

x-markets

Aracı Kuruluş Varantları

Türk Varant Piyasası – Global Piyasalarda Gelişmeler



Albert Krespin
20 řubat 2010

A Passion to Perform.

Deutsche Bank



İşbu belge sadece aydınlatma amaçlıdır ve Deutsche Bank AG ve/veya Deutsche Securities Menkul Değerler A.Ş. de dahil olmak üzere hiçbir Deutsche Bank iştiraki (“DB”) için hukuken herhangi bir yükümlülük doğurmamaktadır. Bu belge, herhangi bir yatırıma girişilmesi için bir teklif, teklif daveti, tavsiye veya benzer nitelikte değildir. Yatırım kararı alırken, işlemle ilgili nihai belgeler tamamen incelenip karar alınmalı, buradaki özet bilgilerle yetinilmemelidir. DB, bu işlemde finansal danışmanınız veya başka bir inancılı işlem yapmaya yetkili taraf olarak hareket etmemektedir. Burada anlatılan işlem veya ürünler, tüm yatırımcılar için uygun olmayabilir. Herhangi bir işleme girişmeden önce, işlemi tamamen anlamış olduğunuza emin olmalısınız ve işlemin niteliği ve riskleri ile finansal araçların türleri de dahil olmak üzere kendi amaçlarınız ve durumlarınız ışığında işlemin uygunluğunu bağımsız şekilde değerlendirmeli ve işlemi tümüyle kavramalısınız. İşlemin ve finansal araçların türlerinin risklerine ve niteliğine ilişkin genel bilgi için lütfen www.globalmarkets.db.com/riskdisclosures adresini ziyaret ediniz. Bu değerlendirmeyi yaparken, kendi danışmanlarınızın da görüşünü almalısınız. Bu belgede yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inandığımız kaynaklar esas alınmak suretiyle hazırlanmıştır; bununla birlikte, DB bu kaynakların doğru, güncel, eksiksiz veya hatasız olduğuna dair bir beyanda bulunmamaktadır.

DB, BU BELGEYE, BU BELGENİN GÜVENİLİRLİĞİNE, DOĞRULUĞUNA, TAMLIĞINA VEYA GÜNCELLİĞİNE GÜVENİLEREK HAREKET EDİLMESİ NETİCESİNDE SİZİN VEYA ÜÇÜNCÜ BİR ŞAHSIN MARUZ KALDIĞINIZ GELİR KAYIPLARI DA DAHİL OLMAK ÜZERE DOLAYLI, DOĞRUDAN VEYA DİĞER TÜRLÜ ZARAR VEYA HASARLARDAN DOLAYI HERHANGİ BİR SORUMLULUK KABUL ETMEMEKTEDİR.

Sunum Planı

BÖLÜM 1

- Deutsche Bank Hakkında
- Türk Varant Piyasası'na Genel Bakış
- Global Piyasalarda Gelişmeler
- İlk Aşamada İhraç Edilecek Ürünler
- Varantın Temelleri – 1. Bölüm

BÖLÜM 2

- Varantın Temelleri – 2. Bölüm
- Yatırım Stratejileri
- Açıklık Getirilmesi Gereken Konular
- Önemli Not

x-markets

BÖLÜM 1



A Passion to Perform.

Deutsche Bank



x-markets

Deutsche Bank Hakkında



A Passion to Perform.

Deutsche Bank



Deutsche Bank – global piyasalarda etkin bir varant ihraççısı

- Deutsche Bank, uluslararası ölçekte, işlem hacminde en önde gelen varant ihraççılarından biri
- Dünya çapında Deutsche Bank'ın ihraç ettiği 30,000'in üzerinde varant ürünü değişik borsalarda kote durumda
- Deutsche Bank'ın bazı önde gelen piyasalarda kote varant çeşidi sayısı:*
Almanya'da 25,000'in üzerinde
Hong Kong ve Singapur'da 500 civarında
- Gelişmekte olan ülkelerin varant piyasalarında aktif önde gelen uluslararası bankalardan biri
- Şimdi global piyasalardaki birikimini ve teknolojisini Türkiye'ye getiriyor
- X-Markets Deutsche Bank'ın varant ve yapılandırılmış araçlar için kurduğu platformu temsil ediyor

**2008 sonu itibarıyla*

Deutsche Bank Türkiye’de oldukça etkin

- Deutsche Bank Kasım ayında Türkiye’deki 100. yılını kutladı
- Deutsche Securities İstanbul –hisse senedi ve VOB piyasasındaki yabancı kurumsal işlemlerde etkin aracı kuruluşlardan biri
- Deutsche Bank A.Ş. – Bono ve döviz piyasasının önde gelen bankalarından biri, bono piyasasında piyasa yapıcı
- Menkul Kıymet Saklama – Deutsche Bank A.Ş. Türkiye’deki en büyük iki saklamacı kuruluştan birisi
- Deutsche Bank mortgage ve varlık yönetimi alanlarında iştirakleri aracılığıyla Türkiye’de aktivite gösteriyor

x-markets

Türk Varant Piyasası'na Genel Bakış



A Passion to Perform.

Deutsche Bank



Aracı Kuruluş Varantı nedir?

■ Varant menkul kıymetleştirilmiş opsiyondur

- ALIM ve SATIM varantları kısa ve orta vadeli pozisyon almak için ideal yatırım araçları
- Hem aşağı hem de yukarı yönde kaldıraç sağlayarak yatırım yapma imkanı tanır
- Yatırım yönüne bağlı olarak hem aşağı hem de yukarı yönde riskten korunma sağlar
- Sadece küçük bir primi riske atarak yatırımcıya istediği yönde yatırım imkanı sağlar
- Menkul kıymet borsalarında işlem görür, yatırım yapmak çok kolaydır
- Yatırım bankaları ve finansal kuruluşlarca ihraç edilir
- Yatırımcılar varant ihraççısının kredi riskini taşırlar
- Ürün yelpazesi oldukça geniştir

Türk Varant Piyasası – genel bakış

■ Türkiye için yepyeni bir piyasa

- Türk sermaye piyasasında önemli bir boşluğu dolduracak
- Opsiyonlar bugüne kadar sadece tezgahüstü piyasada büyük yatırımcıların kullanabildiği araçlardı. Bu araçlar, ikincil piyasada ilk defa tüm yatırımcıların erişimine açılacak

■ Yatırımcılara büyük fayda sağlayacak

- Hisse senedi piyasasına, **riskleri kontrol ederek** katılma imkanı sağlayacak
- Risk yönetimi için ideal bir piyasa olacak
- Hisse senedi piyasasına olan ilgiyi ve bilgi seviyesini arttıracak
- Yatırımcılar ihraççıların eğitim faaliyetlerinden yararlanacaklar
- Hisse senedi piyasasındaki derinliği ve etkinliği arttıracak

■ Finans sektöründeki tüm katılımcılar için avantajlı bir piyasa

- Banka ve aracı kurumlar için yeni bir iş alanı; tüm sektör için ilave gelir kaynağı olacak
- İMKB için yeni gelir kaynağı teşkil edecek; ihraç gelirleri ve işlem hacminin artmasıyla birlikte toplam kurtaj gelirinde artış olacak



Küçük ve kurumsal yatırımcıların piyasaya katılımı artacak

■ Hisse senedi piyasasına kontrollü yatırım

- Yatırımcılar risk/getiri profillerine göre geniş ürün yelpazesinden seçim yapabilecekler
- Küçük bir prim karşılığında yukarı ya da aşağı yöndeki performansa katılım imkanı söz konusu olacak
- Sermaye koruması sağlayarak yatırım imkanı sağlayacak
- Piyasa yapıcılığı sayesinde yatırımcılar istedikleri zaman likidite bulup pozisyonlarını gerçekçi fiyatlardan kapatabilecekler

■ Yatırımcıların hisse senedi piyasasına olan ilgileri ve bilgi seviyeleri artacak

- Yatırımcı eğitimi piyasanın en önemli sac ayağı olacak
- Piyasa katılımcıları ve yatırımcılar bu eğitim kampanyasından yararlanacak

■ Risk yönetimi için ideal araçlar

- Yukarı ya da aşağı yöndeki riskleri yönetmek için geniş ürün yelpazesi mevcut olacak

Tüm katılımcıların kolaylıkla erişebileceği bir piyasa

■ Ürünler “menkul kıymet” olarak ihraç edilecek

- Ürünler normal menkul kıymetler (örneğin hisse senedi) gibi alınıp satılacak
- İhraççılar, ihraç ettikleri ürün karşılığında piyasaya karşı bir taahhüt altına girmiş olacaklar
- Yatırımcılar teminat yatırmadan, doğrudan ürünü alıp satarak işlem yapacaklar

■ Aracı kurumlar halihazırda kullandıkları altyapıyla bu ürünleri yatırımcılara sunabilecekler. Ciddi bir altyapı yatırımı gerektirmeyecek

■ İMKB’de kotasyon en geniş yatırımcı kitlesine erişimi sağlayacak

- Piyasa ilk günden bir milyondan fazla yatırımcının erişimine açık olacak
- Halihazırda sadece ayrıcalıklı bir yatırımcı kitlesinin kullanımına açık olan bu ürünler tüm yatırımcıların erişimine açılacak

Piyasa yapıcılığı ve riskten korunma (hedging)

■ İhraççılar piyasa yapıcılığı yoluyla likidite sağlayacak

- İhraççılar, piyasa yapımcılar aracılığıyla alım satım kotasyonu vermekle yükümlüler
- Piyasa yapıcılığı yatırımcılara gerçekçi fiyatlar civarında pozisyona girme ve pozisyondan çıkma imkanı verecek
- Yatırımcılar için likidite riski en alt düzeyde
- Piyasa yapıcısı kotasyonları gerçekçi fiyat konusunda piyasayı yönlendirecek

■ İhraççıların riskten korunma işlemleri

- İhraççılar her zaman piyasaya karşı nötr olacaklar, piyasa karşı pozisyon almayacaklar
- Sürekli riskten korunma işlemi yapacaklar
- İhraççılar dayanak varlık piyasasını riskten korunma amaçlı kullanacaklar
- Dayanak varlık piyasasının derinliği ve işlem hacminin artması beklenebilir

İhraççı kredibilitesi en kritik konu

- İhraççıların piyasaya karşı yükümlülükleri olacak
- İhraççılar yeterli tecrübeye ve bilanço büyüklüğüne sahip olmalı.

