyle ödeme yapılması durumunda, ilk önce mütemerrit olan üye veya üyelerin payından ödeme yapılır. Bunu aşan kısım, diğer üyelerin katkılarıyla orantılı olarak Garanti

Fonundan karşılını Yönetim Kurulu bu konuda düzenleme yapmaya yetkilidir. Yapılan ödemenin müttemerrit üyenin payından yüksek olması durumunda, söz konusu fark Garanti Fonunun alacağı olarak değęerlenir. Takas Merkezi bu alacağın tahsili için gerekli kanuni takipleri yapmaya yetkilidir.

Garanti Fonundan takas garantisi nedeniyle yapılacak ödemeler zaman önceliğı esas alınarak yapılır. Daha önce gerçekleşmiş temerrütler tamamen tasfiye edilmedikçe, bir sonraki günün temerrütleri için ödeme yapılamaz. Ancak bir gün içindeki temerrüt tutarının Garanti Fonunun tutarını aşması durumunda ödemeler, temerrüt tutarıyla orantılı olarak yapılır.

Takas Garantisi Veren Üye İle Takası Garanti Edilen Üye Arasındaki İlişki

Madde 85- Takası garanti edilen üye ile takası garanti eden üye arasında takas garantisi verilmesine ve buna ilişkin hükümlerin yer aldığı bir sözleşme yapılması zorunludur. Bu sözleşmede, takası garanti edilen üyenin aldığı pozisyonlarla ilgili işlem teminatlarının tamamlanması, pozisyon limitlerindeki aşımaların giderilmesi ve bu Yönetmelikte düzenlenen diğer hususlar hakkındaki tarafların hak, yükümlülük ve yetkileri yer alır. Borsa, sözleşmede zorunlu olarak yer alması gereken bazı hükümler belirleyebileceğı gibi, tarafların kendi aralarında serbestçe yapacakları sözleşmelere ilave olarak asgari koşulların yer aldığı standart bir sözleşme imzalanmasını da ön görebilir.

Yapılan sözleşmelerin ve bu sözleşmede yapılacak değışikliklerin bir örneğı Borsaya ve Takas Merkezine gönderilir. Yönetim Kurulu veya Takas Merkezi gerekli görmesi durumunda, taraflardan sözleşmede değışiklik yapılmasını veya sözleşmenin iptalini isteyebilir.

Borsa takas garantisi veren üye ile takası garanti edilen üyeler arasındaki operasyonel ilişki ve çalışma şeklinde asgari koşulların sağlanmasını talep edebilir. Bu kapsamda Borsa, iletilen emirlerin ve gerçekleştirilen işlemlerin, pozisyonların, teminatların ve risklerin takas garantisi veren üye ile takası garanti edilen üye arasında karşılıklı veya tek taraflı olarak bildirim, izlenmesi ve kontrolü konusunda düzenlemeler yapmaya yetkilidir.

Üyenin Takas Garantisi Vermesi ve Bu Garantinin Kapsamı

Madde 86- Takası garanti eden üye, içeriği Takas Merkezince belirlenecek ve garanti ettiği üyenin Borsadaki tüm işlemlerini kayıtsız şartsız garanti ettiğini belirten bir taahhütnameyi Borsaya ve Takas Merkezine verir. Bu taahhütnamedeki takas garantisinin kapsamı, Takas Merkezinin talebi ve Borsanın onayıyla genişletilebilir.

Takas garantisi vermekle, takası garanti eden üye takası garanti edilen üyenin Borsada gerçekleştirdiği işlemler nedeniyle Takas Merkezine karşı oluşan yükümlülüklerinden müşterek borçlu ve müteselsil kefil olarak sorumlu hale gelir. Takas garantisi, takası garanti edilen üyenin Borsada gerçekleştirmiş olduğu işlemler neticesinde Takas Merkezine ödemekle yükümlü olduğu teminat, komisyon, faiz ve benzeri ödemeler ile kar veya zarar tutarının kayıtsız şartsız ödenmesini kapsar. Garantiye bir üst sınır konulamaz. Garanti süresiz olarak verilir. Bu garanti çerçevesinde, Takas Merkezinin ilk talebi üzerine takası garanti eden üye kayıtsız şartsız ödeme yapmakla yükümlüdür. Takası garanti edilen üyenin Borsa dışı işlemleri bu garanti kapsamı dışındadır.

Takas Merkezi, takas üyesinin yükümlülüğünü yerine getirmemesi halinde, takas üyesinin Takas Merkezi nezdindeki kendisine ait olduğu belirlenen diğer hak ve alacakları ile varlıklarına bu yükümlülüklerin tasfiyesi amacıyla başvurabilir.

Birden fazla genel takas üyesinin bir Borsa üyesine takas garantisi vermesi durumunda, ortak takas garantisi veren her takas üyesi, garanti edilen üyenin işlemlerinden müteselsilen sorumlu olur.

Genel takas üyesi, takasını garanti ettiği üyelerin temerrüde düşmesi durumunda, konuyu derhal Takas Merkezi ve Borsaya bildirir.

Takas Merkezine yatırılması gereken tutarlarda Takas Merkezi üyesinin temerrüde düşmesi durumunda, Takas Merkezi ilgili takas üyesi hakkında kanuni takip yapmaya yetkilidir. Temerrüdün takası garanti edilen üyeden kaynaklanan kısmı için, takası garanti eden üye tarafından yükümlülüğün karşılanmaması halinde, Takas Merkezi takası garanti eden üye ile birlikte takası garanti edilen üye için de kanuni takip başlatabilir.

Takas Merkezi, Borsada gerçekleştirilen işlemler nedeniyle yatırılması gereken teminatların ve diğer ödentilerin yatırılmasını doğrudan takası garanti eden üyeden isteyebilir.

Takas Merkezi, Borsada gerçekleşen işlemlerle ilgili bildirimleri doğrudan takası garanti eden üyeye yapabilir veya takası garanti edilen üyenin işlemleri hakkında bilgilerin takası garanti eden üye vasıtasıyla tevdi edilmesini talep edebilir.

Takas Merkezi, Borsada gerçekleşen işlemler nedeniyle takası garanti edilen üyeye verilmesi gereken varlıkları doğrudan takası garanti eden üyeye aktarabilir. Bu durumda Takası garanti eden üye, bu tutarları takasını garanti ettiği üyeye zamanında aktarmakla yükümlüdür. Takas Merkezi bu tutarların takası garanti edilen üyeye aktarılmamasından sorumlu değildir. Takas Merkezi, takası bir başka üye tarafından garanti edilen üyelerin Borsa işlemleri nedeniyle oluşan alacaklarını, takası garanti eden üyenin kabulü koşuluyla, takası garanti eden üyenin hesaplarını kullanmadan doğrudan bu üyeye aktarabilir. Bu durumda, takası garanti eden üyeye bilgi verilir.

Takas Üyesi Tarafından Takas Garantisinin Kaldırılması

Madde 87- Garanti veren takas üyesi, Borsanın ve Takas Merkezinin onayını almak kaydıyla, herhangi bir üye için verdiği garantiyi kaldırabilir. Bu garanti, ilgili üyenin açık pozisyonlarının başka bir üyeye devredilmesi veya tasfiyesi halinde kaldırılabilir. Takas üyesinin garanti kaldırma talebinden sonra garantisi kaldırılmak istenen üyenin yeni pozisyon açması kısıtlanabilir.

Takas Garantisi Nedeniyle Yapılan Ödemeler

Madde 88- Takası garanti eden üye, takas garantisi nedeniyle Takas Merkezine yaptığı ödemeleri Takas Merkezinden talep edemez. Bu tutarlar, takası garanti edilen üyeden alacak olarak değerlendirilir.

Takası Garanti Eden Üyenin Bilgi Alma Hakkı

Madde 89- Takası garanti eden üye, takasını garanti ettiği üyeden, Borsada gerçekleştirilen işlemlerle ilgili bilgileri talep etme hakkına sahiptir. Taraflar arasında yapılacak sözleşmelerde bunun aksi kararlaştırılmaz.

