

BİR RİSK YÖNETİM TEKNİĞİ OLARAK SWAP

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Nihan FIRAT

Tezin Enstitüye Verildiği Tarih : 1 Ekim 1998

Tezin Savunulduğu Tarih : 9 Ekim 1998

Tez Danışmanı : Prof. Dr. Yücel CANDEMİR

Diğer Jüri Üyeleri : Yrd. Doç. Dr. Suat TEKER

Doç. Dr. Mehmet BOLAK

16.10.1998
Suat Teker 16.10.1998
16.10.1998

ÖNSÖZ

1973 yılında gelişmiş ülkelerin dalgalı kur sistemine geçişi, ilk petrol krizi ve sonrasında ortaya çıkan ekonomik kriz sonucunda fon yönetiminin öneminin artması yeni ve yaratıcı tekniklerin ortaya çıkmasına neden olmuştur. 1980'li yıllarda ülkemizde de finansal serbestleşme ile birlikte tanınmaya başlanan bu tekniklerden biri olan swap ne yazık ki pek çok sektörde borç ve risk yönetimi için çok faydalı olabilecek bir araç olduğu halde fazla tanınmamaktadır. Çalışmada ülkemizde yeni sayılabilecek bu finans tekniğinin işleyişi ve ne düzeyde kullanıldığını belirlemek temel amaçtır.

Çalışmanın uygulama kısmı için Tekstil Bankası, Bankapital, Alternatifbank, Osmanlı Bankası, Koçbank, Demirbank Hazine Bölümlerinin yetkilileri ile yapılan görüşmelerden ve Emlak Bankası, Garanti Bankası, İş Bankası ve İktisat Bankası'nın yazılı kaynaklarından yararlanılmıştır.

Çalışmamın gerçekleşmesi sırasında bana yardımcı olan Prof. Dr. Yücel CANDEMİR ve yol gösteren Yrd. Doç. Dr. Suat TEKER'e teşekkür ederim.

İstanbul, Ekim 1998

Nihan FIRAT

İÇİNDEKİLER

ŞEKİL LİSTESİ	V
TABLO LİSTESİ	VI
ÖZET	VII
SUMMARY	VIII
BÖLÜM 1. GİRİŞ	1
BÖLÜM 2. TERMİNOLOJİ	3
BÖLÜM 3. SWAP TANIMI-GENEL ÖZELLİKLERİ	4
BÖLÜM 4. SWAP PİYASALARININ GELİŞİMİ	7
4.1. Swap Finansmanında İkincil Piyasa	10
BÖLÜM 5. SWAP'IN YAPISI	12
5.1. Swap Piyasası Katılımcıları	16
BÖLÜM 6. SWAP ÇEŞİTLERİ	19
6.1. Faiz Swapı	19
6.1.1. Sabit Faiz-Değişken Faiz Swapı (Kupon Swap)	21
6.1.2. Değişken Faiz -Değişken Faiz Swapı (Baz Swaplar)	25
6.1.3. Vadeden Önce Son Verme Hakkı Veren (Callable-Putable) Swaplar	27
6.1.4. Süresi Uzatılabilen Swap	27
6.1.5. Vadeli (forward) Swaplar	28
6.1.6. Faiz Oranlarının Sonradan Belirlenmesi Hakkını Veren Swaplar	29
6.2. Para (Döviz) Swapı	29
6.2.1. Sabit Faiz - Değişken Faiz Çapraz Para (Döviz Kupon) Swapı.....	32
6.2.2. Sabit Faiz-Sabit Faiz Çapraz Para Swapı	34
6.2.3. Değişken Faiz-Değişken Faiz Çapraz Para Swapı.....	35
6.3. Diğer Swap Çeşitleri	37
6.3.1. Mal Swapı.....	37
6.3.2. Aktif-Varlık Swapı	39
6.3.3. Dönüşümlü Swaplar	41
6.3.4. Birleşik Geçişli Swaplar	41

6.3.5. İki Para Swapları (Dual Currency Swaps).....	42
6.3.6. Para Düzeltme Swapları (Currency Unwind Swaps)	42
6.3.7. Amorti Edilen Swaplar	43
6.3.8. Değişken Anaparalı (Roller Coaster) Swaplar	43
6.3.9. Kokteyl Swaplar.....	43
6.3.10. Swap Opsiyonları (Swaptions).....	43
BÖLÜM 7. SWAP VE RİSK OLGUSU.....	45
BÖLÜM 8. TÜRKİYE'DE SWAP PİYASASI VE UYGULAMALARI	47
8.1. Türkiye'de Finans Piyasaları'nın Gelişimi.....	48
8.2. Yasal Düzenlemeler.....	49
8.3. Türkiye'de Swap Uygulamaları.....	50
8.3.1.Para (Döviz) Swapı'nın Türkiye'de Uygulaması	51
8.3.2. Faiz Swapı'nın Türkiye'de Uygulaması.....	62
SONUÇ.....	64
KAYNAKLAR	68
EKLER.....	72
ÖZGEÇMİŞ.....	94

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 5.1:Varsayımsal Varlıkların İlk Değiş-Tokuşu	12
Şekil 5.2.:Devresel Kullanım	13
Şekil 5.3:Varsayımsal Varlıkların Tekrar Değiş-Tokuşu.....	13
Şekil 6.1:Faiz Kupon Swapında İlk Borçlanma İşlemi.....	24
Şekil 6.2.:Faiz Kupon Swapında Faiz Ödemelerinin Takası.....	24
Şekil 6.3:Faiz Kupon Swapında Anaparanın Asıl Alacaklılara Geri Ödenmesi	25
Şekil 6.4.:Değişken Faiz-Değişken Faiz Swapı	26
Şekil 6.5.:Döviz Kupon Swapında İlk Borçlanma ve Anaparaların Değiş-Tokuşu	32
Şekil 6.6.:Döviz Kupon Swapında Faizlerin Birbirlerine Ödenmesi	33
Şekil 6.7.:Döviz Kupon SwapındaAnaparaların İadesi	33
Şekil 6.8.:Sabit Faiz-Sabit Faiz Çapraz Para Swapında Tarafların Değiş-Tokuş Ettikleri Paraların Faizlerini Devreler İtibarı ile Birbirlerine Ödemeleri	35
Şekil 6.9.:Değişken Faiz-Değişken Faiz Çapraz Para Swapında Tarafların Değiş-Tokuş Ettikleri Paraların Faizlerini Devreler İtibarı ile Birbirlerine Ödemeleri	36
Şekil 8.1.:Swap İşleminin 3 Temmuz 1991 Tarihli İlk Aşaması.....	52
Şekil 8.2.:Devre Faizlerinin Ödenmesi.....	53
Şekil 8.3.:Swap İşleminin 5 Haziran 1996 Tarihli Son Aşaması.....	53
Şekil 8.4.:İkinci Swap İşleminin 20 Ağustos 1991 Tarihli İlk Aşaması	54
Şekil 8.5.:Devre Faizlerinin Ödenmesi.....	54
Şekil 8.6.:Swap İşleminin 5 Haziran 1996 Tarihli Son Aşaması.....	55
Şekil 8.7.:Swap İşleminin 7 Ağustos 1998 Tarihli İlk Aşaması	58
Şekil 8.8.:Swap İşleminin 14 Ağustos 1998 Tarihli Son Aşamas	58
Şekil 8.9.:Mevduat Amaçlı Forward İşlemi.....	60
Şekil 8.10.:Mevduat Amaçlı Swap İşlemi	61

TABLO LİSTESİ

Tablo 4.1.:Swap Kullanımındaki Gelişme	8
Tablo 6.1.:Faiz Swaplarının Vadelere Göre Dağılımı	20
Tablo 6.2.:Örnekteki A ve B Firmalarının Kaynak Maliyeti.	23
Tablo 6.3.:Para Swaplarının Vadelere Göre Dağılımı.....	31



ÖZET

Uluslararası piyasalardaki finansal serbestleşme ile birlikte ticaret ve para hareketlerinin hacminde meydana gelen gelişme sonucu eskiden sadece mal alış-verişinin finansmanı için kullanılan bazı araçlar ticari işlemlerden bağımsız olarak da alınıp satılan varlıklar haline gelmiştir.

Dalgalı kur sistemine geçişle birlikte ortaya çıkan kur riski ve faiz oranlarındaki dalgalanmalardan kaynaklanan faiz riski önde gelen finansman kuruluşlarının bunlara karşı korunmak için yeni yöntemler geliştirme arayışlarına neden olmuştur. Bu yöntemler daha sonra spekülatif amaçlarla da kullanılmaya başlanmıştır. Başlıcaları opsiyon, future, taban-tavan anlaşmaları gibi ürünlerin kullanımına dayanan bu yöntemlerin en önemlilerinden biri de swap işlemleridir.

İlk kez 1923 yılında Avusturya Merkez Bankası tarafından spot pazarda ulusal paranın satılıp İngiliz Sterling'i alınması ve vadeli olarak da ulusal paranın geri satın alınması şeklinde denenmiş olan swap işlemlerinin tümünün temelinde gelecekte yapılacak ödemelerin önceden belirlenmiş koşullar çerçevesinde değiş-tokuşu vardır. Takas edilen ödemelerin türüne ve kararlaştırılan koşullara göre çeşitli swap türleri geliştirilebilir.

Swaplar temel olarak üç başlık altında incelenebilir: Faiz swapları, döviz ya da para swapları, diğer swaplar (mal swapları, aktif swapları, amortize edilmiş swaplar, değişken anaparalı swaplar, başlangıcı değişebilir swaplar, swap opsiyonları, kokteyl swaplar, geçişli swaplar, para düzeltme swapları...).

Kendisi bir risk yönetim aracı olan swap özü itibarı ile yeni riskler doğurmaktadır. Bu riskler kredi riski, oran riski ve likidite riski olarak sıralanabilir.

Swap, uluslararası finans piyasalarında yaygın olarak kullanılmasına rağmen Türkiye'de pek tanınmayan bir yöntem olarak kalmıştır. Ülkemizde döviz swapı, Merkez Bankası'nın bazı dış işlemlerinde ve çoğunlukla da bankaların kendi nakit akımlarının düzenlenmesi ve kendi kur risklerinin yönetimi için kullandıkları bir yöntem olarak kalırken faiz swapı hemen hemen hiç kullanım alanı bulamamıştır. Öte yandan ülkemizde gerçekleştirilen swap işlemlerinde Türk Bankaları'nın aracı rolünden çok son kullanıcı rolü oynadığı gözlenebilir.

Swap işlemleri tarafların ihtiyaçlarına göre düzenlendiği için sadece organize borsalarda alınıp satılabilen futureslardan ve optionslardan daha çok; ama forwardlardan daha az yaygınlaşmıştır. Bu durum bilgi yetersizliği, ülkemizin ekonomik ve politik riski ve yasal düzenlemelerdeki eksiklikler gibi etkenlere bağlanabilir.

SUMMARY

With the liberalization of the financial markets, the volume of the international capital flows grew up. Consequently, some instruments that had been created and used for financing the trade of goods began to appear independently from commercial operations in the market. Forwards, futures, options and swaps are the most important instruments used for the management of currency and interest rate risk. Some of those instruments which are traded in organized markets are in standard forms and some, which called *over the counter (OTC) derivatives*, can be created according to the needs and necessities of the customers and the financial institutions. Swaps are one of the most common OTC derivatives after the forwards. Because in contrast with futures and options swap agreements are extremely flexible in amount, maturity and other contract terms.

Swap is, basically, an agreement between two or more counterparties, including the exchange of payments for a certain time period and due to certain conditions. This agreement enables counterparties to benefit from the different conditions that each of them meet in different financial markets.

The most important difference items in the bases of swap operations can be listed as:

- a) The counterparties appeared in a swap transaction operates in different financial markets and have different credibility.
- b) In a specific financial market, it can be easy to find the financial funds with floating interest rates whereas there are difficulties in finding funds in return of constant interest rates.

- c) The possibilities of finding sources in a certain currency while the sources of some other currency is not available, in a specific financial market.
- d) For a company, not having enough liquidity to borrow from the primal markets.
- e) Long term borrowing can be very limited in a specific financial market.

There are different purposes for using swap operations. The purpose can be:

- Decreasing the cost of funds,
- Making profits due to the arbitrage in international markets,
- Increasing the return on assets ratio,
- Adjusting the incoming and outgoing funds.

Swaps enable the management of disordered cash flows by making it possible to know the exact time of incoming and outgoing cash. Also swaps, being 'off balance sheet' operations, provide additional financial source that can not be seen in the balance sheet for the companies. But still, the basic motivations for swaps are avoiding financial risk or having a chance to exploit some borrowing advantage.

There are three basic types of swaps:

- 1. Interest Rate Swaps: Those type of swaps are used in order to change the interest payments. Since the notionals are not exchanged in interest rate swaps, the risk is related only with the interest payments.
- 2. Currency Swaps: The first swap operations in the financial markets are currency swaps that are developed in order to overcome the restrictions on the international capital flow. Currency swaps include the exchange of a certain amount of capital

of different currencies and its cash flow between two counterparties for a certain time period and due to certain conditions.

3. Commodity Swaps: Commodity swaps include the exchange of fixed and floating prices of a certain amount and a certain quality of goods for a certain time period.

These basic types of swaps, especially the first two types, are arranged in different ways or some extra rights are added on them to create new types of swap instruments to meet different needs in the market. Asset swaps, synthetic circular swaps, dual currency swaps, currency unwind swaps, roller coaster swaps, cocktail swaps, swaptions and... etc. appeared in the market by this way.

In the history of financial markets, the most rapidly growing and diffusing market can be said to be the swap market. Apart from swaps being efficient, useful and flexible instruments, the importance attached to the financial risk management against the uncontrollable economical changes has made the swaps so widespread.

In the beginning, swaps were based on one-to-one pairing which means the buying and selling operations realize in between the same two counterparties. By the time, seeing that it is not very easy to find two parties whose needs compensate each other, engineered swaps which consists of a spot and a forward operation each done with different parties, appeared.

Swap brokers and dealers are two kind of swap facilitators. A swap broker who takes no risk position in the swap, helps counterparties to complete swap operation by introducing and guiding the operation. But a swap dealer will also act as a counterparty in swap besides providing the swap brokers services. So, the swap dealers takes risk on themselves in the swap transaction.

There are basic risk types in swap operations:

1. Credit risk: Appears when the counterparties do not realize their obligations in the swap agreement.
2. Interest rate risk: Appears when the interest rates shifts in the opposite direction of the expectations.
3. Liquidity risk: Appears because of the disharmony between the timing of incoming and outgoing funds.

With the financial liberalization period started in 1980s, Turkey met the derivative products. The first financial derivative to be used in Turkey is forwards. More sophisticated hedging techniques like futures and options first appear in Kapalıçarşı and Tahtakale. After the financial liberalization that had been brought in 1989 with the announcement of the decree no: 32, the problem of financial risk began to be more significant and as a result of this the banks and other financial institutions began to show more interest in the hedging techniques.

Although swap is a very useful way for cash and debt management, in Turkey, it is not known enough. In our country, almost none of the existing swap costumes come to the intermediaries (which are the banks) with a direct demand of making swap. As a customer only the financial managers of very big companies or holdings are aware of swaps. The others learn about the swaps only when they face a foreign exchange loss, which they can't manage, in their balance sheets and ask the assistance of the banks to get rid of that kind of risks. For this reason, many small banks in Turkey, that had no separate marketing section within their treasury departments, can not introduce these new financial techniques to their customers.

In Turkey, currency swaps are used in some operations of The Central Bank. It is also used by the banks for managing their own cash flow and currency risk. Interest rate swaps, on the other hand are almost not used.

Swap is the easiest way to carry foreign exchange operations to long run but Turkish Banks can not make any long term operations because of the limited credit lines they have in their native brokers to transfer the risk they have taken over by taking a position in a swap transaction. The limit of that credit lines are determined according to the country risk. And since Turkey does not seem to have a stable economy, the lines of the Turkish Banks remain limited. In theory, having a second counterpart in the swap transaction except from the dealer (here, the bank), this limited line problem would be solved. But in real life, it is quite hard to find two counterparties whose needs meet each other one to one.

Apart from managing their own cash flows, most of the Turkish Banks had been using swap for the purpose of making deposit. In January 1, 1998, after the declaration that all repurchasing agreements and interest earnings would be taxed, swap seemed to be a very useful way for avoiding tax. It was advantageous for both banks and their customers since it enables them to avoid from some burdens. But such kind of swap transactions had to be stopped soon after the warning of Central Bank.

In Turkey the narrow use of swap can be explained by;

- Underdeveloped forward markets,
- Insufficient international links and credit lines that is needed for swap operations,
- Weak financial structure of Turkish Banks,
- Unstable economy in the country,
- Insufficient knowledge

BÖLÜM 1. GİRİŞ

Fon yönetimi, 1970’li yılların ortalarına kadar genellikle sadece gelir, maliyet ve vade unsurlarının çeşitlemelerine göre yürütülürdü. 1973’de Bretton-Woods sisteminin yıkılışıyla gelişmiş ülkelerin dalgalı kur sistemine geçişi, ilk petrol krizi ve takip eden ekonomik kriz ile birlikte fon yönetiminin önemi ve buna bağlı olarak da gereksinimleri arttı. “1970’li yıllardan itibaren uluslararası piyasada faiz oranlarında ve mal (commodity) fiyatlarında, ki bunların hepsine birden finansal fiyat diyoruz, meydana gelen dalgalanmalar firmaların performanslarında (kar/zarar) beklenmeyen değişikliklere neden olmuş, birçok firma büyük zararlara uğrayarak işyerlerini kapatmak zorunda kalmıştır” (AKBULUT, D., 1995, s:41). Firmalar, kendi kontrolleri altında olan üretim teknolojisi, işgücü ve sermaye girişi gibi işlerinin konusu ile doğrudan ilgili risklerden başka kontrol edemedikleri ekonomik değişmelere, özellikle de bu dönemdeki dalgalanmalara bağlı finansal fiyat riski ile de karşı karşıya kaldılar.

Bu durum karşısında firmalar, risklerini azaltabilmek için iki yol denediler. Birinci yol, kendi ve rakip firmaların yapılarını inceleyerek firma kaynaklarını karlılığı etkileyebilecek tüm faktörleri iyice belirlemek; ikincisi de bu faktörlerde ortaya çıkabilecek değişikliklere karşı önlem alabilmek için gelecekle ilgili tahminlerde bulunmaya çalışmak şeklinde ortaya çıktı. Bu yollardan ilki olumlu sonuç verirken gelecekle ilgili yapılan tahminlerin yanıltıcı olduğu görüldü ve tahmin yapmak yerine firma performansını etkileyebilecek bu faktörlerde meydana gelebilecek değişikliklerin doğuracağı risklere karşı önceden korunma yolları geliştirmeye yöneldiler. Dünya ekonomisindeki krizin etkisiyle para ve sermaye piyasalarında faizlerin, döviz kurlarının ve menkul kıymet fiyatlarının tehlikeli boyutlarda dalgalanmaya başlamasıyla faiz, kur ve menkul kıymet fiyatlarındaki belirsizliklerden doğan riskleri kısmen veya tamamen giderebilmek için iş hayatının ihtiyaçları, piyasa koşul ve beklentileri dikkate alınarak yeni finansal teknikler geliştirilmeye başlandı.

Böylece önem kazanan risk yönetiminde firmaların risk profili belirlendikten sonra bunu amaca en uygun şekilde değiştirebilmek için bilanço içi operasyonlar ve bilanço dışı araçlar kullanılmaya başlandı. Bilanço içi operasyonlara örnek olarak borçlanma ve ödemenin aynı para cinsinden yapılması sayılabilirken Risk Yönetimi (Hedging) teknikleri olarak adlandırılan ve aralarında mali gelecek (finansal future) sözleşmeleri, option sözleşmeleri, tavan ve taban (üst ve alt limit) anlaşmaları, faktoring ve forfaiting'in de yer aldığı bilanço dışı araçlardan en çok kabul gören ve en hızla gelişeni swap tekniği olmuştur.



BÖLÜM 2. TERMİNOLOJİ

Arbitraj: Fiyat farklarından yararlanmak, yani kazanç sağlamak üzere senet, para, mal, tahvilat, kıymetli maden gibi değerlerin alınıp satılması işidir. Borsalara kote edilmiş döviz kurları arasındaki farklardan kar sağlamak amacıyla yapılan işlemlere de arbitraj denir.

Hedging: Ters yöndeki fiyat değişimlerinden korunmak için spot pazarda mevcut pozisyona tam ters bir futures pozisyon yaratmaktır.

Covering: Vadeli döviz alım-satım anlaşması yapıldığı anda vade sonunda gerekecek fonun karşılığının ayrılmasıdır.

Forward: Vadeli döviz alım-satım işlemidir.

Spread: Kredi kuruluşunun faiz geliri ve faiz gideri arasındaki farktır.

Konvertibilite: Döviz piyasasında isteyen herkesin herhangi bir resmi makamdan izin alma zorunluluğu bulunmadan herhangi bir amaçla ülke parasını başka ülke paralarına dönüştürebilmesidir.

Kotasyon: İşlem yapılmak istenen kurun belirtilmesidir. ‘Kote edilen para’ değişen döviz kuru için, ‘baz para’ sabit olan döviz kuru için kullanılan terimlerdir. Direkt kotasyon, herhangi bir döviz kurunun karşılığı olarak ülke parasının ifade edilmesi (USD 1= TL.270.000.-); endirekt kotasyon, ülke parasının bir birimine karşılık olan dövizin ifade edilmesidir (TL 1= USD 0.000003).

Repo: Bir kurumun herhangi bir aktif varlığı, başka bir kuruma belirlenen bir tarihte belirlenen bir fiyattan geri alma taahhüdü ile satması ile oluşan kısa vadeli finansal araçtır. Söz konusu aktif varlıklar genellikle menkul kıymetler, özellikle de devlet tahvili ve hazine bonolarıdır.

BÖLÜM 3. SWAP TANIMI-GENEL ÖZELLİKLERİ

“Sözcük anlamıyla değiş-tokuş ya da trampa demek olan swap, döviz kurları ve faiz oranlarındaki dalgalanmalardan kaynaklanan riskleri minimize etmek amacıyla geliştirilen bir mali tekniktir” (GÜMÜŞELİ, S., 1994, s:68).

“Swap İngilizce kökenli bir sözcük olup değiştirme, kaydırma, takas anlamına gelmektedir. Finans dilimize iyice yerleşmiş olan swap, kur ve faiz riski yönetiminde en önemli türevsel ürünlerin başında gelmektedir” (ERSAN, İ., Prof. Dr., 1997, s:166).

“Swap en genel anlamda iki tarafın, ödemelerini önceden belirlenmiş esas ve kurallar çerçevesinde karşılıklı olarak değiştirmeleridir. Başka bir anlatımla, swap, iki tarafın belli bir zaman diliminde ödeme akımlarının karşılıklı olarak değişiminde anlaştıkları bir mali işlemdir” (AKGÜÇ, Ö., 1994, s:690).

Farklı kuruluşlar, farklı mali piyasalardaki kredi değerliklerine bağlı olarak farklı kredi koşulları ile karşılaşır. Borç yönetimi aracı olarak swap bu kuruluşların karşılaştıkları bu farklı kredi koşullarını kendi yararlarına olacak şekilde kullanmaları için bir yoldur. Bu anlamda, Öztin Akgüç, swapı, dış ticaretteki karşılaştırmalı üstünlük kuramının finans pazarına uygulanması olarak tanımlamıştır.

Borsalarda alınıp satılmayan, bankalar ile müşteriler arasında gerçekleştirilen, tutar, vade ve diğer teknik koşulları ihtiyaca göre şekillendirilen, mal ve döviz fiyatlarına, faize ve borsa endeksine dayalı finansal ürünlere *tezgah üstü türevler (OTC derivatives)* denir. Swap bir tezgah üstü türev ürünüdür¹.

¹ Swap ve benzeri ürünlerin türev ürün olarak adlandırılmalarının sebebi bunların finansal piyasalarda daha önceden var olan araçlardan türetilmiş olmaları değil, piyasanın ihtiyaçları doğrultusunda yaratılmış olmalarıdır. Ayrıca türev ürünlerin kendilerinden ya da birleşimlerinden türetilen çeşitlenmeleri de türev ürün olarak adlandırılmaktadır.

Finansal piyasaların tarihinde en hızlı gelişen ve yaygınlaşan pazar swap piyasasıdır. Bunun nedenleri arasında swapların etkin, faydalı, esnek bir araç oluşundan başka finansal risk yönetiminin kazandığı önem, yeni yetişmekte olan finans mühendislerinin kazandığı profesyonellik ve kaynak sağlamada getirdiği rahatlık sayılabilir. Swap, sanayi ve finans ortaklıklarında, banka ve sigorta şirketlerinde, uluslararası şirketlerde vb... kullanılmaktadır.

Swaplar sermaye maliyetinin düşürülmesi, risk yönetimi, ölçek ekonomilerinden faydalanılması, dünya sermaye piyasalarındaki arbitrajdan faydalanılması, yeni pazarlara girilmesi ve türev araçlar yaratmak amacıyla kullanılır. Hemen her gün yeni kullanıcılar, yeni kullanım alanları ve swap çeşitlendirmeleri ortaya çıkmaktadır.

Daha sonraki bölümde ayrıntılı olarak açıklanmak üzere swaplar temelde üç grupta toplanabilir.

1. Sabit bir faiz yükümlülüğünü değişken bir faiz yükümlülüğüne çeviren swaplar (faiz swapları)
2. Bir döviz cinsinden olan yükümlülüğü diğer bir döviz cinsine çeviren swaplar (döviz swapları)
3. Değişken bir fiyatı sabit bir fiyata çeviren swaplar (mal swapları)

Faiz ve döviz swaplarına toplu olarak “oran swapları” da denir. Oran swaplarının başlangıcından itibaren değişken oranlar LIBOR² (London Interbank Offered Rate)’a bağlanmıştır. LIBOR bütün faiz oranları gibi vadeye bakılmadan yıllık bazda, 1 yıl 360 gün ve faiz her gün ödeniyormuş gibi düşünülür. Yani 6M LIBOR %8 ise 6 aylık oranın %4 olmasını bekleriz ama aslında

$$182/360 = \% 4.0444$$

$$183/360 = \% 4.0667$$

gibi oranlar yılın ikinci yarısında karşımıza çıkacaktır. Bu durumda 6M LIBOR %8 aslında yılın ilk yarısında oluşan faiz getirisinin ikinci yarıda kendisinin de faiz

² LIBOR: Bankalararası piyasada Eurodöviz için önerilen faiz oranı

getireceği (bileşik faiz) düşünülürse %8'in üzerinde bir yıllık faiz oranı olduğu görülebilir:

$$[\text{Yıllık Faiz} = (1.04044 \times 1.040667) - 1 = \% 8.276 \text{ olur}]$$

Bu anlatılanların swapla ilgisi ise şöyle kurulabilir: Oran swapının sabit faiz kısmına *swap kuponu* denir ve bunun değeri tahvil eşdeğer getiri ya da kupon eşdeğer getiri ile belirlenir. Tahvil eşdeğer getiri ise 365 gün esasına göre hesaplanır. Bu da swap kuponu ile LIBOR oranının doğrudan karşılaştırılamayacağını gösterir. Doğru karşılaştırmayı yapabilmek için öncelikle iki oranın temelindeki gün sayısı arasındaki farklılığı gidermek gerekir. Bu işlemde genellikle oranlardan birinin 365/360 (veya tam tersi) ile çarpılması şeklinde basit bir hesaplama ile yapılır. Ancak bu kolaylık iki tarafın da vadesi eşit ise uygulanabilir.

Swapın değişken oranlı kısmının LIBOR'a bağlanması gerekir. Oran, genellikle bir oran indeksine ya da oranın kısa vadede gözlemlenmiş değerlerinden oluşturulan ortalamaya bağlanır. En çok kullanılan oran LIBOR olmakla beraber mevduat sertifikası, hazine bonosu, ticari kağıtlar vb...de sıklıkla kullanılmaktadır.