İhraççılar:

- Piyasadaki talebi iyi anlayıp doğru zamanda yeni ürünleri piyasaya sürebilmeli veya varolan ürünlerin arzını arttırabilmelidir. Piyasanın derinliği ve sağlıklı işlemesi için piyasanın ihtiyaçlarının anlaşılması oldukça kritik
- Varant platformunu destekleyecek altyapıya sahip olmalı
- Ürünlerin gerçekçi fiyatlarda işlem görmesini sağlayacak piyasa yapıcılığı sürecini yönetebilecek bilgi birikimine sahip olmalı
- Piyasaya olan yükümlülükleriyle ilgili riskleri yönetebilmeli
- Vade sonunda oluşabilecek yükümlülüklerini karşılayacak finansal güce sahip olmalı

Özet: Varant piyasasında üç temel sac ayağı

■ Ürün çeşitliliği

- Her ihtiyaca, risk profiline ve yatırım stratejisine uygun ürünler
- Süpermarket yaklaşımı – rafını her zaman dolu tut
- Raf kaydı sayesinde piyasaya hızlı ürün çıkarma imkanı

■ Piyasa yapıcılığı

- Likidite riski en alt düzeyde
- Yatırımcılar gerçekçi fiyatlar civarında kolaylıkla alım satım yapabilecekler

■ Eğitim faaliyetleri

- İhraççılar ürünler konusunda değişik kanallardan yatırımcıları gönüllü olarak bilgilendirecek
- Piyasa katılımcıları ve yatırımcılar bu eğitim kampanyasından yararlanacak

x-markets

Global Piyasalarda Gelişmeler

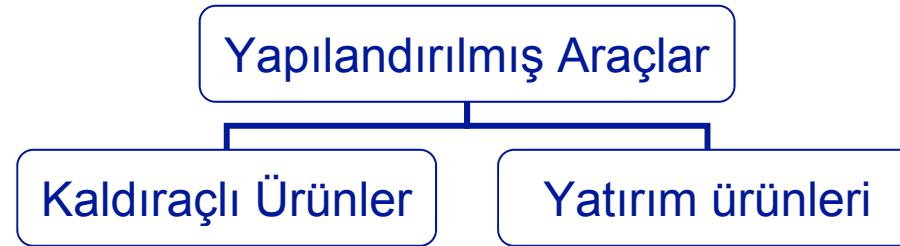


A Passion to Perform.

Deutsche Bank



Dünyada Yapılandırılmış Araçlar Piyasaları



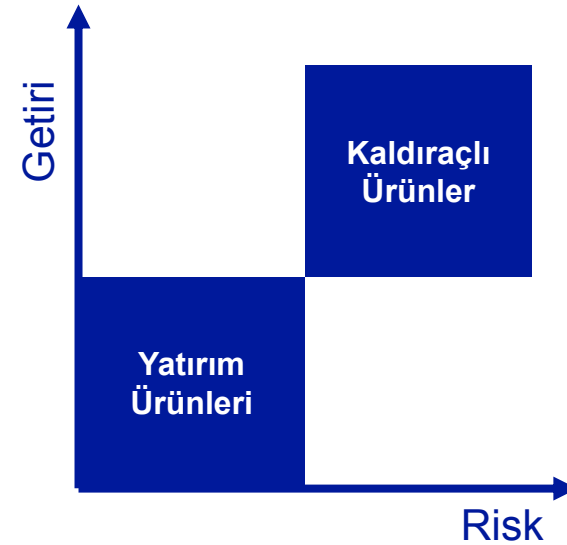
■ Kaldıraçlı Ürünler

Dayanak varlığın performansına düşük maliyetli ve kaldıraç kullanarak yatırım yapabilmeyi sağlayan kısa vadeli yatırım araçları - **varantlar**

■ Yatırım Ürünleri

Göreceli olarak daha uzun vadeli yatırım araçları

Dayanak varlıkla birebir getiri sağlayan, korumalı veya getiri arttırıcı ürünler – **sermaye garantili sertifikalar**



Dünyadaki yapılandırılmış araçlar piyasaları

Borsalarda gerçekleşen toplam işlem hacmi (milyon Amerikan Doları)

BORSA	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Hong Kong Exchanges	574,781	610,830	230,411	110,168	67,337	33,920
Deutsche Börse	164,739	439,595	285,855	170,516	107,599	45,988
Korea Exchange	85,626	73,039	43,689	41	6	0
SIX Swiss Exchange	55,689	63,208	38,660	25,869	20,247	15,298
NYSE Euronext (Europe)	47,165	50,730	42,304	19,216	5,693	10,345
Tel Aviv SE	38,558	25,298				
Borsa Italiana	33,201	122,903	90,588	62,159	20,948	12,318
Singapore Exchange	14,982	19,595	9,156	6,521	931	14
Taiwan SE Corp.	8,752	7,717	5,388	4,424	6,252	3,440
Australian SE	6,573	17,428	7,311	4,986	2,810	1,634
NASDAQ OMX Nordic Exchange	4,224	3,899	4,262	1,811	1,899	1,341
BME Spanish Exchanges	4,152	6,987	3,676	2,654	2,274	1,830
London SE	1,157	1,419	1,346	610	814	420
TSX Group	992	1,393	2,103	938	715	514
Johannesburg SE	409	391	1,034	650	351	218
Bursa Malaysia	374	3,843	934	277	629	310
Wiener Börse	225	366	262	163	18	20
Oslo Børs	186	156	228	79	48	33
Mexican Exchange	96	248	309	150	72	33
Warsaw SE	35	5				
Luxembourg SE	34	1	0	5	108	56
New Zealand Exchange	31	79	57	45		

Kaynak: World Federation of Exchanges

Dünyadaki yapılandırılmış araçlar piyasaları

Ürün adedi – yıl sonu itibarıyla

BORSA	2008	2007	2006	2005	2004	2003
Deutsche Börse	415,474	250,720	129,954	69,457	46,627	21,431
SIX Swiss Exchange	21,873	19,062	10,369	6,246	3,682	2,662
NYSE Euronext (Europe)	15,243	12,622	5,841	4,913	4,991	3,770
Luxembourg SE	7,741	6,440	4,056	2,821	2,414	1,795
BME Spanish Exchanges	4,714	3,683	2,627	1,344	1,308	1,056
Hong Kong Exchanges	4,325	4,614	1,959	1,304	863	530
Australian SE	3,794	4,028	3,091	2,447	1,771	1,395
Wiener Börse	3,524	3,528	3,363	1,563	493	590
Borsa Italiana	3,192	4,408	4,647	4,076	3,021	2,594
NASDAQ OMX Nordic Exchange	2,690	1,903	1,468	1,463	1,797	1,332
Korea Exchange	2,613	1,646	1,387	72	3	1
Taiwan SE Corp.	1,714	2,085	694	540	191	272
London SE	1,087	631	416	213	644	545
Singapore Exchange	365	883	521	455	146	3
Tel Aviv SE	333	237				
Oslo Børs	197	151	97	84	72	68
Johannesburg SE	170	355	315	321	210	239
TSX Group	129	112	76	66	60	44
Bursa Malaysia	48	120	33	12	10	10
Warsaw SE	46	12				
New Zealand Exchange	33	35	36	21		
Mexican Exchange	10	11	22	26	13	3

Kaynak: World Federation of Exchanges

x-markets

İlk Aşamada İhraç Edilecek Ürünler



A Passion to Perform.

Deutsche Bank



İlk aşamada ihraç edilecek ürünler

- SPK tebliğ dayanak varlık kapsamını şu şekilde tanımlıyor:
 - İMKB endeksleri
 - İMKB-30 endeksi içindeki hisseler
 - İMKB-30 hisselerinden oluşan sepetler
- SPK tebliğ daha çok basit SATMA (PUT) ve SATIN ALMA (CALL) opsiyonlarındaki tanımı baz alıyor
- Varantlar (ve yapılandırılmış araçlar) aslında çok daha geniş bir ürün yelpazesini içeriyor
 - Turbo varantlar, sertifikalar, kupon ödeyen bonolar vs
- Tebliğ yeni ürünler konusunda destekleyici
 - SPK'ya daha gelişmiş ürünleri ihraç ettirme konusunda yetki veriyor
 - Hisse dışındaki dayanak varlıklar da kullanılabilir (döviz, emtia vs)
- Varantlar ihraççının borç senedi niteliğindedir. Yatırımcı ihraççının kredi riskini almaktadır
- Varantlar ana izahname onayı sonrası sirkülerler ile ihraç edilirler

İlk aşamada ihraç edilecek ürünler

- Deutsche Bank'ın ilk aşamada ihraç etmeyi planladığı ürünler:
 - İMKB-30 endeksi üzerine ALIM ve SATIM varantları
 - İMKB-30 içindeki en büyük 10 hisse senedi üzerine ALIM ve SATIM varantları
 - Olası dayanak varlıklar: Akbank, Garanti Bank, Yapi Kredi Bank, İşbank, Koç Holding , Sabancı Holding, Ereğli Demir Çelik, Tupaş, Turkcell, Turk Telekom, Halkbank, Vakıfbank, Türk Hava Yolları, Bank Asya, Tav Hava Limanları
 - Nakit uzlaşmalı, vade 6-ay
- Bir sonraki aşamada:
 - Temalı veya sektörel sepetler: bankalar, telekom şirketleri, büyümeye duyarlı şirketler
 - Knock-out özellikli varantlar
 - Endeksler ve hisseler üzerine sermaye garantili sertifikalar

x-markets

Varantın Temelleri – 1. Bölüm



A Passion to Perform.