Üyelerin Finansal Açıdan Zor Durumda Kalmaları

Madde 90- Gerek kendisi gerekse müşterileri adına açık pozisyon taşıyan üyelerin finansal zorluk veya ödeme güçlüğü içinde bulunduğu Borsa veya Takas Merkezince tespiti üzerine, sözleşmelerin düzenli bir şekilde tasfiye edilmesi ve teslimatın yapılması için Borsa ilgili üye hakkında aşağıdaki kararları almaya yetkilidir:

- a) Açık pozisyonların ve bunlara ilişkin teminatların başka bir üyeye veya üyelere transfer edilmesi,
- b) Yeni pozisyon açılmasının yasaklanması,

- c) Mevcut pozisyonların kapatılması,
- d) Garanti Fonuna ilave ödeme yapılması veya Borsa ve Takas Merkezine ilave teminat yatırılması,
- e) Mevcut sözleşmeler ile ilgili olarak ilave teminat yatırılması,
- f) Takas üyesinin değiştirilmesi veya birden fazla takas üyesi ile anlaşma yapılması,
- g) Takas sürecinin bu Yönetmelik hükümleri çerçevesinde sona erdirilmesine yönelik Borsa ve Takas Merkezi tarafından gerekli görülebilecek diğer tedbirlerin alınması.

Pozisyon Transferi

Madde 91- Aşağıdaki durumların gerçekleşmesi halinde, Takas Merkezinin önerisi ve Yönetim Kurulunun kararı ile üyelerin pozisyonları diğer bir takas üyesine transfer edilebilir:

- a) İki veya daha fazla üyenin birleşmesi,
- b) Bir takas üyesinin takas üyeliğinden çekilmesi veya çıkarılması,
- c) Takas üyesi olmayan bir üyenin takas üyesi olması,
- d) Borsa üyesinin işlemlerinin geçici veya sürekli olarak durdurulması veya askıya alınması,
- e) Bir takas üyesinin verdiği takas garantisini kaldırması,
- f) Takas garantisi veren üyenin değişmesi,
- g) Takas üyesinin yükümlülüklerini yerine getirememesi veya finansal durumunun zayıfladığına ilişkin emarelerin ortaya çıkması,

h) Takas merkezinin kabulü ve haklı gerekçelerin varlığı şartıyla müşterinin talebi ve diğer olağanüstü haller.

Transfer işlemi, Takas Merkezi tarafından tutulan kayıtlar üzerinden, ilgili teminat hesaplarıyla birlikte yapılır Transfer işlemi sonrasında yeni duruma göre ilgili üyeler kendi kayıtlarını güncelleştirirler. Pozisyon transferi gerçekleştirmeden önce her iki takas üyesi bu durumla ilgili Takas Merkezine ve teminatların yatırılacağı bankaya bilgi vermek zorundadır

Üyelerden kaynaklanan maddi hata olması veya transfer sonucunda ilgili hesapta daha az açık pozisyonun kalacak olması durumunda tarafların talebi üzerine pozisyon transferi Genel Müdürlük kararıyla da yapılabilir

Pozisyon transferi, transfer edilecek üyenin kabulü halinde yapılabilir. Transfer işlemi ile ilgili diğer esaslar Yönetim Kurulu tarafından düzenlenir.

Takas Merkezi Ücretleri

Madde 92- Takas Merkezinin vermiş olduğu hizmetlere uygulanacak ücret tarifesi, Borsanın uygun görüşü alınarak Takas Merkezinin belirlenir ve SPK onayı ile yürürlüğe girer.

SEKİZİNCİ BÖLÜM

Temerrüt Hali ve Giderilmesi

Teminatla İlgili Temerrüt

Madde 93- Temerrüt, Borsada gerçekleşen işlemler ve açık pozisyonlar nedeniyle Takas Merkezine yatırılması gereken teminat ve diğer tutarların süresi içerisinde yatırılmaması halidir. Gerekli tutarı süresi içerisinde yatırmayan üyeler, başka bir ihbara gerek kalmaksızın temerrüde düşmüş sayılır.

Temerrüt halinde uygulanacak diğer müeyyideler ve uygulamaya ilişkin esaslar Yönetim Kurulu tarafından belirlenir.

Fiziki Teslimat Öngören Sözleşmelerde Teslimat Anında Tarafların Temerrüdü

Madde 94- Bu Yönetmelikte belirtilen olağanüstü durumlar hariç olmak üzere, teslimata konu varlıkların, sözleşmede belirtilen süre içerisinde, belirtilen yerlerde, gerekli kalite ve miktarda, sözleşmelerde belirtilen belgelerle birlikte ve sözleşmede yer alan diğer hükümleri taşıyıcı şekilde hazır olmaması, bunlar hazırken teslimatı kabul etmekle yükümlü olan tarafın gerekli nakdi veya Takas Merkezinin kabul edeceği diğer varlıkları hazır bulundurmaması temerrüt olarak adlandırılır. Temerrüt halinde takip edilecek yol sözleşmede belirtilmemişse bu Yönetmelikteki hükümler uygulanır.

Temerrüdün oluşması durumunda, karşı üye durumu derhal Takas Merkezine bildirir.

Temerrüt halinde esas olarak, ilgili varlığın Takas Merkezi veya Ta-

kas Merkezinin uygun göreceği kişi veya kurumlar tarafından satın alınması veya satılması suretiyle temerrüt giderilir Bunun yanında, temerrüt durumunda tarafların talebi veya Takas Merkezinin gerekli görmesi halinde, ilgili varlığın satın alınması veya satılması yeri ne, uzlaşma fiyatları esas alınarak bulunacak farkın taraflar arasında transferi suretiyle de temerrüt hali giderilebilir.

Mütemerrit taraf, temerrüt nedeniyle karşı tarafın Takas Merkezinin ve Borsanın uğradığı zararı karşılamak zorundadır Ayrıca mütemerrit tarafa sözleşmenin karşı tarafına ödenmek üzere ilgili sözleşmenin son işlem gününde oluşan uzlaşma fiyatları dikkate alınarak hesaplanacak tutarın azami %10'u tutarında ceza verilebilir Ceza tutarını belirlemeye Yönetim Kurulu yetkilidir. Yönetim Kurulu bu yetkisini ilgili komitelere veya Genel Müdüre devredebilir.

Üyelerin Temerrüdü Halinde Takas Merkezinin Yapacağı İş ve İşlemler

Madde 95- Temerrüt halinde, Takas Merkezi, teminat olarak alınan varlıkları ihbarda bulunmaksızın nakde çevirebilir Müşteri varlıklarının ayrıştırılabilmesi durumunda, müşteri hesapları için tutulan varlıkların nakde çevrilmesinden elde edilen tutar üyenin ilgili müşteri hesaplarından kaynaklanan teminat eksikliğini, üyenin kendi işlemleri için hesabında bulunan varlıkların nakde çevrilmesinden elde edilen tutar ise üyenin kendisi ve müşterilerinin işlem ve hesaplarından kaynaklanan teminat eksikliğini gidermek için kullanılır

Teminatların nakde çevrilmesiyle ilgili olarak Takas Merkezi veya Borsa hiçbir sorumluluk altına girmez.

Bir üye temerrüde düştüğünde, üyenin işlem teminatları, Garanti Fonundaki katkıları ve Borsa nezdindeki tüm varlıkları ve alacakla-

rı, yerine getirilmemiş yükümlülüğün ifası için kullanılır İlgili üye, temerrüt durumunda bahsi geçen varlıklar ve elde edilmiş gelirlerin Takas Merkezi tarafından yükümlülüğünün ifa edilmesi amacıyla herhangi bir ihtar ve ihbara gerek kalmaksızın kullanılacağını ve tüm bu hususlarda gecikmeye neden olabilecek davranış ve fiillerde bulunmayacağını imzalayacağı Takas Üyeliği Taahhütnamesi ile kabul etmiş sayılır.

Takas üyesi olmayan üyelerin yükümlülüklerini yerine getirmemeleri durumunda, pozisyonları ilgili takas üyesi, Borsa veya Takas Merkezi tarafından re'sen kapatılabilir.