Başka bir yaklaşımda swap işlemlerini ikiye ayırmaktadır:

1. Gerçek (Pure) Swap İşlemleri: Alım-satım işlemlerinin aynı taraflar arasında gerçekleştirildiği basit swaplardır.
2. İki Taraflı (Engineered) Swap İşlemleri: Her biri farklı tarafla gerçekleşen iki işlemten oluşur. Forward ayağı bir düz işlem (outright deal) olarak bir tarafla gerçekleştirilmesinden sonra spot ayağın başka bir tarafla ve bağımsız bir işlemle gerçekleştirilmesidir (ERDOĞAN, N., 1993, s: 41).

BÖLÜM 4. SWAP PİYASALARININ GELİŞİMİ

Swap, ilk kez 1923 yılında Avusturya Merkez Bankası tarafından spot pazarda ulusal paranın satılıp İngiliz Sterling'i alınması ve vadeli olarak da ulusal paranın geri satın alınması şeklinde denenmiştir.

Başlangıçta sadece Merkez Bankaları arasında yapılan swap işlemleri daha sonra çok uluslu şirketlerin ve kamu kuruluşlarının da ilgisini çekmiş ve yaygınlık kazanmıştır.

Swap piyasalarının oluşumunda önce döviz swapları kullanılmaya başlanmış, daha sonra ortaya çıkan faiz swapları zamanla döviz swaplarından dah çok önem kazanmaya başlamıştır. İngiltere'de 1970'lerde sermaye hareketlerine getirilen kısıtlamalar ve kısıtlayıcı kambiyo rejimi nedeniyle yüksek olan döviz cinsinden borçlanma maliyeti gibi sorunları aşmak amacıyla düzenlenen paralel kerdiler ya da back to back krediler mantığı ile çalışan swap işlemleri düşünüldü.

Döviz swapı tekniği ilk olarak 1960'lı yıllarda İngiltere'de ortaya çıkmış, ilk döviz swapı 1979 yılında Londra'da hazırlanmış ancak bunu izleyen iki yıl boyunca swap piyasası küçük ve tanınmamış olarak kalmıştır. Swap'ın piyasalarda kabul görmesi Dünya Bankası'nın sayesinde olmuştur. Özellikle İsviçre Frangı ve Alman Markı olarak kredi vermek isteyen Dünya Bankası, bu para birimlerinden düşük faizle borç bulmak istiyordu. Banka önce İsviçre ve Almanya piyasalarından doğrudan borçlandı ancak bu piyasalardan sağlayabilbileceğinden daha fazla krediye ihtiyaç vardı. Aynı dönemde Dünya Bankası'nın elinde dolar piyasasından daha ucuza kaynak sağlama imkanı da vardı. Avrupa piyasalarında ise, tam da swap için gerekli ortamı sağlayacak biçimde, dolara gereksinim duyulmakta idi. Böylece Ağustos 1981'de Solomon Brothers, Dünya Bankası ve IBM şirketinin taraf olduğu; sabit faizli Alman markı ve İsviçre Frangı borçlarının Dünya Bankası'nın Eurobond ihraç ederek sağladığı Amerikan Doları borcu ile takas edilmesini içeren ve swap tarihinde çok önemli bir

adım olan büyük çaplı ilk döviz swapına aracılık etti. Bu yeni yapı döviz swaplarıyla uzun süreli borçlanabilme özelliği sağlıyordu.

1981’de ilk faiz swapı da döviz swap ı gibi Londra’da hazırlandı. Faiz swapının da temelinde, tahvil piyasası ile kısa vadeli kredi piyasaları arasındaki faiz farklarından faydalanma isteği bulunmaktaydı. Ertesi yıl Student Loan Marketing Association (Öğrenci Borçlanma Pazarlama Birliği) bir kısım borçlarının faiz yapısını değiştirmek için swap işleminden faydalanma yoluna gidince bu yeni finansal ürün ABD pazarlarına da girmiş oldu.

Bu girişten sonra döviz ve faiz swaplarının pazarları hızla gelişti ve 1982’de 5 milyar dolar olan pazar büyüklüğü 1990 sonunda 2.5 trilyon dolara ulaştı.

Swap kullanımındaki artışın sayısal verileri Tablo4.1’de görülebilir.

TABLO 4.1. SWAP KULLANIMINDAKİ GELİŞME

<i>Swap Türleri</i>	<i>1988 (trilyon USD)</i>	<i>artış (%)</i>	<i>1989 (trilyon USD)</i>	<i>artış (%)</i>	<i>1990 (trilyon USD)</i>	<i>artış (%)</i>
Faiz Swapları	1.01	48	1.54	52	2.31	50
USD Faiz Swapları	0.73	34	1.01	39	1.27	26
Döviz Swapları	0.32	73	0.43	37	0.58	33
Toplam Swaplar	1.33	55	1.97	48	2.89	47

Kaynak: ISDA Confidential Market Survey, 1990, KOLB, R.W.,1993, s:9

Swap piyasasının gelişiminde swapın bir para piyasası aracı olmaktan çıkıp bir kredi piyasası aracı haline gelmesinin de önemli katkısı olmuştur. Para ve sermaye piyasalarındaki yasal kısıtlamalar bu gelişimde önemli rol oynamış; Avrupa’daki bazı sermaye piyasalarına resmi giriş kısıtlı olduğu için, dolaylı olarak bu piyasalara girmek için kullanılan swaplar oldukça yaygınlaşmıştır. Yine bu kısıtlamalar nedeniyle iç piyasalardan kaynak sağlama maliyetinin yüksek olması da swap kullanımını artırmıştır.

Swap yapan finansal kurumlar önceleri komisyoncu rolü üstlenmişlerdi. Bunlar, ihtiyaçları birbirini karşılayabilecek şekilde uyum gösteren potansiyel swap taraflarını (ortaklarını) buluyor ve belirli bir komisyon karşılığında iki tarafın swap anlaşması imzalamasına aracılık ediyorlardı. Ancak swap komisyonculuğu başlarda zannedildiğinden daha zordu. Çünkü her müşteri için ihtiyaçlarını tam olarak karşılayacak ikinci bir taraf bulmak gerekiyordu. Bunun aşılabilmesi için finansal kurumlar yukarıda anlatıldığı şekildeki brokerlik pozisyonundan dealerlık (tacir-muamelecı) pozisyonuna geçmek gerektiğini fark ettiler. Yani kurumlar sadece iki taraf arasında aracılık etmeyecek, gerektiğinde swap için ihtiyaç duyulan taraflardan birinin rolünü üstleneceklerdi. Bunu gerçekleştirmek ise Hazine borçlarının geniş bir nakit piyasası olan ve oldukça gelişmiş vadeli işlemler piyasalarının bulunduğu ABD’de çok zor olmadı. Çünkü bu piyasalar swap dealerlarına risk yönetiminde önemli kolaylıklar sağlamaktaydı.

1984’te önde gelen dealer bankalar swap belgelerinde standardizasyon sağlamak için çalışmaya başladı. Aynı grup 1985’de Uluslararası Swap Tacirleri Birliği (International Swap Dealers Association) ISDA’yı kurarak ilk kez standart swap kurallarını yayınladılar. 1987’de yayınlanan standart form anlaşmaları ile ISDA’nın standartlaştırma çalışmaları devam etti. Bu anlaşmalar bir ana sözleşme niteliği taşıyordu. Yani bu ana sözleşmeyi imzalayan taraflar arasında yapılacak yeni swap sözleşmeleri asıl sözleşmenin ekleri olarak görülecekti. Böylece standartlaşma sayesinde, swap işleminin gerektirdiği zaman ve maliyet azaldı.

Mal swapı ilk kez 1986’da Chase Manhattan Bank tarafından düzenlendi. Fakat CFTC (Commodity Futures Trading Commission- Vadeli Emtia Ticareti Komisyonu) mal swaplarının yasal olmadığını iddia edince ISDA ile CFTC arasında uzun süren bir tartışma dönemi başladı. Bu sırada halihazırda mal swapı işlemlerine başlamış olan bankalar faaliyetlerinin önemli bir kısmını denizaşırı ülkelere kaydırды.

1989 Temmuz ayında CFTC mal swaplarını özel bazı ölçütlere uyulması koşuluyla kabul etmeye karar verdi. 1989 sonunda yapılan mal swaplarının tutarı 8 milyar dolara ulaşmıştı. Faiz ve döviz swaplarının yanında nispi olarak küçük de olsa mal swaplarının da önemli bir potansiyel pazarının olduğu görülmüştü.

Başlangıçta swap işlemlerinin temelinde birebir eşleme mantığı yer alırken, zamanla özellikle Amerika piyasalarında yeni risk yönetim teknikleri geliştikçe “Swap depolaması” adı verilen açık pozisyonlu swap işlemleri de yapılmaya başlanmıştır.

4.1. Swap Finansmanında İkincil Piyasa

Swap işlemlerinin değişik uygulamalara imkan veren esnek yapısı ile hızla gelişen swap piyasasında çalışan önde gelen pazar yapıcı kuruluşlar (özellikle ticari bankalar ve yatırım bankaları), asıl piyasadan başka bir de ikincil piyasa oluşturdular. Son yıllarda gelişen bu piyasa işlem gören swapların tahvil gibi likiditesi yüksek araçlar olacağı düşünülmektedir.

“İkincil piyasada bir swap işlemi sonucu düşük sabit faizli borç temin eden bir şirket bunu bir prim karşılığında bankaya satar. Banka da bunu ya gelir elde etmek için kendisi kullanır (düşük faiz ödediği ve karşılığında yüksek değişken faiz aldığı için) ya da bir kar marjı ile başka bir şirkete satar”(GÜMÜŞELİ, S., 1994, s:70).

İkincil piyasada yapılan üç tür işlemten söz edilebilir:

1. Swap dönüşümü (swap reversal): İşlemdeki riskini devretmek isteyen taraf, aynı endekse bağlı, aynı anaparalı ve ilk swapın kalan vadesi kadar vadeli bir swap işlemi (ters swap) yapar. Örneğin, A şirketi, B şirketi ile 5 yıl vadeli, %10 sabit faiz ödeyip LIBOR alacağı bir swap işleminin tarafı iken 2 yıl sonra swaptan çıkmak ister. Bu durumda A, başka bir taraf, örneğin C ile, aynı anapara miktarı üzerinden LIBOR ödeyip sabit faiz alacağı 3 yıllık yeni bir swap yapmalıdır. Bu durumda A, hem B’ye hem de C’ye karşı borçlu olduğu iki swap işlemi yapmıştır.

2. Swap satılması (swap sale): Swap’tan çıkmak isteyen taraf ilk swap anlaşmasında kendi yükümlülüklerini üstlenecek bir diğer taraf bulur. Bu yukarıda da sözü edilen ikincil piyasa işlemidir. İlk örnekteki A şirketi’nin kalan 3 yıllık vade için %10 sabit faiz ödeyip LIBOR almak isteyecek yeni bir tarafa işlemi satması şeklinde

oluşur. Tabii LIBOR'a karşı ödenecek sabit faiz oranındaki bir değişiklik, satış işlemine, kalan vadede yeni faiz oranı ile yıllık ödemelerin bu günkü değeri olarak yansıyacaktır. Swap satışında önemli bir nokta satışı ilk swap işlemindeki karşı tarafın (örnekteki B şirketi) onaylaması gerekir. Bu onayda, işleme yeni girecek olan tarafın kredi değerliliği dikkate alınacaktır.

3. Swap geri alımı/ iptali (swap buy -back): Swap'ın ilk işlemdeki karşı tarafa geri satılmasıdır. Bu durumda da faiz oranlarındaki değişimlere göre geri satış işleminde tarafların ödemelerinin ilk swap'a göre farklılaşması olasıdır.

Swap işlemlerini organize eden aracılardan aldıkları komisyonlar birincil piyasalardaki rekabet sonucu %0.125'lara düşmüşken ikincil piyasalarda bu oran % 0.5'ye kadar çıkabilmektedir. Bu da ikincil piyasayı araçlar için daha cazip hale getirmektedir.

İkincil piyasanın toplam piyasanın yaklaşık %20'sini oluşturduğu tahmin edilmektedir. Swapın aktif/pasif yönetimi aracı olarak kullanılması, aracı kuruluşların piyasadaki etkinliklerinin artması ve swaplardan ticari kar sağlama isteği, ikincil piyasanın gelişimini yaygınlaştırmıştır.

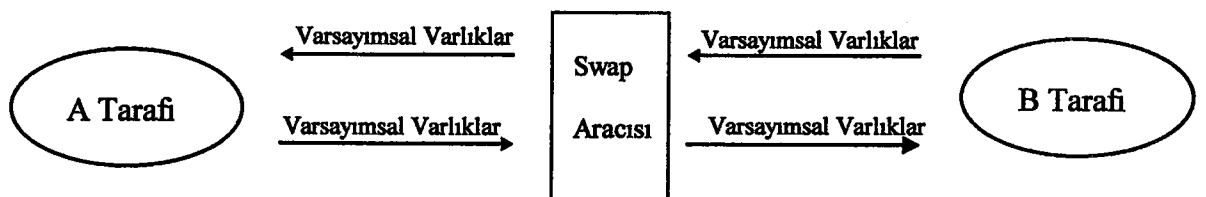
Piyasayı yönlendiren büyük araçlar swapları standart hale getirmeye, spreadi, tutarı ve vadeyi uyumlu hale getirmeye çalışmaktadırlar. Böylece swapların tahvile benzer bir hale gelerek daha likit olması beklenmektedir.

BÖLÜM 5. SWAP'IN YAPISI

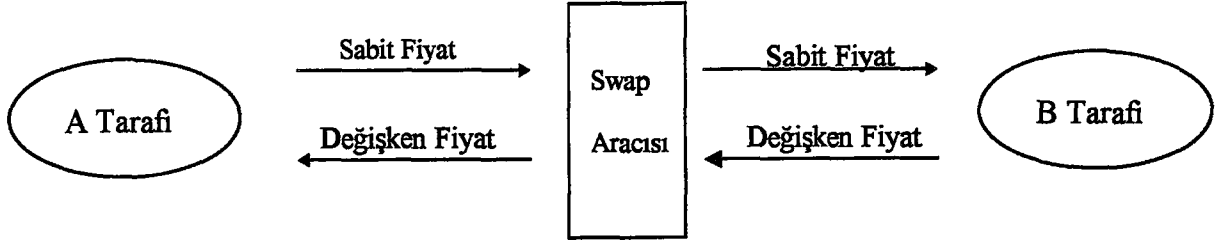
Swap, risk yönetimi, arbitraj, alım-satım, kaynak kullanım maliyetlerini düşürmek ve aktif getiri oranının artırmak amacıyla kullanılan bir araçtır.

Bütün swaplar aynı temel yapı üzerine kurulmuştur. Swap işleminde yer alacak iki taraf belirli tutardaki varlıkların bir veya birden çok kez takas edilmesi için anlaşılır. Swap işleminde yer alan bu asli varlıklar, para piyasalarındaki *actuals* adı verilen fiziki takaslardan ayrılabilsin diye *varsayımsal varlıklar (notionals)* olarak adlandırılırlar. Bir swap işleminde varsayımsal varlıkların bir kez, iki kez ya da bir dizi takası söz konusu olabilir. Hiç varsayımsal varlık takası yer almayan swap işlemleri de olabilir ama genellikle bir swapta başlangıçta varsayımsal varlığın bir kez takası ve swapın sonunda da aynı işlemin tersi yapılır.

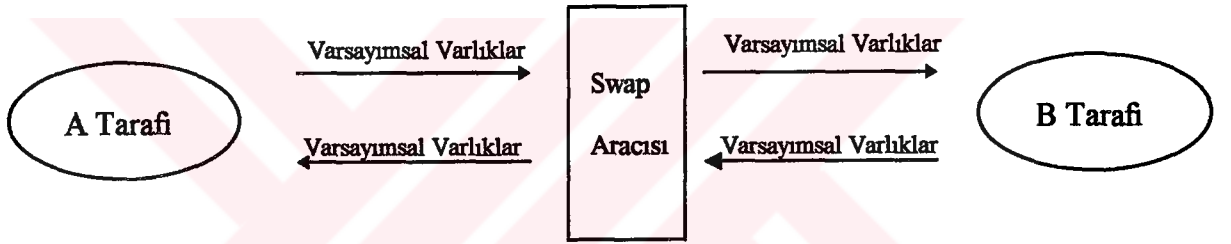
Swap işleminde değiş-tokuş edilen varsayımsal varlıklar aynı olabileceği gibi farklı da olabilir. Değiş-tokuşlar arasında, taraflar asli varlığın kullanımı için birbirlerine ödeme yaparlar. Birinci taraf ikinci tarafın varlığını kullanabilmek için sabit fiyat üzerinden devresel ödemeler yapar. Burada sözü geçen sabit fiyat swap kuponudur. İkinci taraf ise birincinin varlığını kullanmak için piyasa değerlerine göre kararlaştırılan değişken bir fiyat üzerinden devresel ödemeler yapar. Bu temel ya da sade (plain vanilla) swap yapısıdır. Bu basit yapı, çeşitli eklemeler ve düzeltmeler ile farklı son kullanıcıların ihtiyaçlarına uyacak swap türleri haline getirilebilir. Aşağıdaki şekillerde basit bir swap yapısı ve işleyişi görülebilir.



Şekil 5.1. Varsayımsal Varlıkların ilk değiş-tokuşu



Şekil 5.2. Devresel kullanım



Şekil 5.3. Varsayımsal Varlıkların tekrar değiş tokuşu

Swap piyasalarının gelişimi içinde sözü edilen sermaye hareketleri kısıtlamalarına karşı kullanımı yaygınlaşan döviz swaplarının mantığında paralel krediler veya back to back kredilerle benzer bir işleyiş bulunmaktadır.

Paralel krediler merkezleri iki farklı ülkede bulunan iki çok uluslu şirketin birbirlerine kendi merkezlerinin bulunduğu ülkenin para birimi cinsinden belirli bir vadede ödenmek üzere borç vermesi şeklindedir. Faiz oranları ve vade üzerinde baştan anlaşılan şirketler ana parayı da yine başta kararlaştırılmış olan spot kur üzerinden geri öderler. Paralel kredilerde kredi, merkezi başka bir ülkede olan çok uluslu şirketin karşı tarafın ülkesinde olan bağlı şirketine açılır. Back to back kredilerde ise işleyiş aynı olmakla beraber kredi, bağlı şirketler yerine doğrudan diğer çok uluslu şirket adına verilir. Döviz swapında ise bir döviz cinsinden belirlenmiş faiz ve anapara ödemeleri başka bir döviz cinsinden belirlenmiş olan ödemelerle değiş-tokuş edilir.

Ancak, sıkı kambiyo rejimlerinin aşılmasında oldukça kullanışlı olan paralel kredi ve back to back kredi yöntemleri, dökümantasyon işlemlerinin karışıklığı, iki ayrı kredi anlaşması yapma zorunluluğu ve buna bağlı olarak iki ayrı hak ve yükümlülükler dizisinin ortaya çıkması, bilançoya dahil olmaları ile swapın standartlaştırılmış yapısı ve bilanço dışı özelliklerine göre daha az avantajlıdır.

Swap, mali yapısı farklı mali piyasalarda yeralan ve farklı kredi değerliliklerine sahip oldukları için karşıtıkları kredi koşulları da farklı olan firmaların bu farklılıkları swap işlemine taraf olacakların her birinin yararına olacak şekilde kullanabilmeleri için geliştirilen bir yöntemdir.

Swap tekniğinin temelindeki bu farklılıkların en önemlileri şöyle sıralanabilir:

- a) Tarafların farklı finans pazarlarında farklı kredi değerliliğine sahip oluşları,
- b) Değişken faizli fon bulma imkanlarına karşılık sabit faizli fon bulmada karşılaşılan güçlükler,
- c) Belirli döviz fonlarına erişebilme olanakları veya güçlükleri, belirli para cinsinden kaynak bulma olanağına karşılık belirli para cinsinden kaynak bulmada karşılaşılan güçlükler,
- d) Dışsatım ve hizmetlerin belirli döviz cinsinden kaynak sağlamasına karşılık dışalım veya diğer ihtiyaçlar için gereken döviz cinsinin farklı oluşu,
- e) Belirli döviz cinsinden kredi sağlama olanağına karşın farklı bir döviz cinsinden fon edinme gerekliliği (1981’de Dünya Bankası’nın durumu)
- f) Belirli bir piyasada birincil borçlanma için gerekli likiditeye sahip olunmayışı
- g) Belirli bir piyasada uzun süreli borçlanma olanaklarının kısıtlı oluşu, erişilebilir vadelerin kısalığı,
- h) Çeşitli mali piyasalarda kurumsal ve yapısal farklılıkların olması (AKGÜÇ, Ö., 1994, s:690-691).

Swap tekniğinin kullanım nedenlerinin en önemlileri ise;

- Mahalli para piyasalarının yeterli yatırım imkanına sahip olmaması,
- Diğer ülkelerin para piyasalarında yapılan yatırımlardan daha yüksek getiri elde etme fırsatlarının ortaya çıkması,
- Sabit faizle borçlanma imkanları sınırlı olan ülkelerin (özellikle gelişmekte olan ülkeler) ve ratingi (kredi değerliliği) kötü olan şirketlerin, elinde sabit faizli tahviller bulunan kuruluşlarla (örneğin bankalar) swap yaparak borç-faiz yapılarını değiştirmek istemeleri,
- Merkez Bankalarının, yerel bankaların borç/ özkaynak oranları ile varlık ve borçlarının vadeleri arasındaki uyum ile ilgili düzenlemeleridir.

Swap kullanımında temel olarak iki motivasyon etkeninden söz edilebilir. Bu motivasyon etkenlerinin birincisi bazı firmaların normal ticari faaliyetleri sonucu belirli bir faiz ve kur riski ile karşı karşıya kalmaları, ikincisi ise bazı firmaların belirli bir tür finansman sağlama konusunda daha avantajlı olmalarıdır.

Swap işleminin tarafları, farklı finans piyasalarındaki fiyat farklılıklarından yararlanmak, yani arbitraj ve alım-satım yoluyla spekülatif kazanç sağlamak, varlıkların getiri oranlarını yükseltmek, kaynak kullanım maliyetini düşürmek, fon akımlarını yeniden yapılandırıp fon giriş ve çıkışlarındaki uyumsuzluğu azaltmak gibi getirilerden faydalanabilmektedirler. Ayrıca swapın sağladığı diğer avantajlar da şöyle sıralanabilir:

- Dökümantasyon işlemlerinin kolay olması; işlemlerin swift, telefon, teleks gibi araçlarla çabuk sonuçlandırılması,
- Swapın çok karışık nakit akımlarının yönetilmesine olanak verecek esneklikte bir mali araç olması, nakit akışlarının zamanlamasının tam olarak bilinmesine olanak vermesi,
- Bilanço dışı finansman imkanı sağlaması. Bilanço üzerinde doğrudan etkisi olmayıp genellikle kısa hesap notları şeklinde nominal değerleri üzerinden

kaydedilmeleri, böylece bilançoda görünmeyen swap gelirlerinin firma için ek finansman kaynağı sağlaması,

-Swapların, piyasa ve mali araçlar arasında bir bağ oluşturup, piyasa entegrasyonu sağlaması (ERDOĞAN, N., 1993, s:40).

5.1. Swap Piyasası Katılımcıları

Swap piyasasında iş yapanlar genel olarak iki grupta incelenebilir. Bunların ilki swap işleminin son kullanıcıları, yani ekonomik ve mali nedenlerle kur ya da faiz riskini azaltmak için swap işlemi yapanlar; ikincisi de komisyon ücreti almak ya da ticari bir kar elde etmek için swap işlemine giren aracı ya da satıcılardır.

a) Son Kullanıcılar (End Users)

Bugün swap piyasasında son kullanıcılar çok çeşitli kuruluşlardan oluşur. Bunların swap piyasasına girme nedenleri ve sağladıkları faydalar da çeşitlidir. Dünyanın her yerindeki bankalar, özel şirketler, tasarruf sandıkları, sigorta şirketleri, kamu kuruluşları, uluslararası kuruluşlar ve devletler swap piyasasında son kullanıcı olarak yer almaktadırlar.

Swap kullanan başlıca kurum ve kuruluşlar

- a) Dünya Bankası, Asya Kalkınma Bankası, Avrupa Yatırım Bankası, I.F.C. gibi uluslararası resmi kuruluşlar,
- b) Çok uluslu şirketler,
- c) Ticari ve sınai kuruluşlar,
- d) Bankalar (hem aracı olarak hem de kendi fonlarının yönetimi için),
- e) Bireysel yatırımcılar

şeklinde sıralanabilir. Bu sıralamadan da açıkça görüldüğü gibi swap kullanımı oldukça yaygınlaşmış; bireysel yatırımcılara kadar inmiştir.

b) Aracılar(Intermediaries)

Swap piyasasının yeni oluşmaya başladığı dönemlerde aracılardan üstlendiği görev iki swap tarafını bulup bir araya getirmek ve swap sözleşmesini düzenlemektir. Piyasa büyüyüp katılımcı potansiyeli arttıkça büyük ticari bankalar ve yatırım bankaları swapların karşılıklı denkleştirilmesi anlamına gelen aracılık işlerini yapmaya başladılar.

Swap işleminin gerçekleşmesini sağlayan üçüncü şahıslar olan aracılardan iki çeşit olabilir. Eğer aracı swap işleminde sadece vekil gibi davranıyor, işlemle ilgili herhangi bir finansal pozisyon almıyorsa *swap brokeri*; kendi hesabına işlem yaparak swapın tamamlanmasına yardımcı oluyorsa *swap dealeri*'dir.

Swap brokeri ihtiyaçları birbirine uyacak iki tarafın bir araya gelmesini sağlayan bir çeşit bilgi arabulucusudur. Broker, kendi bilgi kaynaklarını potansiyel swap kullanıcılarının en uygun karşı tarafı bulması için kullanır. Swap işleminde taraf olmadığı gibi hiçbir risk de almaz.

Swap dealer'ı ise brokerin yaptığı tüm işlerin yanında swap işleminde üzerine risk almaktadır ve dolayısıyla da işlemin taraflarındandır. Bu dealer'ın spekülör olduğunu göstermez. Dealer'ın risk almasının nedeni swap işlemindeki ilk tarafın işlemi tamamlayabilmesine yardımcı olmaktır. Swap işlemi sonucu swap dealer'ı riskli bir pozisyonda kalabilir. İşleminde dealer rolü oynayan aracı, geçici bir süre için bulunamayan karşı tarafın yerine geçmektedir (KOLB, R. W., 1993, s:144-151).

Döviz ve faiz swaplarının gerçekleştirilebilmesi için karşılıklı ihtiyaçları belirleyip bir araya getiren aracılardan, tarafların swap anlaşmasında yer alan yükümlülüklerini yerine getirmelerine de garantörlük ederler. Aracılık karşılığı alınacak komisyon swapın yapısına, vadesine ve tutarına bağlı olarak değişir. Bu komisyon uygulamada genellikle anaparanın %0.0625'i ya da %0.055'i arasında olmaktadır.

Zamanla gelişen swap piyasasında, aracılardan temel görevi olan ihtiyaçların birebir eşlenmesinden başka açık pozisyonlu swap işlemleri de yaygınlık kazanmıştır. "Swap

depolaması (swap warehousing) adı verilen bu yöntemde swap işlemini kabul eden taraflardan biri, swapın diğer ayağını, ilerde kapatmak üzere bir süre açık bırakmakta, fakat aynı anda bu açık pozisyonu hedge etmek amacıyla tahvil ya da futures piyasalarında telafi edici bir swap buluncaya dek koruma işlemlerine başvurmaktadır” (KIRIM, A., 1990, s:31).



BÖLÜM 6. SWAP ÇEŞİTLERİ

Swap işlemlerinin temelinde gelecekte yapılacak ödemelerin önceden belirlenmiş koşullar çerçevesinde değiş-tokuşu vardır. Takas edilen ödemelerin türüne ve kararlaştırılan koşullara göre çeşitli swap türleri geliştirilebilir.