Deutsche Bank

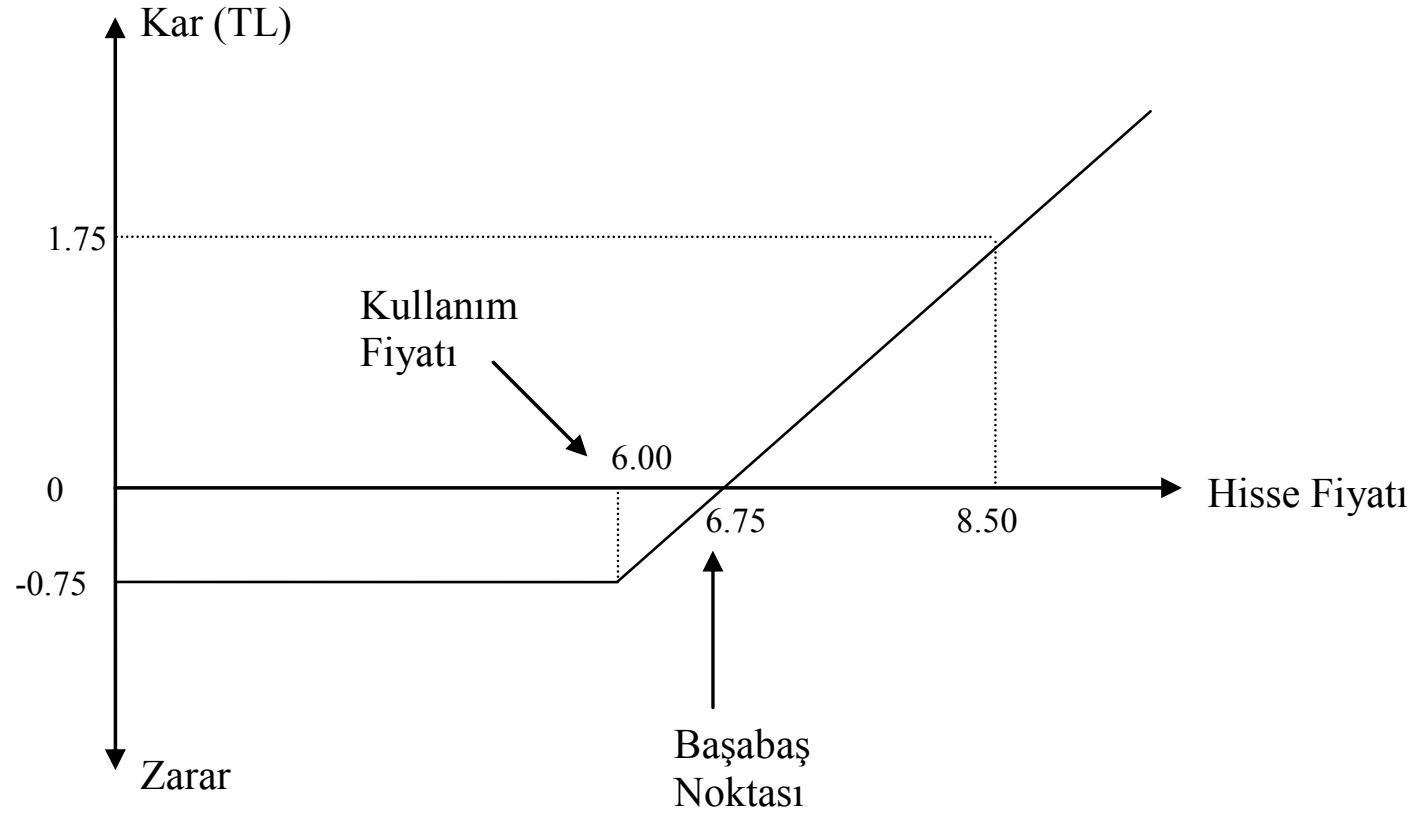


ALIM varantı nedir?

- ALIM varantı, yatırımcısına belirli bir tarihte ilgili dayanak varlığı belirli bir fiyattan ALMA hakkı verir. Yatırımcının alım yükümlülüğü yoktur
 - **Örnek:** Garanti Bankası (GARAN) üzerine bir ALIM varantı, 6-ay vadeli (vade sonu 31-Ağu), 6.00TL kullanım fiyatlı, çarpan 1:1 (1 varantın 1 GARAN hissesi alma hakkı var)
 - Bu varantın 22-Şub tarihinde 0.75TL olduğunu varsayalım
 - Varant sahibinin 31-Ağu tarihinde 6.00TL'den 1 GARAN hissesi alma hakkı vardır
 - Vade sonunda GARAN spot fiyatı 6.00TL'nin üzerindeyse, ihraççı varant sahibine spot ve kullanım fiyatı arasındaki farkı öder
 - Eğer 31-Ağu'da GARAN 8.50TL ise, ihraççı varant başına 2.50TL öder. Yatırımcının net kazancı 1.75TL'dir
 - Eğer vade sonunda GARAN spot fiyatı 6.00TL ve altında ise, varant değersiz olarak son bulur
 - Yatırımcının sermaye riski 0.75TL'lik varant primiyle sınırlıdır
 - Yatırımcının başabaş noktası 6.75TL'dir

Vade sonunda ALIM varantının kar/zarar durumu

- Garanti Bankası (GARAN) üzerine bir ALIM varantı, 6-ay vadeli (vade sonu 31-Ağu), 6.00TL kullanım fiyatı, çarpan 1:1

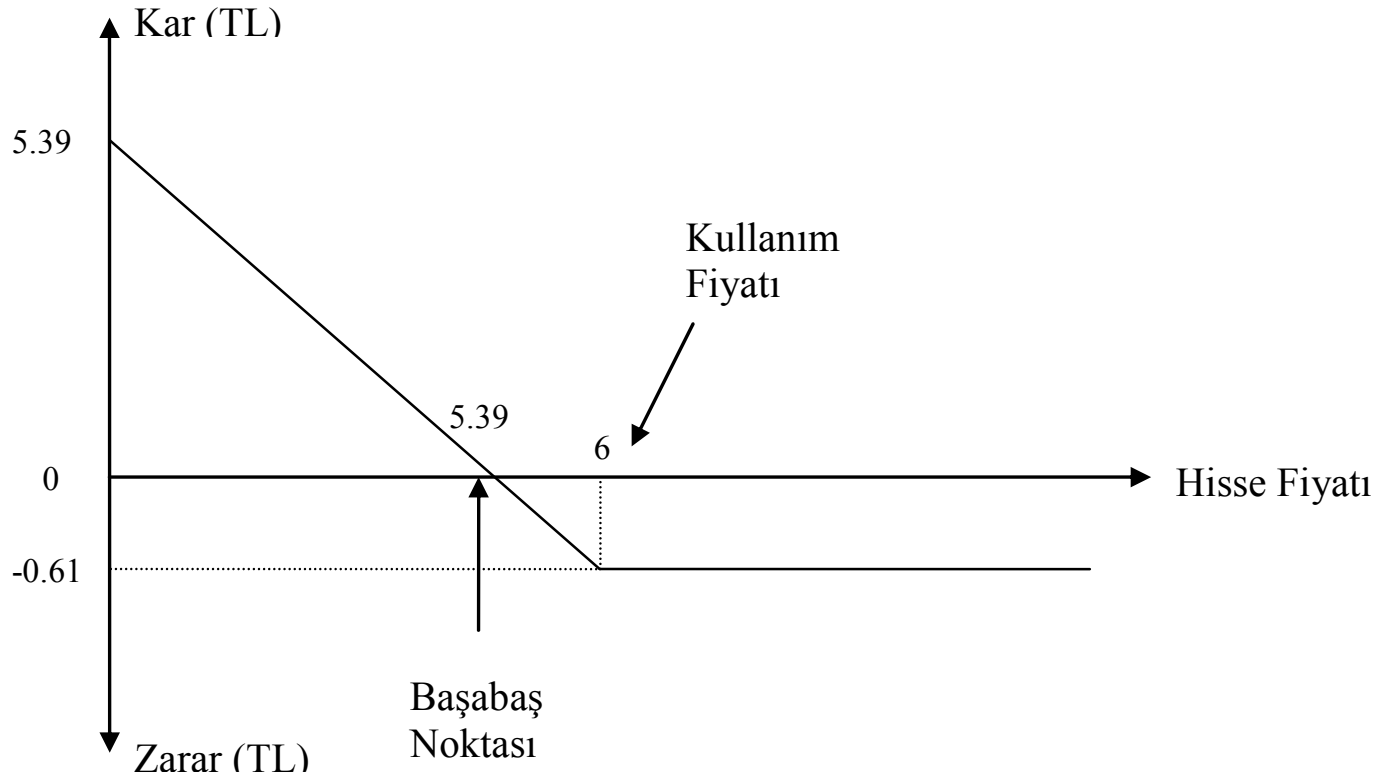


SATIM varantı nedir?