Ters işlemle kapatılmayan pozisyonlara ilişkin tarafların yükümlülükleri ve temerrüt durumları devam eder.

Temerrüt Halinde Uygulanacak Faiz

Madde 96- Temerrüt faiz oranı Yönetim Kurulu tarafından belirlenir ve SPK tarafından onaylanır. Temerrüt halinde uygulanacak oranlar temerrütte kalınan süre ve mazeretler esas alınarak farklılaştırılabilir.

Teminatların Temerrüt Nedeniyle Kullanılmasında Sıra

Madde 97- Temerrüt nedeniyle teminatlara başvurulması gereğinin ortaya çıkması durumunda, hangi varlıkların öncelikle kullanılacağını Takas Merkezi belirler.

DOKUZUNCU BÖLÜM

Olağanüstü Durumlar ve Alınacak Tedbirler

Olağanüstü Durumlar

Madde 98- Borsada işlemlerin dürüst ve düzenli şekilde gerçekleşmesini engelleyen veya gelişimini tamamlaması durumunda işlemlerin dürüst ve düzenli bir şekilde gerçekleşmesini engelleyebileceği makul bir şekilde tahmin edilebilen tüm işlem ve gelişmeler ile beklenmedik diğer olaylar olağanüstü durum olarak kabul edilir. Olağanüstü durumun varlığı Yönetim Kurulu tarafından belirlenir.

Sayılanlarla sınırlı olmaksızın aşağıdaki durumlar olağanüstü durumlara örnek olarak verilmiştir:

- a) Borsada gerçekleşen işlem veya oluşan fiyatların, Kanununun 47 nci maddesinin A bendinin 1, 2 ve 3 numaralı alt bentlerinde belirtilen suçların kapsamına girebileceğinin Yönetim Kurulu tarafından karara bağlanması,
- b) Sözleşmelerin düzenli olarak ifa edilmesini engelleyebilecek şekilde, bir veya birlikte hareket eden birden fazla kişi ve/veya kurumun sözleşmelerde teslim edilebilir dayanak varlığı oranla fiyatları etkileyebilecek büyüklükte pozisyon alması veya dayanak varlıkta fiyatları etkileyebilecek bir kontrole sahip olması (baskı kurma), kısa pozisyon sahiplerinin çok yüksek bir fiyat farkı ödemeksizin pozisyonlarını kapatacak istekli karşı taraf bulamamaları (karışıklık) veya kısa pozisyon sahiplerinin yüksek fiyat ödemek suretiyle pozisyonlarını kapatma zorunda kalmaları (sıkıştırma),
- c) Bir veya birlikte hareket eden birden fazla kişinin ve/veya kuru-

mun Borsa tarafından belirlenenden aşırı derecede daha fazla pozisyon sahibi olmaları,

d) Ödeme sisteminde oluşacak aksaklıklar, üyeler ve açık pozisyon taşıyan müşteriler hakkında iflas davası açılması ve bu davaların makul bir süre içinde kapatılmasının mümkün görülmemesi veya üyelerin geniş çaplı temerrüde düşmesi, kamu kuruluşları veya hükümetler tarafından alınan ve Borsada işlem gören sözleşmeleri doğrudan etkileyen kararlar gibi Borsada gerçekleşen sözleşmelerin ifasını ve Borsa işlemlerini önemli derecede etkileyen işlem ve olayların vukuu bulması,

e) İlgili kurumlar tarafından dayanak varlığın ithalatının, üretiminin veya ticaretinin yasaklanması, standartlarının değiştirilmesi, dayanak varlığın tedavülden kaldırılması veya dayanak varlığın elde edilmesinin piyasa şartları dışında engellenmesi,

f) Kötü hava şartları, deprem, yangın, su basması, savaş, terörist saldırılar, elektrik kesintisi, iletişim hatlarında meydana gelen arızalar, bilgisayar sistemlerinin arızalanması, takas sisteminin gecikmesi, verilerin işlenmesinde güçlüklerin ortaya çıkması nedeniyle Borsa işlemlerinde aksama meydana gelmesi,

g) Fiziki teslim öngören sözleşmelerde, sözleşmenin vadesinde teslim edilecek varlığın miktarının kısıtlı olması.

Olağanüstü Durumlarda Uygulanacak Hükümler

Madde 99- Olağanüstü durumların ortaya çıkması durumunda, Borsada işlemlerin dürüst ve düzenli yapılmasını sağlamak amacıyla, Borsa tarafından olağanüstü durumun niteliğine göre aşağıdaki tedbirlerden uygun görülenlerden biri veya birkaçı birlikte alınabilir:

a) Müşteri ve/veya üyelere özgü yeni pozisyon limitlerini belirlemek,

- b) Üyelerin mali yükümlülükleriyle ilgili şartları artırmak,
- c) İşlemlerin sadece mevcut pozisyonların kapatılmasına yönelik olarak yapılmasını istemek,
- d) İlave teminat istemek,
- e) Sözleşmelerin vade tarihini uzatmak veya kısaltmak,
- f) Teslim tarihi ve/veya teslim şartlarını değiştirmek,
- g) Fiyat limitlerini değiştirmek,
- h) Açık pozisyonların kapatılmasını veya ilgili teminatlar dahil olmak üzere açık pozisyonların başka bir üyeye transferini istemek ve sözleşmenin uzlaşma fiyatını belirlemek,
- i) Sözleşme işlem saatlerini uzatmak, kısaltmak veya değiştirmek, seansın açılış ve kapanış saatlerini değiştirmek, işlemleri durdurmak veya kısıtlamak,
- j) Olağanüstü durumun vukuu bulunduğu ana kadar yapılmış veya bu andan sonra yapılacak sözleşmelerde geçerli olmak üzere ödenecek paranın miktarını veya alınacak dayanak varlığın kalitesini değiştirmek,
- k) Teslimatı geciktirmek,
- l) Teslim edilecek varlığın kısıtlı olması durumunda, teslimin gecikmeli olarak yapılmasına veya Yönetim Kurulunun belirlediği bir fiyattan nakdi ifanın yapılmasına karar vermek.

Bu madde uyarınca üyeden veya bir müşterisinden yapılması istenen işlemlerin verilen süre içerisinde yapılmaması durumunda, Borsa veya Takas Merkezi tarafından yerine getirilmesi mümkün olan işlemler, başkaca bir bildirim ve merasime gerek olmaksızın Borsa veya Takas Merkezi tarafından re'sen yerine getirilir.

Olağanüstü durumlarda uygulanan tedbirler Kurula ve Takas Merkezine bildirilir.

Açık Pozisyonların Tamamının Kapatılması

Madde 100- Savaş, büyük çaplı terör, önemli bir doğal afet, dayanak varlıkla ilgili olarak devletin piyasaya müdahalesi gibi nedenlerle Borsada işlem gören sözleşmelerin dayanak varlıklarının spot piyasa fiyatında olağanüstü değişim olduğunda Yönetim Kurulu ilgili varlığa dayalı olan veya bu varlıkla ilgili diğer varlıklara dayalı olan sözleşmelerdeki tüm açık pozisyonların veya açık pozisyonların belirli bir kısmının, söz konusu olağanüstü durumun ortaya çıkmasından önceki en son uzlaşma fiyatı üzerinden kapatılmasına karar verebilir.

Açık pozisyonların tamamının kapatılmasının gerekmesi halinde bu durum Kurula bildirilir.

Sözleşme Bazında İşlemleri ve Seansı Geçici Olarak Durdurma Yetkisi

Madde 101- Olağanüstü durumlar nedeniyle sözleşme bazında işlemleri ve/veya seansı geçici olarak durdurmaya yetkili birimleri ve geçici durdurma sürelerini belirlemeye Yönetim Kurulu yetkilidir.

Seansın geçici olarak durdurulması durumunda nedenleri ile birlikte SPK'ya derhal bilgi verilir ve durum Borsa Bülteninde ilan edilir.

Borsa Faaliyetlerinin Geçici Olarak Durdurulması

Madde 102- Olağandışı menfi gelişmelerin olması halinde, Borsanın faaliyetlerinin geçici olarak durdurulmasına karar verilebilir.