Faiz ve kurların değişkenliği, tahvil ve döviz piyasalarında vadelerin değişmesi ve opsiyon gibi diğer finansal risk yönetimi araçlarının swap tekniği ile birleştirilerek yeni melez araçların elde edilmesiyle çok farklı ve çeşitli swap yapıları oluşturulmasına olanak sağlanmıştır.

Swaplar temel olarak üç başlık altında incelenebilir:

-Faiz swapları

-Döviz ya da para swapları

-Diğer swaplar (mal swapları, aktif swapları, amortize edilmiş swaplar, değişken anaparalı swaplar, başlangıcı değişebilir swaplar, swap opsiyonları, kokteyl swaplar, geçişli swaplar, para düzeltme swapları...)

6.1. Faiz Swapı

Faiz swapı, iki tarafın belirli bir zaman dönemi için faiz ödemelerini değiştirdikleri bir anlaşmadır. Amaç faiz ödemelerinin yapısını değiştirmektir. Faiz değişimi tarafların üzerinde anlaştığı varsayımsal (notional) bir anapara üzerinden olmaktadır. Anaparalar el değiştirmemekte, ancak üzerinde anlaşılan bu anapara tutarı faiz ödemelerinin hesaplanmasında kullanılmaktadır. Anaparaların ne başlangıçta ne de vade sonunda değiştirilmemesi faiz swapı ile para swapı arasındaki en önemli farklılıktır. Buna bağlı olarak da risk sadece faiz ödemelerini kapsar. Faiz swapının

para swapına göre uluslararası piyasalarda daha çok kullanılması bu gerekçeye bağlanabilir.

Standart bir faiz swapının özellikleri şöyle özetlenebilir:

- i) İki taraf arasında bir anlaşmadır.
- ii) Her iki taraf da diğerine devresel faiz ödemeleri yapmak üzere anlaşma yapar. Bu anlaşma
 - Önceden kararlaştırılmış vadeleri içerir.
 - Varsayımsal bir anapara tutarına dayanır
 - Aynı para cinsinden kararlaştırılır.
- iii) Anapara değişimi olmaz, sadece faiz takası yapılır.

Faiz swapı sayesinde, firmalar aldıkları kredilerin faiz ödeme yapılarını değiştirerek istedikleri biçimde ödeme olanağına kavuşurlar. Bu yöntemle swap işlemindeki tarafların ikisi de kredi maliyetlerini düşürebilir.

Faiz swapı 1980'den sonra ortaya çıkmış ve sözü edilen özellikleri dolayısıyla hızlı bir gelişme göstererek en yaygın swap türü haline gelmiştir.

Tablo 6.1.'de faiz swaplarının vadelerine göre dağılımları görülebilir.

TABLO 6.1: FAİZ SWAPLARININ VADELERE GÖRE DAĞILIMI

Vade	1988 (%)	1989 (%)	1990 (%)
1-3 yıl	46	55	57
3-7 yıl	41	34	33
7 + yıl	13	11	10

Kaynak: ISDA Confidential Market Survey

Faiz swapının değişik türleri vardır. Bunlar:

- a) Sabit Faiz-Değişken Faiz swapı

- b) Değişken Faiz-Değişken Faiz swapı
- c) Vadeden önce son verme hakkı veren (callable-putable) swaplar
- d) Süresi uzatılabilir (extendable) swaplar
- e) Vadeli (forward) swaplar.
- f) Faiz oranının sonradan belirlenmesi hakkı veren (delayed rate setting) swaplar

6.1.1. Sabit Faiz-Değişken Faiz Swapı (Kupon Swap)

Aynı para cinsinden yapılan sabit faiz -değişken faiz swapı en yaygın swap türüdür. Bu tür bir swapın yapılabilmesi için

- i) İki firmanın kredi değerliliğinin farklı olması,
- ii) Bunların birbirlerinden bağımsız olarak borçlanmaları,
- iii) Firmaların birinin borcunun sabit faizli diğerinin değişken faizli olması,
- iv) Söz konusu firmaların, bu borçların gerektirdiği ödemeleri değiş-tokuş etmeleri gerekmektedir (AKGÜÇ, Ö., 1994,s:692).

Yukarda sözü edildiği gibi bu tür faiz swapında da borçlar değil borçların gerektirdiği ödemeler takas edilmektedir. Swap anlaşması varsayımsal bir tutar üzerinden yapılabilir. Swap işlemine konu olan anaparaların eşit ve aynı para cinsinden olması en önemli koşuldur.

Bu tür swapların yapılış nedenleri şöyle sıralanabilir:

- a) Kredi değerliliği yüksek olmayan firmaların uluslararası pazarlarda sabit faizle borçlanma olanaklarının kısıtlı oluşu,
- b) Genellikle az gelişmiş ülkelerde ya da ülke riskinin yüksek olduğu durumlarda sabit faizle borçlanabilme olanağının az oluşu,

- c) Kredi değeri yüksek olan kuruluşların portföylerine esneklik kazandırmak için, belli koşullarda değişken faizli krediyi tercih etmesi,
- d) Bazı piyasalarda uzun vadeli borçlanma olanağının olmayışı veya çok dar oluşu,
- e) Başka ülkelerin mali piyasalarının sağlayabileceği getiriden yararlanma isteği.

Taraflardan kredi değeri düşük olan, değişken faizle borçlanacak ve sabit faizle borçlanma şansı daha çok olan kredi değeri yüksek tarafla bu borçların faizlerini takas edecektir. Sabit faizle borç veren, yani kredi değeri yüksek olan taraf, kredi riskini karşılamak için bir prim ister. Bu prim her iki tarafın da başlangıçta elde ettikleri kredi maliyetinin swap ile daha düşük hale gelmesine engel olmayacak şekilde belirlenir.

Swap işlemine girecek taraflar karşılaştırmalı olarak en fazla maliyet avantajına sahip oldukları piyasalarda borçlanırlar. Daha sonra yaptıkları swap sayesinde kredi değeri düşük olduğu için sabit faizle borçlanamayan firma kendi değişken faizli borcunu sabit faizli hale getirerek bu imkana kavuşurken, kredibilitesi yüksek olan firma da kendi sağladıkları sabit faizli krediyi değişken faizli kredi haline getirerek aktif portföylerine daha ucuza esneklik kazandırmış olurlar.

Değişken faiz, genellikle rastlandığı gibi LIBOR olabileceği gibi, başka bir endeks ya da hazine bonusu faiz oranları da olabilmektedir. Faiz tutarları, karşılaştırılan varsayımsal ana para üzerinden hesaplanır.

Aşağıdaki örnekte iki firmanın farklı kredi değerlilikleri oluşu dolayısıyla swap işleminden sağladıkları fayda görülmektedir.

A firmasının kredi değeri daha yüksek olduğu için sabit faizle kredi bulma maliyeti B firmasına göre daha düşüktür. Aynı sebepten A firmasının değişken faizli kredi bulma maliyeti de daha düşük olacaktır. Ancak konuya iki firmanın karşılaştırmalı üstünlükleri açısından yaklaşırsa, A firmasının sabit faizli kredi alması daha avantajlı olmaktadır. Böylece iki firma da kendi karşılaştırmalı üstünlükleri hangi piyasada ise

oradan kredi alıp daha sonra maliyetlerini düşürmek için kendi aralarında faiz swapı yapar.

A firması sabit faizle %10'dan, değişken faizle LIBOR+0.5'ten borç bulabilmektedir.

B firması ise sabit faizle %12'den, değişken faizle LIBOR+1.5'den borç bulabilmektedir.

Bu durumda A firmasının karşılaştırmalı üstünlüğü, sabit faizle borçlanırsa (%12-%10) %2; değişken faizle borçlanırsa (LIBOR+1.5 -LIBOR+0.5) %1 avantajı olduğu için sabit faizli borç piyasasındadır. Değişken faizli borç piyasasından borçlanan B firmasının ise her iki piyasada da üstün olan A ile swap işlemine girebilmesi için A'ya belirli bir prim ödemesi gerekir.

Bu koşullarda yapılan faiz swapının sonucunda tarafların maliyetleri tablo 6.2'de görülmektedir.

TABLO 6.2:Örnekteki A ve B firmalarının kaynak maliyetleri

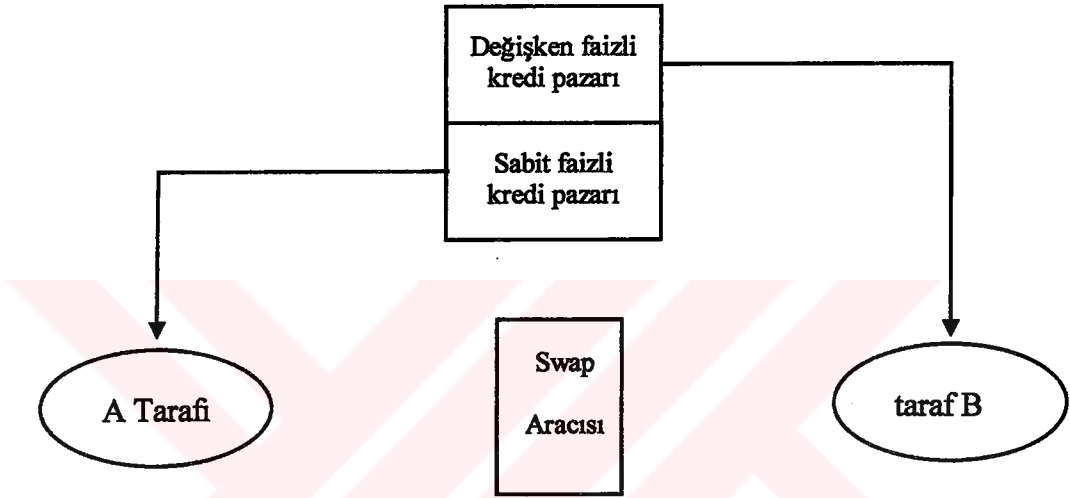
	<i>A Firması</i>	<i>B Firması</i>
Doğrudan Kaynak Sağlama Maliyeti		
A'nın sabit faizli olarak sağladığı kaynak	(%10)*	
B'nin değişken faizli olarak sağladığı kaynak		(LIBOR+1.5)
Swap Ödemeleri		
A'nın B'ye değişken faizli ödemesi	(LIBOR)	LIBOR
B'nin A'ya sabit faizli ödemesi	%10	(%10)
Swap sonucu fon maliyeti	LIBOR	%11.5
Doğrudan kaynak sağlamanın swap ile karşılaştırılabilir maliyeti	LIBOR+0.5	%12
Swap işlemi ile sağlanan maliyet tasarrufu	%0.5	%0.5

*Parantez içine yazılanlar giderleri göstermektedir.

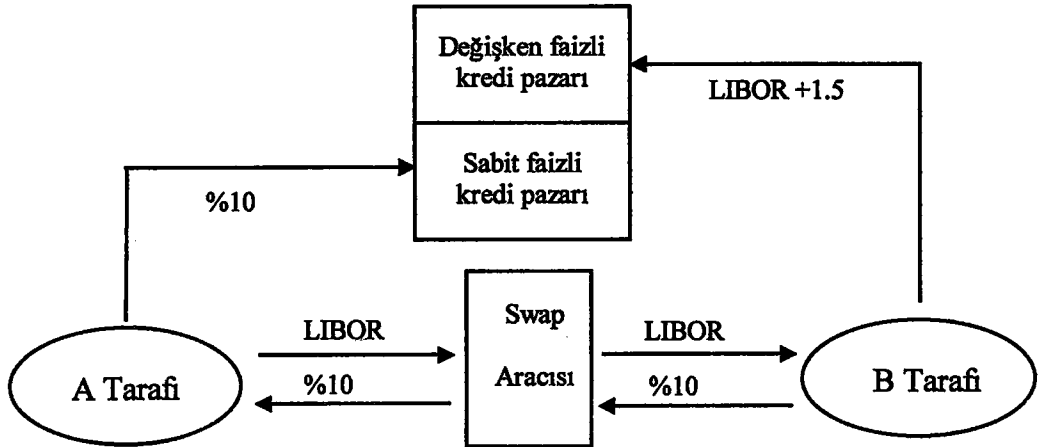
Kaynak: AKGÜÇ, Ö., 1994, s:693-694

Tablo'dan da anlaşıldığı gibi A firması değişken faizle doğrudan borçlansa idi $LIBOR+0.5$ olacak maliyetini , swap sonucu $LIBOR$ 'a; B firması da sabit faizle doğrudan borçlansa %12 olacak maliyetini swap ile %11.5'e indirmiş oldu. Swap sayesinde her iki firma da daha düşük maliyetli fon sağlamış oldu.

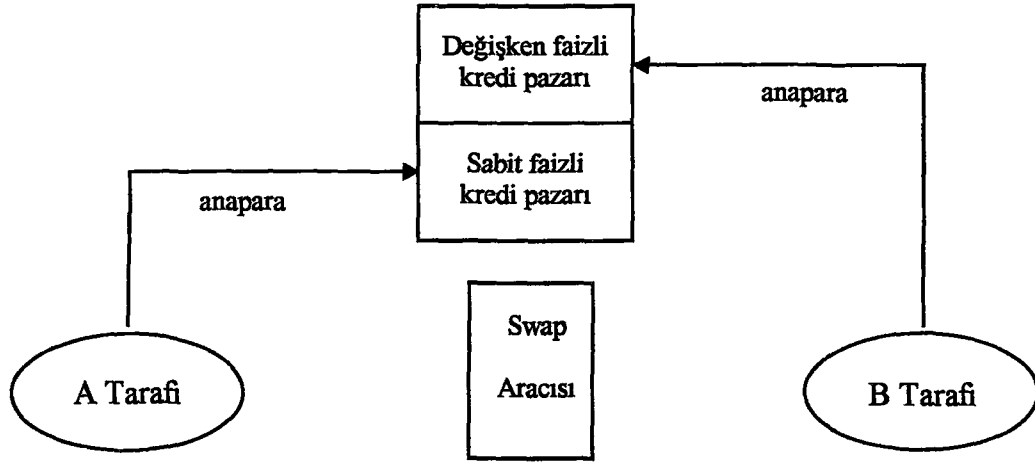
Aşağıda işlemin şekil ile anlatımı görülebilir.



Şekil 6.1. İlk borçlanma işlemi



Şekil 6.2. Faiz ödemelerinin takası



Şekil 6.3. Anaparanın asıl alacaklılara geri ödenmesi

6.1.2. Değişken Faiz -Değişken Faiz Swapı (Baz Swaplar)

Baz swaplar da kupon swaplarla aynı yapıdadır. Ancak tek farkları değiş-tokuş edilen faizlerin iki tarafta da değişken oluşudur.

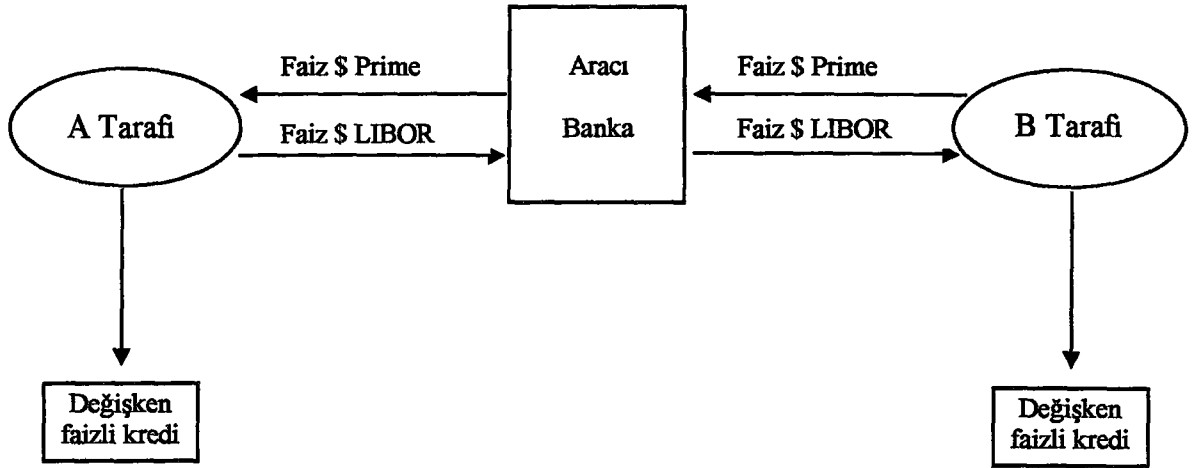
Baz swapların yapılmasında amaç farklı değişken faiz piyasalarındaki farklılıklardan, yani farklı kaynaklar arasındaki spreadden yararlanmak ya da önceden yapılmış bir faiz swapında değişken faiz yükümlülüğünü karşılamaktır. Swapın genel amaçlarından olan kaynak maliyetini düşürmek, arbitraj olanaklarından yararlanmak ve riske karşı korunmak gibi gerekçeler de baz swaplar için geçerliliğini korumaktadır.

Tek döviz cinsi ve iki farklı değişken faiz oranı bulunan baz swaplarda, en çok kullanılan değişken faiz LIBOR ve USD prime rate³ olmakla birlikte ticari senetler veya devlet tahvili faiz oranları temel alınabilir.

Bu tür swapta taraflardan biri diğerine örneğin LIBOR temeline (bazına) göre hesaplanmış olan faiz akışını satıp, yerine prime rate temeline göre hesaplanmış olan faiz akışını alır. Yani takas edilen faizlerin değişkenlik tabanları farklıdır.

Şekil 6.4.'te bir baz swapındaki akış görülmektedir.

³ ABD'de kredi değerliliği en yüksek firmalara uygulanan faiz oranı



Şekil 6.4.: Değişken Faiz -Değişken Faiz Swapı

Kaynak: KIRIM,A., 1990, s:32

Baz swapların bir çeşidi de aynı değişkenlik temeline göre ancak farklı fiyatlandırma dönemlerine dayalı olarak hesaplanan faiz akışlarının deği-tokuşudur. Örneğin bir aylık LIBOR faiz ödemesiyle altı aylık LIBOR faiz ödemesini takas eden firmalar baz swap işlemi yapmıştır. Böyle bir durumda sadece tabanlar değil ödeme sıklıkları da farklıdır. Altı aylık LIBOR alıp bir aylığı veren taraf ancak ardarda beş adet aylık faiz ödemesi yaptıktan sonra karşı tarafın altı aylık net toplam ödemesini alabilecektir. Bu tür bir swap işleminde karşı taraftan kaynaklanan risk, ödeme sıklıklarının aynı olduğu swap işlemlerine göre biraz daha fazladır.

Bundan sonra anlatılacak olan vadeden önce son verme hakkı veren swaplar, süresi uzatılabilen swaplar, vadeli swaplar ve faiz oranının sonradan belirlenmesi hakkı veren swaplar, faiz swapı çeşitleri olduğu kadar ek bir hak içermeleri ile 6.3.9. numaralı bölümde anlatılacak olan swap opsiyonların da çeşitleri olarak görülmelidir. Ancak, sözü edilen mali araçların temelinde faiz swapı işlemi yer aldığı için bu bölümde anlatılması uygun görülmüştür.

6.1.3. Vadeden Önce Son Verme Hakkı Veren (Callable-Putable) Swaplar

Bu tür swapta, ortaklar arasında belirli vadeli bir swap anlaşması yapmakla birlikte swap sözleşmesine vadesinden önce son verme hakkı tanınmıştır.

Swapın callable ya da putable olması sözleşmeye vadeden önce son verme hakkının hangi tarafa tanındığına bağlıdır. Bu hak sabit faizini değişken faizle değiştiren tarafa tanındıysa swap callable, değişken faizini sabit faizle değiştiren diğer tarafa tanındı ise putable olarak adlandırılır.

Swap sözleşmesine vadeden önce son verme hakkı vade içinde herhangi bir tarihte kullanılabilir. Bu hakka sahip olan taraf, sağladığı bu ek avantaj için bir ek prim öder. Bu prim de devresel faiz ödemelerine eklenir.

Callable swap işlemi ile sabit faiz ödeyen taraf, pazar riski gerçekleşip faizler beklenenin altına düşerse uğrayacağı zarardan kurtulmuş olur. Çünkü böyle bir durumda sözleşmeye son vererek ödemesi gereken piyasa oranlarının üstündeki faizi ödemeyecektir. Aynı durum putable swap sözleşmesi yapmış değişken faiz ödeyen taraf için faizler yükseldiğinde söz konusu olacaktır.

6.1.4. Süresi Uzatılabilen Swap

Callable ve putable swaplar gibi yine belirli bir vadesi olan bir swap sözleşmesi yapılmakta ancak bu kez de taraflardan birine süreyi uzatma, vadeyi erteleme hakkı verilmektedir. Bu hakka sahip olan taraf faiz oranlarıyla ilgili beklentisine göre hakkını kullanarak maliyetini düşük tutabilir. Doğal olarak bu ek hakkın sahibi olan taraf buna karşılık prim ödemek durumundadır. Bu tür swaplar ile callable ve putable swaplar aynı amaçlarla kullanılabilirler.

6.1.5. Vadeli (forward) Swaplar

Vadeli faiz swaplarında sözleşmenin uygulanmasına sözleşme yapıldıktan sonraki bir tarihte başlanır. Sözleşme koşulları ise sözleşme yapılırken belirlenir. Bu tür swaplar sayesinde borçlu faiz oranını pazar koşullarının uygun olduğu zamanda belirleme şansına sahip olur. Böylece gelecekteki faiz oranları ile ilgili belirsizlik ortadan kaldırılmış ve faiz oranları sözleşmenin yapıldığı zamandan belirlenmiş olur.

Vadeli swaplar

- Mevcut bir sabit faizli borcun vadesini uzatmak,
- Beklenen veya önceden ödenebilir borçlarda faiz oranını keskinleştirmek,
- Sabit faizli, uzun süreli borçlarda vadeyi kısaltmak,
- Borç portföyünün faiz değişkenliğine karşı duyarlılığını azaltmak, hatta ortadan kaldırmak gibi amaçlarla kullanılabilir (AKGÜÇ,Ö., 1994,s:699).

Vadeli swapların dezavantajı likidite riski yaratmalarıdır. Faiz oranı sabitlenmekte ancak borçlu vadesi geldiğinde borcunu ödeyebilmek için değişken faizle borçlanmak zorunda kalabilir. Bu sırada da değişen şartlar yüzünden firmanın kredi değerliliği düşmüş ya da ucuz değişken faizli kredi bulunabilecek kaynaklar ortadan kalkmış olabilir. Böylece de firmaların maliyetleri yükselebilir. Ancak vadeli swapların alternatif tekniklere üstünlükleri de şöyle sıralanabilir:

- 1) Maliyeti uzun süreli yeniden fonlamadan (refinansman) daha düşüktür.
- 2) Borçluya, faiz oranlarını swap pazarlarının elverişli olduğu dönemde saptama olanağı vermektedir. Fona gereksinme duyulduğu sırada yapılacak bir girişimde ise, bu elverişli arbitraj olanağının ortadan kalkması olasıdır.
- 3) Vadeli swap anlaşmaları bilançoda yer almadığından, bilanço büyüklüğünde şişkinliğe neden olmamaktadır.
- 4) Firmanın cari döneme ilişkin kar-zarar hesabı üzerinde etkisi olmamaktadır.

5) Gerçek borçlanma gereksiniminin değişmesi halinde, vadeli swaplar, değişen koşullara uyum konusunda daha esneklerdir. Vadeli bir swap pazarı olduğu sürece, vadeli swap anlaşmaları likittir, el değiştirebilir.

6) Vadeli swap yaklaşımı borçlunun yeni finansman gereksinimine etki yapmadığı gibi maliyetini de yükseltmez (AKGÜÇ, Ö., 1994, s:699-700).

6.1.6. Faiz Oranlarının Sonradan Belirlenmesi Hakkını Veren Swaplar

Vadeli swaplara benzeyen bu tür, acil finansman gereksinimi olduğu halde finans pazarlarında uygun koşulları bulamayan kuruluşlar için faydalıdır. Swap anlaşmasına hemen giren taraflar, faiz oranını belirli bir süre içinde anlaştıkları formüle göre belirlerler. Bu tür swap da firmaların borçlanma maliyetlerini düşürmektedir.

6.2. Para (Döviz) Swapı

Para swapı farklı paraların gelecekteki nakit akışlarının, birbirine bağlı olarak alım-satımıdır. Faiz ve anapara ödemelerini içerir. Önceden belirlenmiş koşullar ve süreler içinde iki swap ortağı iki farklı birimden belirli miktarlarda parayı takas edip vade sonunda da geri alırlar.

Tipik bir para ya da döviz swapının özellikleri şöyle sıralanabilir;

- i) İki taraf arasında bir anlaşmadır,
- ii) Bir dizi nakit akışının değiş-tokuşunu içerir.
- iii) Nakit akışları farklı para birimleri üzerindendir.
- iv) Hesaplamalar benzer ya da farklı tabanlara göre yapılır.

Para swaplarının faiz swapından en önemli farkı, swapın başlangıcında ve önceden kararlaştırılmış bir tarihte anaparaların önceden kararlaştırılmış kur üzerinden değiş-tokuşunu da içermesidir.

Para swaplarının doğuşu 1970’li yılların katı kambiyo rejimlerinin getirdiği zorlukları aşmak üzere İngiltere’de kullanılmaya başlanan ve beşinci bölümde ayrıntıları anlatılan paralel kredilere dayanır. Daha sonra ortaya çıkan uzun vadeli forward döviz anlaşmaları para swapına gidişte bir aşama olarak sayılabilir. Döviz değişimi gerektirmeyen bu anlaşmalarla firmalar, açık pozisyonlarını kur riskine karşı korumayı hedeflemektedirler. Ödemeler önceden belirlenmiş zamanlarda ya da gelecekte belli bir tarihte yapılabilir. Örneğin, DM borcu olan ancak kur riskini üstlenmek istemeyen bir Amerikan şirketi uzun vadeli forward anlaşma ile bu borcunu Amerika’da yatırım yapmak isteyen bir Alman şirketine verecek ve buna karşılık Alman şirketine dolar ödeyecektir. Böylece her iki şirkette kur risklerini vadeli prim ya da iskonto maliyeti ile karşılamış olacaktırlar.

Paralel krediler ve uzun vadeli forward döviz anlaşmalarında sonra ortaya çıkan para swapının kredilerden ayrıldığı nokta ise iki tarafın karşılıklı yükümlülüklerinin birbirine bağlı oluşudur. “Para swapları vadeli şarta bağlı yükümlülük doğurduğundan, bilanço dışı işlemler arasında yer alırlar” (AKGÜÇ, Ö., 1994, s:701).

Firmalar iki nedenden ötürü para swapı yapmak isterler. Birinci neden firmanın gereksinim duyduğu para cinsinden borçlanma olanağı bulamaması ve başka bir para cinsinden borçlanma şansının olduğu durumda gerçekleşir. Firma, swap işlemi ile istediği para biriminden borçlanmış olur. İkinci durumda ise firmanın gereksinim duyduğu para cinsinden kaynak bulamama sorunu olmasa da başka bir para cinsinden daha düşük faizle borçlanması söz konusu ise ikincisi tercih edilip swap ile alınan kredi istenilen para cinsine çevirilecektir. Böylece firma, kaynak maliyetini azaltma olanağı bulmuş olur. Borçlu, swap sayesinde uluslararası sermaye piyasalarının normal şartlarda kendisine açık olmayan bölümlerine girip farklı kaynaklardan finansman sağlayabilir. Bunların yanında, para swapları, farklı paraların cari faizleri arasındaki farklılıkları sabitleştirmek amacıyla yani kur dalgalanmalarına karşı koruyucu bir teknik olarak da kullanılabilir.

Para swaplarında genellikle şu üç aşamaya rastlanır:

- 1) Başlangıçta, farklı para cinslerinden borçlanmaya gerek duyan iki borçlu, önceden kararlaştırdıkları kur üzerinden (ki bu genellikle spot kurdur) anaparalarını takas ederler.
- 2) Swap sözleşmesine göre, her iki taraf takas ettikleri anaparalar için sözleşme süresince karşılıklı faiz öderler. Yani, faiz ödemeleri değiştirilir. Karşılıklı faiz ödemesi, genellikle, bir aracı tarafından netleştirilerek gerçekleştirilir.
- 3) Sözleşme vadesi dolduğunda iki taraf da anaparaları birbirlerine iade ederler. Bu sırada geçerli kur bilindiği için döviz riskine karşı koruma da sağlanmış olur. Başka bir deyişle, iki taraf da (swaptan önceki) asıl borcunu ödeyecek tam tutarı karşı taraftan elde edecektir.