- SATIM varantı, yatırımcısına belirli bir tarihte ilgili dayanak varlığı belirli bir fiyattan SATMA hakkı verir. Yatırımcının satım yükümlülüğü yoktur
 - **Örnek:** Garanti Bankası (GARAN) üzerine bir SATIM varantı, 6-ay vadeli (vade sonu 31-Ağu), 6.00TL kullanım fiyatlı, çarpan 1:1 (1 varantın 1 GARAN hissesi satma hakkı var)
 - Bu varantın 22-Şub tarihinde 0.61TL olduğunu varsayalım
 - Varant sahibinin 31-Ağu tarihinde 6.00TL'den 1 GARAN hissesi satma hakkı vardır
 - Vade sonunda GARAN spot fiyatı 6.00TL'nin altındaysa, ihraççı varant sahibine spot ve kullanım fiyatı arasındaki farkı öder
 - Eğer 31-Ağu'da GARAN 4.00TL ise, ihraççı varant başına 2.00TL öder. Yatırımcının net kazancı 1.39TL'dir
 - Eğer vade sonunda GARAN spot fiyatı 6.00TL ve üstünde ise, varant değersiz olarak son bulur
 - Yatırımcının sermaye riski 0.61TL'lik varant primiyle sınırlıdır
 - Yatırımcının başabaş noktası 5.39TL'dir

Vade sonunda SATIM varantının kar/zarar durumu

- Garanti Bankası (GARAN) üzerine bir SATIM varantı, 6-ay vadeli (vade sonu 31-Ağu), 6.00TL kullanım fiyatlı, çarpan 1:1

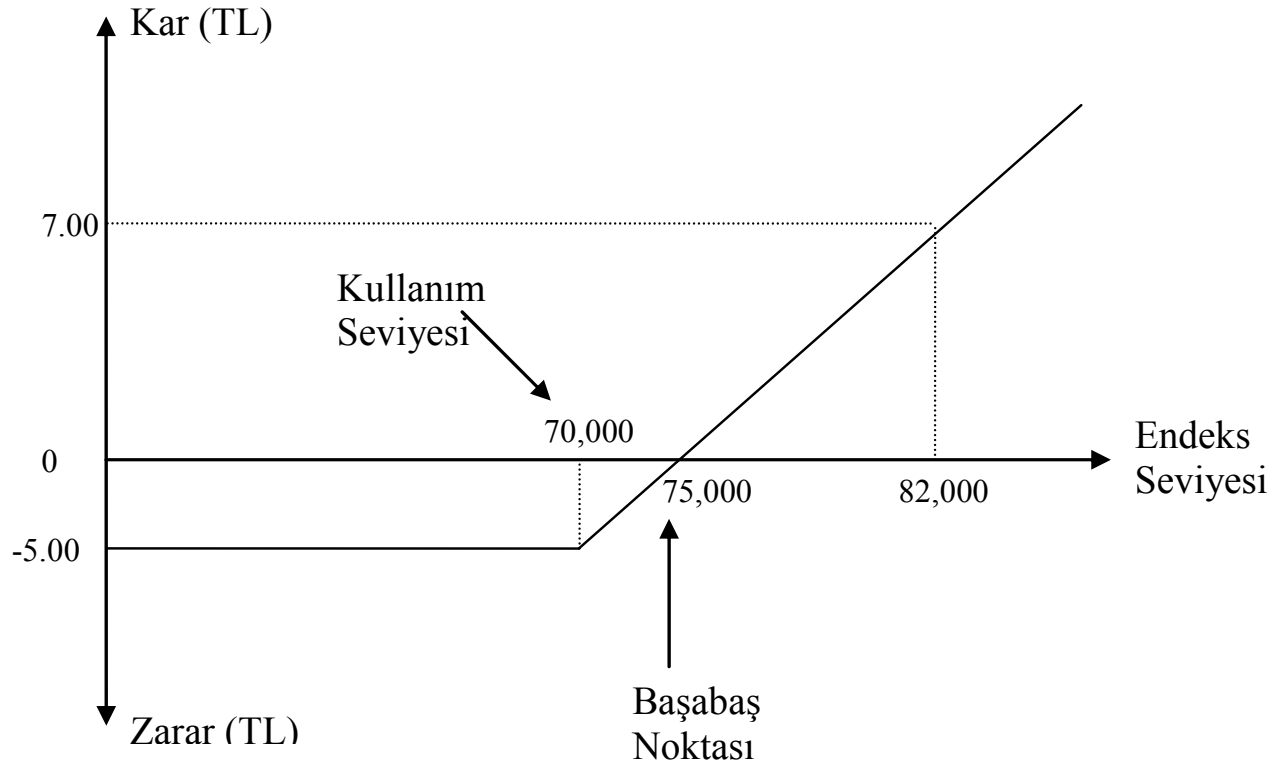


Endeks üzerine ALIM varantı

- İMKB-030 endeksi üzerine 6-vadeli (vade sonu 31-Ağu) ALIM varantı, kullanım seviyesi 70,000, çarpan 1:1000 (1000 varant 1 endeks sepeti alma hakkına sahip). Endeks spot seviyesi 66,200
 - Bu varantın 22-Şub tarihinde 5.00TL olduğunu varsayalım
 - Varant sahibinin 31-Ağu tarihinde 70,000 seviyesinden 1/1000 İMKB -30 sepeti alma hakkı vardır (bir varantın 70TL'lik endeks sepeti alma hakkı var)
 - Eğer vade sonunda İMKB-30 spot seviyesi 70,000'in üzerindeyse, ihraççı yatırımcıya spot ve kullanım seviyesi arasındaki farkı çarpanla düzeltilmiş olarak öder
 - Eğer 31-Ağu'da İMKB-030 endeksi 82,000 seviyesinde ise, ihraççı varant sahibine varant başına 12TL öder $[(82,000-70,000)/1000]$. Yatırımcının net kazancı 7.00TL'dir
 - Eğer vade sonunda İMKB-30 spot seviyesi 70,000'e eşit veya bu seviyenin altındaysa, varant değersiz son bulur
 - Yatırımcının kaybı ödediği 5.00TL'lik primle sınırlıdır
 - Yatırımcının başabaş noktası 75,000'dir

Vade sonunda endeks ALIM varantının kar/zarar durumu

- İMKB-030 endeksi üzerine 6-vadeli (vade sonu 31-Ağu) ALIM varantı, kullanım seviyesi 70,000, çarpan 1:1000 (1000 varant 1 endeks sepeti alma hakkına sahip). Endeks spot seviyesi 66,200



Dayanak varlık ve varant yatırımlarının karşılaştırılması

GARAN ALIM Varantı

Spot (TL)	6.00	22-Şub
Kullanım (TL)	6.00	
Vade	31-Ağu	
Çarpan	1:1	
Fiyatı (TL)	0.75	

Vadede Kar/Zarar Durumu (TL)

Vadede Dayanak Fiyatı	ALIM Varantı Kar/Zarar	Hisse Almak Kar/Zarar	
4.00	-0.75	-2.00	
4.50	-0.75	-1.50	
5.00	-0.75	-1.00	
5.50	-0.75	-0.50	
6.00	-0.75	0.00	
6.50	-0.25	0.50	
6.75	0.00	0.75	Başabaş
7.00	0.25	1.00	
7.50	0.75	1.50	
8.00	1.25	2.00	

GARAN SATIM Varantı

Spot (TL)	6.00	22-Şub
Kullanım (TL)	6.00	
Vade	31-Ağu	
Çarpan	1:1	
Fiyatı (TL)	0.61	

Vadede Kar/Zarar Durumu (TL)

Vadede Dayanak Fiyatı	SATIM Varantı Kar/Zarar	Hisse Satmak Kar/Zarar	
3.50	1.89	2.50	
4.00	1.39	2.00	
4.50	0.89	1.50	
5.00	0.39	1.00	
5.39	0.00	0.61	Başabaş
5.50	-0.11	0.50	
6.00	-0.61	0.00	
6.50	-0.61	-0.50	
7.00	-0.61	-1.00	
7.50	-0.61	-1.50	

Piyasa açıldıktan kısa bir süre sonra piyasada hangi ürünler olabilir?

■ İMKB-030 üzerine yazılmış

- 60,000 kullanım fiyatlı 30-Eyl vadeli, SATIM varantı
- 65,000 kullanım fiyatlı 30-Ara vadeli, SATIM varantı
- 70,000 kullanım fiyatlı 30-Eyl vadeli, ALIM varantı
-

■ YKBNK üzerine yazılmış üzerine yazılmış

- 3.00 kullanım fiyatlı 30-Eyl vadeli, SATIM varantı
- 3.25 kullanım fiyatlı 30-Ara vadeli, SATIM varantı
- 4.00 ve 4.50 kullanım fiyatlı 30-Eyl ve 30-Ara vadeli, ALIM varantları
-

■ Telekom sepeti (1 TCELL + 1 TTKOM) üzerine yazılmış

- 17.50 kullanım fiyatlı 30-Eyl vadeli, SATIM varantı
- 23.25 kullanım fiyatlı 30-Ara vadeli, ALIM varantı
-

x-markets

BÖLÜM 2



A Passion to Perform.

Deutsche Bank



x-markets

Varantın Temelleri – 2. Bölüm



A Passion to Perform.