Borsanın faaliyetlerinin beş güne kadar geçici olarak durdurulmasına karar alma yetkisi Yönetim Kuruluna aittir.

Yönetim Kurulunun talebi üzerine Borsanın faaliyetlerinin bir aya kadar durdurulmasına karar almak SPK'nın yetkisindedir.

SPK'nın talebi üzerine, Borsanın faaliyetlerinin bir ay ve daha uzun süreli durdurulmasına karar almaya ilgili Bakan yetkilidir.

İşlemlerin İptali

Madde 103- Aşağıdaki şartların varlığı halinde, bir veya daha fazla Borsa üyesinin başvurusu üzerine ya da re'sen, teşekkül eden fiyatlar ve bu fiyatlar üzerinden gerçekleşen işlemler Borsa tarafından iptal edilebilir.

- a) Fiyat teşekkül etmesi ve gerçekleşen alım satım işlemlerinin belirlenmesi sırasında işlem sisteminde maddi hata oluşması,
- b) Sözleşme fiyatının dürüst ve düzenli piyasa şartları dışında belirlenmesi,
- c) Bu Yönetmeliğin ilgili maddelerinde belirtilen olağanüstü durumların ortaya çıkması ve bu durumları gidermeye yönelik olarak bu Yönetmelikte alınan tedbirlerin yetersiz kalması,
- d) Olayların gelişiminden işlemlerin hatalı olduğunun açıkça belli olması.

Bu maddenin (d) bendindeki işlemler tarafların birlikte başvurusu üzerine Genel Müdür veya yetkilendireceği birim tarafından, diğer hallerde Yönetim Kurulu tarafından re'sen iptal edilebilir.

ONUNCU BÖLÜM

Disiplin Cezaları

Disiplin Cezaları

Madde 104- Borsada düzeni veya dürüstlüğü bozan ya da Borsa işlerine hile karıştıran, Borsa işlerinin açık, düzenli ve dürüst yürütülmesine ilişkin mevzuata ve alınan kararlara uymayanlarla, bu Yönetmelik hükümlerine aykırı davrandığı tespit edilen Borsa üyeleri, üye temsilcileri ve üye temsilci yardımcıları hakkında fiilin mahiyet ve önemine göre aşağıda sayılan disiplin cezalarından bir veya birkaçı uygulanır:

- a) Uyarı: İlgiliye, yükümlülük ve davranışlarında daha dikkatli ve itinalı hareket etmesi gerektiğinin yazı ile bildirilmesidir.
- b) Kınama: İlgilinin yükümlülük ve davranışlarında kusurlu olduğunun yazı ile bildirilmesidir.
- c) Para cezası: Sorumluların, kesin kararın ilgililerce tebellüğ edildiği tarihten itibaren en geç 5 iş günü içinde ödemeleri gereken ve Yönetim Kurulu tarafından belirlenen meblağdır.
- d) Borsa üyeliğinden, üye temsilciliğinden veya üye temsilci yardımcılığından geçici çıkarma: Cezası kesinleşen Borsa üyesi adına, üç ayı aşmamak üzere, Yönetim Kurulunca fiilin mahiyet ve önemine göre belirlenecek, geçici bir süre içinde doğrudan doğruya veya dolaylı olarak bir veya birden fazla piyasa veya pazarda Borsa'ca uygun görülenlerin dışındaki borsa ve takas işlemlerinin yapılamaması, üye temsilcilerinin ve üye temsilci yardımcılarının temsilcilik sıfatlarının üç aya kadar kaldırılmasıdır.

e) Borsa üyeliğinden, üye temsilciliğinden veya üye temsilci yardımcılığından sürekli çıkarma: Borsa üyeliği, üye temsilciliği veya üye temsilci yardımcılığı sıfatlarının bir daha kullanılmamak üzere geri alınmasıdır

Disiplin Cezalarını Gerektiren Fiil ve Hareketler

Madde 105- Bu Yönetmelikte sayılan disiplin cezalarının uygulanmasını gerektiren fiil ve hareketler aşağıda yer almaktadır

a) Uyarı:

- 1) Borsada, belirlenen usul ve esasların yerine getirilmesinde kayıtsızlık ve dikkatsizlik göstermek,
- 2) Üyelik görev ve sorumluluklarına karşı kayıtsızlık göstermek ve ya bunları yerine getirmemek,
- 3) Meslek onuruna veya meslek kurallarına uymayan hareketlerde bulunmak,
- 4) Borsanın itibarını zedeleyici sözler sarfetmek,
- 5) Müşteriler ile olan ilişkilerinde terbiye ve nezakete aykırı harekette bulunmak.

b) Kınama:

- 1) Borsada, belirlenen usul ve esasların yerine getirilmesinde ihmali bulunmak,
- 2) Borsanın itibarını zedeleyici asılsız beyan veya yayımda bulunmak,
- 3) Borsanın çalışma düzenini bozmak,

4) İş münasebetinde bulunduğu kimseler hakkında kötü muamelede veya haksız ithamda bulunmak,

5) Borsa dışında, Borsa üyeliğinin gerektirdiği itibar ve güven duygusunu sarsacak nitelikte davranışlarda bulunmak.

Bir defa uyarı cezası verildikten sonra bu Yönetmelikte cezaların sicilden silinmesi için belirlenen süre içinde aynı cezayı gerektiren yeni bir fiil işlemesi halinde ilgiliye kınama cezası verilebilir.

c) Para cezası:

1) Borsa usul ve esaslarının yerine getirilmemesinde kasıtlı davranmak,

2) Borsaya, Takas Merkezine ve müşterilere karşı taahhütlerini zamanında tam olarak yerine getirmemek,

3) İşlem gören sözleşmeler hakkında gerçeğe aykırı ve yanıltıcı beyanlarda bulunmak,

4) Defter ve kayıtları usulüne uygun olarak veya hiç tutmamak,

5) Borsa işleriyle ilgili hesap ve işlemleri, denetime yetkili elemanların denetlemesine müsaade etmemek, bu görevlilere kolaylık göstermemek ve yardımda bulunmamak.

Bir defa kınama cezası verildikten sonra bu Yönetmelikte cezaların sicilden silinmesi için belirlenen süre içinde aynı cezayı gerektiren yeni bir fiil işlemesi halinde ilgiliye para cezası verilebilir.

d) Borsa üyeliğinden ya da üye temsilciliği veya üye temsilci yardımcılığında çıkarılma:

1) Borsa, Takas Merkezi ve üye görevlilerine saldırıda bulunmak,

küfretmek, onları alenen tehdit etmek, tehdit ve tahkir edici sözler kullanmak,

2) Borsa üyelerini ve görevlilerini sırf zor duruma düşürmek için veya kendi kusurunu örtmek amacı ile Borsaya ait belgeleri gizlemek,

3) Borsada işlemlerin dürüst ve düzenli oluşumunu engelleyecek iş ve işlemlerde bulunmak.

Bir defa para cezası verildikten sonra bu Yönetmelikte cezaların sicilden silinmesi için belirlenen süre içinde aynı cezayı gerektiren yeni bir fiil işlemesi halinde ilgiliye Yönetim Kurulu kararıyla geçici çıkarma cezası verilebilir

e) Borsa üyeliğinden ya da üye temsilciliği veya üye temsilci yardımcılığından sürekli çıkarma:

1) Gizli kalması Genel Kurulca veya Yönetim Kurulunca karara bağlanmış bilgi ve belgeleri açıklamak,

2) Borsa üyeliği ya da üye temsilciliği veya üye temsilci yardımcılığı sıfatı ile bağdaşmayacak hareketlerde bulunmak,

3) Borsa üyelerini ve görevlilerini sırf zor duruma düşürmek için veya kendi kusurunu örtmek amacıyla Borsaya ait belgeleri tahrif veya yok etmek, Borsada boykota kalkışmak veya hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, inancı kötüye kullanmak ya da hileli iflas gibi yüz kızartıcı bir suçtan dolayı mahkumiyet kararı kesinleşmiş olmak.