Para swaplarının vadeleri uluslararası piyasalarda genellikle iki ile on yıl arasında değişmektedir.

Tablo 6.3'de para swaplarının vadelerine göre dağılımları görülebilir.

TABLO 6.3: PARA SWAPLARININ VADELERE GÖRE DAĞILIMI

<i>Vade</i>	<i>1988 (%)</i>	<i>19989 (%)</i>	<i>1990 (%)</i>
1-3 yıl	26	36	43
3-7 yıl	52	47	42
7 + yıl	22	17	15

Kaynak: ISDA Confidential Market Survey

Para Swaplarının üç temel şekli vardır:

1. Sabit faiz -değişken faiz çapraz para (cross-currency) swapı,
2. Sabit faiz - sabit faiz çapraz para swapı,
3. Değişken faiz - değişken faiz çapraz para swapı

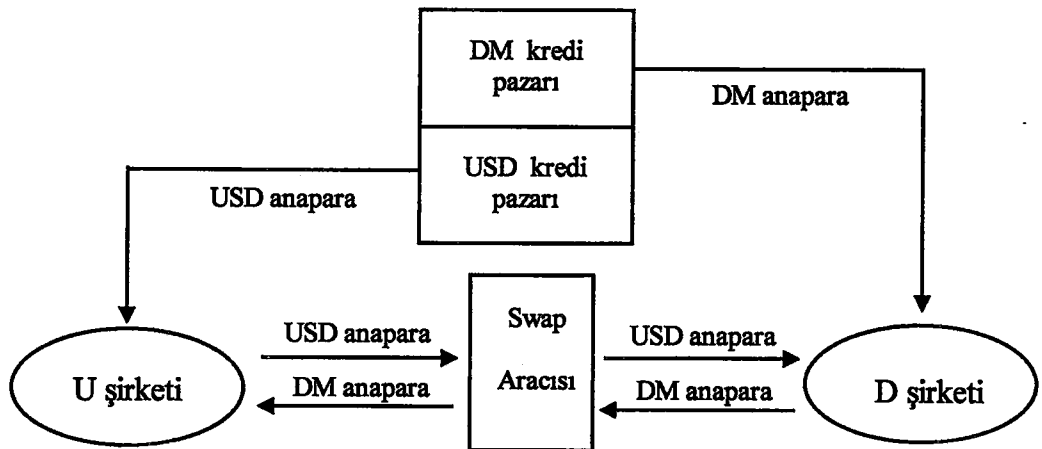
6.2.1. Sabit Faiz - Değişken Faiz Çapraz Para (Döviz Kupon) Swapı

Döviz kupon swapı olarak da adlandırılan bu türde, iki farklı para birimi ve iki farklı çeşit faiz işleme girmektedir. Taraflardan biri belirli bir para cinsinden sağladığı değişken faizli krediyi karşı tarafın başka bir para cinsinden sağladığı sabit faizli borcu ile takas etmektedir. Bu takas işlemine vadedeki anapara ödemeleri de dahildir. Swap anlaşması, vade boyunca faizlerin de karşılıklı olarak ödenmesini içermektedir.

Kimi zaman sadece Çapraz Para Swapı olarak da adlandırılan sabit faiz -değişken faiz çapraz para swapı için şu örnek verilebilir:

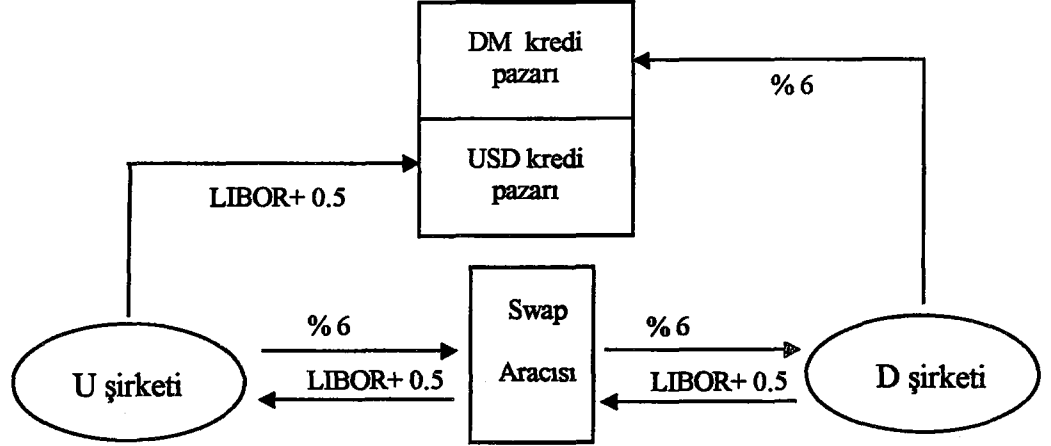
Normal şartlarda bir Alman firmasının, DM'yi bir Amerikan firmasından ve bir Amerikan firmasının da USD'yi bir Alman firmasından daha ucuza satın alması beklenir. Bu mantığın işlediği örneğimizde Alman firması D beş yıl vadeli %6 sabit faizli 180 milyon DM borç bulurken, Amerikan firması U da 180 milyon DM'ye eşdeğer tutarda (USD= 1.80 DM) 100 milyon USD tutarında ve LIBOR+0.5'lik değişken faizli beş yıl vadeli borç bulmuştur. Swap anlaşması yapan şirketlerden D, U'ya 180 milyon DM satarken, U'dan 100 milyon USD satın almaktadır. Taraflardan her biri diğerinin borç servisini üstlenir. Daha önce sözü edilen para swapının üç aşaması bu örnekte şöyle gerçekleşir:

1) İlk borçlanma ve anaparaların değiş-tokuşu



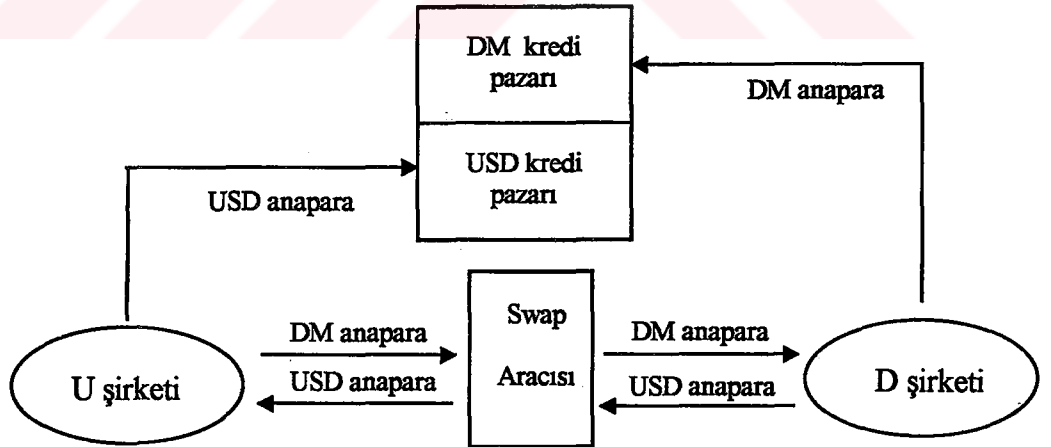
Şekil 6.5.

2) Tarafların değiş-tokuş ettikleri paraların faizlerinin devreler itibarı ile birbirlerine ödenmesi.



şekil 6.6.

3) Vade sonunda anaparalarını birbirlerine iade ederler.



şekil 6.7.

Bu swap işleminde D şirketi, U'nun sabit faizli DM borçlanabilmesi için onun vekili gibi hareket eder. U da, D'nin değişken faizli USD borçlanmasında onun vekili gibi hareket eder. Sonuçta D, sabit faizli DM borcu aldığı halde kaynak olarak değişken faizli USD kullanırken, U için de tam tersi bir durum söz konusudur. Bu rnek

Bu örnekte taraflar birbirlerinin faizlerini tam olarak karşılamaktadır. Ancak bir tarafın diğerine gerçek borç faizinden daha düşük faiz ödediği swap sözleşmeleri de olabilir. Bu durumda iki tarafın kaynak maliyetleri değişecek, az faiz ödeyeninki azalırken diğerinki artacaktır. Ayrıca tarafların devresel ödemelerinin çakışmadığı; örneğin biri yılda bir faiz öderken diğerinin altı ayda bir faiz ödediği örnekler de olabilir.

6.2.2. Sabit Faiz-Sabit Faiz Çapraz Para Swapı

Sabit faiz-sabit faiz çapraz para swapı da değişken faiz-sabit faiz para swapı gibi çalışmaktadır. İki swap türü arasındaki tek fark ikincisinde değiştirilen farklı döviz cinslerinden kredilerin faizlerinin iki swap ortağı için de sabit oluşudur.

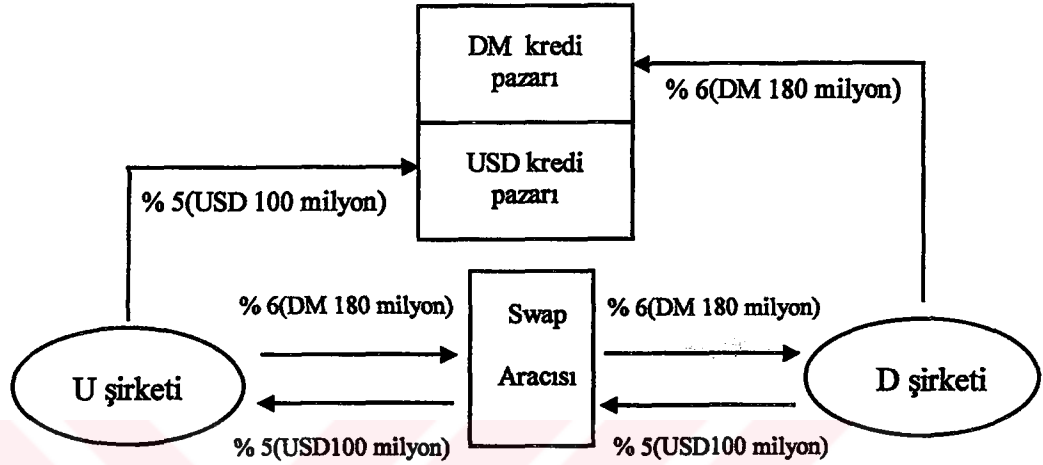
Sabit faizli olarak farklı para birimlerin den borçlanıp bu borçların nakit akımlarını değiştiren taraflar daha ucuza kaynak sağlamak, normal şartlarda girilemeyen finansal pazarlara swap yolu ile girmek, içinde bulunulcan yerel finansal pazarların yetersiz kalması halinde kaynak bulmak gibi avantajlardan yararlanırlar.

“Para swapı yapılırken, (i) swap yolu ile sağlanan fonların maliyetinin, finans pazarlarından borçlanma maliyetinden en azından daha yüksek olmamasına, (ii) karşı tarafın kredi değerliliğinin yüksek, dolayısıyla kredi riskinin düşük olmasına, (iii) kur riski yaratılmamasına özen gösterilmelidir” (AKGÜÇ; Ö., 1994, s:704).

Bu swap türünde, dönemsel faiz ödemeleri de değişken faiz-sabit faiz swapında olduğu gibi değiştirilebilir. Yani tarafların değiştirdikleri anaparaların faizlerini birbirlerine ödemeleri söz konusu olabilir. Bunun yanında, taraflar, devresel olarak karşılıklı faiz ödemeleri yapmayıp, swap vadesi sonunda anaparalarını tekrar değiştirirken farklı para birimlerinin faizleri arasındaki farkı swap kuruna ya da oranına da yansıtabilirler. Belirlenecek swap fiyatının, iki faiz arasındaki farkı yansıtmayı gerekmektedir.

İlk örnekteki U şirketinin LIBOR+%0.5 yerine %5 sabit faizle boçlandığı düşünülürse swap şöyle gerçekleşecektir:

İşlemdaki birinci aşama, yani ilk borçlanma ve anaparaların değiş-tokuşu (şekil 6.5) ve son aşama, yani vade sonunda anaparaların iadesi (şekil 6.7.) aynı olacak ancak aradaki aşama şöyle gerçekleşecektir.



Şekil 6.8. Tarafların değiş-tokuş ettikleri paraların faizlerinin devreler itibarı ile birbirlerine ödenmesi.

6.2.3. Değişken Faiz-Değişken Faiz Çapraz Para Swapı

Bu swap türü de yapı ve işleyiş olarak değişken faiz-sabit faiz ya da sabit faiz-sabit faiz para swapına benzemekle birlikte bu türde ödenen faizler LIBOR, Prime rate gibi bir endekse dayanmakta yani değişken nitelikte olmaktadır.

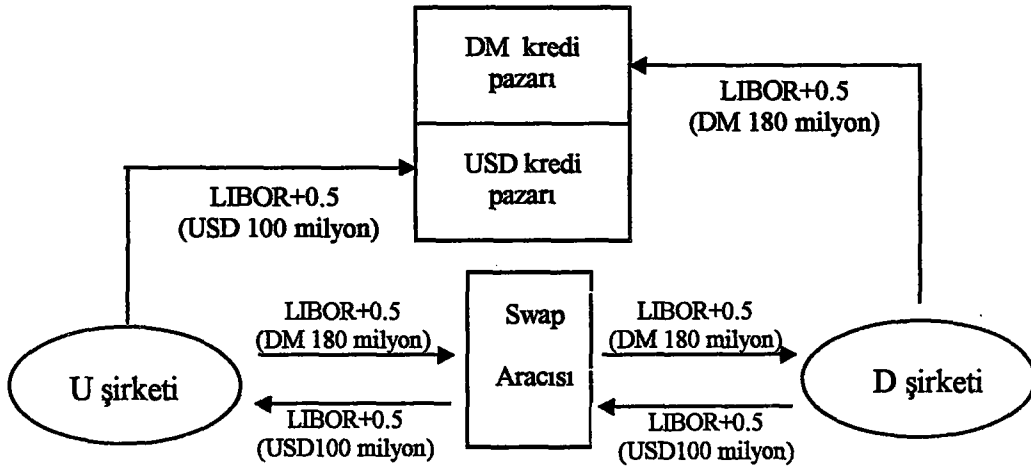
Diğer iki para swapı türü yaygınlaşırken piyasa katılımcıları diğerlerine göre daha küçük olan değişken faiz piyasalarına girmek için bu yöntemi geliştirdiler. Yöntem sayesinde firmalar, değişken faiz piyasalarında karşılaştırmalı borçlanma avantajlarından yararlanırlar. İki tarafta birbirlerinin güçlü oldukları pazardan yararlanarak gereksinim duydukları faiz türü ve para birimi cinsinden fon sağlayabilime olanağı elde eder. Böylece, iki tarafın da kaynak maliyetleri düşer.

Bu tür para swapları, vadesi bitene kadar belirli dönemler için yenilenen (rollover) vadeli döviz anlaşmaları ile aynı amaçla kullanılır. Ancak değişken faiz-değişken faiz swapı yenilenen vadeli döviz sözleşmelerinden daha avantajlıdır. Çünkü yenilenen

vadeli döviz sözleşmesinde her yenileme döneminde döviz alış ve satış kurları arasındaki fark yani spread ile forward ve spot kurlar arasındaki fark ek bir maliyet getirmekte ve net nakit akışlarını etkilemektedir. Oysa swap işlemi taraflara bu farktan etkilenmeme şansı vermektedir. Ayrıca vadeli döviz sözleşmesinin bir tarafı banka ise sözleşme tutarı bankanın firmaya tanıdığı döviz işlem tutarına dahil edilmekte ve firmanın başka işlemlerinde yararlanabileceği kaynağı azaltmaktadır. Swap işleminin ise bu sınırla ilgisi bulunmamaktadır.

Bu tür swaplarda da başta söz edilen para swapının üç aşaması işler. Yani başlangıçta, taraflar farklı döviz cinsleri ve değişken faiz oranlarından borçlandıkları anaparaları değiştirirler. Swap sözleşmesinin vadesi boyunca birbirlerine değiştirdikleri anaparaların devresel değişken faizlerini öderler. Vade sonunda anaparalarını tekrar değiştirirler. İlk örnekteki D şirketi sabit faizle değilde LIBOR+0.5 üzerinden borçlanmışsa her iki tarafın da değişken faiz oranları aynı olduğu için spread ödemedikleri işlem şöyle gerçekleşir:

Bu işlemde de birinci aşama, yani ilk borçlanma ve anaparaların değiş-tokuşu (şekil 6.5) ve son aşama, yani vade sonunda anaparaların iadesi (şekil 6.7.) aynı olacak ancak aradaki aşama şöyle gerçekleşecektir.



Şekil 6.9. Tarafların değiş-tokuş ettikleri paraların faizlerinin devreler itibarı ile birbirlerine ödenmesi.

6.3. Diğer Swap Çeşitleri

6.3.1. Mal Swapı

“Mal ya da emtia swap’ı iki taraf arasındaki belirli miktar ve kalitedeki bir malın sabit ve değişken fiyatlarını belirli bir zaman süresince değiştirmeye yönelik bir anlaşmadır” (ERSAN, İ., 1997,s:180).

Diğer swap çeşitleri gibi tezgah üstü türev ürünlerden olan mal swapı ilk kez 1986 yılında kullanılmakla birlikte 1991 körfez krizi sırasında uluslararası düzeyde önem kazanmıştır. Pek çok mal piyasasında, organize borsalarda kısa vadeli korunma araçları mevcut olduğu halde uzun vadeli korunma araçlarının yokluğu dikkat çekmektedir. Mal swapı piyasaları da uzun dönem mal arzı garantisi sağlamak ve fiyat dalgalanmalarına karşı korunmak amacıyla oluşturulmuştur.

Özellikle beş yıla kadar vadeli petrol sözleşmeleri için kullanılan mal swapının yaygın olduğu diğer alanlar altın, bakır, alüminyum ve nikelidir. Tarımsal ürünler için mal swapı uygulanması da bankaların üzerinde çalıştıkları bir konudur.

Futures (gelecek pazarları) da mal swapları ile benzer şekilde kullanılmaktadır. Ancak bunlar swapa göre daha az esnek oldukları ve dokuz aydan uzun vadeye izin vermedikleri için swap kullanımı daha rahat olmaktadır. ABD’de vadeli piyasaların düzenleyicisi olan Commodity Futures Trading Commission (CFTC) 1990’lı yılların başında mal swaplarındaki kısıtlamaları kaldırdı. Bu durum faizlerde cari oranlarla vadeli oranlar arasında korelasyon kurmanın kıymetli madenlerin cari ve gelecekteki fiyatları arasında korelasyon kurmaktan daha kolay olduğunu ve para piyasalarının oluşumunda zaten mevcut olan bu piyasalardaki risklerden korunma kavramının mal piyasalarında olmadığını düşünen çevrelerce çok olumlu karşılandı. Mal swapları, daha önceleri uygun risk yönetim metodları olmadığı için, uzun vadeli fiyat risklerine karşı korunmayı ilk kez amaçlayan stratejik risk yönetimi faaliyetleri olarak nitelendirilebilir.

Üretici ve kullanıcılara mal borsalarındaki fiyat dalgalanmalarına karşı risk yönetimi olanağı veren mal swaplarının işleyişi ise şöyle olmaktadır: Mal üreticisi düzenleyici

bankaya (arranging bank) birim mal başına bağımsız bir endekse bağlı değişken fiyat ödemeyi kabul eder. Bu fiyat spot pazarda elde edebileceği rakam olabilir. Buna karşılık banka birim başına sabit bir fiyat vermeyi garanti eder. Eğer değişken fiyat (bu, örneğin altı aylık ortalama spot fiyat olabilir) başta üzerinde anlaşılan sabit fiyatı aşarsa üretici bankaya aradaki fark ile satılan birim mal çarpımı kadar borçlanacaktır. Eğer değişken fiyat sabit fiyatın altında kalırsa bu kez banka, aradaki farkı üreticiye ödeyecektir. Bu işlemle üretici, fiyatların beklenenden aşağıya gitmesi durumuna karşı korunmaktadır.

Tüketici için ise işleyiş tam tersidir. Tüketici değişken fiyata karşılık sabit fiyat önermekte, böylece fiyatların yükselmesi durumunda swap anlaşması tarafından, önceden anlaştığı sabit fiyatla sınırlandırıldığı için, korunmaktadır.

Mal swapı sabit faizden değişken faize para swapına çok benzemektedir. Ancak söz konusu para swapındaparanın fiyatındaki dalgalanmalara karşı korunma sağlanırken burada mal fiyatları söz konusudur. “Modelde swap anlaşması gereği malını sabit bir fiyattan bankaya satan üretici karşılığında, üretilip sattığı malın pazar fiyatına bağlı bir endekse dayalı değişken fiyatı ödemeyi kabul etmektedir. Eğer spot pazarda fiyatlar sabit fiyatın üstüne çıkarsa aradaki fark bankaya ödenecektir. Mal üreticisi mal borsalarındaki belirsizliğe karşı kendini güvenceye almış ve bütçeleme faaliyetlerini daha sağlam temellere oturtmuştur. Kuşkusuz ürettiği malın borsalarda talebinin artması ve fiyatının yükselmesi de bir olasılıktır. Bu durumdan yararlanan, riski üstlenen banka olacaktır” (ERSAN, İ., 1997, s:180-181).

Tüketici için ise model ters yönde çalışır. Örneğin bir tüketici ham petrolün varili için düzenleyici bankaya 20 dolarlık sabit fiyat ödeyeceği bir swap anlaşması yaptı. Eğer spot petrol fiyatları daha yüksek (25 dolar) ve bankanın önerdiği endekse dayalı değişken fiyat 22 dolar ise bu durumda tüketici swap anlaşmasından karlı çıkmış olacaktır. Çünkü banka aradaki farkı karşılayacak ve tüketici swap anlaşması yapmasaydı ödeyeceği mal alım maliyetinden daha düşük bir maliyet ile karşılaşmış olacaktır. Ancak spot fiyatlar düşer, 19 dolar olursa swap gereği bankaya sabit fiyat olan 20 dolar ödeme yükümlülüğü olduğundan tüketici düşen fiyatlardan yararlanamayacaktır.

Bankalar finansal risk yönetimi ve swap mekanizmalarını mal piyasalarına uygulamak konusunda giderek daha istekli hale gelmektedir. Paribas, Chemical ve Continental bankaları mal swapı tekniğinin öncüleridir.

Paribas'ın Temmuz 1989'da Meksika Madencilik ve Metalurji Grubu MdC için düzenlediği swap halen yapılmış olan en büyük mal swaplarından biridir. 210 milyon dolarlık bakır ihracatı prefinansmanın bağlandığı swap işleminde MdC asıl borcunu 4 aylık dönemlerde 12 taksitte ve 38 ayda geri ödeyecektir. Bu ödemede üç yıllık LIBOR + %3 sabit faiz oranı esas alınmıştır. Paribas, buna karşılık Societe de Belgique'nin bağlı bir şirketi olan SOGEM ile 38 ay süreyle her ay 4000 ton bakır alması kaydı içeren vadeli bir sözleşme imzalamıştır. İkinci sözleşmede ise LME (London Metal Exchange) fiyatı esas alınmıştır. Ancak bunlara rağmen MdC için bakırın fiyat riski sürmektedir. Böylece işleme bir de swap sözleşmesi eklenerek MdC'nin değişen fiyat riskini sabit bir oranla takas edilmiştir. bakır fiyatları önceden belirlenen düzeyin altına düşerse Paribas MdC'ye farkı ödemeyi garanti etmiştir.

Öte yandan bankalar için mal üreten ve tüketen şirket veya hükümetler diğer müşterilerden biraz daha farklıdır. Mal finansmanı için uzmanlık gerekmektedir; pazarlama, yapılandırma ve kredibilite alanlarında yeterliliğe ihtiyaç duyulmaktadır. Ayrıca işlemlerin maliyetini önemli oranda etkilemeyecek kadar risk üstlenme ve devretme kapasitesi de mal finansmanı yapabilmenin önşartlarındandır.

6.3.2. Aktif-Varlık Swapı

Aktif swapları bir aktifi halihazırda var olan faiz yapısından başka bir faiz yapısına dönüştürmek için kullanılan bir araçtır. Genellikle yükümlülüklerin faiz türünü değiştirir. Ancak aktifleri değiştirmek amacıyla da kullanılmaktadır. Sentetik swap olarak da adlandırılan bu tür swaplar bir aktif ile bir swapı birleştirerek aktifin yapısını değiştirme olanağı vermektedir. Bu yöntemle örneğin bir firma sabit getirili bir yatırımını elindeki varlıkları elden çıkarmadan değişken getiriliye dönüştürebilir. Aşağıdaki örnekte aktif swapının nasıl çalıştığı daha açık olarak görülmektedir.

A Şirketi LIBOR+%0.25 faiz ödemeli USD 10 milyon'luk bir değişken faizli tahvil almış, ancak kendi tahvil alacaklılarına yıllık %8 sabit faiz yükümlülüğü vardır.

Şirketin borç servisini karşılayabilmesi için değişken faiz gelirin sabit baza çevirilmesi istenmektedir. Şirket başvurduğu aracı bankadan altı aylık LIBOR'a karşılık yıllık %8.5'luk fiyat alıp swap işlemine girer. Böylece swap işlemi sonucunda A şirketi %8.5 ve LIBOR+% 0.25 lük gelire karşılık LIBOR ve %8 lik giderin sahibidir. Şirketin swap işleminden net kazancı ise

$$(LIBOR + \% 0.25) + \%8.5 - \%8 - LIBOR = \%0.75$$

kadar olmaktadır.

Aktif swaplarının bazı türevleri gelişmekte olan ülkelerin borç sorunları ile ilgili olarak kullanılmaktadır. Bu türevlerin bazıları:

-Borç- Özsermaye Swapı

-Kredi Swapı

-Borç- Doğa Swapı

-Burs Karşılığı Borç Swapı

-Tahvil Karşılığı Borç Swapı'dır.

Aktif swapının ilginç bir örneği "Meksika Borç Planı"dır. Plan gelişmekte olan ülke borçlarının menkul değerlere bağlanmasının (securitization) tipik bir örneğidir. Buna göre Meksika'nın dış borçlarının bir kısmı iskonto edilerek, ülkenin çıkaracağı anapara ödemeleri ABD hükümetince garanti edilmiş 20 yıl vadeli Dalgalı Faiz Tahvil ile değiştirilecektir. Özetle Meksika'nın borcu önce iskonto edilecek sonra da 20 yıl vadeli tahvil ile swap edilecektir.

Ancak bu plan Meksika'nın ekonomik durumuna duyulan güvensizliğin etkisiyle başarılı olamamış; uluslararası bankalar anaparadan başka faiz garantisi de talep etmişlerdir.

Gelişmekte olan ülke borçlarına dayalı türevsel pazarlar hızla gelişmektedir. Brezilya, Meksika, Arjantin, Venezüella, Polonya... vb ülkelerin tahvilleri bu pazarda işlem görmektedir (ERSAN, İ., 1997, s:177-179).

6.3.3. Dönüşümlü Swaplar

Geçişli ya da halka swap adıyla da bilinen bu swaplar herhangi bir sabit faizli para piyasasını bankalararası USD piyasasına bağlamaktadır. İşlemde sabit faizli belirli miktarda bir para, LIBOR'a dayalı değişken faizli USD ile değiştirilir. Bu tür swapların amacı pazarı geniş olmayan para birimleri arasında da swap yapılabilmesi olanağı sağlamaktır. Örneğin Hollanda Florini (HFL) ile Kanada Doları (CAD) arasında para swapı yapılmak istendiğinde, öncelikle sabit faizli HFL ile değişken faizli USD arasında, sonra da değiştirilmiş olan değişken faizli USD ile CAD arasında swap işlemi yapılabilir. Burada HFL ile CAD arasında swap yapmak isteyen ilk firmanın, karşı tarafı yani CAD ile HFL swapı yapmak isteyen bir firmayı bulması kolay olmayabilirdi. Ancak iki taraf için de karşı taraf yerine değişken faizli USD konulunca, yani USD ortak paydası kullanılınca, istenen asıl işlemin gerçekleşmesi daha kolay olmuştur.