Deutsche Bank



Temel Varant Parametreleri

■ Parametreler halka arz sirkülerinde açıklanır

- Dayanak varlık (endeks, hisse senedi veya sepet)
- ALIM veya SATIM (veya başka bir kar/zarar profili)
- Vade sonu veya vade uzunluğu
- Tip: Avrupa (sadece vade sonunda kullanılabilir) veya Amerikan (vade boyunca kullanılabilir)
- Otomatik kullanım veya ihbarlı kullanım (ilk ürünler hep otomatik)
- İhraç büyüklüğü (kaç adet varant ihraç edilecek? TL değeri)
- Kullanım fiyatı ve vade sonunda referans fiyat (AOF, kapanış fiyatı, son 3 gün kapanış ortalaması vs)
- Çarpan (bir varant kaç birimlik dayanak varlık alabilir veya satabilir?)
- Nakit uzlaşma veya fiziksel (veya kaydi) teslimat (ilk aşama hep nakit uzlaşmalı)

Varant fiyatına etki eden faktörler

- Hisse varantları aynen opsiyonlar gibi fiyatlanırlar. Varant fiyatına etki eden faktörler:
 - Dayanak varlık spot fiyatı
 - Dayanak varlığın ileriye dönük oynaklığı (implied volatility)
 - Faiz oranı
 - Kullanım fiyatı
 - Vadeye kalan gün
 - Temettü miktarı
- Dayanak varlığın gelecekteki seyrine ilişkin beklentilerin değişmesi yukarıdaki faktörler aracılığıyla varant fiyatına etki eder
 - Dayanak hissenin (şirketin) karlılığına ilişkin beklentilerin değişmesi
 - Merkez Bankası'nın faiz politikasını değiştirmesi
 - Temettü beklentilerindeki değişmeler
 - Önemli sermaye arttırımı açıklanmaları vs

Varantlar ve opsiyonlar - karşılaştırma

	VARANTLAR	STANDART OPSİYON SÖZLEŞMELERİ
Ürün tipi	Bir ihraççı tarafından ihraç edilen menkul kıymet	Yatırımcı ve opsiyon borsası arasında yazılmış kontrat
Ürün özellikleri	İhraççı tarafından serbestçe belirlenir	Borsa tarafından belirlenen standart özellikler
Dayanak varlık	Geniş bir yelpazeden esnek şekilde belirlenir	Genelde çok kısıtlı bir varlık kümesi vardır
Kotasyon - alım / satım	Borsada ve borsa dışında işlem yapılabilir	Sadece borsada işlem görür
Vade	İhraççı tarafından serbestçe belirlenir	Borsa tarafından standart vadelerde belirlenir
Teminat gereksinimi	Yoktur	Açığa satış pozisyonlarında gerekir
Borsa kurtajı	Oldukça düşük	Yüksek
Ürün stratejileri	Sadece long olunabilir (PUT veya CALL)	Long ve short olunabilir
Likidite	Piyasa yapıcılığı nedeniyle genelde oldukça yüksek	Belirli kontratlarda yüksek
Yatırımcı eğitimi ve bilgi paylaşımı	Üst düzeyde	Çok az veya hiç yok
Aracılık ücretleri	Düşük	Yüksek
Potansiyel kayıp	Ödenen primle sınırlı	Short CALL için sonsuz, short PUT için notional değer kadar
Derinlik	Piyasa yapıcılığı nedeniyle yüksek	Belirli kontratlarda yüksek, piyasa koşullarına göre değişir
Fiyat oluşumu	Piyasa yapıcılığı nedeniyle gerçekçi fiyat civarında	Gerçekçi fiyattan sapma potansiyeli yüksek
Hitap ettiği müşteri kitlesi	Daha çok bireysel yatırımcılar, menkul kıymet özelliğinden dolayı tüm yatırımcılara açık	Daha çok büyük kurumsal yatırımcılar, hitap ettiği kitle çok daha kısıtlı, emeklilik fonlarına kapalı

Varant göstergeleri – içsel değer ve zaman değeri

- Varantın piyasa fiyatı iki bileşenden oluşur: içsel değer ve zaman değeri



Varant göstergeleri – içsel değer ve zaman değeri

Garanti bankası ALIM Varantı

Varant fiyatı	0.70TL
Dayanak spot fiyatı	6.00TL
Kullanım fiyatı	5.70TL
Vade	31 Ağu 2010
Çarpan (dönüşüm oranı)	1

Varant
fiyatı =
0.70TL

İçsel
değer
=
0.30TL

Zaman
değeri
=
0.40TL



Varant fiyatına etki eden faktörler

- Varant fiyatı = içsel değer + zaman değeri
- Varantın içsel değeri kullanım fiyatı ile dayanak spot fiyatı arasındaki farktır
- Zaman değeri ise aşağıda faktörlerle ilişkilidir

Parametre	ALIM Varantı	SATIM Varantı
↑ Dayanak Varlık Spot Fiyatı	↑	↓
↑ Oynaklık	↑	↑
↑ Faiz Seviyesi	↑	↓
↑ Kullanım Fiyatı	↓	↑
↑ Vadeye Kalan Gün	↑	↑
↑ Temettü Miktarı	↓	↑

Karda / zararda olma durumu (moneyness)

- Bir varant kullanım fiyatı ve dayanak varlığın spot fiyatı arasındaki karşılaştırmaya göre üç farklı durumda bulunabilir
- Bir varantın içsel değeri sıfırdan büyükse o varant “karda” (in-the-money) bir varanttır

	ALIM Varantı	SATIM Varantı
Karda	Kullanım < Dayanak Spot	Kullanım > Dayanak Spot
Başabaş	Kullanım = Dayanak Spot	Kullanım = Dayanak Spot
Zararda	Kullanım > Dayanak Spot	Kullanım < Dayanak Spot

Varant göstergeleri – içsel değer üzerine ödenen prim

- ALIM varantı için: “Doğrudan dayanak varlığı almak” yerine “alım varantını kullanarak dayanak varlığa yatırım yapmanın” ne kadar daha maliyetli olduğunu yüzdesel olarak gösterir
- Bu maliyet karşılığında yatırımcı varantın kaldıraç etkisini kullanır ve dayanak varlığın değer kaybetmesinden etkilenmez

İçsel değer üzerine ödenen prim - Garanti ALIM Varantı

GARAN spot fiyat:	6.00TL
Kullanım fiyatı:	6.30TL
Çarpan:	1
ALIM varantı fiyatı:	0.45TL
Vade:	31 Ağu 2010

ALIM varantı içsel değer üzerine ödenen yüzdesel prim =
[(Varant Fiyatı*Çarpan + Kullanım Fiyatı) – Dayanak Varlık Fiyatı] / Dayanak Varlık Fiyatı

$$= [(0,45*1 + 6,30TL)-6,00TL] / 6,00TL$$
$$= \%12,5$$

Varant göstergeleri – başabaş noktası

- ALIM (SATIM) varantları için başabaş noktası yatırımcının hangi dayanak varlık fiyat seviyesinin üzerinde (altında) karlı hale geleceğini gösterir
- Örneğimizde alım satım maliyetleri dikkate alınmamıştır

Başabaş noktası - GARAN ALIM varantı

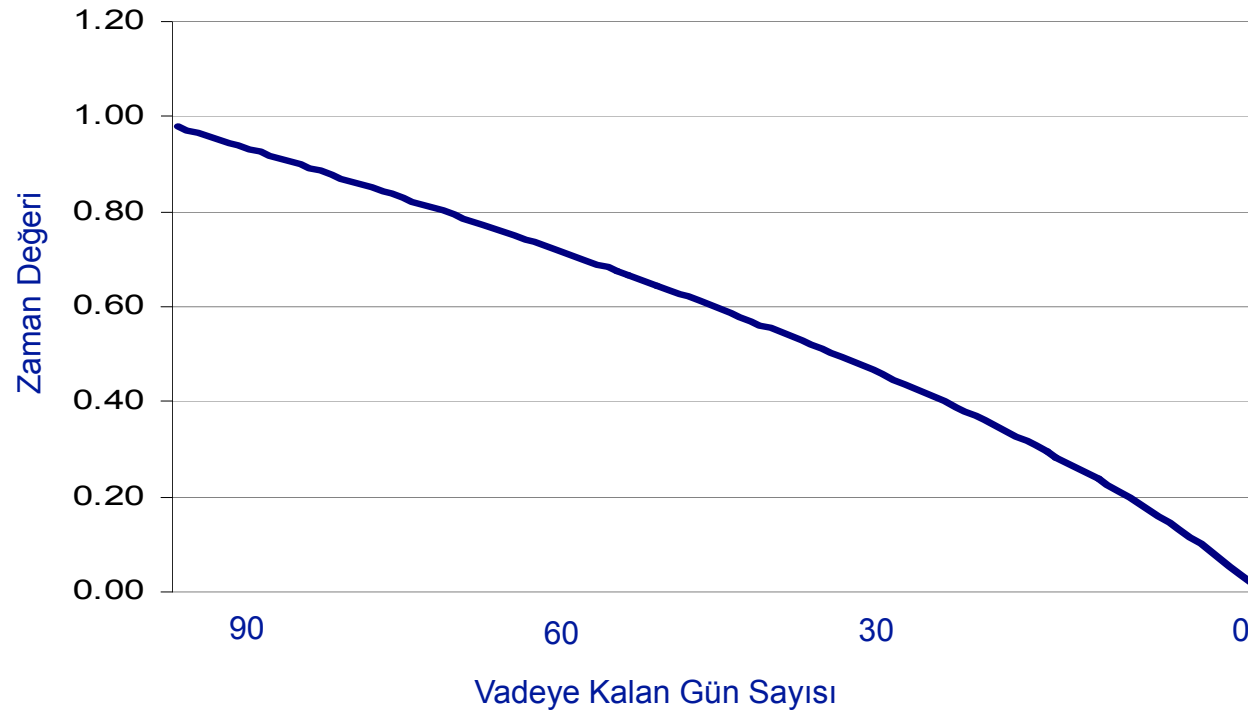
GARAN spot fiyat :	6.00TL
Kullanım fiyatı:	6.30TL
Çarpan:	1
Varant fiyatı:	0.45TL
Vade:	31 Ağu 2010

Başabaş fiyat seviyesi = (ALIM varantı kullanım fiyatı + varant fiyatı*çarpan)

$$\begin{aligned} &= (6,30\text{TL} + 0,45\text{TL} * 1) \\ &= 6,75\text{TL} \end{aligned}$$