Bir defa geçici çıkarma cezası verildikten sonra bu Yönetmelikte cezaların sicilden silinmesi için belirlenen süre içinde aynı cezayı

gerektiren yeni bir fiil işleme halinde ilgiliye Yönetim Kurulu kararıyla sürekli çıkarma cezası verilebilir

Disiplin Kovuşturmasının Yürütülmesi

Madde 106- Disiplin komitesi, Genel Müdürlük tarafından havale edilen dosya üzerine disiplin işlemlerini aşağıdaki sıraya uygun olarak yürütür:

a) Soruşturmanın başlatılması

Komite, bu Yönetmelik hükümlerine aykırı davranışlar hakkında ihbar ve şikayetin başladığı tarihten itibaren en geç on iş günü içinde soruşturmaya başlar. Komite ihbar ve şikayeti geçerli bulmazsa, ilave adımların atılmasına gerek duymaksızın konuyu Yönetim Kuruluna sunar.

b) Savunma

İhbar ve şikayetin geçerli bulunması veya re'sen soruşturmanın başlatılması durumunda, yapılacak soruşturmada yazılı savunma istenmesi ve bu savunma için tebellüğ tarihinden itibaren en az onbeş iş günü süre tanınması zorunludur. Komite, hakkında soruşturma yapılan üyenin isteği üzerine veya re'sen kendisini veya temsilcilerini dinlemek üzere davet edebilir. Kabul edilebilir bir mazereti olmaksızın davete uymayanların dinlenmesinden vazgeçilir

c) Soruşturmanın sonuçlandırılması

Komite ilgili dosyanın soruşturmasını tamamladıktan sonra onbeş iş günü içinde kararını yazılı olarak Yönetim Kurulunun onayına sunar.

Komite başkan ve üyeleriyle Yönetim Kurulu üyelerinin doğrudan

veya dolaylı olarak kendileri veya kendileriyle ilgili kişiler ya da temsilcisi oldukları kuruluşlar hakkında yapılabilecek disiplin kovuşturmasına katılamaz ve oy kullanamazlar.

d) Yönetim Kurulu kararı ve tebligat

Yönetim Kurulunun kararı, alındığı günü izleyen üç iş günü içinde iadeli taahhütlü mektupla ilgililerin bilinen adreslerine gönderilir veya elden imza karşılığı teslim suretiyle tebliğ edilir.

e) Cezaların kesinleşmesi

Disiplin cezaları, Yönetim Kurulu kararının ilgiliye tebliği tarihinden itibaren onbeş iş günü içinde SPK'ya başvurulmadığı takdirde kesinleşir. Yönetim Kurulu kararına karşı SPK'ya itiraz edilmesi halinde ceza, SPK kararının Yönetim Kurulu Başkanlığınca ilgiliye tebliğinden itibaren kesinleşir.

Disiplin Cezalarının Sicile Kaydı ve Tekerrüre Esas Süre

Madde 107- Disiplin cezalarına ait kararlar kesinlik kazanmadıkça uygulanamaz. Kesinlik kazanan disiplin cezaları ilgilinin siciline işlenir.

Kesin ihraç hariç, cezanın kesinleştiği tarihten itibaren bir yıl içinde herhangi bir disiplin suçu işlenmediği takdirde, sicile işlenen önceki cezalar tekerrürde esas alınmaz ve cezalar sicilden silinir.

ONBİRİNCİ BÖLÜM

Uyuşmazlıkların Çözümü

Uyuşmazlıkların Çözümü

Madde 108- Borsa üyeleri arasında veya Borsa üyeleri ile müşterileri arasında Borsa işlemlerinden doğan uyuşmazlıklar, bu Yönetmelikte belirtilen usul ve esaslar içinde çözümlenir.

Borsa işlemi; Borsada işlem yapmak amacıyla emir verilmesi, işlemlerin gerçekleşmesi, takası, sözleşme nedeniyle teslimat yapılması, bu işlemler nedeniyle teminat verilmesi, teminatların nemaları gibi Borsada kote edilen sözleşmelerin alım satımı için üyeler ile müşterileri arasında mutad olarak gerçekleşmesi beklenen iş ve işlemleri kapsar.

Zararların Karşılanması

Madde 109- Üyelerin müşterilerine, Borsanın diğer üyelerine, Borsa ve Takas Merkezine verebilecekleri zararlar, sırasıyla;

- a) Üye tarafından kabul edildiği,
- b) Yönetim Kurulunca kararlaştırıldığı,
- c) Anlaşmazlık bir yargı organınca karara bağlandığı

durumlarda, anlaşmaya varılan veya kararlaştırılan meblağ süresi içinde veya sürenin belirtilmediği durumlarda Borsa tarafından belirlenecek makul bir süre içerisinde üye tarafından ödenmezse, üyelik teminatından mahsup yapılarak Borsa tarafından re'sen ödenir

Uyuşmazlıkların Çözümünde Yetki

Madde 110- Borsaya getirilen uyuşmazlıkların çözümlenmesinde Yönetim Kurulu yetkilidir. Bu konuda, Yönetim Kuruluna Uyuşmazlık Komitesi yardımcı olur

Tutarı, SPK'nın belirleyeceği miktardan az olan uyuşmazlıkların çözümünde uyuşmazlık komitesinin bir üyesi yetkili kılınabilir

Üyelerden Kaynaklanan Uyuşmazlıkların Çözüm Yeri

Madde 111- Borsa üyeleri arasında Borsa işlemlerinden kaynaklanan uyuşmazlıkların Borsada çözümü zorunludur.

Müşterilerin, Borsa işlemleri nedeniyle Borsa üyeleri ile olan ihtilafları, başvuruları halinde, Borsada çözümlenir.

Tarafların yargı mercilerine başvuru hakkı saklıdır. Taraflarca yargı yoluna başvurulduğunda, dava sonuçlanıncaya kadar dosya işleminden kaldırılır.

Adli yargı yoluna gidilmesi durumunda, Borsa üyesi durumu öğrendiği tarihten itibaren üç iş günü içinde Borsaya bildirmek, nihai kararı da aynı süre içinde ibraz etmekle yükümlüdür.

Uyuşmazlıkların Çözümü İçin Başvuru

Madde 112- Uyuşmazlığın bu Yönetmelik hükümleri uyarınca işleme tabi tutulabilmesi için taraflardan birinin Borsaya yazılı müracaatı şarttır. Bu müracaatta, tarafların isim ve adresleri, ihtilafın konusu, maddi olaylar, talep, olayın gerçekleşme şekli ve talebi destekleyecek belge ve açıklamalara yer verilir.

İnceleme ve Karar

Madde 113- Uyuşmazlığa ilişkin müracaatın alınmasını takiben Genel Müdürlük ivedilikle, cevabını vermesi için dilekçe örneğini karşı tarafa tebliğ eder. Cevap için tebellüğ tarihinden itibaren 5 iş günü beklenir. Cevap geldikten veya bu süre geçtikten sonra dosya incelenmek üzere Uyuşmazlık Komitesine intikal ettirilir veya Genel Müdürlükçe konunun yeterince açık olduğu kanaatine varılır ise dosyanın ilk Yönetim Kurulunda görüşülmesi ve karara bağlanması sağlanır.

Yönetim Kurulunun kararlarına karşı kararın taraflara tebliğini izleyen 10 iş günü içinde Borsa kanalıyla SPK nezdinde itirazda bulunulabilir. SPK'nın uyuşmazlıkları çözümlenmeye dair kararları nihaidir. Bu kararlara karşı idari yargı mercilerine başvurulabilir.

Tutarı, SPK tarafından belirlenen miktarın altında kalan anlaşmazlıklarda, Borsanın verdiği karara SPK nezdinde itiraz edilemez.

Sulh Olma ve Şikayetten Vazgeçme

Madde 114- Uyuşmazlık konusunun Borsaya intikal ettirilmesinden sonra, tarafların her zaman sulh yoluyla anlaşmaları mümkündür.

Sulh yoluyla anlaşma halinde, taraflar durumu derhal Genel Müdürlüğe bildirmek zorundadırlar.