Bu tür swap para ve faiz swaplarının bir tür birleşimi olarak da görülebilir. Çünkü sabit faizli bir paradan alınan kredi işlem sonunda başka bir para birimine dönüştürülmektedir.

6.3.4. Birleşik Geçişli Swaplar

Sentetik Halka Swaplar olarak da adlandırılan bu tür swaplar, temelde sabit faiz ödemeli swaplar ile vadeli döviz sözleşmelerinin birleştirilmesi ile yaratılmıştır. Bu tür swap yapılmasının amacı vadeli döviz, faiz swapı ve dönüşümlü swap pazarlarında aynı anda bulunan farklılıklardan yararlanmaktır. Bu türde de taraflardan birinin sabit faizli kredisi ile diğerinin LIBOR bazında değişken faizli kredisi değiştirilir. Hem faiz hem de para swaplarının sonuçlarını sağlayan bu tür swaplar melez swaplardır.

6.3.5. İki Para Swapları (Dual Currency Swaps)

Uluslararası finans piyasalarında anaparası ve faiz kuponları farklı para cinslerinden olan tahviller mevcuttur. Bu durumda tahvili çıkaran kurum, kaynak girişi ve faiz ödemeleri farklı para birimlerinden olduğu için kur riski ile karşılaşır. Bu riski azalmak için de faiz ödemelerini tahvildeki anaparanın cinsine çevirecek bir swap işlemi yapılır. Swap işlemi sayesinde, anapara, örneğin, USD cinsinden ise çift paralı borçlanma sabit faizli USD borcuna dönüştürülmüş olur.

6.3.6. Para Düzeltme Swapları (Currency Unwind Swaps)

Döviz kurları ve faiz oranlarında gerçekleşen dalgalanmalara göre daha önceden yapılmış olan swapların ikinci bir işlemle tersinin yapılması şeklinde işleyen para düzeltme swaplarının amacı kur ve faiz oranlarındaki değişkenlikten kar sağlamaktır. Genellikle değişik para birimleri üzerinden borçlanan firmaların kullandığı bir araçtır. Bu tür swaplar, kur değişimleri ile ilgili doğru beklentiler geliştirilebilirse boç yükünü önemli ölçüde hafifletebilirler. Örneğin, Bir ABD şirketinin DM 100 milyon borçlandığını ve $USD/DM=1.80$ iken USD borç ile swap yaptığı bir durumda şirketin başlangıçtaki anapara borcu yaklaşık USD 55.556.000.- dir. Piyasadaki gelişmeler sonucu USD/DM oranı 1.60'a düşer ve şirket de ikinci bir swap işlemi ile USD cinsinden olan yükümlülüğünü tekrar DM'ye çevirirse yükümlülüğü DM 88.888.000.'e inecektir. Böylelikle başlangıçta DM 100 milyon tutarında boçlanmış olan şirketin düzeltme swapından sonra borcu yaklaşık DM 11.112.000.- kadar azalmış olmaktadır.

Para düzeltme swapları, borç yükünü azaltmak amacıyla kullanılabileceği gibi döviz bileşimlerini değiştirerek risk yönetimi amacıyla da kullanılabilir.

Bu tür swapların kullanım amacına uygun olarak işleyebilmesi için geleceğe yönelik beklentilerin çok sağlıklı olması gerekmektedir.

6.3.7. Amorti Edilen Swaplar

Bu tür swaplarda, faiz swaplarındaki varsayımsal tutar ya da para swaplarındaki anapara tutarı vade boyunca önceden belirlenmiş tarihlerde ve belirlenmiş tutarlarda periyodik olarak azaltılır. Borcun vadesi örneğin altı yıl ise, her altı ayda bir kalan anapara %10'u kadar azaltılır. Amorti edilen swap işleminde belirli bir süre geri ödemesiz (grace period) olarak tanınabilir. Örnekte ilk iki yıl için herhangi bir anapara ödemesi talep edilmemesi ve kalan dört yılda anaparanın periyodik olarak azaltılması söz konusu olabilir.

6.3.8. Değişken Anaparalı (Roller Coaster) Swaplar

Bu tür swaplarda, amortize edilen swapların tersine anapara sürekli azalmak yerine belirli tarihlerde ve belirli miktarlarda artar veya azalır. Değişken anaparalı swaplar, genellikle proje finansmanı amaçlı olarak kullanılırlar.

6.3.9. Kokteyl Swaplar

“Kokteyl swaplar, ikiden fazla tarafın katılımı ile para ve faiz swaplarının birleşiminden oluşmaktadır” (AKGÜÇ, Ö., 1994, s:709). Birkaç değişik swap türünün birleştirilmesi şeklinde ortaya çıkmışlardır.

6.3.10. Swap Opsiyonları (Swaptions)

Swap opsiyonu gelecekte bir swap sözleşmesine girme ya da bu tür bir sözleşmeyi iptal hakkı tanıyan bir yöntemdir. Bu yöntemde swap ortakları vade, uygulama koşulları ve swapın teknik özellikleri konusunda anlaşır, ancak taraflardan birine ek bir

hak tanınır. Bu hakkı elinde tutan taraf diğerine önceden saptanmış belirli bir prim öder.

Fonlama ihtiyacının ya da zamanının belirsiz olduğu dönemlerde kullanılır. 1990'lı yıllarda Yen ve DM pazarlarında ortaya çıkan canlılık, likidite artışına yol açmış ve swap opsiyon piyasasının gelişmesinde rol oynamıştır. Yeni futures kontratlarının gelişimi, borsalarda işlem gören opsiyonların artan likiditesi ve faiz swap piyasasının gelişimi bankaların yeni yapısal ürün bileşimleri arayışlarını desteklemiştir.

Swap opsiyonu faiz swapına sabit faiz ödeyen ya da sabit faiz elde eden taraf olarak girme hakkı verir⁴. Yani opsiyonu satınalan, faizlerde meydana gelebilecek hareket beklentisine göre önceden belirlenmiş bir sabit faizi ödeme ya da elde etme hakkını elinde tutmakta ve faiz beklentilerinin gerçekleşip gerçekleşmemesine göre opsiyonu kullanmaktadır

“Amerika ve Avrupa tipi swap opsiyonları vardır. Avrupa tipi olanlar daha çok işlem görmektedir.

Tipik bir swap opsiyonunun opsiyon dönemi USD 50-100 milyon itibari değerli, vadesi üç ila on yılda dolan bir swapta bir yılın altındadır” (ERSAN, İ.,1997s:189).

Faiz swaplarına ayrılan bölümde (bölüm 6.1.) anlatılan faiz opsiyon swaplarından başka para swapları ile ilgili olarak da para opsiyon swapı olarak adlandırılan ürünler geliştirilmiştir. Bu tür swaplarda, bankalar, firmalara 6 ay ile 1 yıl arasında para swapının tutarını değiştirme hakkı tanımaktadır. Hakkı elinde tutan, spot kur kendisi için en uygun düzeye gelinceye kadar bekleyip sonra da swap tutarını artırabilir. İşlemde, artırılan anapara yeni kurdan hesaplanır ve yeni anapara tutarına swap anlaşması yapıldığı zamanki faiz oranı uygulanır. Faiz oranında ise bir değişiklik olmamaktadır.

⁴.Sabit faiz ödeme hakkı veren swap opsiyon çeşidine “payer swaption”, sabit faiz elde etme hakkı veren çeşidine de “receiver swaption” adı verilir.

BÖLÜM 7. SWAP VE RİSK OLGUSU

Swap pazarının hızlı gelişimi ile risk olgusu da ortaya çıkmıştır. Kendisi bir risk yönetim aracı olan swap özü itibarı ile yeni riskler doğurmaktadır.

Para piyasalarındaki ve döviz piyasalarındaki riskler birbirinden farklıdır. Ancak bu risklerin tümü fon yönetimi açısından önemlidir. İşlemlerin karlılığı ve kabul edilebilir riskin kontrolü bu risklerin değerlendirilmesi ile sağlanır. Bu risklerin en önemlileri kredi riski, oran ya da pazar riski ve likidite riskidir.

Swap işlemlerinden doğan risklerden ilki kredi riskidir ki bu sözleşmedeki tarafların yükümlülüklerini yerine getirmemesi anlamına gelir.

Kredi riski, muhatabın yükümlülüklerini yerine getirmemesi olasılığı ile ortaya çıkan belirsizliktir. Muhattap, sözleşme vadesinden önce iflas veya başka bir nedenle ödeme güçlüğü içine düşerse kredi riski gerçekleşir.

Para piyasalarında yer alan iki taraftan fonları ödünç alan açısından herhangi bir kredi riski söz konusu olmazken fonları plase eden yani borç veren taraf sürekli olarak kredi riski ile karşı karşıyadır. Faiz oranı ne olursa olsun borç verilen fonlar geri alınamadığı takdirde plasmanı yapan taraf zarara uğrayacaktır.

Döviz piyasalarında ise kredi riski, ödeme güçlüğüne ne zaman ortaya çıktığına bağlı olarak farklı etkiler yaratabilir. Bu durum anlaşmanın valör tarihinden önce ortaya çıkarsa riskin gerçekleşmesi ile doğacak etkileri azaltmak için önlemler alınabilir. Valör tarihinde borcun ödenemediği durumda ise plasmanı yapan taraf açık pozisyona düşüp borç faizi ödemek zorunda kalabilir.

Piyasalarda karşılaşılan ikinci risk türü olan oran riski döviz piyasalarında, kurlardaki beklenmeyen dalgalanmalar nedeniyle nakit akış pozisyonlarında uyumsuzlukların ortaya çıkması şeklinde tanımlanabilir. Oran riskinin gerçekleşmesi ile kambiyo zararı ortaya çıkar. Oran riskinin diğer türü olan faiz oranı riski ise yatırımlarının fiyatlarının

ya da yeniden yatırım oranlarının değişmesi ile yatırımdan beklenen getirinin başlangıçta beklenen getiriden farklı olması olarak tanımlanabilir.

Swap işlemlerinde de oran riski söz konusudur. Faiz swapında oran riskinin açılımı, faizlerin bekleyişlere ters yönde gelişme göstermesi; yükseleceği beklenirken düşmesi ya da düşeceği beklenirken yükselmesidir. Örneğin kupon swap işlemi yapılmışsa, faizlerin yükselmesi durumunda sabit faizli ödemeyi değişken faizli ödeme ile takas eden taraf kayba uğrar. Faizler düşerse tam tersi olur ve değişken faizli ödemesini sabit faizli ile değiştiren taraf zarar eder.

Faiz swapında kredi riski, garantörlük rolünü üstlendiği için, aracı kurumun üstündedir. Oran riskini belirlemek içinse çeşitli faiz ve kur senaryolarıyla Swap yenileme maliyeti belirlenmelidir (YILDIZ, R., 1988, s:30). Ayrıca yine pazar riskini hafifletmek ve süre ile ilgili esneklik sağlamak için swap işlemleri ile faiz opsiyonlarının birleştirilerek daha önce sözü edilen swap opsiyonları tekniği geliştirilmiştir.

Döviz ve para piyasalarında karşılaşılan üçüncü risk türü olan likidite riski ise nakit giriş ve çıkışlarının eşit olmamasından doğar. Likidite riski de kur riski ile paraleldir. Para piyasalarında bu risk fon ihtiyacının ortaya çıkışı ile fon elde etme süreleri arasındaki uyumsuzluktan doğarken; döviz piyasalarında istenilen para cinsinden fon bulamama olasılığı ile belirir. Bu açıklamalar ışığında swap işlemlerinin, tam da sözü edilen istenilen para cinsinden fon bulamama ya da ihtiyaç duyulduğu sırada değil farklı bir dönemde fon girişi olması durumlarında faydalanılabilecek bir araç olduğu söylenebilir. Uygun bir döviz swapı işlemi ile sözü edilen durumların ikisinden de kurtulmak mümkün olacaktır.

BÖLÜM 8. TÜRKİYE'DE SWAP PİYASASI VE UYGULAMALARI

1980'li yıllarda başlayan dışa açılma eğilimi ve bunun getirdiği düzenlemeler ile birlikte Türkiye'deki finans sektörü de yeni finansal tekniklerle, türevsel ürünlerle tanışmıştır. İlk kullanılmaya başlanan türevsel ürün vadeli döviz (forward) olmuş, futures ve options gibi daha gelişmiş risk yönetim teknikleri önce Tahtakale ve Kapalıçarşı'da uygulanmaya başlanmış, 1989'da Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar'dan sonra döviz alım-satımı ve yurt dışına transferi gibi konulara getirilen serbestlik ve Türk Lirası'nın konvertibilitesi için gerekli yasal düzenlemelerin yapılması ile bankalar da bu tekniklere daha çok ilgi göstermeye başlamışlardır. Çünkü serbestleşme ile birlikte finansal risk sorunu ciddiyet kazanmış, özellikle yabancı bankalar fon yönetiminde yeni risk yönetim araçları sayesinde başarılarını artırmışlardır.

Swap, uluslararası finans piyasalarında yaygın olarak kullanılmasına rağmen Türkiye'de pek tanınmayan bir yöntem olarak kalmıştır. Ülkemizde döviz swapı, Merkez Bankası'nın bazı dış işlemlerinde ve çoğunlukla da bankaların kendi nakit akımlarının yönetimleri için kullanılan bir yöntem olarak kalırken faiz swapı hemen hemen hiç kullanım alanı bulamamıştır.

“Türkiye, Uluslararası Sermaye Pazarı Kurulları Örgütü'ne (IOSCO) bağlı ‘Türev Piyasalar Çalışma Grubu’ tarafından 1993 yılında 45 ülkeyi kapsayan bir araştırmada türevsel pazarların olmadığı, ancak bu yönde çabaların ve çalışmaların olduğu gelişmekte olan ülkeler grubunda yer almıştır” (ERSAN, İ.,1997, s. 198). Bu çalışmada Türkiye ile aynı grupta yer alan ülkelerden bazıları Bermuda, Tayvan, Hindistan, G. Kore, Nijerya, Paraguay, Peru, Polonya, Venezüella olarak sayılabilir. Arjantin, Brezilya, Endonezya, Filipinler, G. Afrika, İsrail, Kolombiya, Macaristan, Meksika, Singapur, Şili ve Tayland ise türev piyasaların mevcut olduğu gelişmekte olan ülkeler olarak belirlenmiştir. Bu örnekler arasında Brezilya vadeli işlem uygulamalarında en uzun geçmişe, en önemli başarıya sahip olandır. Ülkedeki yüksek

enflasyon ortamının riske karşı korunma gereksinimini ön plana çıkarması türev pazarların gelişiminde etkili olmuştur.

Swap yönteminin Türkiye’de nasıl uygulandığını ve neden yaygınlaşmadığını anlamak için öncelikle finans piyasalarının yapısı ve yasal düzenlemeleri incelemek gerekir.

8.1. Türkiye’de Finans Piyasaları’nın Gelişimi

Türkiye’de finans piyasalarından söz edilirken iki alan sözkonusudur:

-Bankalararası para piyasası

-Döviz ve efektif piyasaları

2 Nisan 1986’da Merkez Bankası öncülüğünde kurulan Bankalararası Para Piyasası (İnterbank Piyasası) kaynakların daha verimli kullanılması ve bankalararası rezerv hareketlerini teşvik amacıyla kurulmuştur. Bu piyasada faiz oranları serbestce belirlenir, bankalar birbirlerini tanımadan işlem yapabilir. Bu piyasada oluşan fiyatlar bankaların günlük olarak uygulayacakları kurları belirlemede önem taşımaktadır.

Döviz piyasaları ise ulusal paraların birbirine dönüştürülmesi ile ilgili tüm alım ve satımları kapsar (Bankapital, 1998, s.4). Döviz piyasalarında bankalar ve finans kurumları işlem yapar. Döviz işlemleri dünya çapındaki bankalararası piyasada yapılır. Döviz piyasalarında cari (spot) ve vadeli (forward) işlem yapılır.

8.2. Yasal Düzenlemeler

İlk kez 29 Aralık 1983'te yayımlanan 28 sayılı karar ile ülkemizde bankaların T.C. Merkez Bankası'nın belirlediği esaslar dahilinde vadeli döviz alım-satımı yapabileceklerine ilişkin bir düzenleme yapılmıştır. Böylece forward işlemlerine başlanmıştır. Ancak swap işleminin bir ayağını da oluşturan vadeli döviz alım satımı işlemleri TL'nin yabancı paralar karşısındaki sürekli değer kaybı nedeniyle çok fazla ilgi görmemiş, bu yüzden de ülkemizde müşteri-banka arasındaki swap işlemleri çok fazla uygulama alanı bulamamıştır. 27 Eylül 1985'de yayımlanan bir Merkez Bankası genelgesi ile izin verilen bankalararası vadeli döviz alım-satımlarının, vadesi en az onbeş gün en çok üç ay olmak üzere Türkiye'de yerleşik kişilerle 3000 ABD Dolarına kadar serbestçe yapılabileceği belirtilmiştir.

“İlk defa T.C. Merkez Bankası 16 Temmuz 1985 tarihinde bir kararla kendisi ile ticari bankalar arasında swap işlemlerini başlatmıştır. Swap en fazla altı ay vadeli ve Merkez Bankası alış kuru üzerinden yapılabilir. Swap işleminde döviz için uluslararası para pazarlarındaki faiz oranı temel alınır. TL faizi Merkez Bankası'nca belirlenir” (GÜMÜŞELİ, S., s.100).

Merkez Bankası'nın bu karardaki amacının bankaların ellerindeki döviz satmadan, yani pozisyonlarını değiştirmeden TL bulabilmelerini sağlamak olduğu düşünülebilir.

Faiz ve döviz swaplarının ülkemizdeki uygulamasında ortaya çıkan önemli bir sorunda vergilendirme ile ilgilidir. “Özellikle ticari ve sınai şirketlerin swap ödemelerinin açık olmadığı durumlarda vergisel açıdan düzenleme çok güç olmaktadır” (TUNCEL, K., 1994, s. 309). Bankalar içinse swap işlemleri bilanço dışı işlemler olduğu için periyodik olarak Merkez Bankası'na bildirilmeleri zorunluluğu vardır.

Para swapında değiş-tokuş edilen paralar arasındaki faiz farkı vadedeki (forward) kura yansıtılır ve bunun dışında herhangi bir faiz ödemesi olmaz. Bu durumda alış-satış'tan doğan karlar bankaya bir vergi yükü getirmemektedir. Banka dışı kuruluşlar ise para swapından ortaya çıkan kar ya da zararı kur farkı olarak gösterip Kurumlar Vergisi matrahına eklemek durumundadırlar. Ağustos 1994'ten itibaren döviz/ döviz çapraz

para swapları %0.1 oranındaki Kambiyo Gider Vergisi'ne tabi tutulmazken TL/ döviz çapraz para swaplarındaki döviz satış işleminde bu vergi uygulanmaktadır. Uzun vadeli para swaplarında da aynı uygulama geçerli olmakla beraber TL/ döviz swapında munzam karşılık⁵ ve disponibilite⁶ yükümlülüğü de ortaya çıkmaktadır.

8.3. Türkiye'de Swap Uygulamaları

Swap ve forward işlemleri tamamen tarafların ihtiyaçlarına göre düzenlendiği için sadece futures borsalarında alınıp satılabilen *futureslardan* ve *optionslardan* daha çok kullanılan risk yönetim teknikleridir. Ancak vadeli döviz alım-satım işlemleri (forwardlar), risk yönetimi amaçlı olduğu kadar spekülasyon amaçlı olarak da daha rahat kullanılabilirdiği için swap işlemlerinden daha yaygın olarak kullanılmaktadır. Son yıllarda özellikle ülkemizde bankalar ve yurtdışı finans kuruluşları arasında kısa vadeli ve yabancı para cinsinden gerçekleştirilen swap işlemlerinde Türk Bankaları'nın aracı rolünden çok son kullanıcı rolü oynadığı gözlemlenebilir. Diğer bir anlatımla, Türk Bankaları swap yöntemini daha çok kendi nakit akımlarını düzenlemek ve kendi kur riskleri yönetmek için kullanmaktadır. Ülkemizde döviz kuru ve faiz riskine karşı korunma tekniklerinin kullanım alanının finansal kuruluşlarla sınırlı olduğunu söylemek pek hatalı olmaz. Pek çok sektörde borçlanma ve nakit akımı yönetiminde oldukça faydalı olabilecek swap tekniği yeterince tanınmadığı için kullanılamamaktadır. Konuyla ilgili görüşlerine başvurduğumuz bankaların hazine ve fon yönetimi yetkilileri müşteriler için swap yapmamalarının nedenini bu yönde bir talep gelmemesine bağlamaktadırlar.

⁵ **Munzam Karşılık:** Bankaların topladıkları mevduata karşılık T.C. Merkez Bankası nezdinde açılacak özel bir bloke hesapta nakden bulundurmak zorunda oldukları değer.

⁶ **Disponibilite:** Bankaların tüm taahhütlerine karşılık T.C. Merkez Bankası nezdinde bulundurmakla yükümlü oldukları, karşılığı Devlet İç Borçlanma Senedi ve kısmen nakit olarak tutulan değer.

8.3.1. Para (Döviz) Swapı'nın Türkiye'de Uygulaması

Para swapı, T.C. Merkez Bankası ve bankalar arasında ya da bankaları kendi aralarında kısa vadeli olarak kullanılırken, uzun vadeli olarak kullanımı bilgi yetersizliği, ülkemizin ekonomik ve politik riski ve yasal düzenlemelerdeki eksiklikler nedeniyle yaygınlaşmamıştır.

1985 yılında T.C. Merkez Bankası kendisi ile ticari bankalar arasında swap anlaşmalarına izin verince bankalar yurtdışından aldıkları kredileri TL.'ye çevirebilmek için swap uygulamaya başlamışlardır.

Örneğin T. Kalkınma Bankası 1989 yılında Japonya'da gerçekleştirdiği tahvil ihracı ile on yıllık olarak borçlandığı 10 milyar Japon Yeni'ni TL.'ye çevirmek için T.C. Merkez Bankası ile on yıl vadeli bir swap anlaşması yapmıştır. Bu anlaşmaya göre anaparalar el değiştirmemekte, sadece vade dönemlerinde anapara tutarı ve belirlenen faiz oranı üzerinden karşılıklı faiz değiş-tokuşu yapılmaktadır.

Para Swapı'nın diğer türevsel ürünlerle birlikte başarıyla kullanıldığı en önemli uygulama 1991 yılında Ankara Belediyesi ve T.C. Merkez Bankası arasındaki swap işlemidir. Bu, aynı zamanda Türkiye'de kuruluşlar ile bankalar arasında gerçekleşen ilk uzun vadeli swap anlaşmasıdır.

Ankara Büyükşehir Belediyesi Mayıs 1991'de metro inşaatının finansmanı için Tokyo Sermaye Pazarında **8.5 milyar Japon Yeni** tutarında, 5 yıl vadeli ve yıllık %8.4 kupon faizli tahvil ihraç etmiştir. Bu dönemde, uluslararası piyasalarda faiz yüksek olduğu halde Japon Yeni en ucuza sağlanabilecek para birimlerinden biri durmundaydı. Öte yandan Türkiye'de bu para birimi için en yüksek getiri yıllık %7 iken, finans kurumlarınca USD ve DM için daha yüksek getiri olanakları sağlamaktaydı. Ankara Büyükşehir Belediyesi tahvil satışı ile sağladığı bu krediyi döviz kuru ve faiz oranlarındaki dalgalanmaya karşı korumak ve döviz pozisyonunu açmadan daha yüksek getirili diğer para birimlerinden faydalanmak amacıyla bu olanakları sağlayan

swap tekniğine yönelmiştir. Aynı tarihlerde Belediye'nin DM 150 milyon tutarında bir geri ödemesi olması ile de dolar swapı en uygun yöntem olarak ortaya çıkmıştır.

Swap işlemi için Mitsui Taiyo Kobe Bank, Barclays de Zoete Wedd Ltd. ve Banque Indosues'den teklif alınmış ve 20 Haziran 1991'de Mitsui Taiyo Kobe Bank ile aşağıda teknik koşulları gösterilen swap işlemi yapılmıştır:

Swap başlangıç tarihi : 3 Temmuz 1991

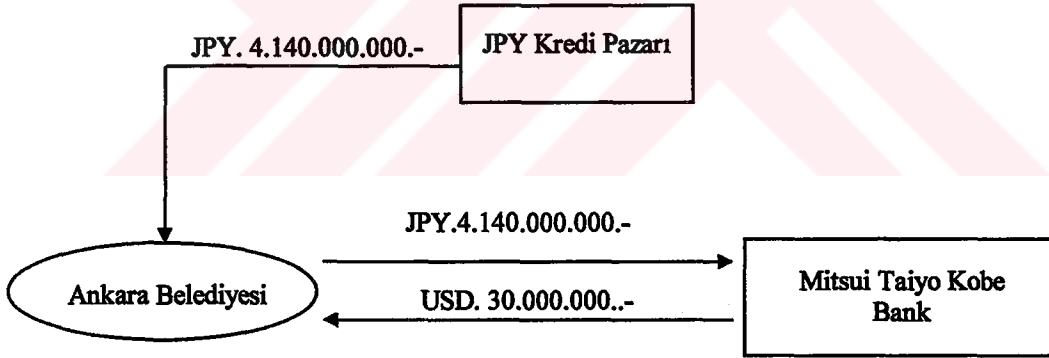
Vade sonu : 5 Haziran 1996

JPY tutarı : 4.140.000.000.-

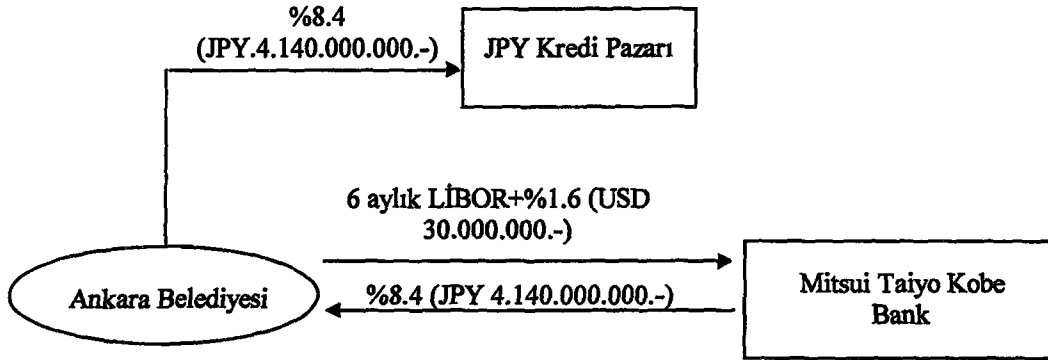
USD tutarı : 30.000.000.- (USD=138 JPY)

JPY faizi : yıllık %8.4

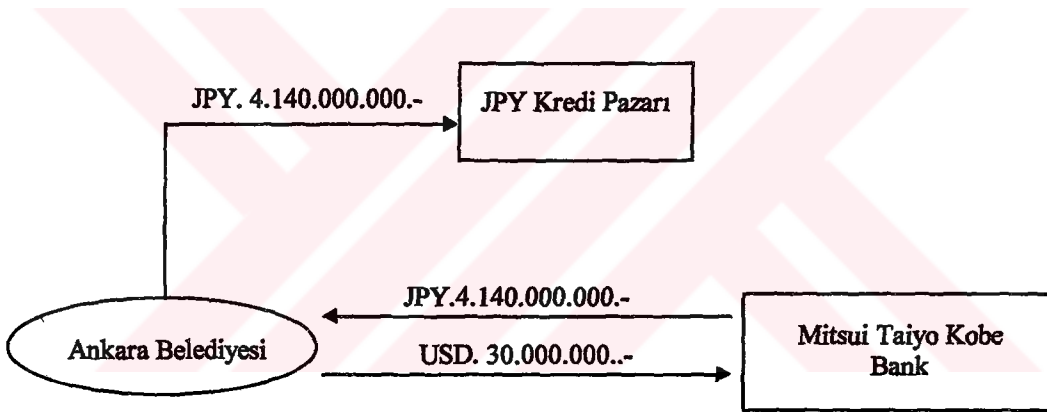
USD faizi : 6 aylık LIBOR+%1.6



Şekil 8.1. Swap işleminin 3 Temmuz 1991 tarihli ilk aşaması



Şekil 8.2. Devre faizlerinin ödenmesi



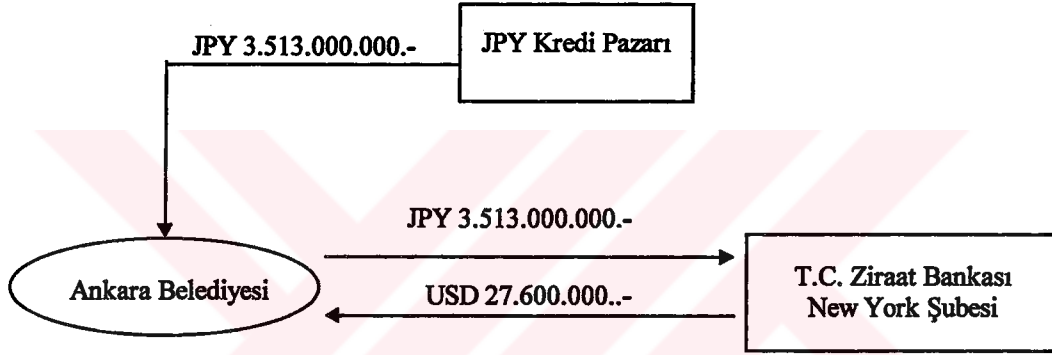
Şekil 8.3. Swap işleminin 5 Haziran 1996 tarihli son aşaması

Belediye, ayrıca değişken faiz riskini sınırlamak için bir Faiz Tavan Anlaşması (CAP)⁷ da yapmış, bu anlaşma ile 6 aylık LIBOR'u %8.5 ile sınırlayarak kendini korumuştur. Riskini bu şekilde sınırlamanın karşılığında ise 5 yıl için %15'lik pirim karşılığı USD 945.000.-peşin olarak ödemiştir.