Varant göstergeleri – zamansal değer kaybı

- Zamansal değer kaybı (sönmesi), varantın vade sonuna yaklaştıkça günlük olarak ne kadar değer kaybettiğini gösterir (diğer değişkenler sabit kalmak kaydıyla)
- Zaman değeri kaybı vade sonu yaklaştıkça hızlanarak artar
- Zararda ve başabaş varantların değeri sadece zaman değerinden oluştuğu için bu varantların fiyatı vade sonu yaklaştıkça hızlanarak sıfıra yaklaşır



Varant göstergeleri – basit kaldıraç

- Basit kaldıraç, dayanak varlığa doğrudan yatırım yapmaya kıyasla aynı miktarda sermaye ile ne kadar daha fazla pozisyon alınabileceğini gösterir
Önceki örnekte GARAN ALIM varantı:
$$\text{Kaldıraç} = \text{Dayanak Fiyatı} / (\text{Varant Fiyatı} \times \text{Dönüşüm Oranı})$$
$$= 6.00\text{TL} / 0.45\text{TL} = 13\text{X}$$
- Yatırımcı GARAN hissesine yatırım yapmak yerine aynı miktarda sermayeyi kullanarak varant satın alırsa 13 kat daha büyük pozisyon alabilir. Yatırımcı aynı sermaye ile sanki 13 tane GARAN hissesi almış gibi olur
- Basit kaldıraç dayanak varlık ve varant fiyatı arasında lineer bir ilişki varsayar. Oysa varantın değeri oynaklık ve zamansal değer kaybından da etkilenir
- Özellikle “zararda” olan varantlarda basit kaldıraç çok kullanışlı bir gösterge değildir. Zira zararda varantlar sadece zaman değerini içerir
- Etkin kaldıraç, normal kaldıraçtan daha etkin bir göstergedir. Etkin kaldıraç, basit kaldıraçın delta ile düzeltilmiş halidir

Varant göstergeleri – etkin kaldıraç

- Dayanak varlığa bağlı varant fiyat hareketlerini daha doğru açıklamaya yardımcı olur
- Etkin kaldıraç dayanak varlıktaki %1 değişime varant fiyatının yüzde kaç cevap verdiğini gösterir
- İhraççılar genellikle ürünlerindeki delta seviyesini açıklar. Bu da etkin kaldıraçın hesaplanmasında kullanılabilir

$$\text{Etkin Kaldıraç} = \text{Delta} \times \text{Kaldıraç}$$

Örneğimizde delta 0.50 ise

$$\begin{aligned}\text{Etkin Kaldıraç} &= 0.50 \times 13 \\ &= 6,5X\end{aligned}$$

Bu değer GARAN hissesindeki her %1'lik artışa (düşüşe) varant fiyatının %6,5 artışla (düşüşle) cevap vereceğini gösterir

Etkin kaldıraç hem artışı hem de düşüşte kendisini gösterir

- Yatırımcılar agresif bir şekilde tüm sermayelerini kaldıraç kullanarak varantlara yatırırlarsa çok kazanç sağlayabilecekleri gibi ciddi miktarda kayba da uğrayabilirler

Dayanak Varlık	GARAN
Spot Fiyat	6.00
Kullanım Fiyatı	6.00
Vade	31/08/2010
Varant	ALIM
Varant Fiyatı	0.75
Oynaklık	40
Faiz Oranı	7.78
Temettü	3.10

Dayanaktaki Değişim	Dayanak Fiyatı	Varant Fiyatı	Fiyatındaki Değişim
-8%	5.50	0.48	-35%
-	6.00	0.75	-
8%	6.50	1.07	43%

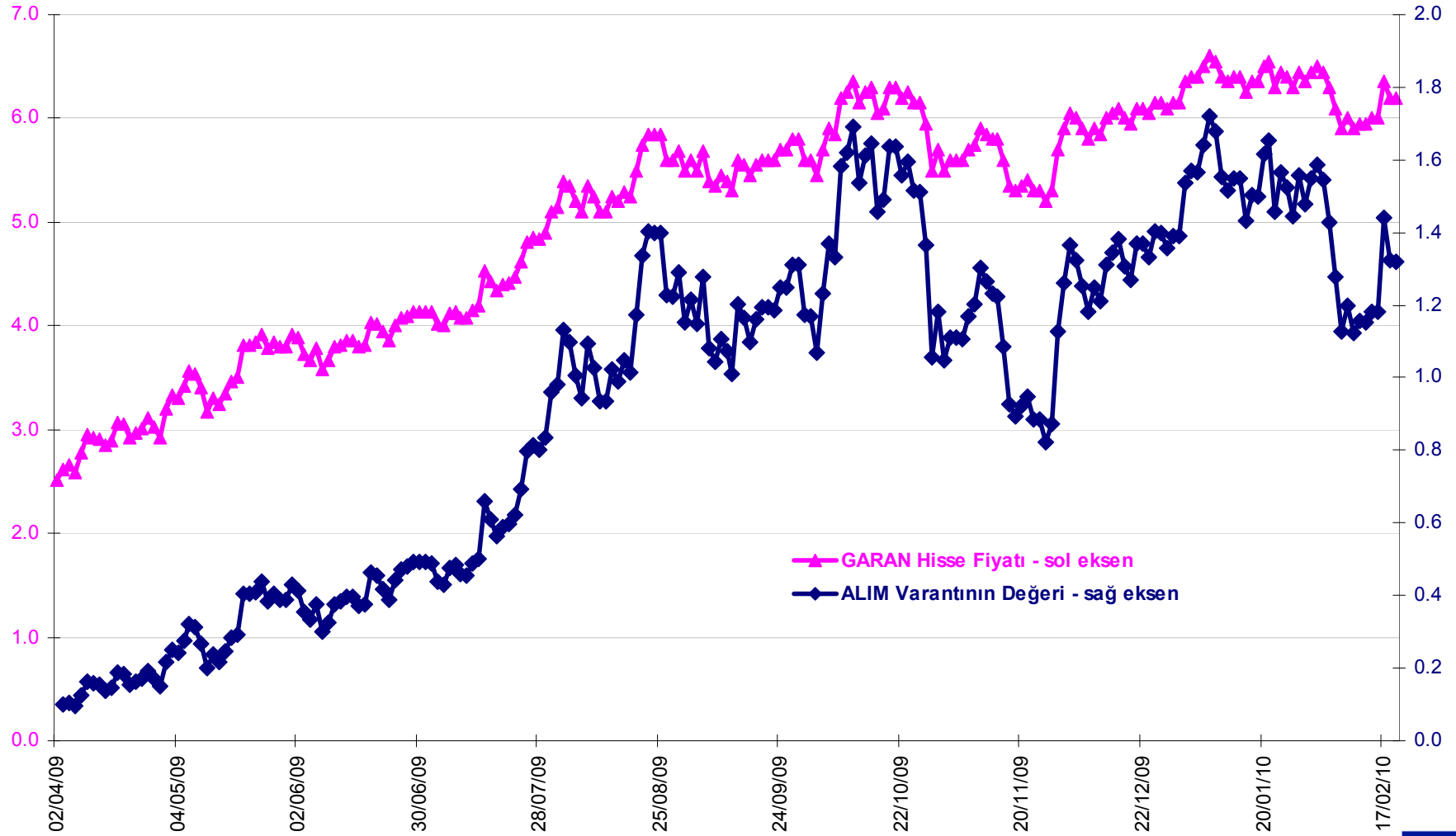
Kaldıraç etkisi dayanak varlıktaki görece olarak makul düşüşlerde bile varant pozisyonunda dramatik düşüşlere neden olabilir

DAYANAK VARLIK				VARANT			
Performans (%)	Portföy Büyüklüğü (TL)	Hisse Adedi	Hisse Fiyatı	Varant Fiyatı	Varant Adedi	Portföy Büyüklüğü (TL)	Performans (%)
-8%	917	167	5.50	0.48	1336	646	-35%
-	1000	167	6.00	0.75	1336	1000	-
8%	1083	167	6.50	1.07	1336	1429	43%