Şikayet eden, incelemenin her safhasında talebinden kısmen veya tamamen feragat edebilir.

Bu durumlarda, Yönetim Kurulu uyuşmazlık dosyasının işlemden kaldırılmasına karar verir Feragat edilen ihtilaf, tekrar şikayet konusu yapılmaz.

Tebliğat ve Uyuşmazlıkla İlgili Kayıtlar

Madde 115- Uyuşmazlık konusunda verilen kararlar, tarafların başvuru dilekçesinde gösterilen adreslerine gönderilecek iadeli taahhütlü mektupla veya elden imza karşılığı teslim suretiyle tebliğ olunur.

Borsada, uyuşmazlık konuları, taraflar, bilgi ve belgeler, verilen kararların özetleri düzenli olarak özel bir dosyada 5 yıl süreyle saklanır.

Ücret

Madde 116- Yönetim Kurulu, uyuşmazlıkların çözümü ile ilgili masrafları karşılamak üzere başvuru sahibinden ücret talep edebilir.

ONİKİNCİ BÖLÜM

Komiteler

Komitelerin Oluşturulması, Yetkileri ve Sorumlulukları

Madde 117- Borsada, işlerin gerektirdiği sayıda komite oluşturulabilir. Komitelerin kuruluşu, ilgası ve çalışma esasları Yönetim Kurulu tarafından belirlenir ve Borsa Bülteninde duyurulur. Komiteler en az üç kişiden oluşur.

Komitelerin oluşturulmasında asil üye sayısı kadar yedek üye seçilir. Asil üyelerin komiteden ayrılması durumunda Genel Müdür yedek üyeler arasından atama yapar. Bu durumda Genel Müdür tarafından yapılan atamalar yapılacak ilk Yönetim Kurulunun bilgisine sunulur.

Komite başkanları Yönetim Kurulu tarafından seçilir. Başkanın herhangi bir nedenle görevde olmadığı durumlarda, başkanın belirlediği komite üyelerinden birisi başkana vekalet eder.

Aksi belirtilmedikçe komite üyeleri yerlerine yenisi seçilinceye kadar görevde kalır. Komite üyelerinin Borsa üyelerinden veya Borsa personelinden seçilmesi esastır. Uzmanlık gerektiren alanlarda bunlar dışından da komite üyesi seçilebilir.

Aksi belirtilmedikçe komiteler salt çoğunlukla toplanır ve kararlarını katılanların salt çoğunluğu ile alır. Eşitlik durumunda komite başkanının oy verdiği karar kabul edilmiş sayılır. Komite üyeleri diğer üyeler adına oy kullanamaz.

Komite başkanları, alınan kararları ve gerekli diğer belgeleri, sıhhat

lerinden şüpheye yer bırakmayacak şekilde dosyalarda muhafaza etmekle ve Borsaya tevdi etmekle yükümlüdür. Borsa talep halinde sekreteryaya hizmetlerini yürütür.

Periyodik olarak veya belirli bir olayın ortaya çıkması sonucu yapılan toplantılar haricinde, komite üyelerine toplantı yeri, tarihi ve saati en az iki iş günü öncesinden komite başkanı tarafından bildirilir.

Komite üyelerine yapılacak bildirimlerde telefon, elektronik posta, telgraf, mektup veya komitenin belirleyeceği diğer haberleşme araçları kullanılabilir.

Üyelerden herhangi birinin karşı çıkması durumunda kararların alınması için toplantı yapılmasına gerek yoktur. Elektronik haberleşme imkanları kullanılmak suretiyle üyelerin toplantılara farklı mekanlardan katılması mümkündür.

Komite üyeleri, görevin gerektirdiği tarafsızlığı sağlamakla yükümlüdür.

İlişkili Konularda Kararlara Katılma Yasağı

Madde 118- Bu Yönetmelik çerçevesinde karar almaya yetkili komitelerde görevli olanlar, bu Yönetmelik çerçevesinde alınacak kararlarda, kendileri, üçüncü dereceye kadar kan ve sıhri hısımları ve temsil ettikleri üyelerle ilgili konularda yapılacak oylamalara katılamaz. Bu yasağın uygulanması sonucunda karar yeter sayısının sağlanamayacağına ortaya çıkması durumunda üyeler yakınlık durumlarının tutanağa geçirilmesi kaydıyla oy kullanabilir.

Uyuşmazlık Komitesi ve Görevleri

Madde 119- Uyuşmazlık Komitesi, uyuşmazlıkların incelenmesinde ve sonuçlandırılmasında Yönetim Kuruluna yardımcı olur.

Uyuşmazlık komitesi, Yönetim Kurulunca seçilecek bir başkan ve iki üyeden meydana gelir. Yönetim Kurulu işlerin yoğunluğunu esas alarak birden fazla uyuşmazlık komitesinin kurulmasını kararlaştırabilir.

Uyuşmazlık komitesine seçilecek üyelerin yüksek öğrenim görmüş olmaları ve mali piyasalar konusunda mesleki tecrübeye sahip bulunmaları gerekir.

Komite en az iki üyenin hazır bulunmasıyla toplanır Karar için en az iki olumlu oy gerekir. Çekimser oy kullanılamaz. Karşı oy kullanan üye, görüşünün gerekçesini kararda belirtmek zorundadır.

Komite, konu ile ilgili her türlü incelemeyi yapmaya, tarafları ve tanıkları dinlemeye yetkili olup, gerekli incelemeyi tamamladıktan sonra, uyuşmazlık konusunda bulduğu çözüm yoluna ilişkin görüşünü, dayanağını teşkil eden belgelerle birlikte yazılı olarak Genel Müdürlüğe sunar.

Komite, çalışmalarını kurul halinde yapar Komitenin çalışmasında veya üyeler arasındaki iş bölümünde Komite başkanı yetkili ve sorumludur. Komite başkanı ilgili tüm bilgileri üyelerin incelemesine açık tutar

Uyuşmazlık komitesi gerektiğinde taraflardan konuyla ilgili olarak ilave bilgi ve belge talep edebilir veya tarafları dinleyebilir.

Borsa Hukuk İşleri Müdürü Komitenin raportörlüğünü yapar .

Tutarı, SPK'nın belirlediği tutarın altında olan uyuşmazlıklara ve teslimattaki ihtilaflara ilişkin özel hükümler saklıdır.

Disiplin Komitesi

Madde 120- Üyeler, üye temsilcileri ve üye temsilci yardımcılarını hakkında, bu Yönetmelik çerçevesinde disiplin soruşturmalarının yürütülmesinde ve disiplin cezalarının verilmesinde Yönetim Kuruluna yardımcı olmak üzere disiplin komitesi kurulur.

Disiplin komitesi, biri başkan olmak üzere üç üyeden oluşur.

Disiplin komitesine seçilecek üyelerin hukuk, iktisat, işletme veya maliye alanlarında yüksek öğrenim görmüş olmaları ve mali piyasalar konusunda mesleki tecrübeye sahip bulunmaları gerekir.

Disiplin komitesi üyelerinin görev süreleri 2 yıl olup, süresi bitmeden komite üyeliğinin sona ermesi halinde yedek üye yerini aldığı üyenin görev süresini tamamlar.

Komite, başkan veya vekilinin bulunmaması durumunda toplanamaz. Çekimser oy kullanılamaz. Karşı oy kullanan üye, görüşünün gerekçesini belirtmek zorundadır. Komite müzakereleri her toplantıda zapta geçirilir. Bu zabıt toplantıya katılan üyeler tarafından imzalanır. Disiplin komitesinin sekreteryası işleri Borsa tarafından yürütülür.

Uzlaşma Fiyatı Komitesi

Madde 121- Borsaya kote edilecek sözleşmelerin her biri için bir uzlaşma fiyatı komitesi Borsa Yönetim Kurulu tarafından oluşturulur. Uzlaşma fiyatı komitesi üyeleri Borsa Bülteninde ilan edilir.