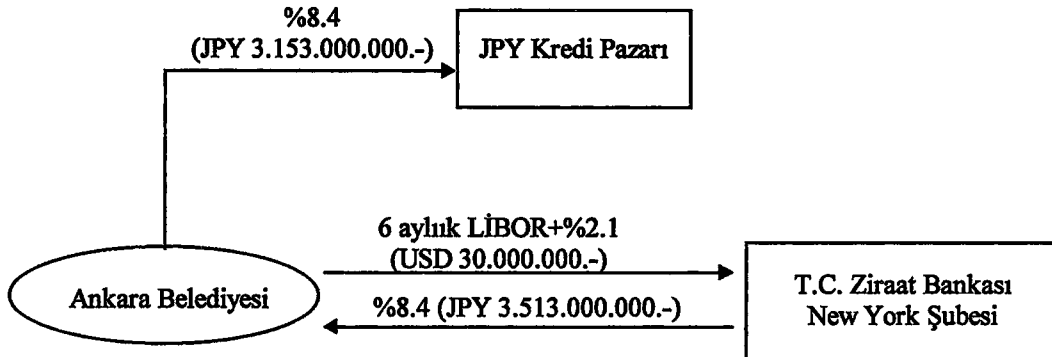
Sağlanan kredinin hedge edilmeden kalan kısmının JPY 3.513.000.000.-'lük tutarı için de T.C. Ziraat Bankası New York Şubesi ile ikinci bir swap işlemine girilmiştir. Bu ikinci swap işleminin de teknik koşulları aşağıda gösterildiği gibidir.

⁷ **Faiz Tavan Anlaşması:** Belirli bir süre için borçlunun değişken faizli bir borcuna bir üst faiz sınırı getiren anlaşmadır.

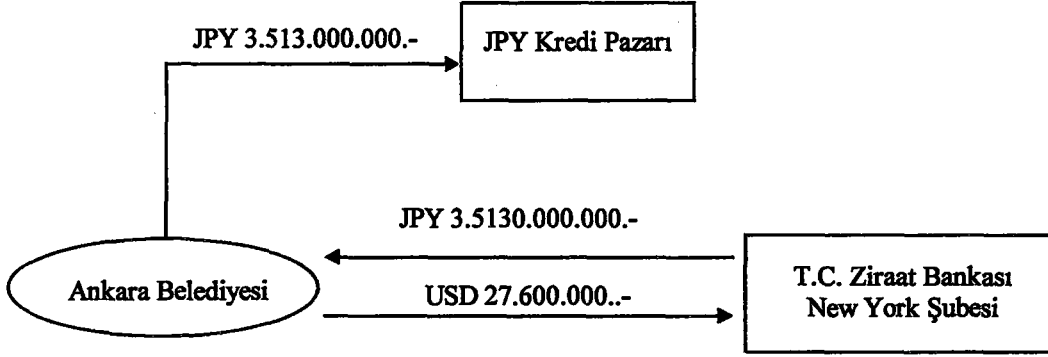
Swap başlangıç tarihi : 20 Ağustos 1991
 Vade sonu : 5 Haziran 1996
 JPY tutarı : 3.513.000.000.-
 USD tutarı : 27.600.000.-
 JPY faizi : yıllık %8.4
 USD faizi : 6 aylık LIBOR+%2.1



Şekil 8.4. İkinci Swap işleminin 20 Ağustos tarihli ilk aşaması



Şekil 8.5. Devre faizlerinin ödenmesi



Şekil 8.6. Swap işleminin 5 Haziran 1996 tarihli son aşaması

Belediye, yine LIBOR riskini sınırlamak üzere 6 aylık LIBOR'u en fazla %8.5 olarak belirleyen bir Faiz Tavan Anlaşması (CAP) daha yaparak USD 640.000.- tutarındaki 5 yıllık CAP pirimini peşin olarak ödemiştir.

Böylece Ankara Büyükşehir Belediyesi JPY kur riskini tamamen USD riskine dönüştürmüş, sonraki yıllarda Japon Yeni'nin USD karşısında değer kazandığı görülmüş ve swap işleminin faydası daha iyi anlaşılmıştır. Ayrıca swap'ın yapıldığı 1 Temmuz 1991'de LIBOR %6.2 iken %7.8 (6.2+1.6) olan toplam maliyet 1993 yılında LIBOR'un %3.25'e inmesi ile %4.85 (3.25+1.6) 'e düşmüş, bu süre içinde swap sayesinde faiz oranından da %2.95'lik bir kazanç sağlanmıştır.

Yukarıdaki örneklerde Mitsui Taiyo Kobe Bank ve T.C. Ziraat Bankası New York Şubesi'nin swap işleminin aracısı olması beklenirken bankalar Bölüm 5.1.de anlatıldığı gibi swap dealerı rolü oynamakta, üzerlerine risk almakta ve işlemin tarafı olmaktadır.

Ankara Belediyesi Hazine Birimi Kasım 1992'ye kadar DM ve JPY ile USD arasında dört swap işlemi daha yapmış ancak 1994'te gelen yeni yönetimin swap işlemlerini çözdürmesi ile anapara ve faiz ödemelerinde tekrar Japon Yeni'ne dönmüştür. "Japon Yeni'nin uluslararası borsalardaki olası seyri dikkate alındığında bu Ankara Belediyesi'nin vade bitiminde fonlama maliyetinin yaklaşık yüzde 50 kadar artması demektir. Bu da yaklaşık olarak 90 milyon dolarlık bir zarar oluşturmaktadır" (ERSAN, İ.,1997,s.205).

Bu örnekte swap'ın yüksek faizle borçlanabilen Türk Banka ve diğer kuruluşlarının faiz riskinden korunabilmeleri için çok uygun bir risk yönetim aracı olduğu görülmektedir.

Bir başka örnek de 18 Şubat 1992 Türk Eximbank'ın Japonya'dan sağladığı JPY 10.000.000.000.- tutarındaki krediyi 10 yıl vadeli USD değişken faiz-değişken faiz çapraz para swapı yapmasıdır.

Bunların dışında Türk Bankaları'nın müşterilerine yaptıkları para swapları da az sayıda da olsa mevcuttur. Bu işlemlerin Türkiye'deki müşterileri genellikle ithalat/ ihracat yapan üretim sektöründeki firmalardır. Yapılan görüşmelerde üretim sektöründe faaliyet gösterip hedging amaçlı olarak swap işlemi yapanların swap müşterilerinin yaklaşık %50'si olduğu, kalan %20'ye yakın bir oranını hizmet sektöründen gelen firmaların oluşturduğu ve %30' yaklaşan bir oranın da swap işlemini spekülasyon amaçlı olarak yapan çeşitli sektörlerden gerçek ya da tüzel kişiler olduğu öğrenilmiştir. Spekülasyon amaçlı swap müşterilerinin yurt dışındaki oranının toplam içinde %15 civarında olduğu ve yukarıda sözü edilen swap'ı hedging amaçlı kullanan üretim sektöründen müşterilerin de zaman içinde spekülasyona kaydığı verilen bilgiler arasındadır. Üretim sektöründe faaliyet gösterip hedging amaçlı swap yapan müşteriler arasında daha çok USD-DM swapı yapan tekstil ve bakır sektörü, USD-Japon Yeni swapı yapan otomotiv sektörü ve USD-İsviçre Frangı swapı yapan ilaç sektöründen gelenler önemli yer tutmaktadır. Bu durum sözü edilen sektörlerdeki girdilerin ve satışların farklı döviz cinsinden olması ile açıklanmaktadır. EK A'da bir Türk Bankası'nın swap işlemleri ile ilgili olarak yayınladığı genelge görülmektedir.

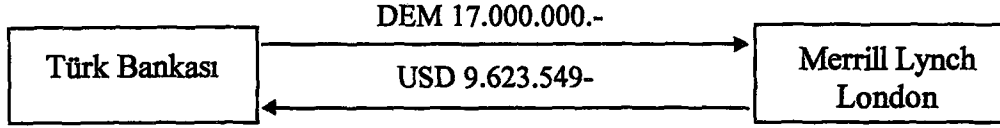
Görüşülen Bankaların Hazine Bölümlerinin yetkilileri swap işleminin aslında normal şartlarda vadesi sadece iki gün olan dövizli işlemleri daha uzun vadelere taşımanın en kolay yolu olduğunu ancak çok uzun vadeli işlemlerin temelde iki sebepten ötürü uygulama alanı bulamadığını belirtmişlerdir. Birinci sebep spot ve forward işlemler için Türk Bankaları'na yabancı brokerları⁸ nezdinde sınırlı limitleri (lineleri) olması ve bu limitlerin açılışında miktar ve vade gibi kriterlerin dikkate alınması olarak açıklanırken ikinci sebep de yine bu brokerların ülke riski nedeniyle Türk Bankaları için bir yıl gibi vadeleri çok uzun bularak kabul etmemeleri olarak belirtilmiştir. Türk

⁸ Aracı yabancı banka yerine kullanılmıştır.

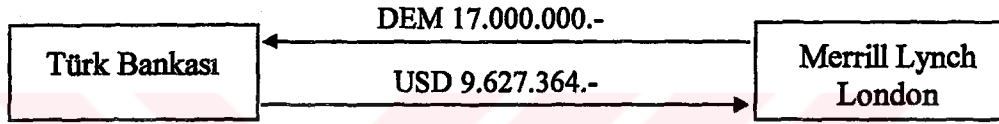
Bankaları da, yabancı bir broker'a devredemediğinde risk kendi üzerinde kalacağından uzun vadeli swap işlemi yapmak istememektedirler. Teorik olarak swap'ın üçüncü ayağının bir başka müşteri olması ile yukarıda sözü edilen brokardan kaynaklanan sorunların çözülmesi olası görünürken gerçek yaşamda ihtiyaçları birbirini tam karşılayacak müşteri bulmak Türk Bankaları için oldukça zor olduğundan bu tarz bir işlemin de hiç yapılmadığı belirtilmiştir. Türk Bankaları uygulamada, üzerlerine aldıkları riski birebir olarak ikinci müşteriye devretmek yerine başka bankalar ya da diğer müşterilerle yaptıkları işlemlere yansıtmakta, yani *swap dealeri* rolü oynamaktadırlar ve yapılan işlem de genellikle her biri farklı tarafla gerçekleşen iki işlemden oluşan iki taraflı (engineered) swap işlemidir.

Banka yetkililerinin verdiği bir diğer bilgiye göre mevcut swap müşterilerinin hemen hemen hiç biri bankaya swap yapma talebi ile gelmemekte, bu talep sadece çok büyük şirket ya da holdinglerin finansman yöneticilerinden çok ender olarak gelebilmektedir. Müşteriler, genellikle bilançolarında kambiyo zararları ile karşılaşmış bunun yönetiminde güçlük çekince bankaya ne yapabileceklerini danışmakta ve bu yolla swap işlemiyle tanışmış olmaktadır. Durum böyle olunca Hazine Birimi içinde bir pazarlama birimini ayrıca bulundurmayan ve bu yüzden de müşteri ile Hazine Birimi'nin doğrudan ilişki kuramadığı çoğu küçük ve orta ölçekli Türk Bankaları'nın müşterileri swap işleminden habersiz kalmaktadır.

Ancak ülkemizdeki hemen hemen tüm bankaların swap işleminden yararlandığı bir alan kendi nakit akışlarının yönetimidir. Bir gün, bir hafta gibi çok kısa vadeli olarak döviz pozisyonunu değiştirmeksizin yabancı bir banka ile yapılan bu tür swap işlemleri de aynı mantıkla çalışmaktadır. Örneğin 7 Ağustos 1998 tarihinde bir Türk Bankası, Merrill Lynch London ile yaptığı bir işlemde bir hafta vade ile DEM 17.000.000.- alıp, karşılığında USD 9.623.549.- satmıştır. 14 Ağustos 1998'de işlemin vadesi geldiğinde ise aynı banka DEM 17.000.000.-'u, karşılığında USD 9.627.364.- vermek suretiyle geri almış; bu sırada da karşı bankaya iki döviz cinsinin faiz farklarına göre hesaplanan bir swap point ödemiştir (EK B'de söz konusu örneğin; EK C'de başka bir banka tarafından yapılan benzer örneklerin işlem fişleri görülmektedir). Örnekteki işlem aşağıda şekilde gösterilmektedir.



Şekil 8.7. Swap işleminin 7 Ağustos 1998 tarihli ilk aşaması



Şekil 8.8. Swap işleminin 14 Ağustos tarihli son aşaması

Türk Bankaları swap'tan dolayı konularda da yararlanmaktadırlar. Örneğin Bankapital T.A.Ş. Hazine Birimi'nce yapılan bir forward işlemde İtalya'dan yoğun olarak ithalat yapan bir müşteri, bilançosunda ilerki vadelerde üzerinde taşıdığı kur ve devalüasyon riskini hedge etmek istemiştir. Bu amaçla forward ITL/TL alış yapmak isteyen müşteri için forward fiyat hesaplanması swap yoluyla yapılmıştır.

28 Ocak 1998'de tarihi için hesaplanacak ITL/TL banka satış forward fiyatının hesaplama yöntemi şöyledir: USD/TL devalüasyonunun ITL/TL ile aynı oranda olması yüzünden önce USD/TL satış fiyatı hesaplanmış ve bu fiyat spot ITL/USD satış paritesinden ilgili vadeye kadar olan swap oranı düşülerek forward ITL/USD paritesinin bulunmasında kullanılmıştır. Son aşamada da $(USD/TL) / (ITL/USD)$ oranlaması yapılarak ITL/TL forward fiyatı bulunmuştur. İşlemden aşağıdaki formüller kullanılmıştır:

$$\text{Forward} = \text{Spot} + \text{Swap Point}$$

$$\text{Swap point} = \left[\frac{(1 + R1 * GS / 36000)}{(1 + (R2 * GS / 36000))} - 1 \right] * \text{PARİTE}$$

R1= değişken kurun(faizi yüksek olan kur) faiz oranı

R2=sabit kurun (faizi düşük olan kur) faiz oranı

GS=gün sayısı

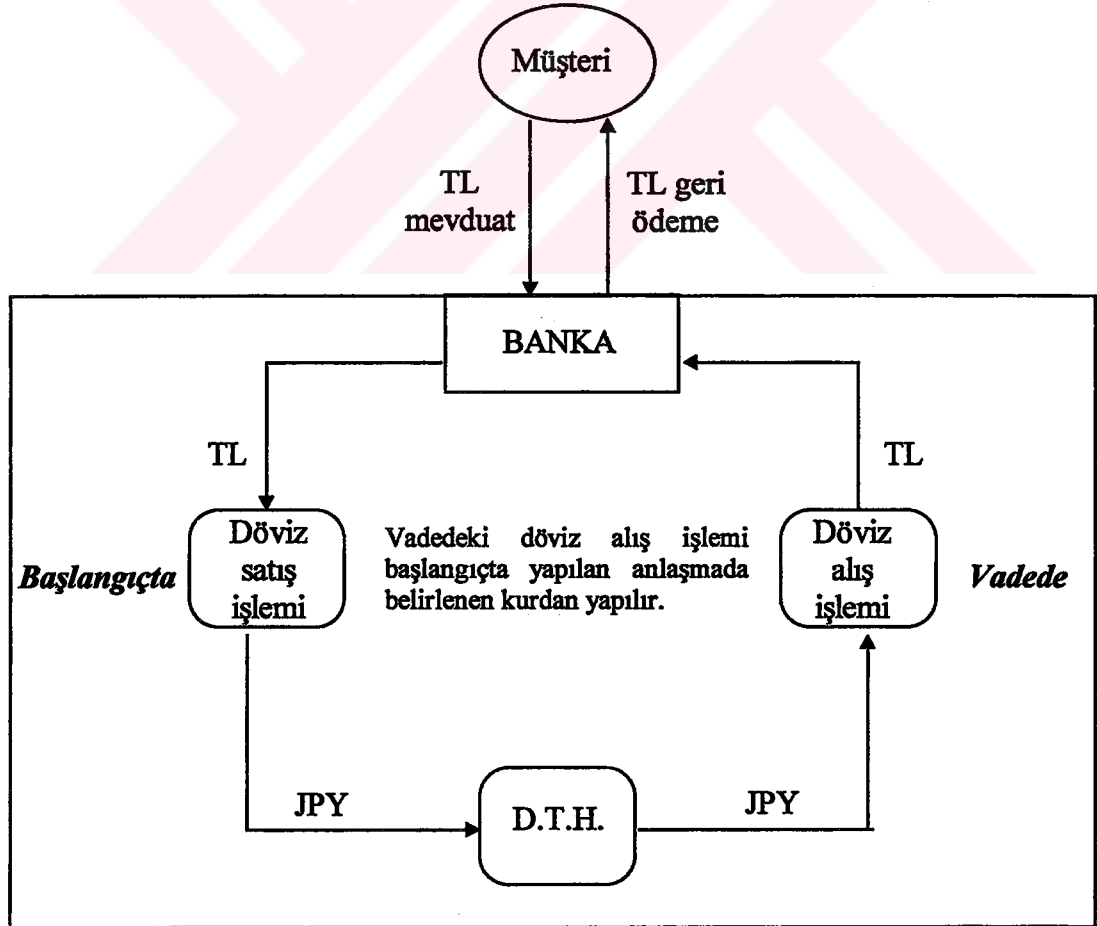
Türkiye’de gerçek anlamda swap her ne kadar yaygınlaşmamışsa da mevduat amaçlı swap işlemleri son yıllarda yoğunluk kazanmıştır. Repo ve faiz gelirlerine 1 Ocak 1997’den itibaren beyan zorunluluğu getirilmesi ile tasarruf sahiplerinin yeni vergisiz alternatif arayışına cevap olarak düşünülen yöntemlerden biri de forward ve swap tekniklerinin uygulanması yoluyla ortaya çıkmıştır. Mevduat müşterisinin parasının getirisi üzerinden ödemek zorunda olduğu %12 oranındaki Gelir Vergisi ve bu tutarın %10’u kadar olan Savunma Sanayii Destekleme Fonu gibi yükümlülükler swap müşterisi için geçerli olmamakta ve tasarruf sahibi mevduatla elde edebileceğinin üstünde bir getiri sağlamaktadır.

Swap’ın sağladığı benzer ek getiriler bankalar için de söz konusudur. Bankalar mevduat yoluyla elde edebilecekleri sonucu swap yaparak da, üstelik ek avantajlarla birlikte elde edebileceklerini gördükleri için bu yöntemi tercih edebilmektedir. Çünkü mevduat olarak sağlanan yabancı kaynak plase edilmeden önce üzerinden ayrılması gereken, daha önce de sözü edilen munzam karşılık, disponibilitate gibi yasal yükümlülükler yüzünden azalmaktadır. Swap yoluyla elde edilen yabancı kaynağın ise yükümlülükleri olmadığı için daha fazlası plase edilebilmektedir. Ayrıca swap, repo gibi iki taraf için de kırık vadede fonlama ve fon bulma imkanı sağlaması ile de avantajlıdır.

Mevduat amaçlı yapılan ve sentetik repo adıyla da anılan forward ve swap işlemlerinin uygulaması şu şekilde olmaktadır:

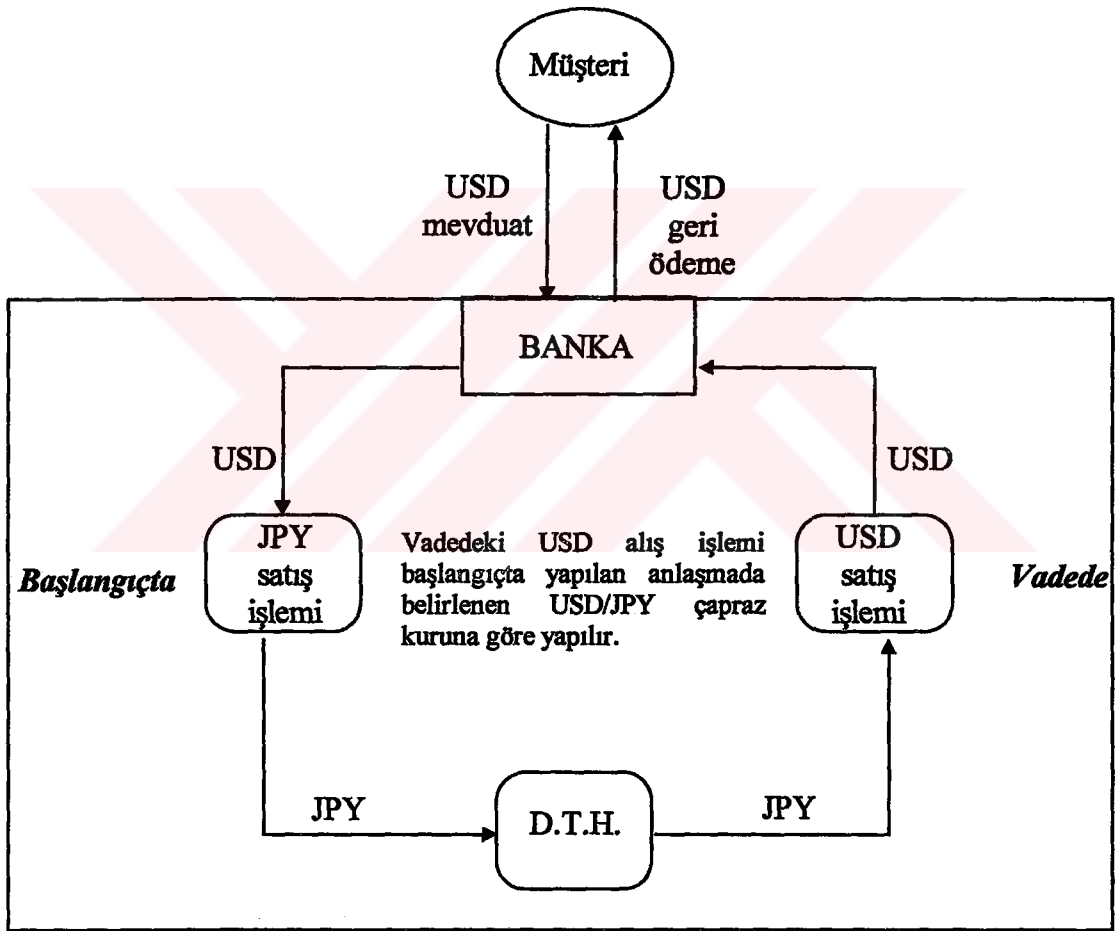
-Müşterinin (ya da mudinin) bankaya getirdiği TL., vergi ile ilgili açıklanan nedenlerden dolayı repo ya da mevduat hesaplarına yatırılmak yerine taraflarca üzerinde anlaşılan kur üzerinden, genellikle mevduat faizi en düşük olan döviz

cinsine (çoğunlukla Japon Yeni) çevirilerek o döviz cinsinden vadesiz ya da vadesi baştan belirlenmek üzere vadeli döviz tevdiat hesabı açılır. Yani banka müşteriye TL karşılığı döviz satıp sattığı döviz döviz tevdiat hesabında tutar. Anlaşmadaki vade geldiğinde banka sattığı döviz taraflarca başlangıçta belirlenen kur üzerinden geri alır ve müşteriye karşılığı kadar TL. öder. Burada dikkat çeken nokta anlaşma sırasında belirlenen vadeli kurun vadede ödenmesi gereken anapara ve faiz tutarını karşılayacak şekilde belirlenmesidir. Böylece başlangıçta TL. getiren ve anlaşma vadesinde de kendisine TL. ödeme yapılan müşterinin sağladığı gelir, faiz geliri değil kur farkından dolayı ortaya çıkan bir gelir olmakta ve gelir vergisi ve fon payı gibi yükümlülükler tabi olamamaktadır. Sadece vadeli döviz tevdiat hesabının kullanılması durumunda söz konusu dövizin faiz geliri üzerinden yükümlülükler doğmakta ancak bunlarda son derece düşük tutarlarda olmaktadır.



Şekil 8.9. Mevduat amaçlı forward işlemi

-Swap işleminde ise aynı işleyişte TL ile döviz yerine dövizlerin karşılıklı değiştirilmesi söz konusudur. Müşterinin başlangıçta bankaya getirdiği örneğin USD, banka tarafında yine mevduat faizi düşük olan bir dövize çevrilerek döviz tevdiat hesabına yatırılır. Anlaşma vadesinde de müşteriye başlangıçta taahhüt edilen tutarda USD ödenerek gerçekte mevduata verilmiş olan faiz çapraz kurda oluşan değişiklikten kaynaklanan bir gelir olarak gösterilir.



Şekil 8.10. Mevduat amaçlı swap işlemi

Bankaların bu yöntemle elde ettiği bir başka avantaj da mudilerine istedikleri oranda faiz verebilmeleridir. Yöntemi kullanan bankalar T.C. Merkez Bankası'na bildirmeye gerek olmaksızın mevduata verdikleri faizin üst sınırını kur artışı görünümü altında aşabilmektedirler.