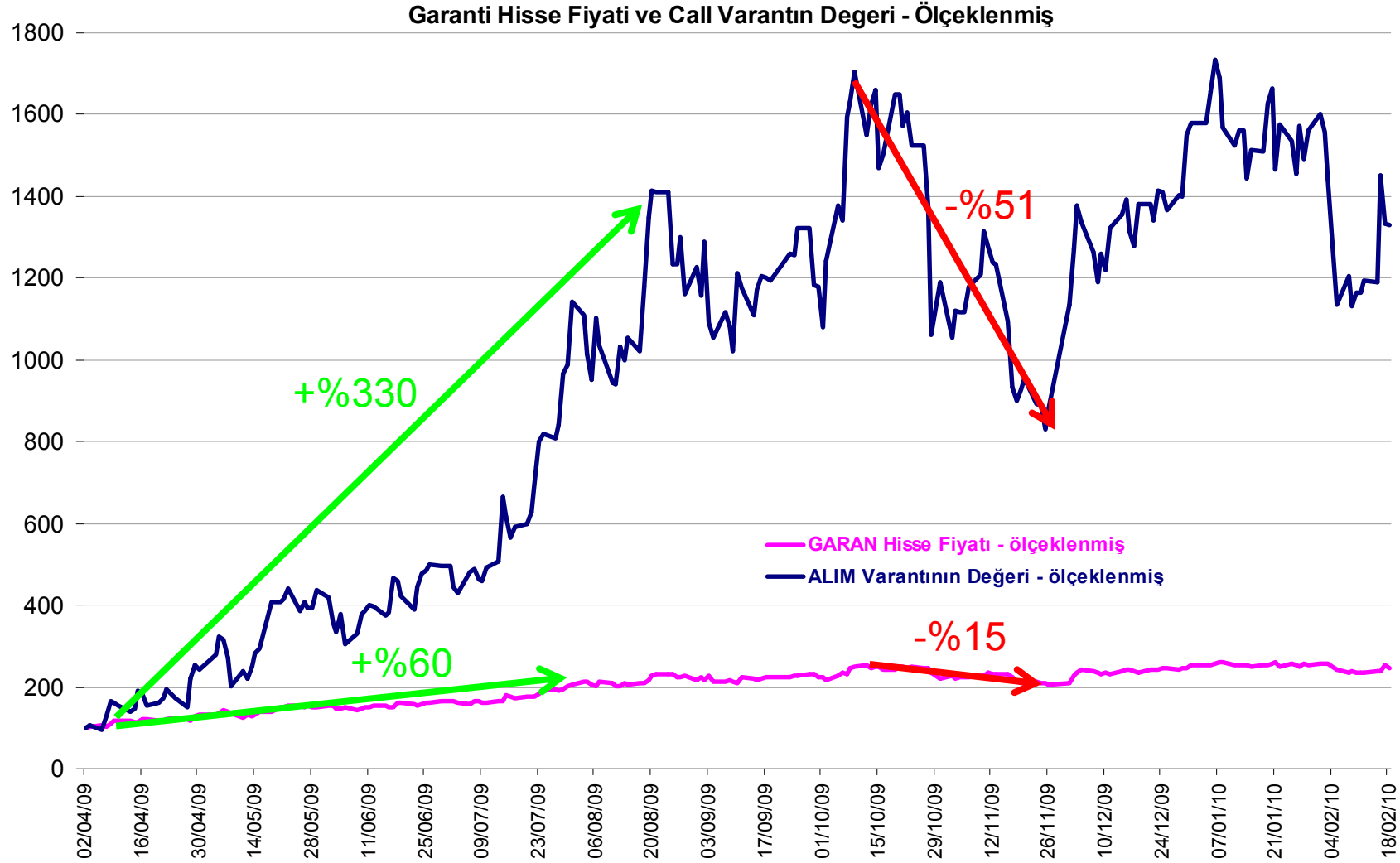


Varant fiyatı dayanak fiyatına göre çok hızlı değişebilir

Garanti Hisse Fiyatı ve Call Varantın Değeri



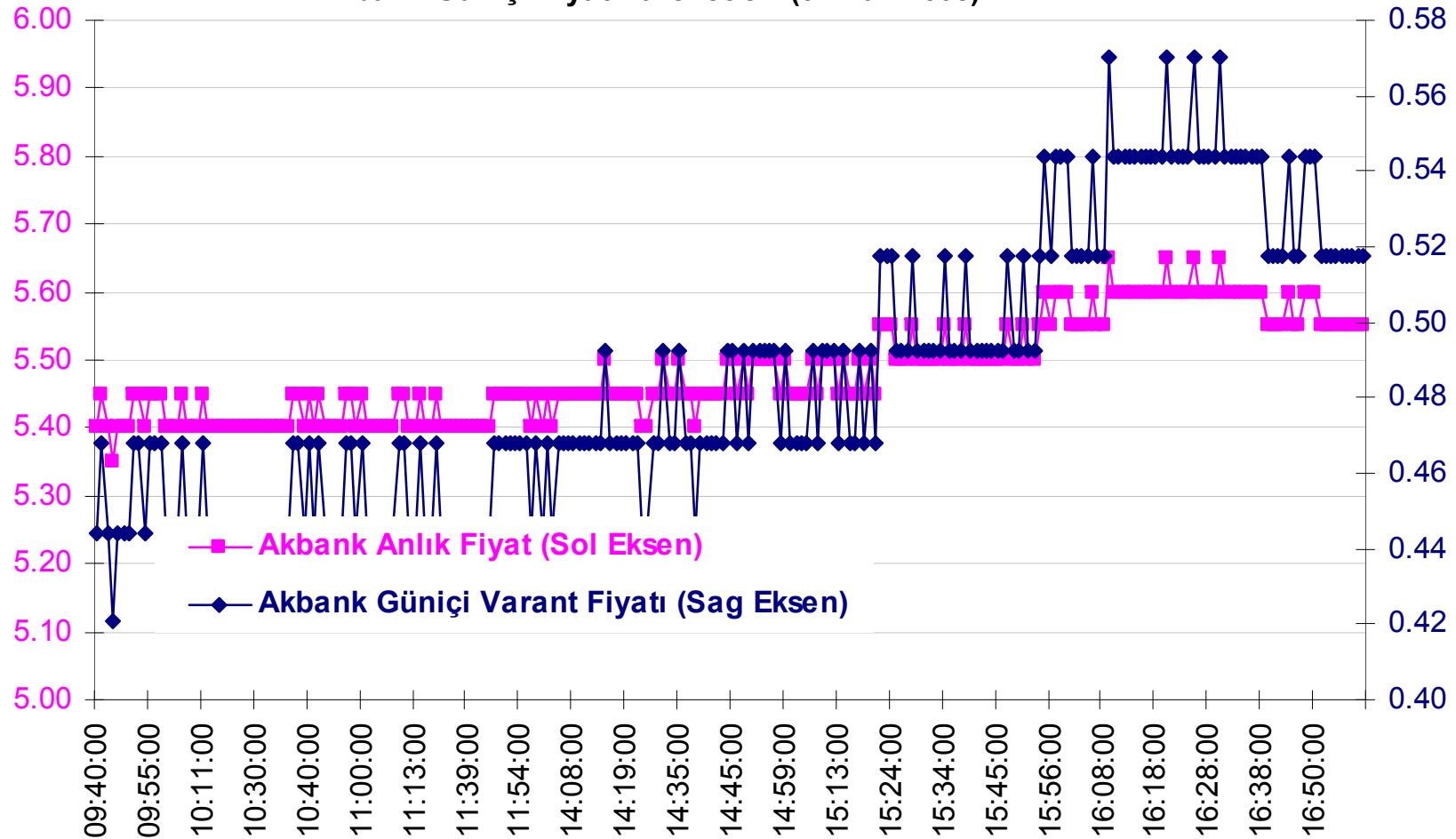
Varant fiyatı dayanak fiyatına göre çok hızlı değişebilir



Güniçi oynaklık alışılmışın dışında

GÜNiçi	Hisse	Varant
Min	5.35	0.42
Max	5.65	0.57
% Degisim	5.6%	35.5%

Akbank Güniçi Fiyat Hareketleri (02-Haz-2008)



Varant göstergeleri – oynaklık

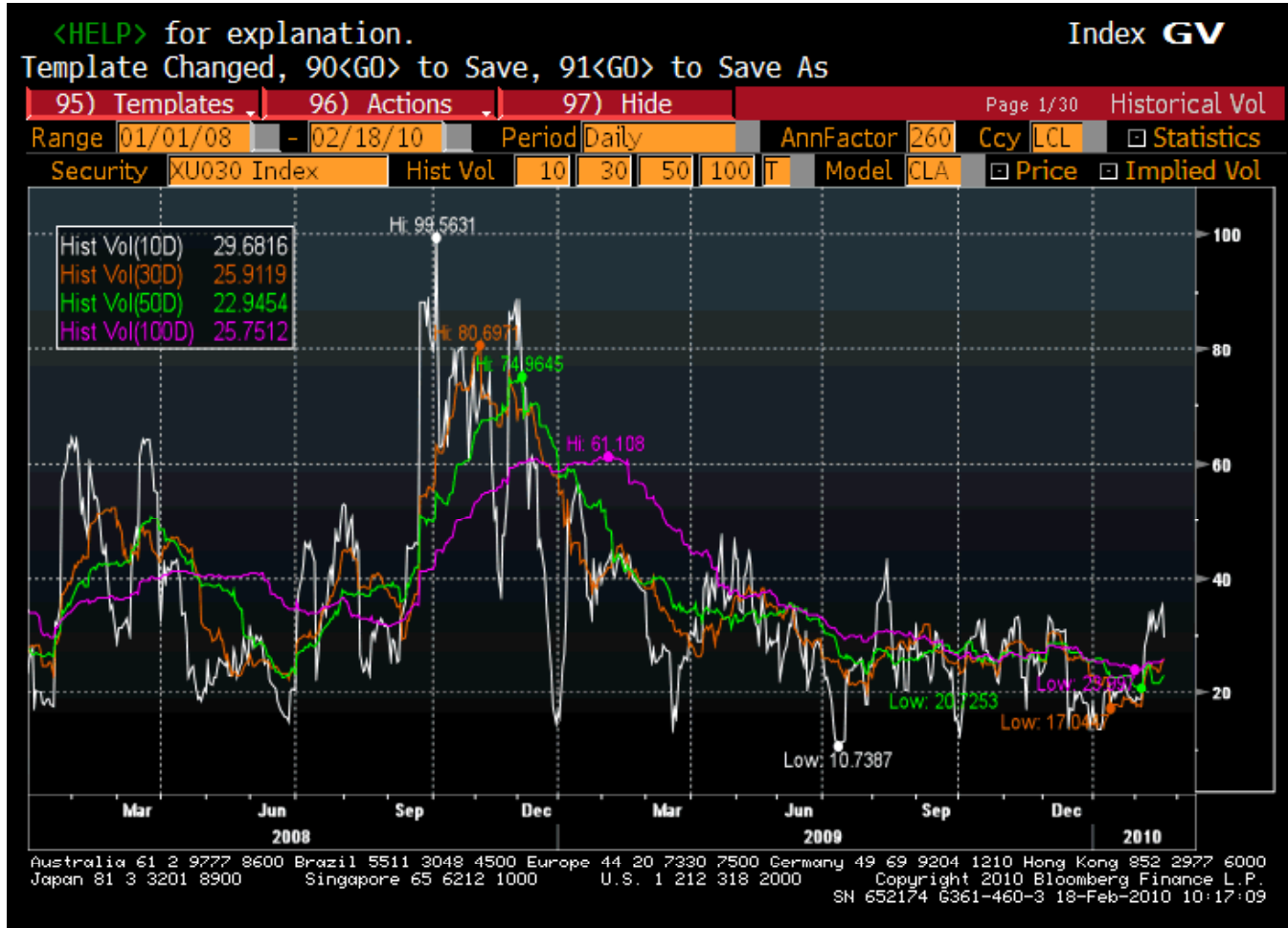
- Tarihsel (gerçekleşmiş) oynaklık : Dayanak varlığın geçmiş bir dönemdeki fiyat dalgalanma aralığının bir ölçüsüdür
- Beklenen oynaklık: Piyasa katılımcılarının ileriye dönük varant fiyat dalgalanma aralığının bir ölçüsüdür
- İçsel oynaklık (implied volatility): Varant fiyatı ve varantın diğer parametrelerini kullanılarak yapılan ters işlem sonucunda hesaplanan varantın ima ettiği fiyat dalgalanma seviyesidir