Üyelik Komitesi

Madde 122- Borsada üyeliğe kabul konusunda Yönetim Kuruluna yardımcı olmak üzere en az 5 üyeden oluşan bir üyelik komitesi kurulmasına Yönetim Kurulu tarafından karar verilebilir.

Üyelerle İlişkiler Komitesi

Madde 123- Borsada, Borsa üyelerinin temsilcilerinden olmak üzere en az 5 üyeden oluşan üyelerle ilişkiler komitesi kurulur. Bu komitenin üyelerinin seçimi, yetkileri ve çalışma esasları Yönetim Kurulu tarafından düzenlenir.

Teslimat Komitesi

Madde 124- Borsada fiziki teslim öngören her bir sözleşme için bir teslimat komitesi kurulur. Biri Takas Merkezinden, biri Borsadan olmak üzere Teslimat Komitesi asgari üç kişiden oluşur.

Teslimat komitesinin görevleri aşağıda belirtilmiştir:

- a) Teslimi yapılacak malların sözleşmede belirtilen özelliklerde olmasını sağlayıcı önlemler almak,
- b) Teslim edilen mallarla ilgili olarak alıcı ve satıcı arasındaki ihtilafları karara bağlamak,
- c) Teslimat ücretleri konusunda Borsaya tavsiyede bulunmak,
- d) Teslimata nezaret edecek eksperler ve nezaret ücreti konusunda Borsaya tavsiyede bulunmak,
- e) Teslimde görevlendirilebilecek depolar ve bunların uyacakları esaslar hakkında Borsaya tavsiyede bulunmak
- f) Teslim edilebilir varlıklar arasındaki değişim faktörlerini belirlemek.

ONÜÇÜNCÜ BÖLÜM

Diğer Hükümler

Diğer Borsalarla İşbirliği

Madde 125- VOB, diğer borsalarla bilgi alış verişi, gözetim, denetim ve araştırma gibi konularda işbirliğinde ve ortak faaliyetlerde bulunabilir.

Borsanın Gelirleri

Madde 126- Borsanın gelirleri şunlardır:

- a) Borsa üyelerinden tahsil olunacak giriş aidatı,
- b) Borsa üyelerinden tahsil olunacak yıllık aidatlar,
- c) Disiplin cezası nedeniyle tahsil olunan paralar,
- d) Borsa payları,
- e) Borsa Yönetim Kurulunca belirlenecek sair aidat, ticret ve tarife payları,
- f) Sair gelir ve bağışlar.

Bu maddede belirtilen gelir kalemlerinin, sair gelir ve bağışlar dışında kalanların miktar ve oranları ile bunların tahsil zaman ve şekilleri Yönetim Kurulunca belirlenir. Bu gelir kalemlerinden giriş aidatı ve Borsa payı SPK onayı ile yürürlüğe girer

Üyeliğe Giriş Aidatı

Madde 127- Borsa üyelerinden bir defaya mahsus olmak üzere, tutarı Yönetim Kurulu tarafından belirlenip SPK tarafından onaylanan giriş aidatı tahsil olunur. Giriş aidatı, üyeliğin kesinleşmesinden itibaren 10 iş günü içerisinde, Borsanın belirleyeceği banka hesaplarına yatırılır Üyeliğe giriş aidatı yatırılmadan üyeler işlemlere başlayamazlar. Üyelikten ayrılma veya çıkarılma durumunda bu tutarlar geri ödenmez.

Yıllık Üyelik Aidatı

Madde 128- Borsa üyeleri Yönetim Kurulu tarafından belirlenen tutarda yıllık aidat öderler

Borsa Payı

Madde 129- Üyeler tarafından gerçekleştirilen alım satım işlemleri üzerinden, üye, işlem ve sözleşme türü bazında Yönetim Kurulunca belirlenen ve SPK tarafından onaylanan miktar veya oranda Borsa tarafından bir pay alınır

Birinci fıkradaki hükümler çerçevesinde, Borsa payı alınmaması veya Borsada gerçekleştirilen alım satım işlemleri esas alınarak aylık üyelik bedeli alınması veya diğer ücret yöntemleri kararlaştırılabilir

Diğer Ücret, Komisyon ve Gider Karşılıkları

Madde 130- Bu Yönetmelikte belirtilen ücretlerden ayrı olarak Borsa üyelerden, sunduğu diğer hizmetlerle ilgili olarak, iletişim masrafları, Borsa binasını ve diğer kaynakları kullanım ücretleri ve diğer giderlere katılım payı talep edebilir

Kurtaj

Madde 131- Üyeler, sözleşme bazında müşterileri adına yaptıkları işlemlerin sayısı veya toplam tutarı üzerinden, Genel Yönetmelikte belirlenen şekilde kurtaj ücreti alır.

Üyelik Teminatı ve Kullanımı

Madde 132- Üyeler, Borsa işlemleri dolayısıyla müşterilerine, diğer Borsa üyelerine, Borsaya ve Takas Merkezine verebilecekleri zararlara karşılık olmak üzere Takas Merkezine, Borsa tüzel kişiliği adına nakit veya nakde çevrilebilir kamu menkul kıymeti ya da vadesiz ve kayıtsız şartsız ödeme taahhüdünü içeren banka teminat mektubu şeklinde üyelik teminatı yatırmak zorundadırlar.

Üyelik teminatı, üyelik teminatının kullanımını gerektiren durumun ortaya çıkması durumunda herhangi bir ihbara gerek olmaksızın Borsa tarafından kullanılır. Kullanım nedeniyle eksilen tutarlar, Yönetim Kurulu tarafından verilen süre içerisinde tamamlanır.

Üyelik teminatı, Borsa üyeliğinden ayrılan üyeye, üyenin karar almaya yetkili organının, söz konusu teminatın kullanılmasına ilişkin herhangi bir durum veya aleyhine açılmış bir dava bulunmadığına dair noter tasdikli kararını ekleyeceği bir talep yazısı ile başvurması üzerine, ayrılma tarihini takip eden üçüncü ayın sonunda ödenir veya geri verilir.

Ancak Borsa işlemlerinden kaynaklanan ve Borsanın bilgisi dahilinde devam eden bir dava veya uyuşmazlığın olması durumunda söz konusu teminat dava veya uyuşmazlık sonuçlanıncaya kadar ödenmez veya geri verilmez.

Bir zararın üyelik teminatından karşılanıp karşılanmayacağına Yönetim Kurulu karar verir.

Borsaya Ödenmesi Gereken Tutarların Ödenmemesi

Madde 133- Borsa payı, giriş aidatı, üyelik aidatı, üyelik teminatı, cezalar ve Yönetim Kurulunca belirlenecek sair aidat, ücret ve tarife payları gibi üyelerin Borsaya ödemesi gereken tutarların vadesinde ödenmemesi durumunda Borsa süre vererek ilgili üyenin üyeliğini askıya alabilir. Ödemenin verilen süre içerisinde yapılmaması durumunda ilgili üyenin üyelikten çıkartılmasına Yönetim Kurulu karar verebilir.

Borsa Bilgilerinin Sahipliği

Madde 134- Borsaya iletilen emirler ile Borsada gerçekleşen işlem, fiyat ve miktara ilişkin her türlü bilginin sahipliği ve kullanım hakkı Borsaya aittir.

Borsanın Sorumluluk Sınırı

Madde 135- Emirlerin iletiminde, gerçekleşmesinde, teslimde, teminatların alınmasında, iadesinde ve diğer tüm Borsa işlemlerinde, Borsanın veya üyelerinin bilgi işlem ve iletişim sistemlerinde arızaların oluşması nedeniyle ortaya çıkabilecek gecikme ve zararlardan Borsa sorumlu tutulamaz.

İşlemlerin Borsada Yapılma Mecburiyeti

Madde 136- Borsa üyeleri VOB'ye kote edilmiş sözleşmeleri VOB'de alıp satmak zorundadır

Üyeler, Borsada kote olmayan türev araç niteliğindeki sözleşmeleri Borsa dışında akdetmeleri durumunda, bu işlemleri Borsaya bildirmekle yükümlüdürler. Bu bilgilerin verilme zamanını ve şeklini belirlemeye Borsa yetkilidir.

Borsaya verilen bilgiler, toplulaştırılarak Borsa bültenleri vasıtasıyla kamuya açıklanır

Yıllık Faaliyet Raporu ve Bağımsız Denetim

Madde 137- Yönetim Kurulu, çalışmalarını hakkında hazırladığı yıllık faaliyet raporunu olağan genel kurul toplantısından onbeş iş günü önce ellerinde olacak şekilde SPK'ya gönderir.

Raporda personel durumuna, bütçe uygulamasına, idari çalışmalara, Borsa işlemlerine ve gerekli görülecek diğer hususlara yer verilir.

Borsanın yıllık mali tablo ve raporları Kurul listesinde yer alan bağımsız denetim kuruluşlarına denetletirilir

Borsa Bülteni

Madde 138- Borsa, seans günlerinde veya izleyen iş günlerinde Borsa bülteni yayımlar. Bülten basılı olarak veya elektronik ortamda yayımlanabilir. Bültende yayımlanan kararlar, duyurular ve diğer tüm bilgiler, ayrıca bir ihbara gerek olmaksızın tüm üyeler ve işlem yapanlar tarafından tebellüğ edilmiş sayılır. Bu Yönetmelikle düzenlenmesi Borsa ve Takas Merkezine bırakılan hususlar Borsa bülteninde yayımlanır

Bültenin kapsamı, satış fiyatı ve ilan tarifesi Yönetim Kurulu tarafından belirlenir.

Aşağıda belirtilen hususlar Borsa bülteninde yayımlanır:

- a) Sözleşmelerin işlem görme saatleri,
- b) Borsada işlem gören sözleşmeler, vadeleri ve teşekkül eden fiyatları,

- c) Geçici olarak işlem görmeyen sözleşme tür ve vadeleri,
- d) Pozisyon limitleri ile ilgili düzenlemeler,
- e) İşlem yöntemine ilişkin düzenlemeler,
- f) Emir çeşitleri ve fark işlemlerine ilişkin düzenleme ve bilgiler,
- g) Seans ve gün sonunda gerçekleşen işlemlere ilişkin bilgiler, açılış fiyatı, en düşük ve en yüksek fiyat, uzlaşma fiyatı, işlem hacmi ve açık pozisyon miktarları,
- h) İşlem yapan tarafları ilgilendiren genel nitelikteki karar ve disiplin cezaları,
- i) Pozisyonu kapatılacak üyelere ilişkin bilgiler ve iptal edilen işlemler,
- j) İşlem yapma yetkisi kaldırılan veya durdurulan üye, üye temsilcisi ve temsilci yardımcılarının ad/soyad veya unvanları,
- k) Yayımlanması gerekli görülen genelge, genel mektup, bilgi, yazı, haber ve diğer hususlar.

Fiyatların İlanı

Madde 139- Borsada yapılan işlemler sonucunda oluşan fiyatlar ve bu fiyatlardan yapılan toplam işlem miktarları seans sırasında ve seans sona erdikten sonra seansın açılış, kapanış, uzlaşma, en düşük ve en yüksek fiyatlarını kapsayacak şekilde ilan edilir.

İstatistikler

Madde 140- Borsa, faaliyetleri ve Borsada işlem gören sözleşmeler hakkında dönemsel istatistikler yayımlar Bir yıllık döneme ait istatistikler, ilgili yılı izleyen üç ay içinde yayımlanır

Borsa Tarafından Belirlenecek Usul ve Esaslar ve Alınacak Kararların Sistemik Olarak Tutulması ve Bildirim Yükümlülüğü

Madde 141- Bu Yönetmelik çerçevesinde esas ve usul belirleme, belirli konulara ilişkin kararları alma konusunda Borsa veya Takas Merkezine yetki verildiği durumlarda, genel nitelikli esas ve usuller ile alınan kararlar Genelge şeklinde düzenlenir. SPK onayına tabi olan esas ve usuller de bu hükme tabidir.

Genelgeler, Borsa ve Takas Merkezince, Kurulun ve piyasa katılımcılarının sistematik olarak izleyebilmesine imkan verecek şekilde bir mevzuat bütünlüğü içinde, konu başlıkları itibariyle toplulaştırılır ve düzenli olarak, geçerli olan en son esas ve usullerin takip edilebilmesine imkan verecek şekilde güncellenir.

Bu Yönetmelik çerçevesinde içeriği Borsa veya Takas Merkezince belirlenecek belgelerden Kurula birer örnek gönderilir. Belgelerin içeriklerinde yapılan her türlü değişiklik hakkında Kurula bilgi verilir ve son hallerinden bir örnek gönderilir.

Borsa tarafından üyelere Genel Mektup şeklinde yapılan bildirimler düzenli olarak tutulur ve birer örneği de Kurula gönderilir.

Diğer Borsalarda İşlem Gören Sözleşmeler

Geçici Madde 1- Borsanın, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve İstanbul Altın Borsasında işleme açık vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin dayanak varlıklarına dayalı sözleşmeleri kote etmesi durumunda diğer borsalar, ilgili sözleşmelerin normal alım satımını sona erdirirler. Bu tarihten sonra diğer borsalarda sadece pozisyonların kapatılmasıyla ilgili işlemler yapılabilir Borsa, söz konusu

sözleşmelerin alım satımı başlamadan önce ilgili diğer borsaları bilgilendirir.

Yürürlük

Madde 142- Bu Yönetmelik yayımı tarihinde yürürlüğe girer.

Yürütme

Madde 143- Bu Yönetmelik hükümlerini Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Anonim Şirketi Yönetim Kurulu yürütür.

Devlet Bakanlığı ve Başbakan Yardımcılığından:

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve alışma

Esasları Hakkında Yönetmelikte Değişiklik

Yapılmasına Dair Yönetmelik

MADDE 1 - 23/2/2001 tarihli ve 24327 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve alışma Esasları Hakkında Yönetmeliğin 14 üncü maddesinin birinci fıkrası aşağıdaki şekilde değiştirilmiştir:

"**Madde 14** - Genel kurul tarafından en az 5, en fazla 11 kişiden oluşan bir yönetim kurulu seçilir. Genel kurul, ayrıca yönetim kurulu üyesi kadar yedek üye seğer. Yönetim kurulunun bir üyeliği için de SPK tarafından temsilci atanır Genel müdür yönetim kurulu üyesidir ve yönetim kurulu üyeliği genel kurulun onayına sunulur."

MADDE 2 - Aynı Yönetmeliğin 46 ncı maddesi aşağıdaki şekilde değiştirilmiştir:

"**Madde 46** - Başlangıç ve sürdürme teminatı dışında, yükümlülüklerin yerine getirilmemesi durumunda kullanılmak amacıyla Garanti Fonu oluşturulur. Buna ilişkin esaslar Borsa Yönetmeliğinde düzenlenir."

Yürürlük

MADDE 3 - Bu Yönetmelik yayımı tarihinde yürürlüğe girer

Yürütme

MADDE 4 - Bu Yönetmelik hükümlerini Sermaye Piyasası Kurulunun ilgili olduğu Bakan yürütür.

VIV) KAYNAKÇA

- 1) Arnold MIYAMOTO, "Linking the Domestic and Foreign Cost of Capital" Bank of America Research Monograph Number 50, Winter 1999
- 2) Fisher BLACK, "The Pricing of Commodity Contracts" Journal of Financial Economics, Jan.1998
- 3) J.COCKS, "The Relationship Between Forward and Futures Prices" Global Finance Report Sep.1997
- 4) J.SLOWKSKY, "Global Financial Enstruments" Berkeley University Press 2001.California L.A.
- 5) P.AKIEN, "Globalization of Stuck, Futures and Option Markets" Fed.Chicago Econ.Review July 1997
- 6) Report Annual CME,1999 Chicago
- 7) Report Annual, "How to Get Started Trading CME Interest Rate Products" CME, Chicago 1999
- 8) Smith SHULZ-Rene SHULZ, "Determination of Firms' Hedging Policies" Journal Of Financial and Quantative Analysis, December 1999