Bu çalışma sırasında yapılan görüşmelerde yukarıda anlatılan mevduat amaçlı swap işleminin pek çok Türk Bankası'nda kullanılmakta iken T.C. Merkez Bankası'ndan gelen uyarı ve yeni getirilecek vergi düzenlemeleri sonrasında uygulanmasına son verildiği öğrenilmiştir. Söz konusu uyarı Mayıs 1998'de T.C. Merkez Bankası Başkanı imzası ile bankalara gönderilen yazı ile ortaya çıkmıştır. Yazıda bankaların müşterilerini vergi ve diğer mali yükümlülüklerinden kaçınmak için repo ve faiz yerine forward ve swap işlemlerine yönlendirmemeleri gerektiği hatırlatılarak uygulamasında bir yasal engel olmadığı halde amacı dışında kullanılan bu işlemlere devam eden bankaların belirlenmesi halinde yükümlülüklerin cezaları ile birlikte tahsil edileceği, tekrarı halinde ilgili bankanın T.C. Merkez Bankası ile olan ilişkilerinin yeniden gözden geçirileceği belirtilmektedir. Bundan sonra, swap işlemlerinin T.C. Merkez Bankası tarafından daha yakından izlenmesi ve çıkarılacak açıklamalarla ortaya çıkan olumsuzlukların giderileceği ve tekniğin amacına uygun olarak kullanımına dönüleceği beklenmektedir. Öte yandan Mayıs 1998 sonunda Maliye Bakanı yaptığı bir açıklamada swap ve forward'ın menkul sermaye iradının başka isimlerle yapılması olduğunu ve bu araçlarında repo ve faiz gibi vergi kapsamına alınacağını ifade etmiştir.

8.3.2. Faiz Swapı'nın Türkiye'de Uygulanması

Türkiye'de yalnız yurt içi piyasalardan değil yurt dışından da borçlanan büyük Türk şirketleri ya da uluslararası şirketler mevcut olduğu halde bu şirketler de faiz riskinin değil ancak ihracat işlemleri nedeniyle karşılaştıkları kur riskinin yönetimi amacıyla swap tekniğini az da olsa kullanmaktadırlar.

Ülkemizde bankalar değişken faizli kredi vermedikleri ve LIBOR gibi kabul görmüş referans faiz oranları kote edilmediği için iç piyasada faiz swapı tekniği gelişmemiştir.

Türkiye'nin orta riskli bir ülke olmasından dolayı yurt dışından kredi kullanan kuruluşlar için sabit faizli kredi sağlamakta ortaya çıkan güçlükler faiz swapı ile aşılabılır. Faiz swapı Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde yurt dışından borçlanacaklara sabit faizle borçlanma olanağı sağlayan uluslararası tahvil

piyasalarına girmenin dolaylı bir yolu olma özelliğine sahiptir. Ancak, konuyla ilgili yasal bir engel olmadığı halde, swap yöntemi yeterince bilinmediği için alınan değişken faizli kredilerin sabit faizli ve daha ucuz krediler haline dönüştürülmesi mümkün olmamaktadır. Görüşülen Türk Bankalarının Hazine Bölümleri, kimi büyük şirketlere faiz swapı paketleri sunulduğu halde henüz gerçekleşen bir işlem olmadığını belirtmişlerdir. Öte yandan özellikle faktoring ve leasing şirketlerinin faiz riskini yönetmek için kullanılan yöntemlere gereksinim duyduğu bazı hedging yöntemlerinden bu anlamda yararlandıkları öğrenilmiştir. Örnek olarak Alternatif Bank'ın bir faktoring şirketine yaptığı LIBOR futures satışı verilebilir. Alacaklarının tümü sabit faiz üzerinden olan faktoring şirketi bu alacaklarının ancak %40'lık bölümünü karşılayacak kadar sabit faizli kredi bulabilmiş; kalan finansman ihtiyacı için ise değişken faizle borçlanmak zorunda kalmıştır. Bu durumda şirket değişken faiz riskini azaltmak için bir yol bulmaları talebi ile bankaya başvurmuş ve bankanın yönlendirmesi ile USD 2.000.000.- tutarında LIBOR futures satın almaya karar vermiştir. Banka'nın hazine bölümünden bir yetkili ile yapılan görüşme sonucunda bu tip faiz futures işlemlerinin swap olarak kabul edilebileceği, çünkü sonuç olarak değişken faizle borçlanmış olan müşterinin bu faizini sabit faizle değiştirdikleri yorumuna ulaşılmıştır. Ancak risk yönetim ürünlerinin tümünün aynı sonuca ulaşmak için yapıldığı düşünülerek işlemlerin sonuca göre değil uygulanan ürünün işleyiş mantığına göre adlandırılması esas alınırsa, söz konusu işlemin swap olmadığı yargısına varılmaktadır.

SONUÇ

Döviz ve faiz riski yönetiminde yaygın olarak kullanılan türevsel ürünlerin en önemlileri forward, futures, opsiyon ve swaptır. Bu ürünlerin bir kısmı organize borsalarda alınıp satılmakta, bir kısmı ise finans kurumları ve müşterileri istek ve ihtiyaçlarına göre biçimlendirilebilen tezgah üstü türevler olarak piyasalarda kullanılmaktadırlar.

Swap en yaygın kullanılan tezgah üstü türevsel ürünlerden biridir. Forwardlardan sonra en çok kullanım alanı bulan ürün olan swapların zaman içinde gelişen ihtiyaçlara göre başka türevsel ürünlerle birleştirilmek ya da farklı alanlarda uygulanmak yoluyla pek çok türü ortaya çıkmıştır. Bunlardan bazıları; değişken ve sabit faiz arasında geçiş şansı veren faiz swapları, döviz pozisyonunu değiştirmeksizin farklı dövizlerin kullanımına olanak sağlayan döviz swapları, belli bir ürün için değişken bir fiyatı sabit bir fiyata çevirmeye yarayan mal swapları, bir aktifi halihazırda var olan faiz yapısından başka bir faiz yapısına dönüştürmek için kullanılan, yükümlülüklerin faiz türünü değiştirmeye yarayan aktif swaplarıdır. Ancak bütün swaplar aynı temel yapı üzerine kurulduğunu söylemek yanlış olmaz. Bu temel yapı swap işleminde yer alacak iki tarafın belirli tutardaki varlıkların bir veya birden çok kez takas edilmesi için anlaşması şeklinde ortaya çıkar.

Finansal piyasaların tarihinde en hızlı gelişen ve yaygınlaşan pazar swap piyasasıdır. Bunun nedenleri arasında swapların etkin, faydalı, esnek bir araç oluşundan başka firmaların kontrol edemedikleri ekonomik değişmelere karşı finansal risk yönetiminin kazandığı önem ve bu tür türevsel ürünlerin kaynak sağlamada getirdiği rahatlık sayılabilir.

Swapların kullanım amaçları sermaye maliyetinin düşürülmesi, risk yönetimi, ölçek ekonomilerinden faydalanılması, dünya sermaye piyasalarındaki arbitrajdan faydalanılması, yeni pazarlara girilmesi, fon akımlarını yeniden yapılandırıp fon giriş ve

çıkışlarındaki uyumsuzluğu azaltılması olarak sıralanabilir. Ayrıca swapın sağladığı diğer bazı avantajlardan en önemlileri de swapın çok karışık nakit akımlarının yönetilmesine olanak verecek esneklikte bir mali araç olması, ***nakit akışlarının zamanlamasının tam olarak bilinmesine olanak vermesi***, bilanço dışı finansman imkanı sağlaması, ***bilanço üzerinde doğrudan etkisi olmayıp genellikle kısa hesap notları şeklinde nominal değerleri üzerinden kaydedilmeleri***, böylece bilançoda görünmeyen swap gelirlerinin firma için ek finansman kaynağı sağlamasıdır.

Başlangıçta swap işlemlerinin temelinde birebir eşleme mantığı yer alırken, zamanla, özellikle ihtiyaçları birbirini birebir karşılayacak iki tarafın bulunması zorunluluğundan kurtulmak için yeni bir ayırıma gidilmiş; alım-satım işlemlerinin aynı taraflar arasında gerçekleştirildiği basit swaplara gerçek (Pure) swaplar ve her biri farklı tarafla gerçekleşen bir spot ve bir forward iki işlemten oluşan iki taraflı (Engineered) swaplar olarak adlandırılmaya başlanmıştır.

Swap işlemlerinde çeşitli risklerden söz edilebilir. Swap ile doğan risklerden ilki sözleşmedeki tarafların yükümlülüklerini yerine getirmemesi anlamına gelen kredi riski, faizlerin bekleyişlere ters yönde gelişme göstermesi; yükseleceği beklenirken düşmesi ya da düşeceği beklenirken yükselmesi anlamına gelen oran riskidir. Öte yandan swap işlemleri ile ilgili üçüncü risk türü olan likidite riski ise kredi ve oran riskinden farklı olarak swap işleminden doğan bir risk değil tam tersine swap tekniği ile ortadan kaldırılabilir bir risk türüdür. Fon ihtiyacının ortaya çıkışı ile fon elde etme süreleri arasındaki uyumsuzluktan doğan; döviz piyasalarında istenilen zamanda istenilen para cinsinden fon bulamama olasılığı anlamına gelen bu risk likidite riskidir.

Türkiye'deki finans sektörünün yeni finansal tekniklerle, türevsel ürünlerle tanışması 1980'li yıllarda başlayan dışa açılma eğilimi ile birlikte olmuştur. İlk kullanılmaya başlanan türevsel ürün vadeli döviz (forward) olmuş, futures ve options gibi daha gelişmiş risk yönetim teknikleri önce Tahtakale ve Kapalıçarşı'da uygulanmaya başlanmıştır. 1989'da Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar ile getirilen serbestleşmeyle birlikte finansal risk sorunu ciddiyet kazanmış ve bunun üzerine bankalar hedging tekniklere daha çok ilgi göstermeye başlamışlardır.

Dünya pazarlarında yaygın olarak kullanılan swap tekniği ülkemizde pek çok sektörde borçlanma ve nakit akımı yönetiminde oldukça faydalı olabilecek bir araç olduğu halde yeterince tanınmamaktadır. Türkiye’de mevcut swap taraflarının hemen hemen hiç birini swap aracısına (bankaya) swap yapma talebi ile gelmemekte, bu talep sadece çok büyük şirket ya da holdinglerin finansman yöneticilerinden çok ender olarak gelebilmektedir. Müşteriler, genellikle bilançolarında kambiyo zararları ile karşılaşp bunun yönetiminde güçlük çekince bankaya ne yapabileceklerini danışmakta ve bu yolla swap işlemiyle tanışmış olmaktadır. Durum böyle olunca Hazine Birimi içinde bir pazarlama birimini ayrıca bulundurmayan ve bu yüzden de müşteri ile Hazine Birimi’nin doğrudan ilişki kuramadığı çoğu küçük ve orta ölçekli Türk Bankaları’nın müşterileri swap işleminden habersiz kalmaktadır.

Ülkemizde döviz swapı, Merkez Bankası’nın bazı dış işlemlerinde ve çoğunlukla da bankaların kendi nakit akımlarının düzenlenmesi ve kendi kur riskleri yönetimi için kullanılmaktadır. Faiz swapı ise hemen hemen hiç kullanım alanı bulamamıştır.

Swap işlemi dövizli işlemleri uzun vadelere taşımanın en kolay yolu olduğu halde çok uzun vadeli işlemler iki ana sebepten yapılamamaktadır. Bu sebepler; spot ve forward işlemler için Türk Bankaları’na yabancı brokerları nezdinde sınırlı limitler tanınması ve yine bu brokerların ülke riski nedeniyle Türk Bankaları için bir yıl gibi vadeleri çok uzun bularak kabul etmemeleridir.

Teorik olarak swap’ın üçüncü ayağının bir başka müşteri olması ile yukarıda sözü edilen brokardan kaynaklanan sorunların çözülmesi olası görünürken gerçek yaşamda ihtiyaçları birbirini tam karşılayacak müşteri bulmak swap aracıları için oldukça zor olduğundan bu tarz bir işlemde hiç yapılmadığı belirtilmiştir. Türk Bankaları uygulamada, üzerlerine aldıkları riski birebir olarak ikinci müşteriye devretmek yerine başka bankalar ya da diğer müşterilerle yaptıkları işlemlere yansıtmaktadırlar.

Ülkemizdeki hemen hemen tüm bankaların swap işleminden yararlandığı alan kendi nakit akışlarının yönetimidir. Ayrıca yine çoğu Türk Bankası’nın swapı kullandığı bir alan da mevduat amaçlı swap işlemleridir. Repo ve faiz gelirlerine 1 Ocak 1997’den itibaren beyan zorunluluğu getirilmesi ile tasarruf sahiplerinin yeni vergisiz alternatif arayışına cevap olarak düşünülen yöntemlerden biri olan bu işlem ile mevduat

müşterisi parasının getirisi üzerinden ödemek zorunda olduğu yükümlülüklerden kurtulurak mevduatla elde edebileceğinin üstünde bir getiri sağlamakta; bankalar da swap yoluyla elde edebilecekleri yabancı sonucu swap yaparak da, üstelik ek avantajlarla birlikte elde edebileceklerini yabancı kaynağın kendileri açısından yükümlülükleri olmadığı için bu yöntemi tercih edebilmektedir.

Ancak bu tür swap işlemlerine, Mayıs 1998’de T.C. Merkez Bankası’ndan gelen yazılı uyarı ve getirilmesi beklenen vergi düzenlemeleri sonrasında son verilmiştir. Uygulamasında bir yasal engel olmadığı halde bu tür işlemlerin engellenmek istenmesi bu ürünlerin amacı dışında kullanılması nedeniyle ortaya çıkmıştır. Bundan sonra, swap işlemlerinin T.C. Merkez Bankası tarafından daha yakından izlenmesi ve çıkarılacak açıklamalarla ortaya çıkan olumsuzlukların giderileceği ve tekniğin amacına uygun olarak kullanımına dönülmesi beklenmektedir.

Türkiye’de swap tekniğinden yararlanılabilecek pek çok alan olduğu halde uygulamanın yeteri kadar yaygınlık kazanamaması şu nedenlere bağlanabilir: Vadeli işlemler piyasalarının henüz gelişmekte olması, yöntemin gerektirdiği uluslararası bağlantıların Türk Bankaları’nın yapısı ve mali gücü, ülkede ekonomik istikrarının sağlanamamış olması, Türk parasına duyulan güvenin az olması gibi nedenlerle kurulamaması ve yöntemin yeterince tanınmaması.

KAYNAKLAR

AKBULUT, Dursun, "Risk Yönetimi ve Finansman Mühendisliği", *T.B.B. Bankacılar Dergisi*, sayı15, Haziran 1995,s. 41-51.

AKGÜÇ, Öztin, *Finansal Yönetim*, Avcıol Basım-Yayın, İstanbul, 1994.

Bank Kapital T.A.Ş., Hazine Pazarlama Birimi, *Risk Yönetim Stratejilerinin Belirlenmesinde Finansal Türevlerin Rolü, Forwards & Swaps*, İstanbul, Nisan 1998.

BEGEÇARSLAN, Hülya, "Swap", (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, İ.T.Ü. Fen Bilimleri Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, 1994).

BLAKE, David, *Financial Market Analysis*, Mc Graw-Hill Book Compan, London, 1990.

COOPER, Carry S., FRASER, Donald R., *The Financial Marketpalce*, 4th Edition, Addison-Wesley Publishing Company, USA, 1993.

COOPER, Ian A., MELLO, Antonio S., "The Default Risk of Swaps", *The Journal of Finance*, vol:46, no:2, June 1991, s. 597-620.

COPPEs, Robert C., STOKKING, Evert J., "Credit Risk Exposure with Interest and Currency Swaps", *European Journal of Operational Research*, vol:91, Iss. 2, Jun 7, 1996.

DUFFIE, Darrell and HUANG, Ming, "Swap Rates and Credit Quality", *The Journal of Finance*, vol:51, no:3, July 1996, s. 921-949.

ERDOĞAN, Niyazi, *Uluslararası İşletmelerde Mali Risk ve Yönetimi & Çağdaş Finans Teknikleri*, Ankra, Eylül 1993.

ERSAN, İhsan, *Bankalarda Döviz Yönetimi*, T. Bankalar Birliği Yayınları, no:150, Ankara, 1988.

ERSAN, İhsan, *Futures & Options & Swaps, Finansal Türevler*, Literatür Yayınları, no:18, İstanbul, 1997.

ESENDAL, Haluk, *Bankalarda Dışticaret İşlemleri ve Uygulaması*, Akbank Yayınları, 3.B., İstanbul, 1993.

FABOZZI, Frank J., MODIGLIANI, Franco, FERRI, Michael G., *Foundations of Financial Markets and Institutions*, Prentice Hall International Inc., USA, 1994.

Foreign Exchange Derivatives, DATAMONITOR Financial Times, Financial Reports, FT Financial Publishing, London, 1995.

Global Swap Markets, Edited by Satjajit DAS, Total Graphics Ltd., London, 1991.

GRINDAL, Isabel, "Riskle Yaşamayı Sevmek", Çev: UZUNHAN, Ayşe, *T.B.B. Bankacılar Dergisi*, sayı 1, Nisan 1990, s. 41-43.

GÜMÜŞELİ, Saniye, *Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri*, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, no.179, Ankara, 1994.

Hedging and Risk Management: A Practical Introduction, A DC Gardner Workbook, 1988.

HEMPEL, George H., SIMONSON, Donald G., COLEMAN, Alan B., *Bank Management, Text and Cases*, 4th Edition, John Wiley and Sons Inc., USA, 1994.

Interest Rate Derivatives, DATAMONITOR Financial Times, Financial Reports, FT Financial Publishing, London, 1995.

KIRDALOĞLU, Selda ve SAKLAR, Figen, "Türev Ürünler: 90'ların Çağdaş Finans Teknikleri", *Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi*, Ocak 1992, sayı 7, Özel Bölüm, s. 48-63.

KIRIM, Arman, "Döviz ve Faiz Swapları", *T.B.B. Bankacılar Dergisi*, sayı:2, Temmuz 1990, s. 30-34.

KOLB, Robert W., *Financial Derivatives*, New York Institution of Finance, USA, 1993.

LEVI, Maurice D., *International Finance: The Markets and Financial Management of Multinational Business*, 2nd. Edition, Mc Graw Hill Publishing Company, USA, 1990.

LITZENBERGER, Robert H., "Presidential Address. Swaps: Plain and Fanciful", *The Journal of Finance*, vol:47, no:3, July 1992, s. 831-850.

MALHOTRA, D.K., "An Emprical Examination of the Interest Rate Swap Market", *Quarterly Journal of Business & Economics*, vol:36, Iss. 2, Spring 1997.

ÖZYÜREK, Mustafa, "Swapçılara Ceza Olur mu?", *Milliyet Gazetesi*, 21 Mayıs 1998.

PARASIZ, İlker, *Para, Banka ve Finansal Piyasalar*, Ezgi Kitabevi Yayınları, 5.B., İstanbul, Ekim 1994.

PEÇEN, Ümit, UĞUREL, Uğur, "Döviz Reposu Olarak Forward ve Swaplar", *Aktive, Bankacılık ve Finans Dünyası Dergisi*, sayı:1, İstanbul, Haziran -Temmuz 1998

ROSE, Peter S., FRASER, Donald R., *Financial Institutions: Undrestanding and Managing Financial Services*, 3rd. Edition, Business Publication Inc., Texas, 1988.

ROBINSON, Simon, "The Risk of Swap Transactions", *International Financial Law Review*, vol:13, Iss. 7, July 1994.

WALSH, David, "Risk Management Using Derrivative Securities", *Managerial Finance*, vol:51, iss. 1, 1995.

Swap Teknikleri ve Uygulamaları, İktisat Bankası Yayınları, no:332.45.

T. Emlak Bankası A.Ş. Vadeli Döviz Alm Satım İşlemleri Uygulama Genelgesi, Genelge No:3558, Genel Müdürlük Fon Yöneimi Müdürlüğü, İstanbul, 05.05.1995.

TUNCEL, Kürşat, “Swap Sözleşmeleri II”, *Uzman Gözüyle Bankacılık*, Özel Bölüm, Haziran 1994.

YETİM, Sedat, “Repo, Swap ve Forward, Türkiye ve Dünya Uygulaması”, *Hazine ve Dış Ticaret Dergisi*, sayı: 10, no:3, Kasım 1991, s. 119-133.

YILDIRIM, Abdurrahman, “VDMK ve Repo Mubah, Swap Günah”, *Yeni Yüzyıl Gazetesi*, 27 Mayıs 1998.

YILDIZ, Rıfat, *Bankacılıkta ve Dış Ticarete Döviz Pozisyonlarının Kur Riskine Karşı Korunması*, T. İş Bankası Kültür Yayınları, Genel Yayın no: 293, Ekonomi Dizisi: 23, Ankara,1988.





EMLAK BANKASI

GENELGE NO: 3558

GENEL MÜDÜRLÜK
Fon Yönetimi Müdürlüğü
45.3
Kambiyo ve Dış Mevzuat
Müdürlüğü
617.2

İstanbul, 5.5.1997
Konu: Vadeli Döviz Alım-
Satım İşlemleri (Forward)
uygulama esasları ve
diğer risk yönetim
teknikleri hk.

1970'lerden itibaren sabit kur sisteminin terk edilmesiyle birlikte Dünya Finansal sisteminde ortaya çıkan dalgalanmalar ve OPEC Petrol krizleri; gerek dış ticaretle uğraşan firmaları ve gerekse döviz pozisyonu tutan finansal kuruluşları, bir taraftan kur riski, diğer taraftan uluslararası para piyasalarında meydana gelen faiz oranlarındaki dalgalanmaların neden olduğu faiz riski ve mal fiyat riski problemi ile karşı karşıya bırakmıştır. Özellikle 1980'li yıllardan sonra değişken faizli borç verme işlemlerinin ağırlık kazanmasıyla birlikte anılan risklerin (kur riski, faiz riski ve mal fiyat riski) ortadan kaldırılmasına yönelik yeni finansal ürün ve teknikler gelişmiştir. Risk yönetim teknikleri (Türev Ürünler veya Hedging Teknikleri) dediğimiz bu yeni finansal ürünler;

- Forward
- Future Kontratlar
- Swap ve
- Option'lardır.

Future kontratlar Türkiye'de uygulanmamakla birlikte, Swap ve Forward kontratlar gerek Bankaların kendi döviz pozisyonlarını dengelemek, gerekse ithalat ve ihracat müşterilerinden gelen işlem taleplerini yerine getirmek için kullanılmaktadır. Risk yönetim tekniklerine spekülatif amaçla da başvurulara rastlanmaktadır.

S.
A.

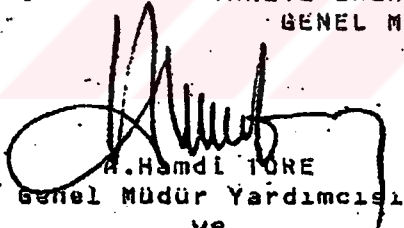
5/5/1997
UM-Md.
A.

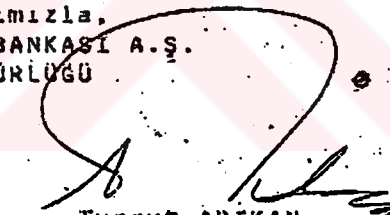
Firmaların faaliyet yapısı gereği döviz üzerinden alacak ve borçlarını değişken ve riskli piyasa ortamında güvenceye almak ve kar projeksiyonlarını sağlıklı bir şekilde oluşturmak amacı ile "Vadeli Döviz Alımı-Satımı" bir başka deyişle "FORWARD" işlem talebinde bulunmaları, hem Şubelerimizin bu konudaki faaliyetlerinde uygulama esaslarının belirlenmesi hem de diğer risk yönetim teknikleri konusunda çok kısa da olsa bilgi verilmesi gerektiğini ortaya çıkarmıştır.

Vadeli Döviz Alımı-Satımı (Forward) işlemlerinde temel amaç; kredibilitesi, iş hacmi ve işlem çeşitliliği fazla olan ve bankamız portföyünde karlı, potansiyel nitelikte düşünülen, seçilmiş, özellikle ihracat-ithalat müşterilerine yönelik özel bir hizmet olarak algılanması gerekir.

Bilgilerinizi ve gereğini rica ederiz.

Saygılarımızla,
TÜRKİYE EMLAK BANKASI A.Ş.
GENEL MÜDÜRLÜĞÜ


H. Hamdi TÖRE
Genel Müdür Yardımcısı
ve
Yönetim Kurulu Üyesi


Turgut ARIKAN
Genel Müdür Yardımcısı

EK: Vadeli Döviz Alım-Satım
İşlemleri Uygulama Esasları

**VADELİ
DÖVİZ ALIM SATIM
İŞLEMLERİ**

**BANKAMIZ UYGULAMA
GENELGESİ**

I- FORWARD**A- Genel Bilgiler:**

Forward anlaşmaları; vadesi, miktarı ve fiyatı önceden belirlenmiş bir menkul kıymetin veya herhangi bir malın (döviz, faiz, metalurjik veya tarımsal ürün) ileri bir tarihte teslimini öngören anlaşmalardır.

Mali belirli bir fiyattan alma ve satma yükümlülüğü (fiziki teslim ve ödeme) vadede yerine getirilmektedir. Vade sonunda oluşan fiyat, forward anlaşmada belirtilen fiyattan yüksekse anlaşma sahibi kar etmekte tersinde ise zarar etmektedir.

Forward'da anlaşma başında ve sürecinde hiçbir ödeme yapılmamaktadır. Tarafların yükümlülüklerini belirlenen vadede yerine getirmeleri zorunludur. Forward anlaşmaları borsalarda işlem görmediği için vade ve miktar taraflar arasında serbestçe belirlenebilmektedir.

Forward anlaşmalar döviz yanında faiz için de yapılmaktadır. Özellikle döviz forwardları ülkemizde bankalarca 1 yıl vadeye kadar gerçekleştirilebilmektedir.

Forward anlaşma yapıldığı durumda, taraflar vadede mutlaka işlemi gerçekleştirmek zorundadır. Bu işlemden cayılamaz. Ancak, vadede müşteri yükümlülüğünü yerine getirmeyse, sözleşmede yazılı teminat varsa mahsuben, yoksa banka zararını karşılayacak miktarı ödemek zorundadır.

B- Şubelerce Yapılması Gerekli İşlemleri:

- Forward işlemlerde kur belirleme yetkisi Fon Yönetimi Müdürlüğü'ne aittir. Şubeler Forward taleplerini Fon Yönetimi Müdürlüğü'ne iletecekler. Fon Yönetimi Müdürlüğünden alınacak kura istinaden işlem yapılacaktır.
- Forward döviz alım veya satımında minimum işlem miktarı 100.000 USD veya eşiti diğer dövizlerdir. Bu miktarın altındaki talepler değerlendirmeye alınmayacaktır.
- Forward işlemler, kredibilitesi yüksek firmalarla yapılmaya özen gösterilecektir.
- Forward işleminden önce ekte örneği sunulan standart sözleşme düzenlenecektir.

- Bu sözleşmeleri firmalarla bir kez yapılacak ve ayrı bir dosyada klasse edilecektir. Bunun yanında, her işlemle sözleşme eklerinde yer alan "Dekont" lar, iki nüsha olarak düzenlenecek, bir nüshası müşteriye verilecek, bir nüshası ise klasse edilecektir. Klasse edilen dekont nüshası, işlemin gerçekleşmesi durumunda, döviz alım ya da satım belgesi ile birlikte fig. torbasına konacaktır. Ayrıca, dekontlar Kon Yönetimi Müdürlüğü'ne faksolanacaktır.
- Düzenlenecek olan sözleşmeler Maktu Damga Vergisine tabi olup, dekontlar için vergi alınmayacaktır.
- Şubeler Forward işlemleri dolayısıyla gerekli görürlerse müşterilerinden teminat alabileceklerdir.
- Forward işlemleri dolayısıyla vadede oluşacak kar veya zarar Şubelere ait olacaktır.
- Vadeli döviz alımında, müşteri tarafından ödemenin efektif olarak yapılması halinde, (efektiflerin forward vadesinden en az 1 ay önce hesaba yatırılması durumu hariç) efektifin dövizle dönüştürülme maliyeti nedeniyle döviz alış kuru üzerinden % 1 (yüzde bir) masraf alınacağını müşteriye hatırlatılması gereklidir.

C- Muhasebe Kavıtları:

Merkez Şube, müşterisi (x) ile bir döviz forward sözleşmesi yaparak 3 ay sonra müşterisine 100.000 Dolar satma taahhüdünde bulunmuştur.