Oynaklık ile varant fiyatı arasındaki ilişki:

- Oynaklık arttıkça varantın “karda” sona erme olasılığı (veya kullanılma olasılığı) artar
- Dolayısıyla oynaklık arttıkça varantın değeri de artar

Varant göstergeleri – oynaklık

- Oynaklık belirli bir dönemde dayanak varlıktaki dalgalanma miktarının ölçüsüdür



Varant göstergeleri – oynaklık

- Oynaklık fiyatlar yükseldikçe azalma eğilimi gösterir



Varant göstergeleri – oynaklık: Varant fiyatına etkisi

- Oynaklık varant fiyatını etkileyen en önemli değişkenlerden biridir
- Oynaklık arttıkça varant fiyatı artar çünkü varantın “karda” bitme olasılığı artar

Dayanak Varlık	GARAN
Spot Fiyat	6.00
Kullanım Fiyatı	6.00
Vade	31/08/2010
Varant	ALIM
Varant Fiyatı	0.75
Oynaklık	40
Faiz Oranı	7.78
Temettü	3.10

Dayanak Varlık	GARAN
Spot Fiyat	6.00
Kullanım Fiyatı	6.00
Vade	31/08/2010
Varant	P
Varant Fiyatı	0.6117
Oynaklık	40
Faiz Oranı	7.78
Temettü	3.10

Oynaklık (%)	ALIM Varantı
30	0.58
35	0.66
40	0.75
45	0.83
50	0.92

Oynaklık (%)	SATIM Varantı
30	0.44
35	0.53
40	0.61
45	0.70
50	0.78



Sermaye Arttırmaları ve Temettü Ödemeleri

- Hisseye dayalı varantlarda, varant kullanım fiyatı ve çarpanı (dönüşüm oranı) sermaye arttırmalarında düzeltilir
- İMKB'nin dayanak varlık için kullandığı düzeltme katsayısı kullanılır
- Kullanım fiyatı bu katsayıyla çarpılarak küçültülür, varantın dönüşüm oranı bu çarpana bölünerek yükseltilir
- Olağan sermaye arttırmalarında varant adedi hiçbir zaman değiştirilmez
- Bu şekilde sermaye arttırımı öncesi ve sonrasında pozisyon değeri korunur
- Daha karmaşık sermaye arttırmalarında ihraççı hakkaniyetli bir şekilde varant parametrelerini düzeltir. Her vaka için özel olarak değerlendirme yapılır. Burada amaç yatırımcının ve ihraççının pozisyon değerlerinin sermaye arttırım öncesinde ve sonrasında değişmeden korunmasıdır
- Varantlarda olağan temettü ödemelerinde düzeltme yapılmaz. Temettü beklentisi varant fiyatının içindedir
- Olağanüstü temettülerde varant parametreleri değiştirilebilir

Varant göstergeleri – dinamik göstergeler (“Greeks”)

- Delta – Dayanak varlıktaki 1TL’lik değişime karşılık varant fiyatının kaç TL değişeceğini gösterir
 - ALIM varantlarının deltası her zaman 0 ve 1 aralığındadır
 - SATIM varantlarının deltası 0 ve -1 aralığında hep negatif bir değerdir (çünkü SATIM varantları dayanak varlık yükseldikçe değer kaybeder)
- Gama (gamma)- Dayanak varlıktaki bir birimlik değişime karşılık deltanın ne kadar değişeceğini gösterir (gamma deltanın dayanak varlık fiyatına göre birinci türevidir. Dolayısıyla varant fiyatının dayanak varlık fiyatına göre ikinci türevidir)
 - Basit varantlarda gamma her zaman pozitifdir
- Vega – varant fiyatının oynaklığa göre duyarlılığının ölçüsüdür. Oynaklıktaki %1’lik değişimin varant fiyatını ne kadar değiştireceğini gösterir
- Teta (theta)– diğer tüm değişkenler sabitken varant fiyatının bir günlük değişimini ölçüsüdür
- Ro (rho) – Faizlerdeki %1 değişimin varant fiyatına etkisinin ölçüsüdür

x-markets

Varantlarla Yatırım Stratejileri



A Passion to Perform.

Deutsche Bank



Yatırım Stratejileri

- Piyasa beklentisine dönük yatırım için kaldıraç kullanmak
 - Yatırımcılar beklentileri doğrultusunda dayanak varlığın yukarı ya da aşağı yöndeki hareketine kaldıraç kullanarak yatırım yapabilirler
- Riskten korunma (portföyün sigortalanması)
 - Bir hisse sepetini elinde tutan yatırımcı örneğin endeks üzerine bir SATIM varantı alarak piyasadaki olası düşüşlerden korunabilir. Varant primi bir anlamda sigorta primi gibi değerlendirilmelidir
- Nakit yaratma – karı realize etme – dayanak varlığı satıp aynı dayanak varlık üzerine ALIM varantı almak
 - Elinde karlı bir hisse pozisyonu tutan yatırımcı, bu hisseleri satıp elde ettiği sermayenin küçük bir kısmını ALIM varantların yatırarak, yukarı yöndeki performansa ortak olmaya devam ederken cebine karını koyabilir
- 90 / 10 stratejisi – kendi sermaye garantili fonunuzu yaratın
 - Bir yatırımcı sermayesinin %10'unu ALIM ya da SATIM varantlarına yatırıp geri kalan %90'ı bono da değerlendirerek sermaye koruması sağlayabilir
 - Bu bir anlamda sentetik bir sermaye garantili fon yaratmak demektir
 - Sermaye garantili ürün ihraç eden kurumsal yatırımcılar için varantları kullanmak ideal çözümdür

x-markets

Açıklık Getirilmesi Gereken Konular



A Passion to Perform.

Deutsche Bank



Açıklığa kavuşturulması gereken konular - vergi

- Varantlarda vergi ve mahsuplaşma
 - Hisse senetleri ve türevlerinde stopaj sıfır
 - Varantlar hisse türevleri olarak mı değerlendirilecek?
 - Yoksa diğer sermaye piyasası aracı statüsünde %10 stopaja mı tabi olacak?
- Varant kar zararları kendi içinde mahsuplaştırılabilir
 - Hisse ve endeks varantları hisse pozisyonlarıyla beraber kullanılacak
 - Risk yönetimi, riskten korunma pozisyonlarında varantların hisse senetleriyle ve VOB endeks kontratlarıyla kar zarar mahsuplaşması yapılabilmesi anlamlı
- Gelirler Genel Müdürlüğü'nden görüş bekliyoruz
 - Anayasa Mahkemesi kararı sonrası sermaye piyasası araçlarında vergi politikası gözden geçiriliyor

Açıklığa kavuşturulması gereken konular – kurumsal yatırımcılar

- Kurumsal yatırımcılar varantları kullanabilecek mi?
 - Varantlar menkul kıymet statüsünde
 - İhraççı riskini alabildikleri sürece kullanmalarında bir sakınca gözüküyor
 - Emeklilik fonlarında türev enstrüman kullanımında kısıtlar var
 - Fonların konsantrasyon limitleri var (hissede %10, aynı gruba bağlı hisselerde %20)
 - Pozisyon alma ve riskten korunma amaçlı kullanımlar durumunda limitlerde ayırım sözkonusu olacak mı?
 - Bu konuda SPK'dan görüş bekliyoruz

Açıklığa kavuşturulması gereken konular – kendi hissesine yatırım (treasury stock)

- Halka açık şirketler varantlar aracılığıyla kendi hisselerinde pozisyon alabilecekler mi?
 - Hisse geri alımı konusunda TTK'dan kaynaklanan engeller var
 - Sadece yatırım fonları ve gayrimenkul yatırım fonları belirli koşullarda kendi hisselerine yatırım yapabiliyor
 - Varantlar bir ihraççı tarafından çıkarıldıkları için aslında ihraççının bir borç senedi niteliğinde
 - Yine de böyle bir yatırımın özünde olası bir “çıkar çatışması” var
 - Sınır nerede? Örneğin Turkcell, bir telekom sepet varantına yatırım yapabilir mi? Veya Isbank IMKB-30 banka sepetine yatırım yapabilir mi?
 - SPK'dan bu konuda görüş istedik

İletişim Bilgileri

Deutsche Securities Menkul Değerler A.Ş

(Deutsche Bank'ın Varant Piyasası faaliyetlerinde piyasa yapısı ve temsilcisi)

Tel: +90 212 319 0 319

Fax: +90 212 319 0 394

Adres: Tekfen Tower

Eski Büyükdere Caddesi No:209 Kat:18

4. Levent İstanbul 34394

Varantlar

Bilgi hattı: 0212 319 03 50

E-mail: warrants.turkey@db.com

Internet: www.varant.db.com (yapım aşamasında)

Sunumu yapan

Albert Krespin

E-mail: albert.krespin@db.com

Önemli Not

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.