Anlaşma Tarihi	: 10.03.1997
Anlaşma Miktarı	: 100.000 USD
Anlaşma Kuru	: 1 USD= 145.000.-
Anlaşma Tarihi Spot Kuru	: 1 USD= 125.000.-
Forward Vadesi	: 10.06.1997

10.06.1997 tarihinde Merkez Şube müşterisine 100.000 Dolar ödeyecek, müşteri (x)'de aynı tarihte 100.000 Dolar karşılığı anlaşma kuru olan 145.000.-TL'den 14.500.000.000.-TL'sini Merkez Şube'ye ödeyecektir.

- Eğer sözleşme vadesinde (10.06.1997'de) 1 USD= 144.000.-TL olursa diğer bir deyişle; anlaşma kurundan (145.000.-) düşük olursa müşteri (x) zarar edecek, Banka kar edecektir. Çünkü spot piyasadaki 14.400.000.000.-TL ödeyerek 100.000 Dolar temin etme imkanı vardır.

Handwritten signature/initials

- Eğer sözleşme vadesinde (10.06.1997'de) 1 USD= 148.000.-TL olursa, diğer bir deyişle; anlaşma kurundan yüksek olursa müşteri (x) kar edecek bu durumda Banka zarar edecektir. Çünkü spot piyasadan 14.800.000.000.-TL ödeyerek alacağı 100.000 Doları forward anlaşması ile 14.500.000.000.-TL ödeyerek sahip olmuştur.

1- Vadeli Döviz Satım İşlemleri:

Anlaşma Tarihinde Sube Kayıtları:

10.03.1997 tarihinde;

Vadeli Satılan Dövizin Taahhüt Girişi:

----- / -----
965-DÖVİZ VE FAİZ HADDI İLE
İLGİLİ İŞL.ALC. USD 100.000
001-Vadeli Döviz Satım İşlemi

967-DÖVİZ VE FAİZ HADDI
İLE İLGİLİ İŞL.BORÇ USD 100.000
001-Vadeli Döviz Satım İşlemi

----- / -----
964-DÖVİZ VE FAİZ HADDI İLE
İLGİLİ İŞL.ALC. 14.500.000.000.-
001-Vadeli Döviz Satım İşlemi

966-DÖVİZ VE FAİZ HADDI
İLGİLİ İŞL.BORÇ 14.500.000.000
001-Vadeli Döviz Satım İşlemi

100.000 USD Karşılığı Alınacak TL'nin nazım girişi

Vade Tarihinde Sube Kayıtları

10.06.1997 tarihinde; Kur 1 USD= 144.000.-TL

----- / -----
967-DÖVİZ VE FAİZ HADDI İLE
İLGİLİ İŞL.BORÇ USD 100.000
001-Vadeli Döviz Satım İşlemi

965-DÖVİZ VE FAİZ HADDI
İLE İLGİLİ İŞL.ALC. USD 100.000
001-Vadeli Döviz Satım İşlemi
Taahhüt girişlerinin iptali

----- / -----
966.001-DÖVİZ VE FAİZ HADDI
İLE İLGİLİ İŞL.BORÇ 14.500.000.000

964.001-DÖVİZ VE FAİZ HADDI
İLE İLGİLİ İŞL.ALC. 14.500.000.000
Taahhüt girişi iptalleri

8.3.2

010- KASA HESABI veya	14.514.500.000
304- MÜŞTERİ HESABI	
290-ŞUBELER CARİ HESABI	14.400.000.000
K.M.D.H.M.	
771-KAMBIYO KARLARI	100.000.000
40-Vadeli döviz satış karları	
380-ÖDENECEK VERGİ RESİM	
HARÇ VE PRİMLER	14.500.000
006-KMV	

TL Karşılığın Genel Müdürlüğe Mal Edilmesi

Döviz satımı nedeniyle DSB düzenlenir ve 01 Kambyo Gider Vergisi sözleşme gereği müşteriden tahsil edilerek süresinde yatırılır.

İlemden Zarar Edilmesi Durumu

10.03.1997 tarihinde yapılan Nazım Kayıtlar 10.06.1997 tarihinde iptal edilir. 10.06.1997 tarihindeki diğer işlemler:
1 USD= 148.000.-TL Varsayımından 300 Milyon TL zarar edilir.
İşlemle ilgili olarak DSB düzenlenir. 01 Kambyo Gider Vergisi müşteriden tahsil edilir.

010-KASA veya	14.514.500.000
304-MÜŞTERİ HESABI	
861-KAMBIYO ZARARLARI	300.000.000
40-Vadeli Döviz Satım Zararları	
290-ŞUBELER CARİ HESABI	14.800.000.000
K.M.D.H.M.	
380-ÖDENECEK VERGİ RESİM	14.500.000
HARÇ VE PRİMLER	
006-KMV	

2- Vadeli Döviz Alım İşlemleri

Bu tür işlemlerde Bankamızın vadede anlaşma kurunda döviz alım taahhüdü, müşterinin ise döviz satım taahhüdü vardır.

8.37

Anlaşma Tarihinde Sube Kayıtları

Vadeli Alınan Dövizin Taahhüt Girişi yapılır.

----- / -----
 965-DÖVİZ VE FAİZ HADDİ İLE
 İLGİLİ İŞL.ALC.

000-Vadeli Döviz Alım İşlemi

967-DÖVİZ VE FAİZ HADDİ
 İLE İLGİLİ İŞL.BORÇ

000-Vadeli Döviz Alım İşlemi

----- / -----
 964-DÖVİZ VE FAİZ HADDİ İLE
 İLGİLİ İŞL.ALC.

000-Vadeli Döviz Alım İşlemi

966-DÖVİZ VE FAİZ HADDİ
 İLE İLGİLİ İŞL.BORÇ

000-Vadeli Döviz Alım İşlemi

Vadeli Döviz karşılığı müşteriye verilecek TL'nin
 nazım girişi

Vade Tarihinde Sube Kayıtları

Anlaşma tarihinde yapılan nazım girişleri ters kayıtlarla iptal edilir. Anlaşılan döviz tutarının müşteriden alınmasıyla birlikte TL karşılığı ödenir ve KMDHM'ne borç maledilir. İşlemle ilgili kar veya zarar oluşmuş ise 77130 veya 86130 hesaplar vasıtasıyla muhasebeleştirilir ve DAB düzenlenir.

----- / -----
 290-SUBELER CARİ HESABI
 K.M.U.H.M.

010-KASA veya
 304-MÜŞTERİ HESABI

8.3.2

II- FUTURE KONTRATLAR (Anlaşmalar)

Future (Okunuşu: FÜÇÜR) anlaşmaları (Vadeli kontratlar) da forward kontratlar gibi mal, döviz veya menkul kıymetlerin önceden belirlenmiş bir fiyattan vadeli olarak alınıp satılmasını öngören anlaşmalardır.

Future anlaşmaların forward'dan farkı; kontrat miktarının, vadesinin standart olması, borsalarda işlem görmesi, vadeden önce kontratın başkasına devredilebilmesi, işlemlerin borsa teminatı altında yapılması ve işlem yapmak için belirli bir teminatın Future borsasına yatırılma zorunluluğudur.

Türkiye'de ilk Future borsası İzmir Vadeli Pamuk Borsası'nın kuruluşu ile gerçekleştirilmiş olacaktır.

III- SWAP

Farklı karakterlere sahip gelecekteki iki nakit akımının birbirleriyle değiştirilmesi (takas edilmesi) olarak tanımlanabilir.

Günümüzde farklı kuruluşlar, farklı mali piyasalardaki değişik kredi değerliliğine bağlı olarak farklı kredi koşulları ile karşı karşıya kalmaktadır. İşte swap işlemleri bu farklılıklardan en iyi şekilde istifade etmelerine olanak tanımaktadır.

Swap, döviz ve faiz swapları olarak ikiye ayrılır. Döviz Swapı, farklı para birimlerinden oluşan aynı büyüklükteki iki ayrı anaparanın (döviz), vade tarihinden orijinal birimleri ve önceden anlaşılacak bir kur üzerinden geri ödenmek üzere birbirleriyle değiştirilmesi demektir.

Döviz Swap'ında;

- Birinci aşamada taraflar mutabık kaldıkları kur üzerinden anaparaları takas ediyorlar.
- İkinci aşamada her iki taraf da swap yaptıkları paralar için karşılıklı faiz ödüyorlar.
- Son aşamada yani vade sonunda taraflar ellerindeki anaparaları birbirlerine iade ediyorlar.

IV- OPTION (*)

Opsiyon kontratları, belirli tutardaki spesifik bir kıymeti (döviz, hisse senedi, futures kontrat, tahvil, ticari emtia, kıymetli maden v.b.) üzerinde anlaşılacak fiyattan, belirli bir süre içinde veya belirlenen bir vadede, almak veya satmak hakkını veren kontratlardır.

(*) Okunuşu: Opşın/Opsiyon

Opsiyon sözleşmesinde opsiyon satın alan taraf, sözkonusu finansal aracı satma veya alma hakkını elde etmekte fakat satma veya satınalma konusunda herhangi bir tahhüde girmemekte ve bunun içinde sözleşme yapılırken komisyon ödemektedir. Opsiyon satın alan taraf sadece hak satın aldığından vadede, piyasa koşulları aleyhine değiştiği takdirde bu hakkı kullanmaktan vazgeçebilmekte ve böylece tüm riski başta ödediği prim ile sınırlı kalmaktadır. Buna karşılık, opsiyon satan vazgeçilmez bir yükümlülük altına girmekte; kazancı aldığı primle sınırlı kalırken zarar ihtimali sınırsız olmaktadır.



VADELİ DÖVİZ ALIM-SATIM SÖZLEŞMESİ

T. EMLAK BANKASI A.Ş. ile arasında aşağıdaki şartlarla bir Vadeli Döviz Alım/Satım Sözleşmesi imzalanmıştır.

TANIMLAR

Madde 1- İşbu Sözleşme'de yer alan deyimler aşağıdaki anlamları taşıyacaktır.

Banka : T.Emlak Bankası A.Ş.'dir.

Müşteri : Belli bir vadede, belli bir bedelle döviz alım/satımı yapmak üzere Banka'ya başvuran gerçek veya tüzel kişidir.

Vadeli Kur: Alım/satımı yapılacak döviz vade tarihinde taraflarca uygulanması kabul edilen kurdur.

İşlem Tarihi : İşbu Sözleşme hükümleri çerçevesinde gerçekleştirilen her bir vadeli döviz alım/satım işlemine ilişkin dekontun düzenlendiği tarihtir.

Vade Tarihi : Taraflarca döviz alım/satım işleminin gerçekleştirildiği tarihtir.

SÖZLEŞMENİN KONUSU

Madde 2- İşbu Sözleşmenin konusu, belli bir döviz cinsi ve tutarındaki yabancı paranın işlem tarihinde kararlaştırılan bedelle vade tarihinde Banka'ca satılması veya satın alınması koşullarının belirlenmesidir.

İŞLEM

Madde 3- İşbu Sözleşme kapsamında gerçekleştirilecek her bir vadeli döviz alım/satım işlemi için Banka müşteri'ye bir dekont verecektir. Bu dekontta gerçekleştirilecek işlemin vadeli döviz alımı veya satımı olduğu, işlem tarihi, vade tarihi, uygulanacak vadeli kur, satın alınacak veya satılacak döviz cinsi ve tutarı Banka'ca veya müşteri tarafından ödenecek alış/satış bedeline dair bilgiler yeracaktır. Banka'nın gönderdiği dekontta yer alan bilgiler ile gerçekleştirilen vadeli döviz alım ve satım işlemi arasında farklılık bulunması halinde, müşteri en geç dekontun tebliğünü izleyen üç işgünü içinde Banka'ya yazılı olarak

bildirimde bulunarak farklılığın giderilmesini talep edecektir. Bu süre içinde Müşteri tarafından yazılı bildirimde bulunulmaması halinde, dekontta yer alan bilgilerin doğruluğu müşteriye kabul edilmiş sayılacak; müşterinin bu sürenin bitiminden sonra yapacağı itiraz ve düzeltme talepleri geçersiz sayılacaktır.

İŞLEMİN HÜKÜMLERİ

Madde 4- Vadeli döviz alım ve satım işlemi/işlemleri Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkındaki 32 sayılı karar ve bu hususta yayımlanacak diğer kararlar ile T.C. Merkez Bankası'nın bu konudaki tebliğ, genelge ve talimatları hükümlerine uygun olarak gerçekleştirilecektir.

DÖVİZ ALIM/SATIMLARINDA CAYNAYA BAĞLANAN SONUÇLAR

Madde 5- Vadeli döviz alım ve satım işleminin dekontta gösterilen bilgilere uygun olarak, taraflardan herhangi birisinin kusuru nedeniyle yerine getirilememesi ve/veya taraflardan herhangi birisinin işlemde vazgeçmesi ve/veya ödeme ile ilgili yükümlülüğünden kaçınması ve/veya herhangi bir sebeple ödeme yükümlülüğünü yerine getirmemesi hallerinde;

5.1- Vadeli Döviz Alım İşlemlerinde;

- a) Vazgeçmek isteyen veya yükümlülüğünü yerine getirmeyen tarafın Banka olması halinde anlaşılan vadeli alım fiyatı ile vade günü saat 11.00'de Reuter TLFx sayfelerinde yeralan ortalama alış fiyatı arasında Şirket aleyhine olan fark (vadeli fiyatın Reuter ekranındaki ortalama fiyatı aşan kısmı) Banka tarafından müşteriye,
- b) Vazgeçmek isteyen veya yükümlülüğünü yerine getirmeyen tarafın müşteri olması halinde ise, anlaşılan vadeli alım fiyatı ile vade günü saat 11.00'de Reuter TLFx sayfelerinde yeralan ortalama satış fiyatı arasında Banka aleyhine olan fark (Reuter ekranındaki ortalama fiyatın vadeli fiyatı aşan kısmı) müşteri tarafından Banka'ya,

5.2- Vadeli Döviz Satış İşlemlerinde;

- a) Vazgeçmek isteyen veya yükümlülüğünü yerine getirmeyen tarafın Banka olması durumunda, anlaşılan vadeli satış fiyatı ile vade günü saat 11.00'de Reuter TLFx sayfelerinde yeralan ortalama satış fiyatı arasında Müşteri aleyhine olan fark (Reuter ekranındaki ortalama fiyatın vadeli fiyatı aşan kısmı) Banka tarafından müşteriye,

8/3/17

- b) Vazgeçmek isteyen veya yükümlülüğünü yerine getirmeyen tarafın Müşteri olması durumunda ise, anlaşılan vadeli satım fiyatı ile vade günü saat 11.00'de Reuter TLFX sayfelerinde yeralan ortalama alış fiyatı arasında Banka aleyhine olan fark (vadeli fiyatın Reuter ekranındaki ortalama fiyatı aşan kısmı), müşteri tarafından Banka'ya.

protesto kesidesine, hüküm istihsaline gerek olmaksızın ve çıkabilecek herhangi bir uyumsuzluğu kanuni sonuçları nazarı itibare alınmaksızın, ilk yazılı talep üzerine nakden ve defaten ödenecektir.

Madde 5.3- Taraflar, yukarıda 5.1 ve 5.2 maddesinde zikredilen hallerde, yazılı talep tarihinden ödeme tarihine kadar geçecek süre için bankada uygulanan en yüksek kredi faiz oranı üzerinden hesaplanacak oranda bir temerrüt faizi ödeyeceklerini kabul ve beyan ederler.

BANKANIN REHİN/HAPİS HAKKI

Madde 6- Müşteri, Banka'nın tüm şubelerinde bulunan bilcümle alacak, mevduat hesapları, bloke hesaplar, menkul kıymetler ve kıymetli evrakin bu sözleşmeden doğmuş ve doğacak borçlarının teminatını teşkil etmek üzere Banka'ya rehinli bulunduğunu, Banka'nın mezkur alacaklarının bu değerler üzerinde hapis hakkını kullanarak ve/veya paraya çevirerek veya takas/mahsup hakkını kullanarak tahsile yetkili olduğunu beyan ve kabul eder.

VERGİLER, KOMİSYON VE MASRAFLAR

Madde 7- Banka, Müşteriden vadeli döviz alım ve satım işlemi için ayrıca herhangi bir komisyon ve masraf talep etmeyecektir. Ancak bu sözleşme çerçevesinde yapılacak olan işlemlerden kaynaklanan hertürlü vergi, resim ve harç müşteriye aittir. Bu vergi, resim ve harçların işlem tarihinde müşteriden talep edilmemiş olması Banka'nın bunları talep hakkından feragat ettiği şeklinde yorumlanamaz. Müşteri, Banka'nın bu vergi, resim, harç tutarlarını derhal ve geciktirmeksizin Banka'ya ödeyeceğini taahhüt eder.

Ayrıca, vadeli döviz alım ve satım işlemi dışında, ayrı bir bankacılık hizmeti talebinde bulunulması durumunda Bankanın komisyon/masraf talep etme hakkı saklıdır.

EFEKTİF ÖDEME

Madde 8- İşbu sözleşmede sözedilen Vadeli Döviz Alım veya Satım işlemleri, havale suretiyle ödenen dövizleri ifade etmekle olup, müşteri tarafından efektif ödemede (efektiflerin forward vadesinden en az 1 ay önce hesaba yatırılması durumu hariç) müşteri Banka'ya vadeli döviz alış kuru üzerinden % 1 (yüzde bir) masraf ödemeyi peşinen kabul eder.

S. S. D.

FARKLI DÖVİZ CİNSİ İLE İŞLEM

Madde 9- Vade gününde ve Bankanın kabulüne bağlı olarak müşteri işlemi, Vadeli Alım ve Satım dekontunda belirtilen dışında bir konvertibl döviz cinsi üzerinden gerçekleştirmek istediği takdirde, işlem için vade günü saat 11.00'de Reuter Sahifesindeki ortalama döviz alış veya satış kurları geçerli olacaktır. Ayrıca, yapılacak arbitraj işleminin Kambiyo Gider Vergisi müşteri tarafından karşılanacaktır.

BANKA DEFTER VE KAYITLARININ KESİN DELİL OLMASI

Madde 10- Müşteri, Banka ile arasında çıkacak anlaşmazlıklarda Banka'nın defter ve kayıtlarının geçerli olacağını ve kesin delil teşkil edeceğini peşinen kabul ve beyan eder.

SÖZLEŞME SÜRESİ

Madde 11- İşbu sözleşme süresizdir. Taraflar bu sözleşmenin imza tarihinden itibaren yapılacak tüm vadeli döviz alım ve satım işlemlerine bu sözleşme hükümlerinin uygulanmasını kabul eder. Taraflardan herhangi birinin yazılı bildirimi üzerine sözleşme derhal feshedilir; bu şartla ki, yazılı bildirimin yapılmasından önce bağlanmış ancak vadesi henüz gelmemiş döviz alım ve satım işlemleri için sözleşme hükümleri o işlemlerin vadelerine kadar yürürlükte kalır.

FAKS İLE YAZIŞMA

Madde 12- Tarafların diğer tarafa faks aracılığı ile gönderdiği her türlü yazı ve bildirimler, Hukuk Usulü Muhakemeleri Kanunu'nun 287/2 maddesi uyarınca kesin delildir.

KANUNİ İKAMETGAH

Madde 13- Müşteri, işbu Sözleşmede yazılı hususların yerine getirilmesi ve Banka'ca gerekli tebligatın yapılabilmesi için aşağıda yazılı yeri kanuni ikametgah ittiha ettiğini ve noter marifetiyle değiştirildiğini bildirmediği bu adrese yapılacak tebligatın geçerli olacağını kabul ve beyan eder.

YETKİLİ MAHKEME

Madde 14- İşbu Sözleşmeden doğacak ihtilafları çözümlenmeye İstanbul Mahkemeleri ve İcra Daireleri yetkilidir.

Madde 16- İşbu Sözleşme tarihinde taraflarca
imzalanmıştır.

MÜSTERİ

Ad, Soyad, Kaşe Veya Unvanı

Adres:

Yetkili İmzalar

BANKA

Adres:

Yetkili İmzalar



8.
[Handwritten signature]

DEM 07AUG19/14AUG19 WE BUY AND SELL 17,000,000.00 DEM at -7
 RATES 1.7665 AND 1.7658
 Dealing with MLMM MERRILL LYNCH LDN - @

give: 9,623,549.39 USD FRI 07AUG1998
 CITIBANK NEW YORK-36115811
 rcve: 17,000,000.00 DEM FRI 07AUG1998
 BONY FFT 808407-400
 give: 17,000,000.00 DEM FRI 14AUG1998
 CITIBANK FRANKFURT A/C 4-114495-005
 rcve: 9,627,364.37 USD FRI 14AUG1998
 BONY NY 8900041919

Comment

Comment

Our User ES = ESRA

Terminal Controller TEXT

CONVERSATION

STARTING 0918GMT THU 06AUG98

REVIEW 3547 TICKET TEXT#3784 CONFIRMED 1459GMT TUE 11AUG98

ESRA GUNAYDIN :

TEKSTILBANK :

ISTANBUL :

TO MLMM MERRILL LYNCH LDN @ 0918GMT 060898 */3547

CNV

Our terminal : TEXT Our user : ESRA

DEM SWAP

MARK>

#INTERRUPT#

TEXT> HIIHI FOR DEM 17 MIO T/W PLS

HIIHI

-7.5 -7

** 7

I B/S DEM 17 MIO VAL 7/8 14/8

BONY NY 8900041919

BONY FFT 808407-400

TO CONFIRM AT -7 I SELL AND BUY 17 MIO DEM

RATES ARE 1.7665 AND 1.7658

VAL 07AUG98 AND 14AUG98

MY USD TO CITIBANK NEW YORK-36115811

MY DEM TO CITIBANK FRANKFURT A/C 4-114495-005

THANKS AND BYE

THX N BI

OK BI

#

#INTERRUPT#

#END REMOTE#

##ENDED AT 09:28 GMT##

TKT EDIT OF CNV 3547 BY ZB 1459GMT 11AUG1998

STATUS CONFIRMED

##ENDED AT 14:59 GMT##

(403 CHARS)


TEKSTİLBANK

Hazine ve Dış İşler Grubu

Seri No: 017622

DÖVİZ ALIM/SATIM FİŞİ

Swap Spot

İşlem Tarihi : 6 Aug 98

İşlem No. :

Geç İşlem :

Müşteri		Merrill Lynch Ldn.	
ALINAN	Capraz Kur	SATILAN	
	1.7665		
Cinsi/Meblağı	DEM 17.000.000	Cinsi/Meblağı	USD 9.623,549
Kur		Kur	
Valör	7/8	Valör	7/8
Vade Faizi		Vade Faizi	
Açıklama		Açıklama	
Borç FF7		CITI 204	Borç 204

TRADER

CHECKER

06 - 0004

OPERASYON KOPYASI - 1

OPERASYON SPOT/FORWARD

 KONTRAT TARİHİNDE YAPILAN
İŞLEM

DÜZENLEYEN KONTROL AMİR

VADE TARİHİNDE YAPILAN İŞLEM

DÜZENLEYEN KONTROL AMİR



TEKSTİLBANK

Hazine ve Dış İşler Grubu

Seri No: 017621

DÖVİZ ALIM/SATIM FİŞİ

Swap Forward

İşlem Tarihi : 6 Aug 98

İşlem No. :

Geç İşlem :

Müşteri	Merrill Lynch Ltd		
ALINAN	Çapraz Kur	SATILAN	
Cins/Meblağı	USD 9,627,369	Cins/Meblağı	DEM 17.000.000
Kur		Kur	
Valör	14/8	Valör	14/8
Vade Faizi		Vade Faizi	
Açıklama		Açıklama	
BONY 24		CITI FFT	BONY FFT

OPERASYON SPOT/FORWARD
KONTRAT TARİHİNDE YAPILAN İŞLEM
DÜZENLEYEN KONTROL AMİR
VADE TARİHİNDE YAPILAN İŞLEM
DÜZENLEYEN KONTROL AMİR

TRADER

CHECKER

08 - 0004

OPERASYON KOPYASI - 1

EK B3

NSD/ATS SWAF

buy 1 Mro ATS
sell 1 Mro ATS

FX 2310
FX 2309

(587 CHARS)

T.C. DANKASI A.Ş.

502
16

ARBITRAJ	TALİMAT No./Instruction No.	İŞLEM TARİHİ - Date
	Nº 30278 R5219	2/5

LP04

LEHDAR BANKA - Counterparty
603 MAY 2PM 3:46 PAMBAO PAMBAO!

X30923767953

ALINAN DÖVİZ - Purchased currency

DÖVİZ CİNSİ VE MEBLAĞI - Currency&Amount	☒ PV ☐ EF	VALÖR - Value date
GBP 1.500.000		10/5
MUHABİRİMİZ - Our correspondent		KUR - Rate
MIDLAND		1.436285

2 3767953
transfer

SATILAN DÖVİZ - Sold currency

DÖVİZ CİNSİ VE MEBLAĞI - Currency&Amount	☐ DV ☒ EF
USD 2.244.422,50	
MUHABİRİMİZ - Our correspondent	
Banka	
MUHABİRLERİ - Their correspondent	
Banka	

,50#

OT 2000

... copy 1/3 - 1/104

☐ BROKER ☐ TELEX	KOMİSYON - Commission	MHS/Acc. Ref.
☐ REUTER ☐ TEL	B.S.M.V. - Duties	DEALER CODE

OSMANLI BANKASI A.S.

ARBT007

ARBİTRAJ	TALİMAT No/Instruction No.	İŞLEM TARİHİ - Date
	Nº 025228 095FX02309	28/8 3/40

LEHDAR BANKA - Counterparty
PAMIRAS RUSSCO

ALINAN DÖVİZ - Purchased currency

DÖVİZ CİNSİ VE MEBLAĞI - Currency&Amount	DV EF	VALÖR - Value date
USD 97.437.40		5/9 11/10
MUHABİRİMİZ - Our correspondent	KUR - Rate	
BONN NG HA	10.2635	

DÖVİZ CİNSİ VE MEBLAĞI - Currency&Amount	DV EF
AT 1.000.000	
MUHABİRİMİZ - Our correspondent	
KAB VIEN H 6182	
MUHABİRLERİ - Their correspondent	
CAD VIENNE H	

NOT

SWAP

1600 pdip

☐ BROKER	☐ TELEX	KOMİSYON - Commission	MHS/Acc. Ref.
☒ REUTER	☐ TEL	B.S.M.V. - Duties	DEALER CODE
			05

ARBİTRAJ	TALİMAT No/Instruction No.	İŞLEM TARİHİ - Date
	No 30326 0955A0012	6/5 -

EK C4

TARİH: 06/05/1996

SAAT : 16:33:54

LEHDAR BANKA - Counterparty
Paris Austria VIENNA

ALINAN DÖVİZ - Purchased currency

DÖVİZ CİNSİ VE MEBLAĞI - Currency&Amount	☒ V ☐ EF	VALÖR - Value date
ATD 1.100.000	X	2/5
MUHABİRİMİZ - Our correspondent	KUR - Rate	
ACC.	10.7307	

102,509.62

330014 651
NEWYORK N.

SATILAN DÖVİZ - Sold currency

DÖVİZ CİNSİ VE MEBLAĞI - Currency&Amount	☒ V ☐ EF
USD 102.509.62	X
MUHABİRİMİZ - Our correspondent	
BOND N.	3194
MUHABİRLERİ - Their correspondent	
Citi NY	

NOT

WAP

☐ BROKER	☐ TELEX	KOMİSYON - Commission	MHS/Acc. Ref.
☐ REUTER	☐ TEL	B.S.M.V. - Duties	DEALER CODE
		7/11	08

: D081
: D081
: GİRİŞ

ÖZGEÇMİŞ

1974 yılında Ankara’da doğdu. İlkokulu İstanbul’da bitirdi. 1984 yılında girdiği Kadıköy Anadolu Lisesi’ni 1991’de bitirdi. Aynı yıl İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme Mühendisliği Bölümü’ne girdi. 1995’te bu bölümü bitirdikten sonra aynı okulda Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Programı’nda yüksek lisansa başladı. Halen Tekstil Bankası Teftiş Kurulunda Müfettiş Yardımcısı olarak görev yapmaktadır.



**T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ**