T.C

MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
SERMAYE PİYASASI VE BORSA ANABİLİM DALI

TÜREV ARAÇLARI İLE İLGİLİ İŞLEMLER VE BU İŞLEMLERİN HUKUKİ NİTELİĞİ

DANIŞMAN: YARD.DOÇ.DR. BİRGÜL SOPACI
HAZIRLAYAN: CUMHUR TÜTÜNCÜBAŞI

İSTANBUL-2006

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER i
ŞEKİLLER LİSTESİ iv
KISALTMALAR CETVELİ v
GİRİŞ 1
TÜREV PİYASALAR 4
1 FİNANSAL PİYASALAR 4
2 TÜREV PİYASALARININ TANIMI 4
2.1 Organize Piyasa – Tezgahüstü Piyasa Ayrımı 5
3 TÜREV PİYASALARIN ÖNEMİ 5
4 TÜREV PİYASALARI VE TAKAS MERKEZİ'NİN İŞLEVİ 6
4.1 Hesapların Güncelleştirilmesi 8
4.2 Vadeli İşlem Piyasalarında Risk Yönetimi 9
4.2.1 Risk Çeşitleri 10
4.2.2 Risk Yönetimi 11
4.2.3 Kredi Riski 11
4.2.4 Piyasa Riski 12
4.2.5 Likidite Riskleri 14
4.2.6 Hukuki Risk 14
4.2.7 Operasyon Riski 14
4.3 Teminatlandırma 15
4.3.1 Teminatın Hukuki Niteliği 15
4.3.1.1 Başlangıç Teminatı (Initial Margin) 18
4.3.1.2 Sürdürme Teminatı (Maintenance Margin) 19
4.3.1.3 Değişim Teminatı (Variation Margin) 19
5 TÜREV PİYASA ÜRÜNLERİ 20
5.1 Türev Ürünlerine Genel Bir Bakış 20
5.1.1 Futures İşlemler 20
5.1.2 Forward İşlemler 21
5.1.3 Swap İşlemler 21
5.1.4 Opsiyon İşlemler 22
II GENEL OLARAK VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSALARI 23
1 OPSİYON SÖZLEŞMELERİ'NİN TARİHÇESİ 23
1.1 Amerika Birleşik Devletleri'nde 23
1.2 İsviçre ve Almanya'da 27
1.2.1 İsviçre'de - SOFFEX 27
1.2.2 Almanya'da - DTB 29
1.2.3 İki Borsanın Birleştirilmesi ve EUREX 31
1.3 Türkiye'de 31
2 İZMİR VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI (VOB) 37
2.1 Tarihçe 37
2.2 Borsanın İşleyiş Mekanizması 38
2.3 Yatırım Fonksiyonu Açısından VOB'un İrdelenmesi 39

3 OPSİYONUN TANIMI VE TÜRLERİ....40
3.1 Tanımı....40
3.2 Türleri....41
3.2.1 Bahşettiği Hakkın Türü Bakımından....41
3.2.1.1 Alım ve Satım Opsiyonları....41
3.2.1.1.1 Alım Opsiyonu....41
3.2.1.1.2 Satım Opsiyonu....41
3.2.1.2 Karmaşık Opsiyonlar....42
3.2.2 Vadeleri Bakımından....43
3.2.2.1 Avrupa Tipi Opsiyonlar....43
3.2.2.2 Amerikan Tipi Opsiyon....43
3.2.3 Konusu Bakımından....44
3.2.3.1 Hisse Senedi Opsiyonları....44
3.2.3.2 Döviz Opsiyonları....44
3.2.3.3 Faiz Opsiyonları....45
3.2.3.4 Endeks Opsiyonları....46
3.2.3.5 Emtia-Altın Opsiyonları....46
3.2.3.6 Vadeli İşlem Opsiyonları....47
III TÜREV ÜRÜNLERİN TÜRK HUKUKU'NDAKİ YERİ....48
1 GENEL OLARAK....48
2 VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİ'NİN İRDELENMESİ....49
2.1 Vadeli İşlem Sözleşmesinin Özellikleri....50
2.1.1 Vadeli İşlem Sözleşmesi Rızai Bir Sözleşmedir....50
2.1.2 Vadeli İşlem Sözleşmesi Borç Doğuran Bir Sözleşmedir....51
2.1.3 Vadeli İşlem Sözleşmesi Karşılıklı (synallagmatique) Bir Sözleşmedir....51
2.1.4 Vadeli İşlem Sözleşmesi Temlik Borcu Doğuran Bir Sözleşmedir....51
2.2 Sözleşme Serbestisi İlkesi Açısından Vadeli İşlem Sözleşmesi....52
3 VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMESİ'NİN UNSURLARI....54
3.1 Vadeli İşlem Sözleşmesinde Konu....54
3.2 Vadeli İşlem Sözleşmesinde Semen....54
3.3 Vadeli İşlem Sözleşmesinde Tarafların Anlaşması....55
4 VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMESİ'NDE TARAFLARIN BORÇLARI....55
4.1 Takas Merkezinin Borçları....55
4.1.1 Vadeye Kadar Olan Borçları....55
4.1.2 Vadedeki Borçları....55
4.1.2.1 Vadeli İşlem Sözleşmesinin Konusunun Somut Olması Halinde....56
4.1.2.1.1 Sözleşme Konusunun Teslim Etmek veya Semeni Ödemek....56
4.1.2.1.2 Teminatı Serbest Bırakmak....56
4.1.2.1.3 Diğer Borçları....56
4.1.2.1.3.1 Ayıba Karşı Tekeffül Borcu....56
4.1.2.1.3.2 Zapta Karşı Tekeffül Borcu....57
4.1.2.2 Sözleşmenin Konusunun Soyut Bir Varlık Olması Halinde....58
5 MEVZUATIN TÜREV ARAÇLARI BAKIMINDAN İNCELENMESİ....58
6 VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİ'NİN MENKUL KIYMET KAPSAMINDA DEĞERLENDİRİLMESİ....61

6.1 Türk Hukukunda Kıymetli Evrak ve Menkul Kıymet 62
7 VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİ'NİN İŞLEYİŞ MEKANİZMASI 64
7.1 Sözleşmenin Tarafları 64
7.1.1 Riskten Korunmayı Amaçlayanlar (Hedger'lar) 65
7.1.2 Spekülatörler 67
7.1.3 Arbitrajcılar 69
7.1.4 Diğer Taraflar 70
7.1.4.1 Borsa (Vadeli İşlem Piyasası) 70
7.1.4.2 Takas Merkezi 71
7.1.4.3 Piyasa Üyeleri 72
7.1.4.4 Takas Üyesi Olan Piyasa Üyeleri 73
7.1.4.5 Takas Üyesi Olmayan Piyasa Üyeleri 74
7.1.4.5.1 Piyasa yapıcılar 76
8 TÜREV ÜRÜNLERİN HUKUKİ NİTELİĞİ 76
8.1 Vadeli İşlem Sözleşmesinin Türev Araç Sözleşmeleri İçerisindeki Yeri 76
8.1.1 Opsiyon Sözleşmesi İle Karşılaştırılması 77
8.1.2 Swap Sözleşmesi İle Karşılaştırılması 78
8.1.3 Forward Sözleşmeler İle Karşılaştırılması 79
8.2 Genel Olarak Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Çeşitli Kanunlar Açısından Değerlendirilmesi 81
8.2.1 Borçlar Hukuku Açısından Vadeli İşlem Sözleşmesi 81
8.2.1.1 Vadeli İşlem Sözleşmesi'nin Oluşumu 82
8.2.1.2 Vadeli işlem Sözleşmesi ile Kumar ve Bahis İlişkisi 87
IV VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMESİ'NİN SONA ERMESİ 88
1 VADEDEN ÖNCE TERS İŞLEM İLE SONA ERME 88
2 VADEDE SONA ERME 89
2.1 Vadede Teslim İle Sona Erme 89
2.2 Vadede Nakdi Mutabakat İle Sona Erme 90
2.2.1 Konusu Soyut Bir Varlık Olan Vadeli İşlem Sözleşmelerinde 90
2.2.2 Diğer Vadeli İşlem Sözleşmelerinde 91
SONUÇ 92
KAYNAKÇA 96

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Takas Üyesi Olan Piyasa Üyesinin Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Alım Satımına Aracılık Faaliyeti…….73

Şekil 2. Takas Üyesi Olmayan Piyasa Üyesinin Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Alım Satımına Aracılık Faaliyeti…….75

KISALTMALAR CETVELİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
A.Ş.	: Anonim Şirket
AGE	: Adı Geçen Eser
AlB-VİOBY	: İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası Yönetmeliği
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
BK	: Borçlar Kanunu
CBOE	: Chicago Board Options Exchange
CEA	: Commodity Exchange Act
CFTC	: Commodity Futures Trading Commission Act
CONF-FUTURES	: Optionen auf Futures auf Anleihen der Eidgenossenschaft
CTB	: Commission Tripartite Bourses
DAX	: Deutscher Aktienindex
DTB	: Deutsche Terminbörse Gmbh
EOE	: Amsterdam Opsiyon Borsası
EUREX	: Eurex Zürich AG.
FTA	: Futures Trading Act
IMM	: International Monetary Market
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İMKB-VİPTMÜY	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Vadeli İşlemler Piyasası Takas Merkezi Üyeliği ve İşlemlerine İlişkin Yönetmelik
İMKB-VİPÜY	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Vadeli İşlemler Piyasası İşlem ve Üyeliğine İlişkin Yönetmelik
İzVİOBY	: İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği
LEPO	: Low Exercise Price
MK	: Medeni Kanun
NYSE	: New York Stock Exchange
OCC	: Options Clearing Corporation

SCOF	: Streering Committee Options and Futures
SerPK	: Sermaye Piyasası Kanunu
SMİ	: Swiss Market Index
SOFFEX	: Swiss Options and Financial Futures Exchange
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TOFF	: Traded Options and Financial Futures
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
VİOB-GnY	: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik
VOB	: Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası

GİRİŞ

Son otuz yıldır uluslar arası finans kuruluşları türev piyasa ürünlerini kullanarak sermayenin dünya üzerinde etkin ve hızlı bir şekilde dolaşımına aracılık etmektedirler. Piyasalarda genel olarak 1970'lerin başında ortaya çıkan istikrarsızlık, halen sürmektedir. Bu istikrarsızlığın doğurduğu risk, firmaların ve yatırımcıların yalnızca kazançlarını değil, varlıklarını sürdürebilmelerini de etkilemiştir[1].

Bretton Woods kasabasındaki konferansa katılan 44 ülkenin para birimlerini ABD doları karşısındaki pozisyonları itibariyle sabitleyen Bretton Woods sisteminin getirdiği istikrarlı, öngörülebilir pariteler sisteminin yıkılmasıyla birlikte gelecek, eskiden olduğundan daha puslu bir hale gelmiştir. Sermayenin çok çabuk ve kolay yer değiştirdiği bu yeni dönemde, yatırımcılar ve finansal mucitler büyük imkanlara kavuşmuşlardır. Artık hızla gelişen teknolojik imkanlarla sınırlı bulunan dünya ticareti, hem bu belirsizliği mümkün olduğunca ortadan kaldırmak, hem de doğan fırsatları değerlendirmek için yeni finansal araçlar ve yeni stratejiler geliştirmek durumunda kalmıştır. İşte Bretton Woods sisteminin yıkılış ile kademeli olarak artış gösteren döviz kurlarındaki ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar yanında, ticari hayatın özünde var olan, gelecekteki fiyatları tahmin ve buna göre hareket etmenin zorluğu, 1980'li yılların başında risk yönetimi anlayışını ön plana çıkarmıştır.

Risk yönetimin, en yalın ifadesi ile saf belirsizliği saf risk haline indirgemeye yarar. Bilanço dışı işlemlerde risk yönetimi faaliyetlerinin gerçekleştirilmesinde pivot mevkii kuşkusuz, kullanımları klasik araçlardan tamamen farklı bir mantığa dayanan, yapısı ve jargonu ile alışılanın dışında bir nitelik gösteren türev araç sözleşmelerine aittir. Türev araçlar belirsizliği ayırt edilebilir ve ölçülebilir risk haline dönüştürme ihtiyacını karşılamaktadır. Türev araç sözleşmeleri yıllardan beri kullanılmaktadır. Bilinen en eski opsiyon sözleşmesi Aristo'nun eserlerinde yer almaktadır. Bununla birlikte forward sözleşmelerin yapıldığı ilk borsa Londra'daki Kraliyet Borsası'dır (Royal Exchange). 17.

[1] **SMITH Clifford W., CHARLES Jr., SMİTHSON W., WİLFORD D. Skyes**, Managing Financial Risk, The Institutional Investor Series in Finance, New York 1990, s. 3.

yüzyılın ilk yarısında Hollanda'da meydana gelen lale soğanı cinneti sırasında ve aynı yüzyılın ikinci yarısında Japonya'da önce Osaka sonra Dojima'da kurulan pazarlarda forward sözleşmeleri yapılmıştır[2].

Osmanlı İmparatorluğu'nda ise devlet tahvilleri ile önceki borçların vadelerinin uzatılması amacıyla çıkarılan "Eshamı Cedide"ler üzerinde gerçekleştirilen "konsolid" işlemlerin[3], türev araç sözleşmeleri ile bir parça da olsa paralellik taşıdığı söylenebilir.

Vadeli işlem sözleşmeleri, fiyat ve faiz oranlarının istikrarsızlığı ve devamlı surette artış göstermesi nedeniyle yoğun ilgi görmüştür. Vadeli işlem sözleşmelerinin yapıldığı piyasalar, spot piyasaların bir uzantısı olup, esas itibariyle bu piyasanın daha iyi çalışmasının temini için kurulmuştur. Vadeli işlem sözleşmelerinin risk yönetimini kolaylaştırmak, gelecekteki fiyatları öngörebilir hale getirmek, firmaların işletme sermayesi temin ve muhafaza etmelerini sağlamak ve geleceğe yönelik karar alınmasına yardımcı olmak gibi önemli işlevi vardır[4].

Anılan faydalarının yanında, diğer türev araç sözleşmeleri gibi vadeli işlem sözleşmelerinin de yüksek riskli yatırım araçlarından olduğu bir gerçektir[5]. Zira, özellikle vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinde az bir bedel ile yüksek miktarlı yükümlülükler altına girilmesi mümkündür. Yine, türev araç sözleşmeleri bir kazanının karşısında mutlaka bir de kaybedenin olduğu sözleşmelerdir (zero-sumgame). Bir tarafta oluşan kazanç mutlaka karşı taraftaki kayıptan kaynaklanmaktadır. Ayrıca, piyasanın çok hızlı hareket etmesine paralel olarak anlık kararlar azami önem taşır. Dolayısıyla vadeli işlem sözleşmelerinin yapıldığı piyasalar, yapılan her işlemde azami özen ve dikkat gösterilmesi gereken piyasalardır. Tüm bu fayda ve tehlikeleri bir arada değerlendirildiğinde, ekonomik ihtiyaçlardan doğan vadeli işlem sözleşmelerinin, bu ekonomik ihtiyaçları karşılamaya

---

[2] **LAPLANTE J. Duncan**, Growth and Organization of Commodity Markets, The Concise Handbook of Futures Markets, ABD 1986, Bl.1, s. 5-7.
[3] **FERHATGIL A**., Türkiye'de Borsanın Tarihçesi, 1993, s. 72.
[4] **FINK Robert E. / Feduniak Robert B.,** Futures Trading Concepts and Stategies, New York Institute of Finance, ABD 1988, s. 3.
[5] **ÖZŞAHIN A. K.**, Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Hukuki Niteliği, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Ankara, 1999, s. 8.

devam ettikleri sürece gün geçtikçe artan bir öneme sahip olacaklarını söylemek yanlış olmaz.

Çalışmamızın konusunu da, ekonomik anlamda olumlu ve olumsuz birçok unsuru bünyesinde barındıran vadeli işlem sözleşmelerinin hukuki niteliğinin incelenmesi oluşturmaktadır.

TÜREV PİYASALAR

1 FİNANSAL PİYASALAR

Genel olarak piyasa, alıcı ve satıcıların buluştuğu, karşılıklı iletişim içinde oldukları ve alım-satım işlemlerini gerçekleştirdikleri yerdir[6]. Piyasalar ikiye ayrılır. Bunlar yurtiçi (domestic market) ve yurtdışı (international market) piyasalardır.

Finansal piyasalar piyasaların en önemli bölümünü oluşturmaktadır[7] .Bu piyasalarda fon arz ve talebinin karşılanması, fon ihraç edilmesi ve alım-satımın yapılması suretiyle;

- tasarruflar özendirilir ve arttırılır, böylece sermaye birikimi sağlanır,
- piyasalarda bulunan fonların etkin bir biçimde kullanımını sağlanır.

2 TÜREV PİYASALARININ TANIMI

Vadeli piyasalar; ileri bir tarihte teslimatı veya nakit uzlaşması yapılmak üzere herhangi bir malın veya finansal aracın bugünden alım satımının yapıldığı piyasalardır. Vadeli işlemler future, forward, swap, opsiyon işlemlerini içermektedir[8]. Bu işlemlerden futures ve opsiyon işlemleri genellikle organize piyasalarda işlem görür. Bu işlemlerin organize piyasalarda yapılmasının nedeni, işlemi standart kriterlere kavuşturmaktadır. Her ne kadar her ülke borsasında ve hatta aynı ülkenin farklı borsalarında bu işlemlere uygulanacak limit ve teminat miktarları değişmekteyse de her borsada belli bir sözleşme büyüklüğü ve belli bir teminat vardır. Örneğin; İMKB' da dövize dayalı vadeli sözleşme satın alma veya satma limiti 100,000 USD doları ve teminat ise bu rakamın %5'i dir.

Öte yandan forward işlemlerinde genellikle organize olmayan piyasalar tercih edilmektedir. Bu piyasalarda fiyat, miktar ve vade gibi unsurları alıcı ile satıcı arasında kararlaştırır. Ancak organize olmayan bu piyasalarda vadesinde gelmiş olan sözleşmenin satın alınmaması veya satılamaması durumunda organize piyasalardaki kadar güçlü bir

[6] **Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu**, s. 1.
[7] **YILMAZ M. Kemal**, Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri, s. 3.
[8] **ARIKAN A. Naci,** Türev İşlemlerin Hukuki ve Vergisel Boyutu, İstanbul 2000, s. 9.

garantör bulunmamaktadır. Bu durum riskten korkan piyasa oyuncularını organize olmayan piyasalardan uzak tutmaktadır.

2.1 Organize Piyasa – Tezgahüstü Piyasa Ayrımı

Organize piyasaların özelliği belli bir mekanda, hukuki altyapı ve operasyonel yapıya sahip olmasıdır. İstanbul Menkul Kıymetler Borsa'sı, Londra Borsa'sı gibi borsalar bu şekildedir. Genel olarak tezgahüstü piyasalardaki işlem hacmi organize borsalar bünyesinde ve merkez bir takas kurumu garantisinde yapılan işlemlere nazaran daha fazla olmasına karşın, piyasalarda gösterge fiyat olarak borsada oluşan fiyatlar dikkate alınmaktadır[9]. Ayrıca bu iki piyasa genellikle birbirine rakip olmak yerine, birbirini tamamlayıcı olarak işlev görmektedir. Tezgahüstü piyasalarda ise alıcı ile satıcı herhangi bir yerde karşılaşır ve işlemini yapar. İki piyasayı karşılaştıracak olursak;

- Alış ve satış işleminin daha yoğun olması münasebetiyle Organize Piyasalarda likidite daha çoktur.
- İşlemsel maliyetler (borsa ve takas komisyonu gibi) Organize Piyasalarda Daha yüksektir.
- Kredibilite araştırılması bakımından önemli bir kurum olan Takas Merkezi Organize Piyasalarda bulunur; Tezgahüstü Piyasalarda yoktur.

3 TÜREV PİYASALARIN ÖNEMİ

Türev Piyasaları gelişmiş mali piyasaların çok önemli unsurlarından biridir. Bunun temel sebeplerini söyle sıralayabiliriz.

- Vadeli işlemler, spot piyasalarda alınan pozisyonlara, gelecekteki fiyat hareketlerinden korunma imkanı sağlar.
- Piyasalarda genel olarak fiyat oluşum mekanizmasının daha etkin çalışmasını sağlar. Vadeli piyasalar mali piyasalarda dolaşan para için alternatif yatırım imkanı demektir, mevcut piyasalara vadeli piyasaların da eklenmesi ile hem paranın

[9] **YILMAZ,** age. s. 18.

piyasalardaki dolaşımı artar, hem de piyasaya genel bilgiler fiyatlara daha çabuk yansır.

- Vadeli piyasalarda alım satım komisyonları spot piyasalara göre genellikle daha düşüktür. Bu durum yatırımcıların maliyetlerini azalır.
- Türev piyasalar, spot piyasanın daha likit olmasını sağlar.
- Küçük yatırımcılar, piyasa bilgileri olmasına karşın sermayesi yeterli gelmediğinden dolayı yatırım yapmakta zorlanmalarına neden olmaktaydı. Kaldıraç etkisi sayesinde yatırımcı az bir miktarla yüksek miktarlarda işlem yapma imkanına kavuştu.

Türev piyasalarında işlem yapan alıcı ve satıcılar, vade sonundan evvel istedikleri anda borsada aynı özellikleri olan bir başka sözleşmeye ters yönden taraf olarak pozisyonlarını kapayabilirler[10]. Örneğin bir alıcı 20.07.2004 tarihinde 20.01.2005 sona erecek dövize dayalı bir uzun (long) pozisyon alır ve vade sonuna kadar beklemek istemiyorsa satıcı taraf kısa (short) pozisyon alıp pozisyonunu kapatabilir. Bu şekilde kendini "hedge" etmiş (korumuş) olur.

Türkiye'de, organize türev piyasalarının kurulma çalışmaları çerçevesinde, 1994 yılında, İMKB bünyesinde Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü oluşturulmuştur. Organize bir finansal vadeli işlem ve opsiyon piyasasının oluşturulması ve bu piyasada çeşitli sermaye piyasası araçları ile finansal göstergelere dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin düzenlenmesi amacıyla uzun bir hazırlık aşaması geçilerek 2005'de İzmir'de vadeli işlemler borsası açılmıştır.

4 TÜREV PİYASALARI VE TAKAS MERKEZİ'NİN İŞLEVİ

Takas; kelime anlamı olarak "değiş-tokuş" u ifade eder. Genel ticari anlamda bir mal veya hizmetin başka bir mal veya hizmet ile değişimi veya iki kişinin birbirlerine veya başkalarına olan borç ve alacaklarının karşılıklı teslim-tesellüm yolu ile ödenmesidir. Takas Merkezi (clearing house) ise organize bir borsada gerçekleştirilen vadeli sözleşmeler ile

[10] **ARIKAN**, a.g.e. s. 12.

opsiyon sizleşmeleri alım satımlarında, seans içi ve seanslar arası mahsup, netleştirme ve vade sonu takas işlemlerinin yapıldığı yerdir[11]. Diğer bir deyişle; Takas Merkezi (clearing house), vadeli işlem piyasasında işlem gören vadeli işlem sözleşmelerinde alıcı karşısında satıcı, satıcı karşısında alıcı konumuna geçerek piyasa katılımcılarının hak ve yükümlülüklerini teminat altına alan, gerçekleşen işlemler sonucu ödeme ve teslimat yükümlülüklerinin zamanında yapılmasını sağlar. Ayrıca risklerin takibi, kontrolü ve teminatların tesisini sağlamakla görevli merkezdir[12]. Yani takas merkezi sözleşmeyi alan tarafa karşı satıcı, sözleşmeyi satan tarafa karşı ise alıcı konumundadır. Burada takas merkezi de taraf olduğundan üçlü bir ilişki vardır. Alıcı ile satıcının birbirlerini tanıması gerekmez onların muhatabı takas merkezidir.

Görüleceği üzere, takas merkezi, hukuki anlamda vadeli işlem sözleşmesinin bir tarafını teşkil etmektedir[13]. Takas merkezinin vadeli işlem sözleşmelerinin bir tarafını oluşturması zorunluluğu, işlem güvenliğini sağlama amacıyla öngörülmüştür[14]. Zira takas merkezinin bulunmadığı durumda, başka bir değişle takas merkezinin vadeli işlem sözleşmesi ilişkisinde alıcı karşısında satıcı, satıcı karşısında alıcı olarak bulunmadığı durumlarda, sözleşmenin her bir tarafı diğerine karşı sorumlu olur. Eğer taraflardan biri ödeme güçlüğü içine düşerse diğer tarafın finansal kaybı söz konusu olur. Takas merkezinin varlığı durumunda, takas merkezi her vadeli işlem sözleşmesinde karşı taraf olarak devreye girmektedir. Takas merkezi alıcıya satıcı adına; satıcıya da alıcı adına güvence verir. Başka bir değişle, sözleşme alım ya da satımında bulunan taraflardan birinde bir ödeme güçlüğü söz konusu olduğunda, doğacak kayıp, takas merkezinin üzerinde kalmaktadır[15]. Yani takas merkezi, vadeli işlem piyasasında garantör sıfatına haizdir. Sonuç olarak vadeli işlem sözleşmesi alıcısı ve satıcısının, işlemde bulundukları karşı tarafın ödememe riski konusunda endişeye yer yoktur. Takas merkezi risk üstlenme işleviyle pazara güven ve akışkanlık kazandırmaktadır[16].

---

[11] **ARIKAN**, a.g.e. s. 13.
[12] VİOB-Gn Y2 md.39.
[13] **TANÖR B.**, Türk Sermaye Piyasası Hukuku, c.I, 2.Baskı, İstanbul 1999, s. 272.
[14] **PENEZOĞLU Y.G**., Hukuki Yönleriyle Vadeli İşlem Sözleşmeleri, Kazancı, İstanbul 2004, s. 37.
[15] Böylece kredi riski taraflardan takas merkezine aktarılmış olur. (**AKSEL A. E.,** Risk Yönetim Aracı Olarak Futures Piyasaları, Ankara 1995, s. 49.
[16] **CHAMBERS N.R**., Türev Piyasalar, İstanbul 1998, s. 12.

Vadeli işlem piyasalarında takas merkezinin üstlendiği bu sorumluluk, onun büyük bir finansal yük altına girdiği şeklinde yorumlanabilecekse de, piyasada mevcut olan teminat sistemi, takas merkezinin bir anlamda sigortasını oluşturmaktadır.

Teminat sistemine ileriki bölümlerde ayrıca değinilmekle beraber[17] şu an kısaca üzerinde durmakla yetineceğiz. Bu sistemde, sözleşme taraflarının kredi ve likidite risklerini üstlenen takas merkezi bu yükümlülüğünü karşılamak için taraflardan teminat talebinde bulunmaktadır. Taraflardan birinin yükümlülüğü yerine getirmediği durumlarda kullanılmak üzere alınan bu teminatların tutarı, tarafların alım-satımını gerçekleştirdiği sözleşmelerin büyüklüğü ile doğru orantılı olarak değişmektedir. Takas merkezi, teminatları fiyat değişikliklerine bağlı olarak günlük olarak değerlemek ve gerektiği taktirde taraflardan ilave teminat isteme hakkına sahiptir.

Bununla birlikte, teminatlar takas merkezinin riskinin tamamını karşılamayacağından, takas merkezi üstlendiği riski üyelerine dağıtacak yöntemler de geliştirmektedir. Bunlardan birisi olan Güvence Fonu'na[18] tüm takas üyeleri açık pozisyonları oranında katılacak, herhangi bir ödeyemezlik durumunda da bu fon kullanılabilecektir.

4.1 Hesapların Güncelleştirilmesi

Vadeli işlem ve opsiyon piyasalarında, takas merkezi, her işleme karşı taraf olmasının getirdiği kredi riskinden korunmak için, genelde günlük, bazı durumlarda ise anlık piyasayı ayarlama (marking-to-market) sistemi kullanır.[19] Bu sistemde her gün seans sonunda belirlenen uzlaşma fiyatının bir gün önceki uzlaşma fiyat arasındaki fark esas alınarak, gün sonunda her bir sözleşmenin alıcı ve satıcısı konumunda olanların takas merkezindeki hesapları, borçlandırılmak veya alacaklandırmak suretiyle, yeniden ayarlanır. Bu şekilde,

[17] Bkz. IV/B-4.2.
[18] **KILIÇ S.**, Sermaye Piyasasında Güvence Fonları, Active Derisi, Aralık 1998-Ocak 1999 (Güvence Fonları I), s.12-14. Ayrıca bkz.VİOB-Gn Y2 md. 46 ve VOBY md.83 ve 84.
[19] **ARIKAN**, a.g.e. s. 13.

sözleşme taraflarından birinin kaybı, ötekinin ise aynı miktarda kazancı olacağından, takas merkezinin kredi riski ortadan kalkmaktadır. Bununla birlikte, günlük fiyat değişimlerinin yüksek olduğu bazı hallerde, sözleşme fiyatı aleyhinde değişen tarafın takas merkezi hesabında tutulan teminatın yeterli olmamakta; bu halde takas merkezi ek teminat talebinde bulunmaktadır. İşte bu noktada, vadeli işlem piyasasında takas merkezinin riski oluşmakta, ek teminat talebinde bulunan tarafın bu yükümlülüğünü yerine getiremediği, bir başka değişle temerrüde düştüğü durumda, takas merkezi kârda bulunan kişinin alacağını karşılamak zorunda kalmaktadır. Takas merkezi, sonraki aşamada vadeli işlem piyasasını temerrüt ile ilgili düzenlemeleri dahilinde, yüklemek zorunda kaldığı sorumluluk tutarı için, temerrüde düşen taraf ve tarafın anlaşmalı olduğu üye nezdinde gerekli yasal işlemleri yürütmektedir[20]

4.2 Vadeli İşlem Piyasalarında Risk Yönetimi

Vadeli işlem sözleşmelerinin ana kullanım amacının risklerden korunma olduğu da göz önünde bulundurulursa, asıl olarak bir vadeli işlem sözleşmesi ile veya başka bir biçimde korunmamış olan bir pozisyonun ortaya büyük risk çıkarttığı çok belirgindir. Vadeli işlem sözleşmeleri kullanılarak spekülatif pozisyonlar yaratılabildiği gibi koruma amaçlı işlemler de yapılabilir veya herhangi bir portföyün risk derecesi ayarlanabilir. Bu nedenle vadeli işlem sözleşmelerini kullanmadan gerçek anlamda bir portföy yönetimi yapılması çok zordur.

Portföy yönetimi kısaca "belirli bir risk seviyesinde getiriyi maksimize etme süreci" diye tanımlandığında, vadeli işlem sözleşmeleri sayesinde bir portföyün riski, yöneticinin

[20] İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Takas Üyeliği Eğitim Notları, Haziran 2002,s.6. bununla birlikte, takas merkezinin sorumluluğu sınırsız değildir. Örneğin,VOB'da görevlendirilen takas merkezinin sorumluluk sınırı, aksi VOB kararlaştırılmadığı sürece, teminatlar ve garanti fonu toplamıdır (VOBY md. 78). Bahsi geçen teminat, takas merkezinin sorumluluğunu gerektiren işleme ilişkin olarak kendisine yatırılan teminat tutarıdır. Yoksa diğer işlemler için yatırılan teminatların kullanılması mümkün değildir. Garanti fonu kullanımı ise, sınırsızdır. VOBY md.84/2'göre, garanti fonunda temerrüt nedeniyle ödeme yapılması durumunda, ilk önce mütemerrit olan üye veya üyelerin payından ödeme yapılır. Bunu aşan kısım, diğer üyelerin katkılarıyla orantılı olarak garanti fonundan karşılanır. Yapılan ödemenin mütemerrit üyenin payından yüksek olması durumunda, söz konusu fark garanti fonunun alacağı olarak değerlendirilir ve takas merkezi bu alacağın tahsili için gerekli kanuni takipleri yapmaya yetkilidir.

öngörülerine göre azaltılıp arttırılabileceğinden, vadeli piyasalar önemli portföy ve risk yönetimi araçlarındandır. Örneğin, İMKB-30 içinde yer alan hisse senetlerinin bazılarını almak isteyen ancak genel olarak sistematik riskten (piyasanın düşmesi riskinden) çekinen bir portföy yöneticisinin bu çekincesine karşı uygulayabileceği iki strateji vardır. Bu hisse senetlerinden almamak veya bu hisse senetlerini alıp endeks vadeli sözleşmesi satarak portföyü korumak, yine aynı şekilde volatilitesi yüksek bir hisse senedi üzerine pozitif öngörüleri olan bir portföy yöneticisi, söz konusu hisse senedi üzerine bir opsiyon sözleşmesi alarak kendisini fiyat düşüşlerine karşı koruyabilir.

4.2.1 Risk Çeşitleri

Sonucu kesin olarak bilinmeyen herhangi bir alanda faaliyet gösteren bütün organizasyonlar riske maruz kalırlar. Finansal ve finans dışı şirketler, düzenleyici örgütler ve hatta kâr amacı gütmeyen şirketler bile, amaçlarına ulaşmak için belirli bir kaynak tesis ettikleri için çeşitli risklerle karşı karşıya kalmaktadırlar.

Uluslar arası sahada özellikle doğrudan veya portföy yatırımı yapan ve vadeli işlemler ile korunma sağlayan bir finansal kuruluş teknoloji riski, baz riski, politik risk, personel riski, yoğunlaşma riski, sözleşme riski, sistem riski, limit riski gibi bazı risklerle karşı karşıya kalmaktadır.

Yukarıda sayılan risklere daha birçok eklemeler yapılabilir. Bir ülkede yatırım veya herhangi bir iş yapmakla birçok risk üstlenilmektedir. Önemli olan yatırımcının bu risklerin hangilerinden kurtulabileceği veya hangilerini taşımak istediğidir. Bu açıdan bakıldığında vadeli işlemler esas olarak, bu risklerden kurtulmak isteyenler ile söz konusu riskleri üstlenmek isteyenler arasında yapılan bir risk devri anlaşmasıdır[21].

[21] **Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş**, İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü, İstanbul, Kasım 2002, s. 11.

4.2.2 Risk Yönetimi

Bir önceki bölümde sayılan risklerin hepsinden kurtulmak hemen hemen imkânsız olmakla birlikte bazıları için standart, bazıları içinse özel olarak tasarımlandırılmış (tailor-made) vadeli ürünler bulunmaktadır. Örnek olarak, döviz kuru riski için dövize dayalı, faiz oranı riski için faiz oranlarına dayalı vadeli işlem sözleşmeleri bulunurken, limit (özellikle tezgahüstü piyasalarda geçerli olan, piyasada fiyat olduğu halde işlem yapabilecek karşı taraf bulamama riski) veya likidite risklerine karşı bir vadeli işlem sözleşmesi bulunmamaktadır.

Aşağıda risk yönetiminin sadece finansal ve tek karar verici bir süreç olmadığı da akılda tutularak, bir finansal aracın yarattığı belli başlı önemli riskler ve etkin bir yönetim sürecinin nasıl olması gerektiği incelenmiştir.

Etkin bir risk yönetim süreci, şirketin karşılaştığı başlıca risk tiplerinin tanımlanmasıyla başlar. Bu riskler temel olarak kredi riski, piyasa riski, yasal risk, likidite riski ve operasyon riski olarak sıralanabilir. Risk yöneticisi, risk yönetim sürecini tüm bu riskleri kapsayacak biçimde oluşturmalıdır.

4.2.3 Kredi Riski

Kredi riski şirketin alacaklı olduğu taraflardan birinin ödeyememe durumuna düşmesi halinde karşılaşılan risktir. Risk yöneticisi, kredi riski ölçüm yöntemlerini tam olarak belirlemelidir[22]. Çoğu şirket, türev araçlarından ortaya çıkan kredi riskini toplam cari pozisyon netleştirme (replacement) maliyetine ek olarak olası piyasa hareketlerine göre şirketin potansiyel durumunu (exposure) ve buna göre eklenen ek bir maliyeti hesaba katarak belirler. Pozisyon netleştirme maliyetinin cari piyasa fiyatına göre mi yoksa söz konusu pozisyondan ötürü yapılması gerekecek ödemelerin net bugünkü değerine göre mi

hesaplanacağı üst düzey yönetim tarafından belirlenmelidir. Esas olarak ikinci yönetim daha öznel (subjective) olması, söz konusu yönetimin zaman ve sözleşmeye konu menkul kıymetin volatilitesinin bir fonksiyonu olmasından ötürüdür.

Organize piyasalarda gerçekleştirilen vadeli işlem sözleşmeleri, genel olarak bu piyasalarda takas merkezinin alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı alıcı olmasından dolayı, taraflar açısından ortaya bir kredi riski çıkartmamaktadır. Bu nedenle, işlemlerin daha çok organize piyasada gerçekleştirilmesine özen gösterilmelidir[23].

4.2.4 Piyasa Riski

Piyasa riski, şirket portföyünde yer alan kıymetlerin piyasada meydana gelen fiyat dalgalanmaları sonucu değer kaybetmeleri nedeniyle portföyün değer kaybetmeleri nedeniyle portföyün değer kaybetmesi riskini ifade eder. Bu durum, şirketin finansal araçlarının günlük olarak fiyatların gelişimine göre güncellenmesinden farklıdır. Piyasa riski, fiyatlar değiştiğinde ya da volatilite arttığında şirket portföyünün değer kaybına uğramasını ifade eder. Her türlü riskten en fazla etkilenen şirket portföyünden kaynaklanan piyasa riski sık sık ölçülmeli ve üst düzey yönetim bu ölçümün sıklığını tespit etmelidir.

Aktif portföye sahip şirketler riske açıklık durumlarını günlük olarak güncelleştirmelidirler. Daha küçük ölçekli veya durağan portföye sahip şirketler ise bu değerlemeyi daha az sıklıkta gerçekleştirebilirler.

Piyasa riski, belirli bir zaman aralığında gerçekleşmesi muhtemel bir fiyat hareketine bağlı olarak; portföyün, alınan pozisyona göre kârı veya kazancı ile ölçülür. Bu kavrama, yukarıda da belirtildiği gibi "Riske maruz değer" (Value-at-risk-VAR) yaklaşımı denir.

Piyasa riskinin ölçümü, ilgili birimlerce yapılırken; riske maruz değer (VAR) yaklaşımının hesaplanmasında kullanılacak anahtar parametreler de belirlenmelidir. Bunlar;

---

[22] **Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş**, İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü, İstanbul Kasım 2002, s.11.
[23] **Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş**, İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü, İstanbul Kasım 2002, s.12.

● Zaman aralığı; "potansiyel kâr/zarar miktarını kapsayan kaç dönem bulunduğu vb.

● Güven aralığı; "portföy fiyat dalgalanmaların yüzde kaçının "Riske maruz değer" hesaplanmasında dikkate alındığı vb.

Örnek:

Bir şirketin, günlük riske maruz değeri %95 güven aralığında 10 milyon ABD doları olsun. Bu ifade, şirketin, 20 günlük bir sürecin 19 günü içinde 10 milyon ABD dolarının altında bir kazanç ya da kayıpla karşılaşabileceği (veya 20 günde bir kere 10 milyon ABD doları üzerinde bir kâr veya zararla karşılaşabileceği) anlamına gelmektedir.

Diğer bir şirket ise, günlük riske maruz değer rakamı %99 güven aralığı içinde 10 ABD doları olsun. Bunun anlamı da, şirketin 100 günlük bir sürecin 99 gününde 10 milyon ABD dolarının altında bir kazanç ya da kayıpla karşılaşabileceğidir (veya 100 günde bir kere 10 milyon ABD dolarının üzerine bir kâr veya zararla karşılaşabileceği). Riske maruz değeri %99 güven aralığında 10 milyon ABD doları olan bir şirket, riske maruz değeri %95 güven aralığında 10 milyon ABD doları olan bir şirketten daha az risklidir.

Riske maruz değer, piyasa fiyat değişikliklerinin ölçülmesinde oldukça yararlıdır. İhtiyatlı bir firma, şirketin riske maruz değerini, çeşitli finansal tehlikelerin portföy üzerindeki etkisini ölçmek üzere dayanıklılık testi (stess testing) ile tamamlanmalıdır. Testlerin firma üzerinde olumsuz etki yaratacak olayları belirleyebilecek ve firmanın bu olumsuzluklara karşı mücadeledeki finansal kabiliyetini değerlendirebilecek nitelikte olması gerekir. Bu analizlerde, sadece ortaya çıkabilecek durumlar değil; en kötü senaryoların (worst case scenarios) da dikkate alınması gerekir. Dayanıklılık testleri sadece kârı ya da zararı hesaplar nitelikte olmayıp belirli senaryolar altında yönetimce yapılması gereken işleri, işletilmesi gereken kurallar ve çalıştırılması gereken iletişim ağlarını da kapsamaktadır. Risk yöneticisi kullanılacak dayanıklılık testi tekniklerini de belirlemelidir.

4.2.5 Likidite Riskleri

Pek çok kurum iki tip likidite riski ile karşılaşır. Bunlardan ilki, ürünlerde piyasanın derinliğine; diğeri ise şirketin ticari faaliyetlerini fonlanmasına bağlıdır. Çeşitli büyük risk tipleri ve ürünleri için limitleri belirlerken, risk yöneticisi belli bir piyasanın veya ürünün büyüklüğünü, derinliğini ve likiditesini tespit etmelidir. Zira piyasanın/finansal aracın likiditesi firmanın risk profilini ucuz bir maliyetle nakde çevirebilme kabiliyetini etkilemektedir. Hatta bazı firmalar, dönen varlıklar ve kısa süreli borçlarına bağlı olarak her bir vadeli sözleşme için sözleşme limitleri belirlemişlerdir. Risk yöneticisi, şirket faaliyetlerine bağlı olarak ortaya çıkan fon taleplerini karşılayabilmek için şirketin likidite kaynaklarını tespit ederek bunların yönetim şartlarını belirlemelidir. Bu durum, ancak şirketin varlıkları ile borçları arasındaki vade farklarını düzenlemesi ve şirketin pozisyonlarını hızlı bir şekilde tasfiye edebilme kapasitesi de dahil olmak üzere gelecekteki fon ihtiyaçlarını farklı varsayımlar altında belirlemesi ile gerçekleştirilebilir.

Likidite riskine örnek olarak, elde tutulan yüklü miktardaki hisse senedinin piyasada satılmak istenmesi durumunda, yeterli miktarda olmaması nedeniyle, satışın piyasada o an geçerli fiyattan daha aşağıdaki fiyat adımlarından gerçekleşmesi verilebilir.

4.2.6 Hukuki Risk

Hukuki risk, bir sözleşmenin yasal olarak uygulanamamasından kaynaklanan zarar riskidir. Bu risk belgelerle ispatın mümkün olmadığı ve karşı tarafın yetkisinin yetersiz olduğu veya mevzuatın yeterince açık ve yönlendirici olmadığı durumları da kapsamaktadır.

4.2.7 Operasyon Riski

Operasyon riski, bilgi sistemlerindeki ya da iç denetimdeki eksiklikler nedeniyle şirketin zarar etme riskidir. Bu risk insan hatalarından, sistemde meydana gelen çökmelerden, kural ve kontrollerin eksik olduğu durumlardan kaynaklanmaktadır.

Piyasa şartlarının sürekli olarak değişmesi; personelin sorunları çözmede farklı kabiliyet seviyelerine sahip olmaları nedeniyle her risk için belirlenen politikaların düzenli olarak gözden geçirilmesi ve geliştirilmesi gerekmektedir. Bu değerlendirmeler şirketin risk ölçme metodolojilerini, modellerini ve varsayımlarını; özellikle de çapraz risk kategorilerini bir araya getirmek için kullanılan ilgileşim yeniden değerlendirmek için yapılır. Söz konusu metodoloji ve modeller belirli dönemlerde gözden geçirilmelidir.

Diğer taraftan, şirket iç denetiminin yeterli olmadığı, görev tanımlamalarının iyi yapılmadığı durumlarda, kritik görevlerde çalışan ancak yeterli ölçüde kontrol edilemeyen şirket personelinin yol açabileceği zararlara karşı da tedbir alınmalıdır. Örneğin, geçmişte yaşanan ve Barings isimli İngiliz bankasının iflası ile sonuçlanan olayın iyi denetlenmeyen bir alım satım görevlisinin şirket defterlerinde yaptığı usulsüzlüklerden kaynaklandığı belirlenmiştir[24].

4.3 Teminatlandırma

Takas merkezi, günlük olarak uyguladığı hesap ayarlamalarında üyelerin ödeme yükümlüğünü yerine getirememesi ihtimalini göz önüne alarak, belirli bir miktarda teminat hesabı açmalarını zorunlu kılmaktadır. Vadeli ve opsiyon sözleşmelerinin alım satımında yükümlülük altına giren kişi teminat yatırır. Vadeli sözleşme her iki tarafa borç yükleyen bir sözleşme olması hasebiyle her iki taraftan teminat alınırken; opsiyon işlemlerinde yalnızca opsiyon sözleşmesi satıcısından teminat alınır.

4.3.1 Teminatın Hukuki Niteliği

Vadeli işlem sözleşmelerinden bahsederken bu sözleşmelerinin takas üyesine iki farklı yükümlülük yüklediğinden bahsedebiliriz. Örneğin Eylül 2005 vadeli, buğday üzerine bir vadeli işlem sözleşmesi yapılması halinde, sözleşme tür ve tipinin özellik ve niteliklerinin belirleyen tarafların asli edimleri malı teslim ve sözleşme bedelini yani

[24] **Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş**, İMKB Vadeli İşlemler Piyasası Müdürlüğü, İstanbul, Kasım 2002, s. 15.

semeni ödemektir[25]. Bir tarafın semeni ödemek, buna mukabil diğer tarafın teslimde bulunmak edimi, esasen satım akdinde mevcut olması nedeniyle bu sözleşmeler satım akdi, tarafların bu cinslerden karşılıklı borçlar altına girmedikleri sözleşmeler, örneğin endeks üzerine vadeli işlem sözleşmeleri ise kendine özgü (sui generis) akit olarak ifade edilip, bu sözleşmelere mahiyetlerine uyduğu müddetçe satım akdi hükümlerinin uygulanmasının doğru olacağı belirtilmiştir.

Vadeli işlem sözleşmeleri, ister satım akdi olarak, ister kendine özgü bir sözleşme olarak nitelendirilsin, sözleşmenin mahiyetini karakterize eden asli edimin dışında başka bir edimi daha ihtiva ederler. Sözleşmenin bu özelliği, yukarıda verilen tanımda dile getirilmiş olup, takas üyesinin takas merkezi nezdinde bulundurması zorunlu olan teminatı (magrin) ifade etmektedir. Bu niteliği itibariyle, vadeli işlem sözleşmesinin kurulması, yani takas üyeleri tarafından işlem formlarının takas merkezine gönderilmesi ile iki karşılıklı işlemin eşleşmesi neticesinde vadeli işlem sözleşmesi kurulmuş olur ve taraflar adına hak ve borçlar doğar. Vadeli işlem sözleşmesinden doğan asli borçlar, örneğin teslim ve semeni ödeme borçları müeccel olduğu halde, sözleşmenin kurulması ile doğan teminat yatırma borcu muacceldir. Piyasanın durumuna göre her gün yapılan hesaplama neticesinde teminatın tamamlanmasının gerekmesi halinde de bu borç muacceldir. İşte takas merkezi nezdinde başlangıç teminatı yatırılması ve teminatın piyasaya göre güncelleştirilmesi (marking to market) borcu, takas üyesini yerine getirmek durumunda olduğu tali bir edim teşkil eder.

Gerçekten de bir vadeli işlem sözleşmesinin yapılması ile iki türlü edim doğar. Bunlardan biri asli edim olup, sözleşmenin tür ve tipinin özellik ve niteliğini vermektedir. Örneğin hizmet akdinde, işçinin ücret karşılığında işverene belirli veya belirsiz bir süre için hizmet etme edimleri asli edimdir. Bundan başka, irade muhtariyeti ilkesi çerçevesinde her sözleşmede asli edim yükümleri mevcut olabilir. Örneğin kira akdinde taraflar, kiracının kira parasını ödemesinin yanında kış aylarında kiralanana kömür sağlamasını ve yaz aylarında da bahçeye bakmasını kararlaştırabilirler. Bu yan edimler, akdin niteliğini ve tipini belirlemeyen ancak asli edim karşısında ikinci derecede ve ona tabi bir amaç ve

[25] **FİTZGERALD M. Desmond, LUBOCHİNSKY Catherine, THOMAS Patric,** Financial Futures, Second Edition, Euromony Publications, 1993 s.31.

nitelik taşımaktadır[26]. Bununla birlikte, tali edimler de asli edimden bağımsız bir amaç ve muhtevaya sahip olmaları dolayısıyla borçlu yönünden bir yüküm, alacaklı yönünden ise bir hak ifade ederler. Dolayısıyla, münhasıran tali edim yükümlülüklerinin yerine getirilmesi için dava açmak mümkündür. Bu çerçevede, vadeli işlem sözleşmelerinde takas merkezine yatırılan ve her gün piyasanın durumuna göre güncelleştirilen teminatın tali edim yükümlülüğü niteliği taşıdığı söylenebilir. Bir adım daha ileri gidildiğinde, konusu para veya kıymetli evrak olan bu yan edim yükümlülüğünün (teminatın), rehin niteliğinde olacağı sonucuna varılacaktır[27].

Vadeli şilemler piyasasında, takas merkezlerinin kullandığı üç temel teminat uygulaması mevcuttur.

Vadeli işlem sözleşmesinde söz konusu olan teminata mahiyeti itibariyle paralellik arz eden teminatlar mevzuatımızda yer almaktadır. Örneğin 6183 Sayılı Amme Alacaklarının Tahsili Usulü Hakkında Kanun'un 10. maddesinde para, bankaları tarafından verilen teminat mektupları, hazine tahvil ve bonoları hükümetçe belli edilecek esham ve tahvilat teminat olarak yer almaktadır. Bundan başka, 2886 Sayılı Devlet İhale Kanunu'nun 26. maddesinde, tedavüldeki Türk parası, Maliye Bakanlığı'nca belirtecek bankaların süresiz teminat mektupları ile devlet tahvilleri ve hazine kefaletini haiz tahvillerin geçici veya kesin teminat olarak verilebileceği ifade edilmiştir[28]. Yukarıda anılan iki kanunda geçen teminat türleri ile vadeli işlem sözleşmesinde söz konusu olan teminat, düzensiz rehin olarak adlandırılabilir.

Gerçekten kendine özgü rehin benzeri bir kurum olarak kabul edilen düzensiz rehinde rehin, alacaklıya teminat amacı ile cins olarak belirlenmiş bir malın (hazine bonosu, devlet tahvili gibi) veya paranın mülkiyetinin teslim yoluyla geçirilmesi suretiyle kurulmaktadır. Düzensiz rehinde alacaklı, olağan taşınır rehininden farklı olarak alacaklının

[26] **ÖZŞAHİN A. K.**, Vadeli İşlemler Sözleşmesinin Hukuki Niteliği, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Ankara 1999, s. 40.
[27] **ANDREAS Von Tuhr**, Borçlar Hukukunun Umumi Kısmı, Çeviren Cevat Edege, Yargıtay Yayınları No:15 Ankara 1983.
[28] Bankalar Kanununun kredi sınırlarının istinası arasında saydığı nakit karşılığı açılan kredilerde de teminat olarak bir paranın verilmesi söz konusudur.

sınırlı ayni hak değil ve fakat mülkiyet hakkı elde etmesidir[29]. Bu şekilde, kurulan rehinde, ilgili malın veya paranın teslimi ile beraber, alacaklı için hem rehin hakkı hem de geri verme borcu aynı anda kendiliğinden doğmaktadır. Bu çerçevede vadeli işlem sözleşmesinde söz konusu olan teminat düzensiz rehin olarak nitelendirilebilecektir.

Vadeli işlem sözleşmelerinde bu tali edim yükümlülüğünün yerine getirilmemesi (teminat yatırılmaması veya güncelleştirme çağrısının sonuçsuz kalması) halinde, takas üyesinin pozisyonunun kapatılması gerekmektedir. Eğer takas üyesi ters işlem yoluyla pozisyonunu kapatmazsa, bu takas merkezince yapılacaktır[30].

Burada dikkat edilmesi gereken nokta, teminat yükümlülüğünün yerine getirilmemesi halinde sözleşmenin feshinin söz konusu olmamasıdır. Takas üyesi yapmaz ise takas merkezi ters işlem yapmak suretiyle pozisyonu kapatacaktır. Pozisyonun takas merkezi tarafından kapatılması halinde, takas merkezi, bir anlamda takas üyesi adına hareket ederek kendi kendisi ile sözleşme yapacaktır.

4.3.1.1 Başlangıç Teminatı (Initial Margin)

Vadeli işlemler piyasasında uzun veya kısa pozisyon almak isteyen bir yatırımcının, öncelikle bu işlemin karşılığında belli bir tutarda teminat yatırması gerekmektedir. Bu teminat, pozisyon açılırken yatırıldığı için, "başlangıç teminatı" olarak isimlendirilir. Başlangıç teminatı, türev işlem sözleşmesinin fiyatında bir gün içinde oluşabilecek değişimlerden kaynaklanan riski karşılayacak şekilde hesaplanır ve takas kurumu tarafından işlemin her iki tarafından da alınır. Bu teminat tutarının hesaplanmasında temel alınan gösterge, vadeli işlem sözleşmesine konu menkul kıymet veya finansal göstergenin fiyat oynaklığıdır.

Başlangıç teminatını oluşturan finansal araçlar değişiklik göstermekle beraber, çoğunlukla bir miktar nakit, bir kısım da hazine bonosu, devlet tahvili veya hisse senedi

[29] **KUNTALP Erden**, Teminat Kavramı, Teminat Türleri ve Bunlardan Doğan Sorumluluk, İstanbul 1995, s. 284.
[30] Takas merkezinin borsanın bir bölümü olması halinde pozisyon kapatma işlemini takas merkezi değil borsa yapacaktır.

gibi nakit dışı kıymetlerden oluşur. Buna ek olarak, her bir borsa tarafından tespit edilen başlangıç teminatı miktarı pozisyon değerinin bir kısmı olarak belirlenebileceği gibi, alınan pozisyonun belli bir yüzdesi karşılığında bir teminat cinsinden de belirlenebilir.[31]

Vadeli işlemlerde oyuncunun "yayılma pozisyonu" alması durumunda ise borsa tarafından normalde tek bir vadede pozisyon alınması durumunda (outright position) talep edilen başlangıç teminatının ortalama yüzde ellisi miktarında teminat talebinde bulunulur. Bunun en önemli nedeni, "yayılma pozisyonu"nun tanım itibariyle herhangi bir vadeli işlem sözleşmesinin bir vadesinde uzun, başka bir vadesinde ise kısa pozisyon alınmak suretiyle kombinasyon oluşturması ve her iki vadeli sözleşmenin fiyatlarının da aynı anda aynı yönde hareket edeceği varsayımı ile, bir vadede kayıp yaşanırken diğerinde kar edilecek olunmasıdır.

4.3.1.2 Sürdürme Teminatı (Maintenance Margin)

Vadeli işlem sözleşmelerinde pozisyon alındığında takas merkezi tarafından alınan pozisyonun belli bir miktarı teminat olarak alındığını belirtmiştik. Bu pozisyonun alındığı günden başlamak üzere, pozisyon alındığı günden itibaren, pozisyon alındığı andaki fiyat ile cari uzlaşma fiyatı arasındaki fark, açık pozisyon sahiplerinin hesaplarına yansıtılır. Bu işleme piyasaya göre ayarlama (marking to market) denir. Bu işlem sonucu teminatı aşan kısmı yatırımcı hesabından çekebilir.

4.3.1.3 Değişim Teminatı (Variation Margin)

Diğer yandan, piyasada pozisyonun alınması takip eden günlerde yatırımcının beklentisinin tersine sürekli olumsuz fiyat değişimleri yaşanması karşısında teminat hesabının bakiyesi azalır. Takas Merkezi, bu duruma belli bir seviyeye kadar yatırımcıdan teminatı tamamlamasını istemez. İzin verilen bu sınıra "sürdürme teminatı seviyesi" denir. Ancak, açık tutulan pozisyon için yatırılmış bulunan teminatın bakiyesi sürdürme teminatı seviyesine veya altına gerilediğinde yatırımcının başlangıç teminatı düzeyine çıkarılması

[31] **YILMAZ,** a.g.e. s. 83.

için borsa tarafından çağrıda bulunulur. Buna "teminat tamamlama çağrısı " (Matjin call) denir. Borsanın çağrısına icap etmeyen yatırımcının aldığı pozisyonlar likide çevrilir[32].

5 TÜREV PİYASA ÜRÜNLERİ

5.1 Türev Ürünlerine Genel Bir Bakış

1972 yılında Bretton Woods Sistemi'nin sona ermesiyle, döviz kurallarının sürekli değişiklik göstermesi sonucu, mali kuruluşlar ciddi şekilde kur riski ile karşı karşıya kalmışlardı. Yine aynı dönemde uluslar arası para piyasalarındaki faiz haddi dalgalanmaları faiz riski sorununu gündeme getirmiş özellikle sabit faizli borç verme eğiliminin giderek ortadan kalktığı 1980'li yıllarda risk yönetimi önem kazanmıştır.

Türev ürünler bu riskleri ortadan kaldıracak ürünlere olan ihtiyaç sonucu ortaya çıkmıştır[33]. Bu ürünlerin ilk başta gelenleri forward, swap, future, ve opsiyon işlemleridir. Zamanla değişen ve gelişen mali piyasalara uygun olarak türev ürünler de değişikliğe uğrayarak, bu ürünlerin çeşitli varyasyonları ve kombinasyonları piyasa katılımcılarının ihtiyaçları doğrultusunda geliştirilmeye başlandı. Bu ürünleri inceleyecek olursak;

5.1.1 Futures İşlemler

"Gelecek" futures kontratı, belli nitelikteki ve belli miktardaki bir malın veya mali enstrümanın, gelecekteki önceden belirlenmiş herhangi bir tarihte , yine önceden belirlenmiş bir fiyat üzerinden teslimini hükme bağlayan yasal bir sözleşmedir. Bu tanımdan da anlaşılacağı üzere, futures kontratı özünde, alım satım işleminin fiyatının bugünden belirlenip alımın ileri bir tarihte gerçekleşeceğinin hüküm altına alınmasıdır. Satıcı, belirli bir finansal aracın standart bir miktarını belirlenen tarihte ve önceden karşılıklı olarak kararlaştırılmış fiyattan teslim etmeyi taahhüt ederken alıcı da teslimatı kabul etmeyi üstlenir.

---

[32] **YILMAZ,** a.g.e. s. 83.

5.1.2 Forward İşlemler

Forward kontratları, ilerki bir tarihte teslimi söz konusu olarak döviz, faiz, tarımsal vb. varlık veya bir finansal ürünün vadesi, miktarı ve fiyatının bugünden belirlenerek sözleşmeye bağlandığı işlemleri içerirler. Bu sözleşmede varlığın özelliği, teslim ve ödemenin yapılacağı tarih, teslim yeri ve ne şekilde teslim edileceği, miktarı ve fiyatı olmak üzere tüm ayrıntılar bulunur. Forward sözleşmelerde alıcı belirli bir ihtiyacını karşılayacak belli bir varlık için sözleşme yapmak ister. Bu sözleşmenin gerçekleşebilmesi için de aynı özelliklere sahip ve aynı miktarda mal veya finansal aracı teslim etmeye istekli bir satıcı bulması gereklidir. Forward sözleşmelerinin özelliği, işlemin gerçekleştiği anda, alıcı ve satıcı arasında para alış-verişinin olmayışıdır[34]. Alıcı ile satıcı arasında kararlaştırılan, fiyat söz konusu varlığın dayandığı, gelecekteki değişimin referans fiyatıdır. Forward kontrat da kararlaştırılan fiyat gelecekte, teslim anında ödenir. Sözleşmenin her iki tarafa borç yüklemesinden, şartların ayrıntılı bir şekilde belirtildiğinden dolayı kazuistik ve spesifiktir. Bundan ötürü, sözleşmenin devri kolay olmadığından ikincil piyasası bulunmamaktadır.

5.1.3 Swap İşlemler

Kesin hüküm doğuran türev araç sözleşmelerinden olan swap sözleşmelerinde, örneğin, bir para swap (currency swap) sözleşmesinde, iki ayrı para borcu üzerinden mevcut borçların veya alacakların değiştirilmesi söz konusudur [35]. Swap sözleşmesinde, birbirine karşıt iki döviz işlemi bir araya getirilmekte ve anlaşmaya varılan süre için[36] farklı vadeli birbirine karşıt iki döviz işleminin birleştirilmesiyle iki farklı para birimini taşıyan, tutarlar taraflar arasında değiş tokuş edilmekteyken, vadeli işlem sözleşmelerinde tek bir alım satım vardır. Dolayısıyla swap sözleşmelerindeki karşılıklı alım satım vadeli işlem sözleşmelerinde söz konusu olmamaktadır. Öte yandan swap sözleşmelerinde; sözleşmenin

---

[33] **ARIKAN**, a.g.e. s. 16.
[34] **KIRIM / ARMAN,** Mali Risk Yönetim Açısından Forward Döviz ve Faiz Piyasaları, Bankacılık Dergisi, Bankalar Birliği Yayınları, 1991.
[35] **CEYLAN Ali**, Finansal Teknikler, Bursa 1995, s. 167.
[36] CEYLAN'A göre Swap sözleşmelerinde üzerinde anlaşılan sure sonunda başlangıçtaki döviz kuru üzerinden başlangıç tutarının iadesinin söz konusu olacağı gözönüne alındığında, swap işlemlerini kullanma ve yararlanma hakkı veren türev araç sözleşmeleri sınıfında ele alınması düşünülebilecektir.

vadesi geldiğinde, değiş tokuş yapılan unsurların, ilk swap işleminin yapıldığı günkü değeri üzerinden iadesi söz konusu olduğundan, swap sözleşmelerinin kullandırma borcu doğuran sözleşmeler sınıfı içerisinde ele alınması mümkün görünmektedir. Oysa vadeli işlem sözleşmesi devir (temlik ve ferağ) doğuran bir sözleşmedir[37] . Bu hususlar, iki türev araç sözleşmesi arasındaki belirgin farklılıklardır.

5.1.4 Opsiyon İşlemler

Opsiyon kavramı, "hür seçim", "hür irade" anlamına gelen Latince "optio" kelimesinden gelmektedir[38]. Genel olarak opsiyon hakkı opsiyon sahibinin, opsiyon satıcısının herhangi bir onayı aranmaksızın, belirli değerleri talep etmeye veya teslim etmeye yönelik, bir başka deyimle, içeriği ve şartları önceden tayin edilmiş bir sözleşmenin kurulması sonucunu doğuran tek taraflı varması gerekli bir irade beyanıdır.

Opsiyon sözleşmelerine dar ve teknik anlamda bakacak olursak sahibine, bir miktar primin peşin olarak ödenmesi karşılığında belirli miktardaki bir varlığı (Basiswert, Underlying) karşılaştıran bir fiyattan belirli bir tarihte gelecekte veya bu tarihe kadar olan süre içinde satın alma ya da satma hususunda serbesti tanıyan bir haktır[39].

Tanımdan da anlaşılacağı üzere opsiyon alıcısı, opsiyon hakkını kullanıp kullanmama hususunda tam bir serbestiye sahip olmakta, hiçbir yükümlülük altına girmemektedir. Bu hakkı kullanmaması durumunda zararı işlem için ödediği primle sınırlıdır. Opsiyon alıcısı hakkını kullandığı takdirde opsiyon satıcısı, işleme konu varlığı-opsiyon türüne göre-teslim etmek[40] ya da teslim almakla yükümlüdür.

---

[37] **ÖZŞAHİN A.K**, **Vade**li İşlemler Sözleşmesinin Hukuki Niteliği, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Ankara 1999, s. 14.

[38] **FRAUENFELDER**: s.8: **SCHMITTE K**,.: Aufklarungs-und beratungspflichten der Kreditinstitute bei Börsentermingeschaften an der Deutschen Terminbörse, Diss., Hamburg 1994, s. 21; Duden Fremdwörterbuch, 5. Aufl.,Mannheim-Wien-Zürich 1990, s.554; KARAAĞAÇ, S./ALOVA, E.:Latince-Türkçe Sözlük, İstanbul 1995, s. 411.

[39] **HAUSLER**, s. 58; **MÜLLER-MÖHL**, s. 49.

[40] **KIRCA İ.,** Hukuki Yönleriyle Borsa Opsiyon İşlemleri, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Sözkesen Matbaacılık, Ankara 2000, s. 73.

II GENEL OLARAK VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSALARI

1 OPSİYON SÖZLEŞMELERİ'NİN TARİHÇESİ

Opsiyonlar, yeniçağın keşfi olmayan, köken itibariyle daha eski çağa dayanan bir işlem türüdür. Gerçekten, Antik Yunan'da yaşayanların, Romalıların ve Fenikelilerin opsiyon ticareti yaptıklarından söz edilmektedir[41]. Henüz 1605 yılında, Amsterdam Borsası'nda, 1602'de kurulan ve baharat, kumaş, porselen gibi o zaman için değerli olan malları deniz yoluyla Hindistan'dan Hollanda'ya getiren Hollanda kökenli Doğu Hindistan Şirketinin (Vereenigde Oost-Indische Compagnie) hisse senetleri üzerine opsiyon işlemi yapılmaya başlanmıştır[42]. ABD'de opsiyon işlemleri 1790 yılından beri biliniyor olmakla beraber, asıl gelişmesini 1920'den itibaren gerçekleştirebilmiştir[43].

1.1 Amerika Birleşik Devletleri'nde

Günümüzde ABD, opsiyon ticareti konusunda bir numaralı ülke olma konumuna sahiptir. ABD'nin opsiyon ticareti alanında ulaştığı bu konum, bu ülkede özellikle menkul kıymet ve emtia piyasalarının birbirinden ayrılması sebebine dayanmaktadır.[44]

1960 ve 1970'li yıllarda hammadde, döviz, menkul kıymet gibi birçok ürünün fiyatlarında dalgalanmaların başlaması, ürün sahiplerinde bu dalgalanmadan kaynaklanan riskleri sınırlamaya yarayan araçlara karşı yeniden bir ilgi uyandırmıştır. Bu ilgi, borsa organizasyonlu bir opsiyon ticaretinin düzenlemesi sonucunu doğurmuştur: Nisan 1973'de, işlem hacmi en yüksek 16 hisse senedi üzerine yazılı standart alım opsiyonlarının işlem gördüğü ilk borsa olarak "Chicago Board Options Exchange"in (=CBOE) kurulması,

---

[41] **AUSPURG J.H.,** Rahmenbedingungen und Erfolgsfaktoren der Börsen im Financial Futures- und Traded Options-Geschaft, Bern-Stuttgart-Wien 1992 s. 17.
[42] **KIRCA İ**., Hukuki Yönleriyle Borsa Opsiyon İşlemleri, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Sözkesen Matbaacılık, Ankara 2000, s. 10.
[43] **T. HÄUSELER**, Die Vertraglichen Grunlagen im Bereich des Handels mit Derivativen Finanzinstrumenten, Unter Besonderer Berücksichtigung des Schweizer Rahmenvertrages für Over the Counter (OTC) Derivative, Zürich 1996, s. 20.
[44] **E. FREUENFELDER,** Optionen in Wertpapieren und Waren, Eine Untersuchung İhrer Mikro- und Makroökonomischen Relevanz, 2. Aufl., Bern- Stuttgart 1987, s. 22-23.

opsiyon ticaretinde gerçek bir atılım sayılmıştır[45]. Daha sonra 1977 yılında satım opsiyonları da CBOE'de işlem görmeye başlamıştır.

CBOE ile opsiyon ticaretine dünyada ilk kez iki önemli yenilik getirilmiştir. Bunlardan ilki, bizatihi opsiyonların borsada işlem görebilmesidir. Bilindiği üzere, geleneksel opsiyon ticaretinde, opsiyon alıcısı sadece opsiyonunu kullanmak suretiyle tasfiye etmek hakkına sahiptir; yoksa vadeye kadar elindeki opsiyonu satmak ya da satıp tekrar satın almak imkanına sahip değildir. Oysa CBOE'de opsiyon sözleşmelerinin standart hale getirilmesi (Traded Options) ile ikinci el piyasada bizzat opsiyonların alım satıma konu olması sağlanmıştır. Geleneksel opsiyon piyasasına nazaran CBOE ile gelen ikinci yenilik ise, opsiyon sözleşmelerinden doğan yükümlülüklerin taraflarca yerine getirilmesini sağlamak amacıyla bir takas kurumu olan "Options Clearing Corporation"ın (=OCC) kurulmasıdır. OCC, opsiyon işlemlerinde sözleşmelerin alıcısına karşı satıcı ve satıcısına karşı alıcı rolünü üstlenmekte ve böylece opsiyon sözleşmelerin emrettiği tüm hak ve yükümlülüklerin sorumluluğunu üzerine almaktadır. ABD'de işlem gören bazı opsiyonlar şunlardır:

Vadeli işlem sözleşmeleri üzerine yazılı opsiyonların (Futures Options) ABD'deki tarihi seyrine bakacak olursak bu opsiyonlar, diğer opsiyonlara nazaran nispeten gecikmeli olarak ilk kez 1982'de işlem görmeye başlamıştır. Bu gecikme, daha evvel de zikredildiği üzere, ABD'de türev piyasalar konusunda farklı iki denetim kurumunun (SEC ve CFTC) bulunmasından kaynaklanmıştır. Mali kağıtlar (Finanztitel) üzerine yazılı vadeli işlem sözleşmelerinin 1972 yılında "International Monetary Market" (=IMM) tarafından piyasaya sürülmesi ve standart hisse senedi opsiyonlarının 1973 yılında CBOE'de işlem görmeye başlaması, 1974 yılında CFTC isimli yeni bir denetim kurumu getiren "Commodity Futures Trading Commission Act"ın çıkarılması sonucunu doğurmuştur[46]. Bu kanun ile CFTC'ye vadeli piyasada cereyan eden bütün işlemlerin denetlenmesi görevi yüklenmiştir. 1974 tarihli bu Kanun'un çıkarılmasından bu yana peşin piyasalardaki bütün işlemler SEC, vadeli piyasalardaki bütün işlemler ise CFTC tarafından denetlenmektedir.

[45] **M.GRUSON**, Börsenzugelassene Optionen auf Aktien in den Vereinigten Staaten, ZHR Beihelf, 1985, s. 16.

1980'li yılların başında dövize dayalı vadeli işlem sözleşmeleri üzerine yazılı opsiyon ticaretinin kimin denetimine tabi olacağı konusunda SEC ile CFTC arasında itilaf yaratmıştır. CFTC, dövizlerin teamüller gereği emtia olarak nitelendirildiği ve vadeli işlem sözleşmelerinin 1974 tarihli "Commodity Futures Trading Commision Act" ile kendi denetimine tabi olduğu, dolayısıyla dövize dayalı vadeli işlem sözleşmeleri üzerine yazılı opsiyon ticaretinin de kendi denetimine dahil olması gerektiğini iddia etmiştir. SEC, buna karşı çıkmış: kullanılması halinde peşin piyasanın mali bir aracının teslimini sonucunu doğuran opsiyonların, yalnız SEC tarafından kontrol edilen borsalarda işlem görmesi gerektiği fikrini savunmuştur[47]. Bu tartışmalar üzerine 1982 tarihli "Futures-Trading-Act" (FTA) ile Amerika opsiyon piyasalarının denetimi hususundaki yetki dağılımı yeniden düzenlenmiştir. Buna göre, SEC'e "bir ya da daha fazla menkul kıymeti konu alan satım, alım ve diğer opsiyonlar (any put, call or other options on one or more securities)" ile "ulusal bir menkul kıymet borsasında işlem gören yabancı para üzerine yazılı bir opsiyonu konu alan herhangi bir işlem (any transaction in an option onforeign currency traded on a national securities Exchange)" üzerine denetim yetkisi verilirken, diğer bütün vadeli işlemler ve opsiyonların denetimi CFTC'de kalmıştır. Bunun sonucunda CFTC'nin denetimine tabi borsalara, döviz opsiyonlarını bilinen biçimiyle kabul etmek yolu kapanmıştır Zira bu borsalar nihayetinde farklı hale getirilmiş bir ürün olan dövize dayalı vadeli işlemler üzerine yazılı opsiyonlar geliştirmişlerdi. Böylece vadeli işlemlere dayalı opsiyonlar doğmuş oluyordu. O tarihten itibaren vadeli işlemlere dayalı opsiyon kavramından, temel kıymet olarak vadeli işlemi konu alan ve kullanılması halinde vadeli işleme konu kıymetin kendisinin değil, vadeli işlem hesabına basit bir kayıtla gerçekleşen vadeli işlem sözleşmesinin tesliminin gerektiği opsiyonlar anlaşılmaktadır[48]. Zaman içinde vadeli işlemlere dayalı opsiyonlar, kendisine konu olan vadeli işlem sözleşmelerine nazaran daha hızlı bir gelişme göstermiştir. Bu konuda dünyanın en büyük piyasası ABD'de bulunmakta ve burada ağırlıklı olarak faize dayalı vadeli işlemler üzerine yazılı vadeli işlem opsiyonları işlem görmektedir. Bunu dövize ve endekse dayalı vadeli işlemler üzerine yazılı opsiyonlar izlemektedir.

---

[46] **AUSPURG**, a.g.e. s. 8.
[47] **T. BEILNER,** Futures Options, Bewertung und Anwendung, Wiesbaden, 1992, s. 13.
[48] **HÄUSELER,** a.g.e. s. 16-17.

Endeks opsiyonları (Indexoptions), Amerikan borsaların yeniliklerinden biridir. Endeks opsiyonlarının işlem görmeye başlamasından önce yatırımcılar, piyasayı analiz için tercihen "IBM" hisselerinin fiyat seyrini esas alıyorlar idi. Daha sonra bu şirketin hisse senetleri üzerine yazılı opsiyonlar, portföye bağlı sistem risklerinin belirlenmesinde ölçü kabul edilmişti. Ancak bu çok riskli bir girişimdi. Zira "IBM"in hisse senetlerinin, "bir" olan "beta faktörü"nü gerçekten gösterip göstermediğine güvenilemiyordu. Endeks opsiyonlarının ortaya çıkması, bu tür tahmin faaliyetlerini gereksiz kılmıştır.

İlk endeks opsiyonları tezgah üstünde işlem görmüş ve 1970 yılında Amerikan sigorta şirketleri tarafından hisse senedi portföylerini teminat altına almak amacıyla ihraç edilmiştir[49]. Endeks opsiyonlarının organize borsalarda işlem görmesi, Mart 1982'de CBOE'de "Standart & Poor's 500" üzerine yazılan opsiyonlarla başlamış, bunu sırasıyla aynı yılın Mayıs ayında NYSE'deki "New York Stock Exchange Composite Index"i üzerine yazılı opsiyonlar, Mart 1983'de CBOE'deki "Standart & Poor's 100" üzerine yazılı opsiyonlar Nisan 1983'de AMEX'de "Major Market Index" üzerine yazılı opsiyonlar ve nihayet Aralık 1983'de PHLX'de "Value Line" üzerine yazılı opsiyonlar takip etmiştir[50]

Endeks opsiyonlarının işlem hacmi, 1987 yılında yaşanan büyük çöküntüden sonra önemli bir kayba uğramış; 1988'de ortalama günlük ciro, bir önceki yıla ait ortalama günlük cironun %56'sına düşmüştür. Ancak bir süre sonra endeks opsiyonları piyasası yeniden canlanmıştır[51].

Son olarak **faiz opsiyon**larının ABD'deki gelişimi üzerinde durmak gerekir. Bilindiği üzere, faiz oranları, ekonomik gelişme bakımından hiç şüphesiz büyük öneme sahiptir. Faiz oranları, ekonomi politikasını sırf "paranın maliyeti" olması özelliği ile etkilenmemektedir. Bunun aynı zamanda dolaylı olarak döviz kurlarına, fiyatlara, devlet borçlanmalarına ve diğer ekonomik unsurlara da etkisi bulunmaktadır. Örneğin, hisse senetlerinin, kıymetli madenlerin, hammaddelerin vs. fiyatlarının faiz oranıyla yakın ilgisi vardır.

---

[49] **E.MÜLLER-MÖHL,** Optionen und Futures- Grundlagen und Strategien für das Temrin geschäft in der Schweiz, Deutschland und Österreich, 3., Auf., Zürich 1995, s. 74.
[50] **HÄUSELER,** a.g.e. s. 17.
[51] **HÄUSELER,** a.g.e. s. 18.

Faize bağlı risklerin güvence altına alınmasına yönelik mali araçların arzının çok hızlı gelişim göstermesi, esas itibariyle üç sebepten kaynaklanmıştır. İlk sebep, 70'li yılların sonunda değişen kur sistemine geçilmesi ile kısa ve uzun vadeli faiz oranlarında büyük dalgalanmaların yaşanmasıdır. Bu durum, faiz oranlarındaki dalgalanmalara karşı koruma ihtiyacı doğurmuştur. İkinci sebep, piyasada dolaşan para miktarı ile enflasyon arasında sıkı bir bağın bulunmasıdır. Amerika Federal Merkez Bankası, enflasyonu düşürmek için piyasadaki para miktarını daima düşük tutmuştur. Üçüncü sebep ise, yeni türevsel araçlara konu olan menkul kıymet sayısının hızla artmasıdır[52].

Faiz opsiyonları, özellikle vadeli işlemler üzerine yazılı opsiyonlar biçiminde hızlı bir gelişim göstermiştir. Bu arada uluslar arası niteliği haiz bütün vadeli işlem borsalarında, faiz opsiyonları standart sözleşmeler olarak işlem görmekte ve bu araçlar bugün türevsel mali ürünler içinde en büyük işlem hacmine sahip bulunmaktadır.

1.2 İsviçre ve Almanya'da

1.2.1 İsviçre'de - SOFFEX

İsviçre'de, 19 Mayıs 1988 tarihinde "Swiss Options and Financial Futures Exchange"in (SOFFEX) açılışına kadar kayda değer nitelikte borsa organizasyonlu opsiyon ticaretinin yapıldığı söylenemez. Sadece Kasım 1986'dan itibaren İsviçre bankaları, bazı şirketlerin hisse senetleri üzerine yazılmış alım opsiyonlarını piyasaya sürmüşler ve bunları Basel, Cenevre ve Zürich borsalarında kote etmişlerdir[53]. Bu tarihten önce Zürich Borsası'nda Menkul Kıymet Borsaların Birliği'nin (Effektenbörsverein) teamüllerine göre cereyan eden, opsiyona sadece ekonomik bakımından benzer, fakat hukuki ve teknik yapısı bakımından ondan farklı olan primli işlem (Prämiengeschäft) yapılmakta idi. Standart olmaması nedeniyle pratik olmayan primli işlem, borsada pek rağbet görmemiştir[54].

---

[52] **KIRCA,** a.g.e. s. 23.
[53] **P. FORSTMOSER/ U. PULVER**, Der Optionshandel in der Schweitz, WM 1988, Sonderbeilage Nr. 6, s. 4.
[54] **M.K.WALTER**, Die Rechtsnatur des Börsenoptionsgeschäfts unter Besonderer Berücksichtigung des İnländischen Wertpapieroptionschandels, Frankfurt a. M-Bern-New York-Paris 1990, s. 43.

İsviçre'deki banka ve borsa çevreleri, ABD başta olmak üzere, bazı ülkelerin opsiyon piyasalarında 70'li yılların sonlarında ve 80'li yılların başlarında yaşanan hızlı gelişimin gerisinde daha fazla kalmak istememişlerdir. Bunun üzerine İsviçre'nin en büyük üç menkul kıymet borsası olan Zürich, Basel ve Cenevre Borsaları tarafından oluşturulan "Commission Tripartite Bourses" (=CTB), 1983 ve 1984 yıllarında İsviçre'de bir vadeli işlem ve opsiyon borsasının kurulması konusunda bilimsel etütler yapmış ve raporlar hazırlamıştır. Komisyonun hedefi, türevsel finansal araçların ticaretinin yapıldığı, uluslar arası standartlara uygun ve İsviçre'nin rekabet edebileceği bir piyasa kurmak idi. Başlangıçta geleneksel sistem olan borsa emirlerinin bağırarak verilesi (açık ve sesli pazarlık) (á la criée=open outcry) usulünün uygulanması ve Amsterdam'daki Opsiyon Borsası (EOE) modeli benimsenmek istenmiştir. Ancak 1985 yılında adı geçen Komisyon (=CTB), kurulacak opsiyon borsasında işlemlerin ve takasın tamamen elektronik gerçekleşmesine ve tek bir merkezi borsanın kurulmasına karar vermiştir.

1995 yılının ikinci yarısında üç menkul kıymet borsasının ve üç büyük bankanın temsilcilerinden oluşan yeni bir komisyon [Streering Committee Options and Futures (SCOF)] kurulmuş ve bu komisyon aynı yılın sonunda "Traded Options and Financial Futures" (TOFF) projesinin yönetimi konusunda Arthur Andersen & Co. Firması'nı görevlendirmiştir[55]. Nihayet, elektronik sistem ve borsanın organizasyonuna ilişkin alt yapı projelerinin hazırlanmasından sonra 15 Aralık 1986 tarihinde merkezi Zürih olan SOFFEX kurulmuştur. Alt yapı projesi bir yılı aşkın bir sürede hayata geçirilmiş ve en sonunda 19 Mayıs 1988 gününde, tanımış 11 İsviçre şirketinin hisse senetleri üzerine yazılı opsiyonlar işlem görmeye başlamıştır. Daha sonra SOFFEX'de, hisse senedi opsiyonları yanında SMI (Swiss Market Index), LEPO (Low Exercise Price) ve CONF-FUTURES (Optionen auf Futures auf Anleihen der Eidgenossenschaft) opsiyonları vs. işlem görmüştür.

SOFFEX'de işlem gören opsiyon sözleşmelerinin standart hale getirilmesinde, ufak farklılıklar dışında CBOE modeli esas alınmıştır.

Tamamen özel hukuk hükümlerine tabi bir anonim şirket niteliğindeki SOFFEX, diğer ülkelerdeki vadeli işlem ve opsiyon borsalarından farklı olarak, doğrudan devlet

denetimine tabi olmayan, denetimin bizzat kendisi tarafından yapıldığı tam elektronik bir borsa özelliğini taşımıştır.

1.2.2 Almanya'da - DTB

İsviçre'de olduğu gibi Almanya'da da ilk zamanlarda yazılı primli işlemler biliniyordu. Primli işlemler, 19. yüzyılın sonlarında bütün Alman menkul kıymet borsalarında büyük önem taşımış, ancak 1931 yılının ortalarında baş gösteren dünya ekonomi krizinin borsa üzerindeki olumsuz etkileri sonucunda tamamıyla yasaklanmıştır.

Uzun süren hazırlık çalışmalarından sonra[56]Almanya'da borsa organizasyonlu opsiyon ticareti, ilk kez 1 Haziran 1970 yılında ABD örneği esas alınarak 38 Alman şirketinin hisse senetleri üzerine yazılı opsiyonlarla start almıştır. Bu tarihten evvel bilhassa vadeli işlem ile opsiyon işlemlerinden hangisinin tercih edileceği konusunda tartışmalar yapılmış ve en sonunda opsiyon ticareti yönünde karar kılınmıştır[57]. Bu tercihi etkileyen birkaç sebep olmakla birlikte, en önemlisi, opsiyon işlemlerinde kayıp riskinin sadece opsiyon primiyle sınırlı olması ve bunun sonucunda az paraya çok kazanç imkanının bulunması nedeniyle bu işleme halkın katılımının daha kolay sağlanacağı düşüncesidir.

Büyük ümitlerle 1 Haziran 1970 tarihinde start alan opsiyon ticareti, kendisinden beklenen başarıyı bir türlü yakalayamamış; işlem hacmi, çok düşük seviyelerde kalmıştır. Bu olumsuzluk, daha ziyade opsiyon sözleşmelerinin standart olmamasından kaynaklanmıştır. Opsiyonların sözleşme büyüklükleri, uygulama fiyatları ve vadeli standart olmayıp, tarafça ihtiyaçlar doğrultusunda belirlenmekte idi. Bunun sonucunda opsiyon alıcısı, kural olarak vadeye kadar olan süreçte alıcı bulamadığından ikinci el piyasada opsiyon hakkını satamıyor; sadece vadede opsiyon hakkını kullanmayı bekliyor veya duruma göre bu hakkını kullanmayarak opsiyon değersiz hale geliyordu. Burada opsiyon alıcısı ancak vadede opsiyonunu kullanmak suretiyle ona konu olan hisse senetlerini teslim

---

[55] **HÄUSELER,** a.g.e. s. 26.
[56] Bu hazırlık çalışmaları hakkında bkz. **H. SCHLİCHT,** Börsenterminhande in Wertpapieren, Frankfurt a.M. 1972, s. 73.
[57] Opsiyon işlemlerinin Almanya'daki tarihi gelişimi hakkında daha ayrıntılı bilgi için bkz. **K.J. HARTUNG,** Das Wertpapieroptionsgeschäft in der Bundesrepublik Deutschland , Berlin 1989, s. 38 vd.

alıp, bunları hemen peşin piyasada satarak fiyat farkından istifade etmek imkanına sahip bulunuyordu. Hiç şüphesiz bu durum opsiyonların çekiciliğini ortadan kaldırmakta idi.

Bunun üzerine 1 Nisan 1978'de opsiyonların vadeleri standartlaştırılmış; ancak buna rağmen opsiyon ticaretinin işlem hacminde kayda değer bir artış tespit edilmemiştir. Amerikan CBOE modeli örnek alınarak 1 Nisan 1983 tarihinde daha geniş kapsamlı bir değişiklik yapılarak opsiyonların kullanım fiyatlarının standart hale getirilmesi yanında, vadeler konusunda da yeni ayarlamalar yapılmıştır. Bu değişikliklerin yapılmasından sonra opsiyon ticareti işlem hacmi, gerek birinci el gerek ikinci el piyasada önemli ölçüde artmıştır. 1 Nisan 1986'da opsiyonun dayandığı ürünler çeşitlendirilmiş ancak takip eden yıllarda muhtelif kanuni engeller ve teknik sebeplerden ötürü opsiyon piyasasında beklenen gelişme gerçekleşmemiştir.

Geleneksel opsiyon ticaretinden beklenen gelişme ve başarı gerçekleşmeyince, çalışmalar yapılmaya başlanmış ve yeni ve yeni bir vadeli işlem ve opsiyon borsasının kurulmasına karar verilmiştir. Bu borsanın kurulmasına ilişkin projenin yönetimi, İsviçre'de olduğu gibi Arthur Andersen & Co. Firmasına verilmiştir. Bu arada mevcut kanuni engellerin ortadan kaldırılması amacıyla Alman Borsa Kanunu'nda (Börsengesetz) bazı değişiklikler yapılmıştır[58]. Nihayet yapılan hazırlık çalışmalarından sonra 26 Ocak 1990 tarihinde "Deutsche Terminbörse GmbH" (DTB) kurulmuş ve önde gelen 14 şirkete ait hisse senetleri üzerine yazılı opsiyonlar işlem görmeye başlamıştır. Sonraki yıllarda opsiyonun dayandığı varlıkların çeşidi artırılmış, bu borsada hisse senedi opsiyonları yanında DAX (Deutscher Aktienindex), DAX-Future, BUND-Future (Future-Kontrakte auf eine fiktive mittelfristige/langfristige Schuldverschreibung der Bundesrepublik Deutschland) ve döviz (Währung) opsiyonları vs. işlem görmüştür.

DTB, SOFFEX örneğine göre kurulmuş, bünyesinde takas merkezi bulundurulan tam elektronik bir borsa olmuştur[59].

[58] **C.T. EBENROTH,** Rechtliche Hindernisse auf dem Wege zur <Goffex> ZIP 1988, s. 205 vd.
[59] DTB hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. **A. BEER**, Die Deutsche Terminbörse, 5. Aufl., Stuttgart 1997.

1.2.3 İki Borsanın Birleştirilmesi ve EUREX

SOFFEX ve DTP normal faaliyetlerini sürdürürken, Almanya ve İsviçre türevsel ürünler piyasasında güçlerini birleştirmek istemişlerdir. Bu amaçla 13 Aralık 1996'da "Deutsche Börse AG" ile "Swiss Exchange" arasında bir niyet mektubu imzalanmıştır. 08 Eylül 1997'de, DTP ve SOFFEX'in ortak ticaret yapacağı ve bunun için bir takas merkezinin kurulacağı resmen duyurulmuştur. Ortak kurulacak bu borsa, 07 Mayıs 1998'de "Eurex" adını almıştır. Daha sonra Eurex'de işlem görecek türev araçlar kuralları tespit çalışmaları başlamıştır. Nihayet 22 Haziran 1998 tarihinde Eurex, "Dow Jones STOXX 50" ve "Dow Jones Euro STOXX 50" endeksleri üzerine yazılı vadeli ve opsiyon işlemleriyle start almıştır. Takip eden zamanda Eurex'de işlem gören ürün çeşitleri artmıştır. Eurex'de halen hisse senetleri, endeks ve vadeli işlemleri konu alan 17 adet değişik opsiyon türü işlem görmektedir[60].

Deutsche Börse AG ile Swiss Exchange, Eurex'in eşit hissedarıdırlar. Eurex, tam elektronik borsa özelliğine sahip olup, işlemler "Eurex Claring AG" üzerinde gerçekleştirilmekte ve aynı anda hem "Eurex Zürich AG", hem de "Eurex Frankfurt AG"de işlem yapılabilmektedir. Eurex'in diğer ülkelerde bulunan türevsel ürünlerin işlem gördüğü borsaların katılımına açık olduğu da belirtilmektedir[61].

Hemen belirtelim ki, Eurex ile birlikte SOFFEX ve DTB son bulmuştur. Ancak, ülkemizde kurulan İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nın kuruluşuna ışık tutmak için Eurex'in yanında SOFFEX ve DTB'ye de değinme gereği duyduk.

1.3 Türkiye'de

Opsiyonların da dahil olduğu vadeli işlemler gibi gelişmiş risk yönetim araçlarının önce Tahtakale ve Kapalıçarşı tarafından kullanıldığı söylenmektedir[62]. Türk bankalarının

[60] **KIRCA**, a.g.e. s. 27.
[61] Eurex hakkında verdiğimiz bu bilgiler için bkz. **www.eurexchange**.com.
[62] **İ. ERSAN,** Finansal Türevler, Futures & Options & Swaps, İstanbul 1997, s. 197.

bu araçlara olan ilgileri ise, 1989 yılındaki 32 sayılı Karar ile yoğunlaşmıştır. Finans sektörü, değişken kur sistemi ve konvertibilite sonucunda o zamana dek fazla önemsenmeyen finansal risk sorunuyla karşılaşmıştır. Yabancı kökenli bankalarla bazı ihtisas bankaları, gerek fon yönetiminde gerek müşteri hizmetlerinde yeni risk yönetim araçlarından daha fazla yararlanmaya başlamışlardır. Belirtelim ki, bu araçlar organize borsalarda değil, tezgah üstü piyasalarda işlem görmüştür.

Amerika'da ve Avrupa'da uzun yıllardan beri yaygın olarak kullanılan opsiyonlrın ülkemizdeki uygulamasına geç başlaması ve bu uygulamanın yaygınlaşmamasına neden olarak şu hususlar gösterilmektedir.

-.Karmaşık bir kurum olması ve buna bağlı olarak hakkında yeterli bilginin bulunmaması,

- Yerli düzeyde tanıtımın yapılmaması,

- Yabancı kağıtlar konusundaki bilgi birikimi eksikliği nedeniyle bu konuda danışmanlık ve aracılık yapacak yatırım kuruluşlarının olmaması,

- Mevzuat ve altyapı eksikliği,

- Yüksek enflasyon ve ekonomideki dalgalanmalar yüzünden opsiyon satıcısının oldukça fazla risk üstlenmesinin gerekmesidir.

Türev ürünlerin, bu arada opsiyonların organize piyasalarda işlem görebilmesi konusundaki mevzuat çalışmaları 1992'de başlamıştır. 1992 yılında, 3794 sayılı kanun ile 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda (SerPK) birtakım değişiklikler yapılmıştır. Bu değişiklikle önce, SerPK 3/b'ye "sermaye piyasası araçları" kavramı dahil edilmiş, bu araçların menkul kıymetler ile "diğer sermaye piyasası araçları"nı kapsadığı ifade olunmuştur. "diğer sermaye piyasası araçları" kavramının ise, sırf vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri için ihdas edildiği ifade edilmektedir.

Bundan başka "Finansal göstergeler, sermaye piyasası araçlarına, mal ve kıymetli madenlere dayalı vadeli işlem sözleşmesi ile münhasıran kuruluş faaliyet ilke ve esasları ile

yükümlülüklerini düzenlemek, izlemek ve denetlemek" Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) görev ve yetkileri arasında sayılmıştır (SPK 22,J)[63].

Daha sonra 1995 yılında, 08.06.1995 tarihli ve 4113 sayılı Yetki Kanunu'na istinaden çıkarılan 558 sayılı Kanun Hükmünde Kararname (KHK) ile SerPK'nın 22,j hükmü değiştirilmiştir. Yeni hükme göre, "Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövize dayalı vadeli işlem ve *opsiyon sözleşmeleri* dahil her türlü türev araçların niteliklerini, alım ve satım yönetimini, bu araçların işlem göreceği borsalarda çalışacak kurumların kuruluş, denetim, faaliyet ilke ve esasları ile yükümlülüklerini, teminatlar, takas ve saklama sistemi konularında esas ve usulleri düzenlemek" Sermaye Piyasası Kurulunun görev ve yetkileri arasında sayılmıştır. Yine 558 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile SerPK 40/I'de de değişiklik yapılmıştır. Yapılan değişiklik uyarınca, "… Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenler ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçlarla diğer sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği borsaların kurulmasına, ticaret borsaları hariç mevcut borsalarda bu araçların işlem göreceği piyasaların oluşturulmasına Kurulca karar verilir. Bu borsaların hukuki statüleri, mali işler, kuruluş, teşkilat, denetim çalışma ilke ve esasları Kurulca çıkarılacak yönetmelikle belirlenir".

Mevzuata ilişkin yapılan bu altyapı çalışmalarıyla vadeli işlem ve opsiyon borsalarının kurulmasına imkan tanınmak istenmiştir. Nitekim bu değişiklikten sonra SPK, 1995 yılında "Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik"[64](VİOB-GnY) ile "İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği"ni[65](İzVİOBY) çıkarmıştır. Yine Kurul, 1996 yılında "İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası Yönetmeliği"ni[66](AlB-VİOBY) yayınlamıştır. Daha sonra SPK tarafından, bu yönetmeliklerle bağlantılı olarak "İstanbul Menkul Kıymetler

[63] Bu değişikliğe paralel olarak, sermaye piyasası faaliyetlerinin nelerden ibaret olduğunu düzenleyen 30. madde de bir değişiklik yapılmıştır. Buna göre, finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mal ve kıymetli madenlere dayalı vadeli işlem sözleşmesi yapılmasına aracılık, sermaye piyasası faaliyetlerinden sayılmıştır (SerPK 30/I,c). Aynı maddenin ikinci fıkrasında yapılan değişiklik ile vadeli işlem sözleşmelerini yapılmasına aracılığında hükmün kapsamına gireceği ifade olunmuştur.
[64] RG., 23.07.1995, S. 22352.
[65] RG., 07.09.1995, S. 22397.

Borsası Vadeli İşlemler Piyasası Takas Merkezi Üyeliği ve İşlemlerine İlişkin yönetmelik"[67](İMKB-VİPTMÜY) ile "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Vadeli İşlemler Piyasası İşlem ve Üyeliğine İlişkin Yönetmelik"[68](İMKB-VİPÜY) çıkartılmıştır.

Ancak hemen belirtmek gerekir ki, bütün bu çalışmalar, Anayasa Mahkemesi'nin 13.11.1995 tarih ve E. 1995/45, K. 1995/58 sayılı kararı[69] ile 558 sayılı KHK'yi iptal etmesiyle bir anlamda sonuçsuz kalmıştır. 558 sayılı KHK esastan iptal edilmemiş; iptale gerekçe olarak, 4113 sayılı Yetki Kanunu'nun 558 sayılı KHK'nin dayanağını oluşturan bölümünün Anayasa Mahkemesi'nin 19.09.1995 tarih ve E. 1995/44, K. 1995/44 sayılı kararı ile iptal edilmesi gösterilmiştir.

558 sayılı KHK'nın iptali ile yukarıda sıraladığımız SPK tarafından çıkarılan, Alb-VİOBY dışındaki yönetmelikler de hukuki dayanaktan yoksun hale gelmişlerdir. Ancak hemen belirtmek gerekir ki, yürürlükte olan kurallar anlamına gelmemek kaydıyla, bu çalışmalardan yararlanacağız. Çünkü, her şeyden önce, bu yönetmeliklerde yer alan hükümler, ayrıntılarını bir yana bıraksak batı ülkelerinin gelişmiş vadeli işlem ve opsiyon borsalarında halen uygulanan, bir anlamda onların tercümesi olan hükümlerdir. Dolayısı ile bu hükümler, Dünya'da mevcut vadeli işlem ve opsiyon borsalarında geçerli temel ilkeleri içermektedirler. Ayrıca, ilk anılan gerekçenin doğal bir sonucu olarak, ülkemizde kurulan İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası için SPK tarafından hazırlanan düzenlemelerin, özellikle söz konusu borsanın işleyiş mekanizması açısından bu yönetmeliklerde belirtilen temel ilkelerden farklı ilkeler getirmediği gibi, bundan sonra da bu düzende yönetmelikler çıkarılacaktır.

SPK'nın yukarıda anılan ve bir anlamda başarısızlıkla sonuçlanan mevzuat çalışmaları yanında, aynı tarihlerde Sanayi ve Ticaret Bakanlığı da vadeli işlem ve opsiyon borsalarıyla yakından ilgilenmiştir. Bu amaçla 5590 sayılı Kanun'da değişiklik yapılmış;

---

[66] RG., 18.10.1996, S. 22791.
[67] RG., 29.01.1997, S. 22892.
[68] RG., 29.01.1997, S. 22892.
[69] RG., 24.11.1995, S. 22473.

03.04.1997 tarih ve 4233 sayılı Kanun[70] ile 5590 sayılı Kanun'a "Ek Madde 11" ilave edilmiştir. Ek Madde 11/I'e göre, "Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nca, bir veya birden çok maddenin alım satımının yapılabileceği il, bölge veya ülke düzeyinde faaliyet göstermek üzere ihtisas borsaları da kurulabilir. Bunların kuruluşunda ve çalışma alanlarının genişletilip daraltılmasında Birliğin görüşü alınır". Bu maddenin 5. ve 7. fıkraları ise aynen şöyledir:

"Borsalarda, ilgili borsa ve Birliğin de görüşü alınarak borsa kotasyonuna dahil ürünlerle sınırlı olmak üzere vadeli ve opsiyon sözleşmelerinin işlem göreceği vadeli işlem piyasalarını kurmaya Sanayi ve Ticaret Bakanlığı yetkilidir.

Vadeli ve opsiyon işlemleri sözleşmelerinin nitelikleri, alım satım yöntemleri, bu piyasalarda faaliyet göstereceklerin kuruluş, faaliyet ve denetim esasları ile yükümlülükleri, takas ve saklama sistemi, verilen hizmet karşılığında alınacak her türlü ücret ve teminatlara ilişkin usul ve esaslar ilgili borsa ve Birliğin görüşü alınarak Sanayi ve Ticaret Bakanlığınca Çıkarılacak bir yönetmelikle düzenlenir".

5590 sayılı Kanun'da yapılan değişikliklere paralel olarak Sanayi ve Ticaret Bakanlığı, 1997 yılında "Ticaret Borsaları Vadeli İşlemler Piyasası Genel Yönetmeliği"ni çıkarmıştır.

Yukarıda anlatılanlardan anlaşılacağı üzere, ülkemizde kurulan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası kurulmadan önce, hem SPK hem de Sanayi ve Ticaret bakanlığı arasında sorun olmuştur. Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'nın vadeli işlem ve opsiyon borsalarına olan bu yakın ilgisi, dolayısıyla SPK ile olan yetki çatışması, ABD'de SEC ile CFTC arasında yaşanmış yetki çatışmasıyla paralellik göstermektedir. Şöyle ki, Bakanlık, tarımsal ürünleri konu alan vadeli işlem ve opsiyon borsalarının kendi alanına girdiğini; SPK ise, bu borsalarda tarımsal ürünlerin değil bizatihi vadeli işlem ve opsiyonların işlem gördüğünü, bu yüzden yetkili kurumun kendisi olması gerektiğini iddia etmekteydi[71]. Kurumlar

[70] "Ticaret ve Sanayi Odaları, Ticaret Odası, Sanayi Odaları, Deniz Ticaret Odaları, Ticaret Borsaları ve Türkiye Ticaret, Sanayi Deniz Ticaret Odaları Ve Ticaret Borsaları Birliği Kanununa Bir ek Madde eklenmesine dair Kanun" (RG., 9.4.1997, s. 22959)
[71] **KARSLI, M,** Sermaye Piyasaı, Borsa, Menkul Kıymetler, 4. Baskı, İstanbul, 1994 s.8

arasındaki bu yetki çatışması, aşağıda değindiğimiz 4487 sayılı Kanun ile isabetli biçimde SPK'nın görüşü doğrultusunda çözümlenmiş bulunmaktadır.

Hem SerPK'nun günümüz ihtiyaçlarını karşılar hale getirmek ve bu arada 558 sayılı KHK'nin iptaliyle elinden alınan vadeli işlem ve opsiyon borsalarını kurma yetkisini SPK'na vermek, hem de Sanayi ve Ticaret Bakanlığı ile SPK arasında yaşanan yetki çatışmalarını gidermek amacıyla 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun çıkarılmıştır. Bu Kanun'da yer alan vadeli işlem ve opsiyon borsalarına ilişkin hükümleri şöyle sıralayabiliriz:

Kanun'un 10. maddesi ile SerPk 22'nin (j) bendi değiştirilmiş ve "Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçların niteliklerini, alım ve satım esaslarını, bu araçların işlem göreceği borsalar ve piyasalarda çalışacakların denetim, faaliyet ilke ve esasları ile yükümlülüklerini, teminatlar, takas ve saklama sistemi konularındaki esas ve usulleri düzenlemek," SPK'nun görev ve yetkilerine dahil edilmiştir.

Ayrıca, Kanun'un 14. maddesi ile SerPK'nun 30. maddesinin © bendinde yapılan değişiklikle "Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçların alım satımının yapılmasına aracılık," sermaye piyasası faaliyetlerinden sayılmıştır.

Yine, 4487 sayılı Kanun'un 18. maddesi ile SerPk'nun 40. maddesinde yapılan değişiklik, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile her türlü türev araçlarından oluşan sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği borsaların kuruluş, teşkilat, faaliyet, denetim, üyelik ilke ve esaslarını vs. düzenlemektedir. Bu bağlamda maddede, türev araçların işlem göreceği borsaların, Kurul'un teklifi ve ilgili Bakanın önerisi üzerine Bakanlar Kurulu'nun onayı ile kurulacağı; bu borsalara ilişkin düzenlemeler yapmak hususunda Kurul'un yetkili olduğu hükme bağlanmıştır. Görüldüğü üzere, tarım ürünlerini konu alanlar da dahil, her tür türev aracın işlem göreceği borsaların kurulmasında ve bunlara ilişkin düzenlemeler yapmak hususunda Sanayi ve Ticaret Bakanlığı devreden çıkarılmış; sadece bu borsaların

Bakanlar Kurulu kararıyla kurulabilmesi ve Bakanlar Kurulu'nda Sanayi ve Ticaret Bakanı'nın da bulunması sebebiyle, bu Bakanlığa bir anlamda dolaylı bir yetki tanıdığı söylenebilir.

SerPk 40'da yapılan değişikliğe paralel olarak, 4487 sayılı Kanun'un 29.maddesi ile 5590 sayılı Kanun'a 03.04.1997 tarihli ve 4233 sayılı Kanunla eklenen ve yukarıda sözünü ettiğimiz Sanayi ve Ticaret Bakanlığı ile SPK arasında yetki çatışmasına yol açan "Ek Madde 11"de değiştirilmiştir. Bu değişiklikle kurumlar arasındaki yetki çatışmasının SPK lehine çözümlendiğini görmekteyiz. Yani haliyle Ek Madde 11'de, genel olarak Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından "ürün ihtisas borsaları"nın kurulması, bu borsalarda düzenlenecek senet ve sözleşmelere ilişkin esaslar gibi hususlar yer almaktadır. Ek Madde 11'in 6. fıkrasına göre ise, "Bu madde uyarınca düzenlenecek senet ve sözleşmelerin kapsamına 2499 sayıl Sermaye Piyasası Kanunu uyarınca düzenlenen vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin dahil değildir."[72] Böylece, tarım ürünlerine dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin işlem göreceği borsalar konusunda yetkinin Sanayi ve ticaret Bakanlığı'na değil; SPK'na at olduğu teyit edilmiştir.

2 İZMİR VADELİ İŞLEM VE OPSİYON BORSASI (VOB)

2.1 Tarihçe

1995 yılında İzmir Ticaret Borsası tarafından başlatılan çalışmalar çerçevesinde, Vadeli işlemler eğitim şirketi kuruldu. Ardından 1999 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası kanunu'nun 40. maddesinde 4487 sayılı Kanunla değişiklik yapılarak vadeli işlem ve opsiyon borsası kurulabilmesi için gerekli yasal altyapı oluşturuldu[73].

Söz konusu madde uyarınca çıkarılan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsaları'nın Kuruluşu ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik, 23 Şubat 2001'de yürürlüğe girdi. 19

[72] 5590 sayılı Kanun'un Ek Madde 11 hükmünde yapılan değişikliğin gerekçesi şöyledir: "Vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil türev araçlar ile bu araçların işlem gördüğü borsaların ve bu borsalarda çalışacak kuruluşların kuruluş ve faaliyet esasları[Sermaye Piyasası] Kanun[un] 40 ıncı maddesinde düzenlendiğinden, söz konusu düzenlemelere aykırı hükümler taşıyan [5590 sayıl]ı Kanunun Ek Madde 11 hükmünün bu doğrultuda değiştirilmesi öngörülmüştür." (TBMM Tutanak Dergisi, S.Sayısı: 19, s.18).

Ekim 2001'de ise Bakanlar Kurulu Kararı ile Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. (VOB) unvanı altında bir vadeli işlem borsası kurulması kararının ardından, Türkiye'nin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası ve İstanbul Altın Borsası'ndan sonra 10 Mart 2004'de de SPK'dan faaliyet izni alınarak 04 Şubat 2005 Türkiye'nin 3.Borsası VOB açılmış oldu.

İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası'nda ilk olarak pamuk, buğday, faiz, İMKB 30 ve döviz kontratları işlem görmeye başlamasıyla ileriye yönelik yapılacak işlemlerle faiz, mal ve döviz fiyatlarındaki dalgalanmalardan kaynaklanan belirsizliğin ortadan kalkması planlanmaktadır. Borsa için 32 aracı kurum ve bankaya yetki verilmesiyle başlayan işlemleri şu an 54 aracı kurum ve banka ile sürdürülmektedir.

VOB 'un gelişmesinin Türkiye'nin istikrarlı durumuna paralel olarak para politikasının önemli ve çok yönlü katkı olması beklenen borsa ile üretim yapan şirketlerin finansal risklerini azaltarak üretime daha fazla kaynak aktarılması imkanını da sağlamaktadır.

2.2 Borsanın İşleyiş Mekanizması

19. Yüzyılda ABD'de Chicago borsasının kurulmasının ardında vadeli işlem borsalarında tüm dünyada hızlı bir yayılma oldu. Türkiye'de vadeli işlemler piyasasının kuruluşu ile finans piyasaları kredi mekanizması üretim ve dış ticaret faaliyetleri birbirlerini tamamlayan bir yapıya kavuşmasını temini amaçlanmaktadır.

Vadeli işlem piyasaları gelecekteki ürün fiyatlarının belirlenmesi sağlıklı üretim ve yatırım kararlarının alınmasına yardımcı olan bir öngörü mekanizması işlevini görmektedir. Vadeli işlemler piyasasının kuruluşu ile finans piyasaları kredi mekanizması üretim ve ticaret faaliyetleri birbirlerini tamamlayan bir yapıya kavuşturulacaktır[74]. Üreticiler için üretim planlaması ve uzun vadeli satış bağlantısı yapabilme imkânı sağlaması planlanarak, Fiyat ve talep belirsizliği riskini ortadan kaldırılacağı düşünülmektedir. Sanayiciler

[73] http://www.milliyet.com.tr/2005/01/31/son/soneko17.html.
[74] **R. HİSARCIKLIOĞLU,** Röportaj, Referans Gazetesi VOB eki, s. 6, (04.02.2006).

açısından bakılacak olursa istikrarlı girdi fiyatlarının oluşması ile gerçekçi maliyet ve üretim planlaması yapılabilecektir.

2.3 Yatırım Fonksiyonu Açısından VOB'un İrdelenmesi

Özellikle ülkemiz açısından pamuk ve buğday kontratlarının alınıp satılması sektörün yatırımcılarının kaynak aktarımı yapacağı bir alan olacaktır. Hasat zamanı ürünün değerini bilmeyen üreticinin, satacağı ürünün fiyatını önceden kesinleştirebilmek için VOB üyesi bir aracı kurum aracıyla vadeli işlem sözleşmesi satacak. Üretici, vadesi geldiğinde ürünü sözleşmede belirtilen değerden satmayı tercih edebileceği gibi sözleşme fiyatıyla vade sonundaki fiyat arasındaki farkı ödeyerek 'nakdi uzlaşma' yoluna gidebilir. Böylece malın belirli fiyattan alma ve satma hakkına kavuşmuş olan üretici, üretim aşamasında hasat zamanı gerçekleşecek fiyatı bilecek ürün planlaması yaparak ona göre pozisyon alacak.

Örneğin; Nisan ayında ekim yapan ve Ekim ayında da 250 ton civarında bir hasat bekleyen çiftçi, kendini koruma amacıyla VOB'da pamuk üzerine düzenlenmiş vadeli işlem sözleşmesi satmaya karar verir. Nisan ayı itibariyle spot piyasada pamuk fiyatları 2.20 YTL/kg iken ekim vadeli pamuk vadeli işlem sözleşmeleri de 2.60 YTL/kg'den işlem görmektedir. Çiftçi Nisan ayında 250 adet Ekim vadeli VİS satarak (her bir sözleşmenin miktarı 1000kg.dır) bir koruma işlemi gerçekleştirir. Ekim ayında pamuk spot fiyatları 1.90 YTL'den düşmüştür. Hasadını yapan çiftçi ürettiği 200 ton pamuğu tüccara o günün spot piyasa fiyatından, yani 1.90 YTL'den satar. VOB'da ise vadesi doları 250 adet Ekim vadeli pamuk sözleşmesinin her birinden 700 YTL kar elde eder. Bütün bu işlemler sonucunda çiftçi pamuğu için toplamda 2.60 YTL/kg fiyatını elde etmiştir.

İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasını riskten korunmak isteyen çiftçi veya ihracatçı ve ithalatçı için bir mekanizma olduğu düşünüldüğü yönünde bir kanı oluştuysa da; asıl yapılan işlemlerin kaydi işlemler olması sebebiyle sözleşmeyi spekülatör veya başka herhangi bir yatırımcı da alabilmektedir.

3 OPSİYONUN TANIMI VE TÜRLERİ

3.1 Tanımı

Opsiyon (option) kavramı, "hür seçim", "hür irade" anlamına gelen Latince "optio" kelimesinden gelmektedir[75].

Genel olarak opsiyon hakkı, opsiyon sahibinin, opsiyon satıcısının herhangi bir onayı olmadan, belirli değerleri talep etmeye ve teslim etmeye yönelik, bir başka anlatımla, içeriğe ve şartları önceden tayin edilmiş bir sözleşmenin kurulması sonucunu doğuran tek taraflı varması gerekli bir irade beyanıdır[76].

Çalışmamızda değineceğimiz –dar ve teknik anlamda- opsiyon ise, sahibine, prim adı verilen bir miktar paranın peşin olarak ödenmesi karşılığında belirli miktardaki bir varlığın (Basiswert, Underlying) kararlaştırılan bir fiyattan (Strikepreis) gelecekte belirli bir tarihte veya bu tarihe kadar olan süre içinde satın alma ya da satma hususunda serbesti tanıyan bir haktır.

Tanımdan da anlaşılacağı üzere opsiyonun alıcısı, opsiyon hakkını kullanıp kullanmama hususunda tam bir serbestiye sahip olmakta, bu hususta hiçbir yükümlülüğü bulunmamaktadır. Opsiyon alıcısı hakkını kullandığı taktirde opsiyon satıcısı, işleme konu varlığı –opsiyon türüne göre- teslim etmek ya da teslim almakla yükümlüdür.

[75] **FRAUENFELDER**, a.g.e. s. 8.
[76] **HÄUSLER,** a.g.e. s. 110.

3.2 Türleri

3.2.1 Bahşettiği Hakkın Türü Bakımından

3.2.1.1 Alım ve Satım Opsiyonları

3.2.1.1.1 Alım Opsiyonu

Alım opsiyonu (=Call-Option; Kaufoption), sahibine, sözleşmenin vadesinde veya vadeye kadar olan süre içinde opsiyona konu teşkil eden araçları sözleşmede belirtilen fiyattan ve belirtilen miktarda satın alma hakkı veren opsiyon türüdür[77].

Buna uygun olarak alım opsiyonu satıcısı, alıcı hakkını kullandığı taktirde sözleşmeye konu teşkil eden araçları satmakla yükümlüdür.

3.2.1.1.2 Satım Opsiyonu

Satım opsiyonu (Put-Option; Verkaufoption), sahibine, sözleşmenin vadesinde veya vadeye kadar olan süre içinde opsiyona konu teşkil eden araçları sözleşmede belirtilen fiyattan ve belirtilen miktarda satma hakkı veren opsiyon türüdür[78].

Satım opsiyonu sahibinin bu hakkını kullanması halinde opsiyon satıcısı, sözleşmeye konu teşkil eden aracı satın almakla yükümlüdür.

Alım ve satım opsiyonunun alıcısı, yani sahibi, bu hakka sahip olmakla uzun pozisyon (Long-Position); alım ve satım opsiyonunun satıcısı ise, bu hakkı satmakla kısa pozisyon (Short-Position) tutmuş olur[79].

[77] Bkz. VİOB-GnY, m. 32,b,1.
[78] Bkz. VİOB-GnY, m. 32,b,2.
[79] Bkz.VİOB-GnY, m. 32-33.

3.2.1.2 Karmaşık Opsiyonlar

Alım ve satım opsiyonlarının çeşitli şekillerde bir araya gelmesiyle oluşan ve değişik isimlerle anılan opsiyon türleri de bulunmaktadır. Karmaşık opsiyonlar olarak adlandırabileceğimiz bu opsiyonlar, esas itibariyle alım ve satım opsiyonlarından başka bir şey değildir. Diğer bir anlatımla, karmaşık opsiyonlarda işleme konu olan, yine alım ve satım opsiyonlarıdır. Karmaşık opsiyonlar, sadece yatırım stratejileri bakımından önem taşımaktadırlar.

Karmaşık opsiyonlarının başlıcaları şunlardır:

- Straddle: Staddle, opsiyona konu araçların, bunların miktarlarının, vadelerinin ve kullanım fiyatlarının aynı olduğu bir alım ve bir satım opsiyonunun alınması (Long-Straddle) ya da satılmasıdır (Short-Straddle).

- Sprad: Spread, kendisine konu araçların, bunların miktarlarının aynı olduğu fakat kullanım fiyatlarının ve/veya vadelerinin farklı olduğu opsiyonların eş zamanlı olarak alınması ve satılmasıdır[80]. Kullanım fiyatları ve/veya vadeleri farklılık gösterdiğinden, aynı sınıfa (Optionsklasse) ait opsiyonların eş zamanlı olarak alınıp satılması halinde opsiyonlar birbirlerini ekonomik açıdan ortadan kaldırmaz, yani spread sahibi pozisyonunu kapatmış sayılmaz.

- Strangle: Strangle,srraddle'de olduğu gibi bir alım ve bir satım opsiyonundan oluşmakta, ancak sraddle'dan değişik olarak burada alım ve satım opsiyonlarının kullanım fiyatları ve/veya vadeleri farklılık göstermektedir. Strangle, ya kullanım fiyatları farklı bir adet alım ve bir adet satım opsiyonunun alınması (Long-Strangle), ya da bunların satılması (Short-Strangle) biçiminde gerçekleşir[81].

[80] **J. ELLENBERGER,** Die Neuere Rechtsprechung des Bundesgerichtshofes zum Börsenterminhandel, WM Sonderbeilage Nr. 2/1999, s. 3 vd.
[81] DTB- Einführung, s. 79 vd.

- Long-Strangle, opsiyona konu varlığın fiyatındaki değişkenliklerin artacağı; Short-Strangle ise, bu değişkenliğin az olacağı yönünde beklentilerin olması ve bu değişkenliklerin yönünün kestirilmemesi durumunda uygulanan bir stratejidir.

3.2.2 Vadeleri Bakımından

Opsiyon sözleşmesi ile tanınan hakkın kullanılabileceği süreye ilişkin yöntem ve buna bağlı olarak iki opsiyon tipi söz konusudur.

3.2.2.1 Avrupa Tipi Opsiyonlar

Opsiyon hakkının sahibine, opsiyonu sadece vade sonunda kullanma hakkının tanımlanması durumunda Avrupa tipi opsiyondan söz edilir. Bu tip opsiyonu vadeden evvel kullanmak mümkün değildir.

3.2.2.2 Amerikan Tipi Opsiyon

Amerikan tipi opsiyonda ise, opsiyon hakkı vade sonunda veya vade sonundan önceki herhangi bir tarihte kullanılabilmektedir[82]. Bir başka ifadeyle, bu tip opsiyonların alım tarihi ile vade arasındaki zaman dilimi içinde istenen tarihte kullanılabilme imkanı mevcuttur.

Esnek olmaları sebebiyle bu tip opsiyonlar Avrupa tipi opsiyonlara nazaran daha pahalıdırlar.

Opsiyonların Avrupa mı yoksa Amerika tipi mi olduklarının coğrafi bir anlamı yoktur. Her iki opsiyon türü hem Amerika'da, hem Avrupa'da işlem görmektedir. Günümüzde, opsiyon sözleşmelerinin alım satımının yapıldığı organize borsalarda ağırlık, Amerikan tipi opsiyonlardır.

[82] **CEYLAN,** a.g.e. s. 209.

3.2.3 Konusu Bakımından

3.2.3.1 Hisse Senedi Opsiyonları

Hisse sendi opsiyonları (Aktienoptionen; Stock Options), sahibine, sözleşmenin vadesinde veya vadeye kadar olan süre içerisinde opsiyona konu teşkil eden hisse senetlerini sözleşmede belirtilen fiyat üzerinden ve belirtilen miktarda satın alma/satma hakkı veren opsiyon türüdür. Kısaca, hisse senedi opsiyonunda opsiyon sözleşmesine konu olan varlık, hisse senedidir.

3.2.3.2 Döviz Opsiyonları

Döviz opsiyonları (Devisen-Optionen; Currency Options), sözleşmesinin vadesi geldiğinde sözleşmenin dayandığı dövizi sözleşmede belirtilen miktar ve fiyattan satın alma/satma hakkı verir[83]. Döviz opsiyonları tezgah üstü piyasalarda uzun süreden beri işlem görmekle birlikte, organize borsalarda işlem görmeye başlaması nispeten yenidir. Bu anlamda standart döviz opsiyonları ilk kez 1982 yılında ABD'de PHLX'de piyasaya sürülmüştür. Bu tarihten itibaren çok sayıda organize borsada döviz opsiyonları sunulmuştur[84].

Dövizi konu alan opsiyon işlemleri, elverişli kur dalgalanmalarından doğacak kar imkanlarından vazgeçmek zorunda kalınmaksızın, özellikle olumsuz kur dalgalanmalarından kaynaklanan riski sınırlanmaktadır.

Döviz opsiyonları, ABD'ye nazaran Avrupa'da daha büyük gelişim kaydetmiştir. Bunun sebebi, Avrupalı işletmelerin ürünlerini sundukları pazarların nispeten küçük olması ve ülkeler arasında farklı para birimleri üzerinden yapılan ticaretin büyük önem arz etmesi nedeniyle büyük işletmelerin döviz kurlarındaki dalgalanmalardan büyük ölçüde etkilenmesidir.

---

[83] AIB-VİOBY**,** m.14/II, 15/II.
[84] **MÜLLE-MÖHL.**, a.g.e. s. 66.

Döviz opsiyonları finansal risk yönetiminde en fazla kullanılan araçların başında gelmektedir. Özellikle bankalar, ihracatçılar, ithalatçılar ve dış müteahhitler bu araca sıkça başvurmaktadırlar.

3.2.3.3 Faiz Opsiyonları

Faiz cephesindeki değişiklikler, ekonomik gelişme bakımından büyük öneme sahiptir. Faiz oranları sadece paranın bedeli (fiyatı) olması özelliği ile değil, aynı zamanda döviz kurlarını, enflasyon oranını, devlet borçlanmasını ve diğer ekonomik unsurları dolaylı olarak etkilemesi nedeniyle ulusal ekonomi bakımından büyük önem taşır. Menkul kıymetlerin, kıymetli madenlerin, hammaddelerin vs. fiyatı dolaylı olarak daima faiz oranlarındaki gelişmeye bağlıdır. Bu nedenle faiz opsiyonları (Zins-Optionen; İnterest Rate Options), en fazla ödenen primle sınırlı olan kayıp (zarar) ihtimaline karşılık, faiz oranlarının olumsuz dalgalanmalarından kaynaklanan riskten korunmak amacıyla en sık başvurulan araçtır[85]. Faiz opsiyonlarının konusu, ya faiz oranları ya da faiz geliri getiren menkul kıymetlerdir.

Faiz oranına dayalı opsiyonlar (Optionen auf Zinssatz), sahibine vadesinde veya vadeye kadar olan süre içerisinde belirli bir faiz oranı üzerinden borç (kredi) alma ya da borç verme hakkını bahşeder.

Faiz geliri getiren menkul kıymetlere dayalı opsiyonlar (Optionen auf Zinspapier) ise, piyasada fiziken dolaşan, işlem gören hazine bonosu, devlet tahvili gibi faiz getirisi olan borçlanma senetlerini konu alan ve bu tür bir borçlanma senedini önceden kararlaştırılan fiyat karşılığında vadede veya vadeye kadar olan süre içerisinde satın alma/satma hakkı veren opsiyonlardır.

[85] **HÄUSLER,** a.g.e. s. 74.

3.2.3.4 Endeks Opsiyonları

Endeks opsiyonları (Index-Options), borsalardaki genel fiyat hareketlerinden yararlanmayı amaçlayan bir opsiyon türüdür. Endeks opsiyonlarının konusu, fiziki olarak mevcut olmayan, salt fiktif bir varlık niteliğindeki bir endekstir. Bu özelliği nedeniyle endeks opsiyonlarında fiziki teslimat mümkün olmadığından tek seçenek olarak nakdi mutabakat yöntemine başvurulur. Nakdi mutabakat halinde ödenecek paranın miktarı ise, endeksin opsiyonun kullanıldığı gündeki borsa tarafından belirlenen fiyatı ile opsiyonun kullanım fiyatı arasındaki farktan oluşur.

Endeks opsiyonları özellikle risk yönetiminde başvurulan bir yöntemdir. Yatırımcılar, piyasadaki dalgalanmaların yönüne ilişkin beklentilerine göre alım ya da satım opsiyonu almak ve tahminleri tuttuğunda opsiyonlarını kullanmak suretiyle hem hisse sendi piyasasındaki pozisyonlarını piyasa risklerinden koruyabilir, hem de hisse senedi piyasasındaki kısa süreli gelişmelerden istifade edebilirler[86]. Bir portföyü piyasadaki olumsuz gelişmelere karşı korumak için yatırımcı satım opsiyonu satın alır. Hisse senetlerinin piyasa değeri ve buna bağlı olarak hisse senedi endeksi düşerse satım opsiyonunun fiyatı yükselir ve eldeki satım opsiyonunun satılmasıyla yatırımcı kaybını karşılayabilir. Yatırımcı piyasada olumlu bir gelişme beklemiyorsa, alım opsiyonu satın almak suretiyle hisse sendi portföyündeki kazancını iyileştirebilir.

3.2.3.5 Emtia-Altın Opsiyonları

Emtia, ticaretin konusunu teşkil eden her türlü taşınır malları ifade eder[87].emtia opsiyonlarında (Warenoptonen; Commodity Options), opsiyonun konusunu finansal araçların aksine metal, değerli madenler, kakao, kahve, şeker, petrol, buğday, pamuk, pirinç gibi emtia oluşturur. Emtia, tarihi gelişim süreci içerisinde, vadeli işlem ve opsiyonlara konu ilk varlık olma özelliği taşır.

[86] **HÄUSLER,** a.g.e. s. 78-79.
[87] Türk Hukuk Lugatı, B.3, Ankara 1991, s. 85.

Özde bir emtia olan altın ise, opsiyonlara konu şey bakımından emtiadan ayrı tutulmaktadır. Bu yüzden altın opsiyonları için ayrı opsiyon borsalarını kurulduğu görülmektedir. Altın opsiyonlarında opsiyon sözleşmesi sahibine, sözleşmenin vadesi geldiğinde ve/veya vadeye kadar olan süre içinde sözleşmenin dayandığı altını, sözleşmede belirtilen miktar ve fiyattan satın alma ya da satma hakkı bahşeder.

Altın üzerine opsiyonlarda genel olarak 24 ayar külçe altının piyasa fiyatı esas alınır. Anlaşma birimi olarak birçok ülkede ons kullanılmasına rağmen, birimin gram olarak belirlenmesi de mümkündür.

3.2.3.6 Vadeli İşlem Opsiyonları

Opsiyon hakkının kullanılması halinde opsiyona konu olan varlığın fiziki teslimatının yapılıp yapılmamasına göre opsiyonlar, peşin (nakit) opsiyonlar ve vadeli opsiyonlar olmak üzere ikiye ayrılır.

Yukarıda sıraladığımız ve aynı zamanda peşin opsiyonlar (kassaoptionen) olarak adlandırılan opsiyon türlerinde, opsiyonun konusu, altın, hammadde, zirai ürün gibi gerçek anlamda fiziki bir maldan, döviz, hisse senedi gibi fiziki bir finansal araçtan ya da soyut bir varlık olan bir endeksten meydana gelir. Bu tür opsiyonlarda, opsiyon hakkı kullanıldığı taktirde opsiyon konusu mal veya finansal araç teslim edilir ya da nakdi mutabakat yoluna başvurulur. Eğer opsiyon konusu endeks gibi soyut bir varlık ise, sadece nakdi mutabakat yapılır[88].

Buna karşılık vadeli işlem sözleşmelerini konu alan ve vadeli opsiyon olarak da adlandırılan opsiyonlarda (Optionen auf Futures; Futures-Optionen, Options on Futures), opsiyona konu varlık gerçek anlamda fiziki bir mal, finansal bir araç ve endeks olmayıp, vadeli işlem sözleşmesinin (Futures-Kontrakt) kendisidir. Başka bir ifade ile, vadeli opsiyonlar, belirli özellikleri taşıyan bir vadeli işlemi, opsiyon sözleşmesinin vadesi geldiğinde veya vadeye kadar olan süre içerisinde sözleşmesinde belirtilen miktar ve fiyattan satın alma ya da satma hakkı veren opsiyon türüdür.

Vadeli opsiyonlarda, opsiyon hakkının kullanılması durumunda, vadeli işlem hesabına (Futures-Kont) yapılacak bir kayıtla gerçekleşen vadeli işlem sözleşmesi satılır veya satın alınır ve bununla opsiyon hakkı son bulur. Vadeli işlem sözleşmesine konu varlık[89] ise, ancak bu sözleşmenin vadesinin gelmesi halinde teslim edilir ya da nakdi mutabakat yöntemine başvurulur. Bu tür opsiyonlarda opsiyon sahibinin amacı, piyasada meydana gelmesi muhtemel olumsuz gelişmelerden korunmak için opsiyon konusu vadeli işlemi satın almak ya da satmaktan çok, vadeli işlemin piyasa fiyatında meydana gelecek değişmelerden yararlanmak suretiyle spekülatif kar elde etmektir.

III TÜREV ÜRÜNLERİN TÜRK HUKUKU'NDAKİ YERİ

1 GENEL OLARAK

Dünyada 1990'lar sonrası gelişen türev araçların Türk finans sistemindeki önemi her geçen gün daha da artmaktadır.

Türev araçları (derivative products), başka spot ürünlerden üretilmiş olan araçlardır. Finansal türev araçlardan en yaygın olarak kullanılanları; forwards, futures, options, ve swap sözleşmeleridir. İşlemler, bu; kedi dışlarındaki korunma (hedging) yöntemlerinden yararlanmak suretiyle mali risklerini yönetebilirler. "Hedging", nakit piyasada bulunan bir pozisyondan oluşan risklerden diğer piyasalarda (futures, options vb.) pozisyon alarak korunmayı ifade eder[90].

Bu başlık altında hukukumuzda türev ürünleri düzenleyen kuralları, bu ürünlerin özel hukukta ne şekilde nitelendirildiği, menkul kıymet niteliğini haiz türev ürünlerinin olup olmadığını ele alacağız.

---

[88] **HÄUSLER,** a.g.e. s. 72.
[89] Bu varlık, hisse senedi, faiz, döviz, endeks, altın vs. olabilir.
[90] **H. KUBİLAY**, Türk Hukuku'nda Altına ve Diğer Kıymetli Madenlere Dayalı Sermaye Piyasası Araçları, İzmir 1998, s. 43.

Türev ürünleri hukuki biçim olarak her şeyden önce birer özel hukuk sözleşmeleridir. Hukukumuzda sözleşme serbestîsi ilkesi esas olduğundan türev araçlarının kullanımının önünde kural olarak yasal engeller bulunmamaktadır. Vadeli İşlem ve Opsiyon Yönetmeliği 27 Mart 2004 tarihinde yürürlüğe girmeden önce bu sözleşmelerin niteliği gereği özel organizasyonlara (organize borsalara) sahip olunmadığından mevcut yasal düzenlemeler türev ürünlerinin uygulanmasını engeller ya da zorlaştırır nitelikteydi.

2 VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİ'NİN İRDELENMESİ

Hukuki tahlil açısından önem taşıması nedeniyle, vadeli işlem sözleşmelerinin, somut veya soyut bir varlığı konu almaları açısından ikiye ayırarak incelemek yerinde olacaktır. Bu ayrıma göre konusu somut bir varlık olan vadeli işlem sözleşmeleri mübadele edilen şeylerden birinin somut bir varlık (emtia) olduğu vadeli işlem sözleşmeleridir. Örneğin Haziran 2006 vadeli buğday üzerine yapılan vadeli işlem sözleşmelerinde bir taraf bir miktar para ödeme borcu altına girerken diğer taraf bunun karşılığında buğday devretme yükümlülüğü altındadır. Bu itibarla, hisse senedi üzerinde yapılan vadeli işlem sözleşmesi, konusu somut bir varlık olan vadeli işlem sözleşmeleri sınıfına dahil olacağı gibi, döviz veya faiz üzerine yapılan vadeli işlem sözleşmeleri de mübadele ilişkisi içerisine giren şeylerin mahiyetleri dolayısıyla somut varlıklar üzerine gerçekleştirilen vadeli işlem sözleşmeleri olarak kabul edilebilmelidirler. Konusu somut bir varlık olan vadeli işlem sözleşmelerinde tarafların asli edimleri yani akdi ilişkinin tür ve tipinin özellik ve niteliklerini belirleyen edimleri[91]malın teslimi ve karşılığında semenin ödenmesi şeklinde görünüm alacak, bu yönüyle sözleşme bir satım sözleşmesi olarak nitelendirilebilecektir.

Vadeli işlem sözleşmesinin konusun somut bir varlık olmadığı durumlarda, örneğin endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde, oldukça güç olması nedeniyle teslim yapılmayıp, ödeme şekli olarak nakdi mutabakat kabul edildiğinden[92], bu sözleşmelerde edimlerin değiş tokuşu söz konusu olmamaktadır. Bu durumda, endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinin ve konusu soyut bir varlık olan vadeli işlem sözleşmelerinin, satım akdi olarak nitelendirilebilmesi mümkün görünmemektedir. Bu sözleşmelerde yer alan edim

[91] **Y. EREN,** Vadeli İşlem Piyasaları, TKB A.S. Araştırma ve Planlama Müdürlüğü, Ankara 1993.
[92] **K. ARMAN,** Borsa Endeksi Futures Piyasaları, Bankacılar Dergisi, Ekim 1991,s. 38.

tiplerine uymuyor olmaları nedeniyle, konusu somut bir varlık olmayan vadeli işlem sözleşmeleri isimsiz (isimsiz, atipik)[93] sözleşmeler olarak değerlendirilebilecektir.

İsimsiz sözleşmeler, (cantractus innominati) karma sözleşmeler, bileşik sözleşmeler ve kendine özgü sözleşmeler olmak üzere üç gruba ayrılmaktadır. Karma sözleşmeler, kanunun başka sözleşme tiplerinde öngördüğü unsurların, kanunun öngörmediği şekilde bir araya getirildiği sözleşmelerken, bileşik sözleşmeler, tamamen veya kısmen kanunun öngördüğü akit tiplerinin hiçbirinde bulunmayan unsurlardan meydana gelen sözleşmelerdir. Kendine özgü sözleşmeler ise, kısmen veya tamamen kanunun öngördüğü akit tiplerinin hiçbirinde mevcut olmayan unsurlardan oluşan sözleşmelerdir. Bu durumda konusu soyut bir varlık olan vadeli işlem sözleşmeleri, kanunun öngörmediği unsurlardan oluşur olması nedeniyle kendine özgü sözleşme olup, bu sözleşmeler, mahiyetlerine uygun düştüğü ölçüde satım akdine ilişkin hükümler kıyasen uygulanabilecektir.

Bu çerçevede, vadeli işlem sözleşmelerinin, kesin sonuç doğuran, devir ve ferağ amaçlı bir türev araç sözleşmesi olduğu, genel olarak, sözleşme konusunun somut bir varlık olması halinde, bu sözleşmenin satım sözleşmesi, sözleşme konusunun soyut bir varlık olması halinde ise kendine özgü (sui generis) sözleşme olduğu sonucuna varılmaktadır.

2.1 Vadeli İşlem Sözleşmesinin Özellikleri

2.1.1 Vadeli İşlem Sözleşmesi Rızai Bir Sözleşmedir

Vadeli işlem sözleşmesi, takas üyesi ile takas merkezinin karşılıklı birbirine uygun irade beyanlarının (icap ve kabul) bir araya gelmesi ile oluşur. Bunun sonucu olarak vadeli işlem sözleşmesinin yapılabilmesi için tarafların sözleşmenin yapılması sırasında vadeli işlem konusu mala veya mali enstrümana sahip olmaları gerekli değildir. Kaldı ki, bu husus sözleşmenin vadeli olma özelliği ile de bağdaşmaktadır. Bir diğer ifade ile, tarafların sözleşme konusu malda spot pozisyona sahip olmaları gerekmemektedir. Vadeli işlem

[93] **C. YAVUZ**, Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler, Genişletilmiş ve Yenilenmiş 5. Baskı, İstanbul 1997, s. 19.

sözleşmesinin rızai bir sözleşme olması, sözleşmenin gerçekleştirilmiş nedeni ve sona eriş şeklinde de belirginleşmektedir.

2.1.2 Vadeli İşlem Sözleşmesi Borç Doğuran Bir Sözleşmedir

Vadeli işlem sözleşmesinin yapılması ile sözleşmenin konusunun emtia olduğu durumlarda, mülkiyet alıcıdan satıcıya geçmez, ancak mülkiyetin geçirilmesi yönünde bir borç doğar. Sözleşme konusunun endeks veya faiz olduğu vadeli işlem sözleşmelerinde de sözleşmede de sözleşme ile sağlanan hak kendiliğinden karşı tarafa geçmez, sözleşmenin vadesinde taraflar arasında hakkın geçirilmesini sağlayacak ifa muamelesinin yapılması gerekmektedir[94].

2.1.3 Vadeli İşlem Sözleşmesi Karşılıklı (synallagmatique) Bir Sözleşmedir

Somut bir varlığa dayanan vadeli işlem sözleşmesi, her iki tarafın da borç altına girdiği, edimlerin birbirlerinin karşılığının teşkil ettiği sözleşmelerdendir. Zira, konusu emtia olan bir vadeli işlem sözleşmesinde esas olarak bir taraf malı teslim borcu altına girerken, diğer taraf malın bedelini ödeme borcu altındadır. Bir tarafın borcu, diğer tarafın borcunun karşılığını teşkil etmekte olup, her iki taraf da hem alacaklı hem de borçlu durumdadır. Bu özellikler, sözleşmeye tam iki tarafa borç yükleyen sözleşme niteliğini vermektedir. Soyut varlıklar üzerine yapılan vadeli işlem sözleşmelerine örnek olarak gösterebileceğimiz endeks üzerine vadeli işlem sözleşmelerinde ise edimlerin karşılıklık özelliği bulunmaması dolayısıyla bir synallagma ilişkisinden bahsedilemez.

2.1.4 Vadeli İşlem Sözleşmesi Temlik Borcu Doğuran Bir Sözleşmedir

Gerçekten her türlü vadeli işlem sözleşmeleri, temlik borcu doğuran sözleşmelerindendir. Sözleşmede satıcı, mal üzerindeki mülkiyet hakkını devretme veya

[94] Endeks veya faiz oranı üzerine gerçekleştirilen vadeli işlem sözleşmelerinde sözleşme konusuna sahip olma söz konusu olmaz. **ÖZŞAHİN** age. s. 31.

belli bir miktar parayı karşı tarafa verme borcu altına girmektedir. Bu yönüyle vadeli işlem sözleşmeleri devir ve ferağ borcu doğuran sözleşmelerindendir[95].

2.2 Sözleşme Serbestisi İlkesi Açısından Vadeli İşlem Sözleşmesi

Vadeli işlem sözleşmelerinin unsurlarının incelenmesine geçmeden önce, sözleşmenin genel olarak borçlar hukukunun sözleşme serbestisi ilkesi çerçevesinde incelenmesinde fayda bulunduğunu düşünmekteyiz.

BK, Anayasa ile garanti altına alınan sözleşme serbestisi ilkesine paralel olarak, borç doğuran akitlerin içeriklerinin tespiti hususunda akit serbestisini kabul etmiştir[96]. BK.m. 19/I'de "Bir akdin mevzuu, kanunun gösterdiği hudut dairesinde serbestçe tayin olabilir." denilerek, m.19/II'de yer alan sınırlar çerçevesinde bütün sözleşmelerin geçerli olduğu ifade edilmiştir.

Akit serbestisi dört ayrı şekilde görünüm almaktadır. Bunlar herhangi bir akdi yapma ya da yapmama, akdi istenen tip ve içerikte yapma, akdin karşı tarafını seçme ve kurulmuş bir akdi ortadan kaldırma serbestisidir.

Vadeli işlem sözleşmelerinin, akdi yapma ya da yapmama serbestisi tanıdığı görülmektedir. Gerçekten de mevzuatımızda bir kişiyi vadeli işlem sözleşmesi yapmaya zorlayan herhangi bir hüküm bulunmaması nedeniyle, vadeli işlem sözleşmesinde akit yapma ya da yapmama açısından genel akit serbestisine aykırı bir uygulama olmadığı söylenebilecektir. Diğer taraftan, teminatın tamamlanmaması halinde takas merkezisinin takas üyesi hesabına kendisi ile ters işlem yaparak takas üyesinin pozisyonunu kapatması halinde takas üyesi açısından ele alındığında, kendisine bildirilen ve eşleştirilen her sözleşmeye taraf olma zorunluluğu bulunan takas merkezinin akdin karşı tarafını seçme özgürlüğü bulunmamaktaysa da, takas merkezinin kuruluş nedenlerinden birinin de zaten

[95] **VON TURHR** age. s.242.
[96] **TANDOĞAN**, Cilt I/1 s.8-12; **EREN**, Cilt I, s.21, **VON TUHR,** s.242 vd; **YAVUZ** s. 14-15; **OĞUZMAN/ÖZ**, s.18-19; **TUNÇOMAĞ,** s. 240; **TEKİNAY/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP**, s. 483.

her bir vadeli işlem sözleşmesine taraf olduğu göz önüne alındığında, sözleşme serbestisini kısıtlayıcı herhangi bir husus olmadığı sonucuna varılmaktadır.

Vadeli işlem sözleşmesi, borsada yapılmak zorunda olması ve sözleşmenin içeriğine ilişkin taraf iradelerinin ciddi şekilde kısıtlanmış olması nedeniyle, akdin istenilen şekil ve içerikte yapılması anlamındaki akit serbestisi ilkesinden ayrılmaktadır. Zira bir sözleşmenin vadeli işlem sözleşmesi olması için vadeli işlem borsalarında, bir vadeli işlem borsası huzurunda yapılması gereklidir.

Bu noktada ilginç bir hususa değinmekte yarar bulunmaktadır. Acaba klasik olarak borsada gerçekleştirilen bir vadeli işlem sözleşmesinin, tüm özellikleri aynı olmak şartıyla borsa dışında da gerçekleştirilmesi durumunda, yapılan sözleşme yine vadeli işlem sözleşmesi olarak adlandırılabilecek midir? ABD'de, commodity Exchange Act (CEA) Bölüm 4(a)'da Hazine Departmanı'nın talebi üzerine, emtia üzerinde yapılan tüm vadeli işlem sözleşmelerinin (commodity futures contracts) CFTC tarafından yetki belgesi verilen bir borsada gerçekleştirilmesi zorunluluğunu doğuran ve farklı yorumlara neden olan bir değişiklik yapılmıştır[97].

Ülkemizde İzmir'de kurulmuş olan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası (VOB)'un kurulmasıyla, vadeli işlem sözleşmeleri hakkında yapılacak düzenlemede vadeli işlem sıfatının sadece vadeli işlem borsalarında gerçekleştirilen sözleşmelere hasredildiğinden, borsa dışında gerçekleştirilen bir sözleşme, yalnızca borsada gerçekleştirilmemiş olması nedeniyle vadeli işlem sözleşmesi olarak nitelendirilmeyecek olup, sözleşmeler hukukundan doğan sonuçlar dışında, vadeli işlem sözleşmelerine ilişkin olarak yapılan diğer düzenlemelere tabi olmayacak, bu düzenlemeler ile taraflara sağlanan haklardan yararlanamayacaktır.

Akdin karşı tarafını seçme yönünden ele alındığında, vadeli işlem sözleşmelerinde akit serbestisi bulunmadığı söylenebilir. Zira vadeli işlem sözleşmelerinde, sözleşme ile kazanılan hakkın kullanılabilirliği konusundaki güvence, karşı tarafın daima takas merkezi

[97] **FREDERİC L. WHİTE,** Legal and Regulatory DEVELOPMENTS, The Exchange- Trading Requirement of the Commodity Exchange Act, The Joumal of futures Markets, Vol:7, No:1, s. 109-110.

olmasıdır. İşlem salonunda bir diğer üye ile gerçekleştirilen işlem ise, her iki tarafın takas merkezi veya borsa ile uzlaşılan fiyat ve miktar üzerinde sözleşme yapacaklarına ilişkin bir önakitten öte anlam taşımamaktadır. Vadeli işlem sözleşmelerinde, akdin karşı tarafını seçme açısından, tam olarak akit serbestisinin gerçekleştirildiği söylenemeyecekse de, takas merkezinin kuruluş amacı, işleyiş esasları ve tarafların vadeli işlem sözleşmesi yapmamalarındaki teşvik edici rolü göz önüne alındığında, bu durumun akit serbestisini gerçek anlamda sınırlanmadığını belirtmek yanlış olmaz.

Son olarak vadeli işlem sözleşmelerinde sözleşmeyi ortadan kaldırma serbestisinin bulunduğunun belirtilmesi gerekmektedir. Gerçekten de vadeli işlem sözleşmelerinin %2-5'i kadar bir bölümün, sözleşmenin vadesine kadar varlığını sürdürdüğü, geri kalan kısmının ise vadeden önce ters bir işlemle sona erdirildiği göz önüne alındığında, sözleşmeyi ortadan kaldırma özgürlüğünün mevcut olduğu görülmektedir. Şüphesiz sözleşmeyi sona erdiren çoğunlukla takas merkezi değil ama takas üyesidir. Takas merkezinin (teminatın tamamlanmasına bağlı olarak takas üyesi adına ters işlem yapılması hali hariç) sözleşmeyi sona erdirme imkânının bulunmaması, yukarıda açıklanan konumu ve özelliği nedeniyle, sözleşme serbestisini ihlal edici mahiyette sayılmamalıdır.

3 VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMESİ'NİN UNSURLARI

3.1 Vadeli İşlem Sözleşmesinde Konu

Vadeli işlem sözleşmesinin konusu, buraya kadar birkaç kez değinildiği üzere emtia (somut) ya da mali enstrüman (soyut) olabilir. Konusu somut bir varlık olan vadeli işlem sözleşmeleri endeks veya bakalar arası faiz oranı üzerine yapılabilirler.

3.2 Vadeli İşlem Sözleşmesinde Semen

Vadeli işlem sözleşmesinde semen, malı satın alan veya mali enstrümana ilişkin kullanma veya bundan yararlanma hakkına sahip olan kişinin ödemeyi taahhüt ettiği miktardır.

3.3 Vadeli İşlem Sözleşmesinde Tarafların Anlaşması

Vadeli işlem sözleşmesinde bir takas üyesinin işlem formunu takas merkezine ulaştırması, sözleşmenin yapılması teklifidir (icap). Bu icabı takas merkezi derhal kabul etmez. Takas merkezinin bu icabı kabul etmesi, emir formunda adı geçen işlemin karşı tarafı olan takas üyesi tarafından da aynı nitelikleri taşıyan bir emir formunun verilmesine (icap) bağlıdır. Dolayısıyla emirler formlarının eşleşmesi halinde takas merkezi bu icapları kabul ettiğini emirleri sisteme girerek gösterir. Bu noktada vadeli işlem sözleşmesi kurulmuştur[98].

4 VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMESİ'NDE TARAFLARIN BORÇLARI

4.1 Takas Merkezinin Borçları

4.1.1 Vadeye Kadar Olan Borçları

Bir vadeli işlem sözleşmesinde sözleşmenin vadesine kadar olan süreç içerisinde takas merkezi adına yalnızca teminatlara ilişkin borç doğması mümkündür. Bu takas üyelerinin takas merkezi nezdindeki teminat hesabında tutulan teminatların güncelleştirilmesi neticesinde teminat fazlasının ortaya çıkması halinde bu tutarı serbest bırakması borcudur.

4.1.2 Vadedeki Borçları

Sözleşmenin muaccel olması halinde takas merkezi adına doğacak olan borçları iki farklı açıdan incelemek gerekmektedir[99].

[98] **ÖZŞAHİN,** a.g.e. s. 35.
[99] **ÖZŞAHİN,** age. s.35

4.1.2.1 Vadeli İşlem Sözleşmesinin Konusunun Somut Olması Halinde

Daha önce açıkladığımız üzere, takas merkezi bir vadeli işlem sözleşmesinde alıcı veya satıcı konumunda olabilir. Sözleşme konusunun somut olduğu vadeli işlem sözleşmelerinin satım akdi olarak değerlendirilmiş olması nedeniyle, böyle bir sözleşmeden takas merkezi adına doğan hak ve borçlar şunlardır:

4.1.2.1.1 Sözleşme Konusunun Teslim Etmek veya Semeni Ödemek

Bir vadeli işlem sözleşmesinde satıcı konumunda bulunan takas merkezinin asli borcu, sözleşmede belirtilmiş olan miktar ve nitelikteki malın takas üyesine teslimini sağlamaktır. Takas merkezi sözleşmede alıcı konumunda bulunmakta ise asli borcu sözleşmede belirlenen semeni muhattan takas üyesine ödemek borcu altındadır.

4.1.2.1.2 Teminatı Serbest Bırakmak

Vadeli işlem sözleşmesinin teslim ile sona ermesi halinde takas merkezi, ister alıcı ister satıcı pozisyonunda bulunsun, nezdinde bulundurulan teminatı serbest bırakmakla yükümlüdür.

4.1.2.1.3 Diğer Borçları

Vadeli işlem sözleşmesinde satıcı konumunda bulunan takas merkezinin diğer borçları şu şekilde sıralanabilir:

4.1.2.1.3.1 Ayıba Karşı Tekeffül Borcu

Borçlar Kanunu'nun 194-207, maddeleri arasında düzenlenen satıcının ayıba karşı tekeffül borcu, satıcının, alıcıya karşı satılanın belirtilen ve vaat edilen vasıflarda bulunmamasından doğan borcunu ifade eder (BK m.194). Bu borç satıcının, satılanın

mülkiyetini geçirme borcunun tamamlayıcısıdır[100]. Örneğin Haziran 2006 vadeli, canlı hayvan üzerine gerçekleştirilen bir vadeli işlem sözleşmesinde, takas üyesi, takas merkezinin gösterdiği yerden aldığı canlı hayvanların sözleşmede belirtilen nitelikte olması, mesela hastalıklı olmaması gereklidir. Takas üyesi, TTK m.25/3 uyarınca, hayvanları teslim aldığından itibaren, hayvanların hastalıklı olduğunun açıkça belli olması halinde, iki gün, hayvanların hastalıklı olduklarının açıkça belli olmaması halindeyse tesellümden itibaren sekiz gün içerisinde hayvanları muayene etmek ve aynı süre içerisinde durumu takas merkezine bildirmek zorundadır. Diğer hallerde BK m.198/II,III uygulanacaktır.

4.1.2.1.3.2 Zapta Karşı Tekeffül Borcu

Borçlar Kanunu'nun 189-193. maddeleri arasında düzenlenen satıcının zapta karşı tekeffül borcu, satıcının, satılanın üçüncü bir kişi tarafından sözleşmenin kurulduğu sırada var olan bir hak sebebi ile tamamen veya kısmen zapt edilmemesi borcunu ifade eder (BK m.189). Bu borç da, ayıba karşı tekeffül borcu gibi satılanın mülkiyetini geçirme borcunun bir sonucu ve müeyyidesidir[101]. Örneğin, Haziran 1999 vadeli, canlı hayvan üzerine gerçekleştirilen bir vadeli işlem sözleşmesinde alıcı tarafından takas merkezinin gösterdiği yerden teslim alınan canlı hayvanların daha önceden haczedilmiş ve sahibinin eline yeddi emin olarak bırakılmış olması halinde, üçüncü bir kişinin söz konusu mal üzerinde zaptı sağlayacak bir hakkının bulunması nedeniyle, üçüncü kişinin zapta girişmesi halinde satıcının zapta karşı tekeffül borcu doğacaktır.

Bunların dışında, sözleşme konusunun somut bir varlık olduğu vadeli işlem sözleşmesinde, ister alıcı, ister satıcı tarafta olsun, takas merkezinin sözleşme ile belirlenecek olan "yan borçlar" vardır. Satılanı saklama ve koruma, teslim masraflarına katlanma, satıcının teslimden önce satılan için yaptığı zorunlu ve faydalı masrafları ödeme, taşıma masraflarını ödeme ve satılanla ilgili yükümlülüklere katlanma, teslim alma ve senet

[100] **TANDOĞAN**, Cilt 1/I, s. 163.
[101] **C.YAVUZ,** Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler, İstanbul 1997, s. 83.

masraflarına hangi tarafın katlanacağı sözleşmenin niteliğine göre önceden belirlenebilecektir.

4.1.2.2 Sözleşmenin Konusunun Soyut Bir Varlık Olması Halinde

Sözleşmenin konusunun somut bir varlık olmadığı vadeli işlem sözleşmeler, (örneğin endeks üzerine vadeli işlem sözleşmeleri), edimlerin değiş tokuşunun yer almaması nedeniyle temelde satım akdi olarak nitelendiremeyecek olup, bu sözleşmelere, niteliklerine uyduğu müddetçe satım akdi hükümleri kıyasen uygulanacaktır. Bu çerçevede, konusu soyut bir varlık olan vadeli işlem sözleşmelerinde takas merkezinin hak ve borçları, satım sözleşmesine dair esaslar çerçevesinde belirlenecektir.

5 MEVZUATIN TÜREV ARAÇLARI BAKIMINDAN İNCELENMESİ

Kambiyo mevzuatı bakımından temel düzenleme 1567 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Kanun'dur. Bu kanunun 1. maddesiyle Türk parasını ve dövizi konu alan işlemleri düzenleme yetkisini Bakanlar Kurulu'na vermiştir.

Bu yetkiye dayanılarak çıkarılan Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 28 sayılı Kararla ve buna bağlı olarak çıkartılan 2 sayılı TCMB genelgesiyle forward ve swap işlemlerine ilişkin ilk düzenlemeler yapılmıştır. Daha sonra yürürlüğe giren Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında 30 sayılı Karara ilişkin 1 sayılı TCMB genelgesiyle de düzenlemeler kurulmuştur 32 sayılı Türk Parasının Kıymetini Koruma Hakkında Karar ile önceki kararlar ve ekleri yürürlükten kaldırılmıştır[102]. 32 sayılı Kararın temel özelliği ülkemizde bir dönem uygulanmış olan sabit kur sistemine son verip, yerine dalgalı kur sistemini benimsemiş olmasıdır[103]. Yani bu karar ile kur ve faiz oranlarını piyasa belirler hale gelmiştir. Şüphesiz ki yeni dönemde riskten korunma (hedging) amaçlı olarak türev ürünlerin kullanımı büyük önem kazanmıştır.

[102] 32 sy. TPKKH Karar:89/14391 sy. BKK,11.8.1989 t.ve 20249 sy. RG.
[103] **E. AKÇAOĞLU**, Finansal Türev Ürünlerin Vergilendirilmesi, Turan Kitabevi, Ankara 2002, s. 40.

32 sayılı Kararı dövize ilişkin işlemleri düzenleyen 6. maddesi şu şekildedir:

Madde 6- (94/6293 sayılı Kararla değişik) Dövize ilişkin işlemler Merkez Bankası'nca belirlenen konvertibil dövizler üzerinden Merkez Bankası, bankalar, özel finans kurumları, yetkili müesseseler ve kıymetli maden aracı kuruluşlarınca, yabancı sermaye mevzuatına göre yurda getirilecek dövizlerin alışı ise bankalarca yapılır. Konvertibil olmayan dövizlerin alış ve satışında uyulacak esaslar Merkez Bankası'nca belirlenir ve ilan edilir. Bankalar ve kıymetli maden aracı kuruluşları, vadeli döviz alım satımı yapabilirler. Merkez Bankası vadeli döviz alım satımına ilişkin düzenlemeleri yapmaya yetkilidir.

PTT, Bakanlıkça uygun görülecek esaslar çerçevesinde dövize ilişkin işlemler yapabilir.

Bankalar, özel finans kurumları, yetkili müeseseler, PTT ve kıymetli maden aracı kuruluşları; döviz mevcutlarını, Bakanlıkça tespit edilecek oran ve esaslar çerçevesinde Merkez Bankası'na devrederler.

Merkez Bankasına olan döviz yükümlülüklerini tamamıyla yerine getiren anılan kuruluşlar (PTT hariç), Merkez Bankası'nca öngörülen diğer şartları da yerine getirmek kaydıyla, Merkez Bankası bünyesinde kurulan döviz ve efektif piyasalarına katılarak, dövize ve efektife ilişkin her türlü işlemi Merkez Bankası'nca belirlenecek kurallar dahilinde yapabilirler.

Bankalar, özel finans kurumları, yetkili müesseseler, PTT ve kıymetli maden aracı kuruluşları döviz mevcutlarını bu Karara ve Merkez Bankasınca belirlenecek esaslara uymak kaydıyla bankacılık teamüllerine göre, öncelikle ülke ihtiyaçlarının karşılanmasında olmak üzere, serbestçe kullanabilirler.

Bu madde ile bankalara ve kıymetli maden aracı kuruluşlarına dövize dayalı forward ve swap işlemleri yapma yetkisi verilmiştir. Yetkinin kullanımına ilişkin esasların TCMB tarafından düzenleneceği öngörülmüştür. Bu maddeye dayanılarak çıkarılan, I-A/H sayılı TCMB genelgesi ile değişik, I-M sayılı TCMB genelgesi ile forward swap işlemlerin yapılmasında yukarıda adı geçen kuruluşların uyacakları kurallar belirlenmiştir.

Nisan 2001'de yürürlüğe giren 4651 sayılı Kanunla[104], TCMB Kanunun, Bankanın görev ve yetkilerini düzenleyen 4. maddesi değiştirilerek türev işlemler Bankanın görev ve yetkileri arasına alınmıştır; Kanun altın ve dövizle ilgili işlemleri düzenleyen 53. maddesi de değiştirilerek, Bankaya dövize dayalı tüm türev işlemleri yapma ve türev işlemleri konu alan her türlü bankacılık işlemi yapma yetkisi vermiştir.

Bankalar Kanunu, 4743 sayılı Kanunla değiştirilmeden önce, türev ürünler ile ilgili özel hükümler mevcut değilken; Kanunun 13. maddesi uyarınca Türkiye Bankalar Birliği tarafından hazırlanan bankalarca Uygulanacak muhasebe Standartları Tek Düzen Hesap Planı ve İzahnamesinde bankaların yaptıkları türev işlemleri muhasebe kayıtlarına geçirirken uyacakları esaslar belirtilmiştir. Ocak 2002'de yürürlüğe giren 4743 sayılı kanunla, Bankalar Kanunun bankaların verebilecekleri kredilerin sınırlarını tespit eden 11. maddesi yeniden düzenlenerek, kredi sınırlarının tespiti bakımından türev ürünlerinde kredi olarak kabul edileceği öngörülmüştür. Bu hükmün, türev ürünleri kredi sözleşmesi olarak nitelendirmediğini, sadece bankaların verebilecekleri kredilerin sınırlarının belirlenmesi bakımından türev ürünlerinin de krediler gibi hesaba dahil edilmelerini öngördüğünü vurgulamak gerekir.

Türev ürünlerle ilgili sermaye piyasası mevzuatı yer almaktadır. Özellikle future ve option sözleşmeleri bakımından hukuki alt yapının tamamlanması hususunda çalışmalar devam etmektedir. İlk olarak 1992 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu 3794 sayılı Kanun[105] ile değiştirilerek, Sermaye Piyasası Kuruluna "vadeli işlem" sözleşmelerine ilişkin düzenleme yapma görev ve yetkisi verilmiştir. Bu hükme işlerlik kazandırmak amacıyla 1995-1997 yılları arasında, "Vadeli işlem ve Opsiyon Piyasalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Genel Yönetmelik"[106], "İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği"[107], "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Vadeli İşlemler Piyasası İşlem ve Üyeliğine İlişkin Yönetmelik"[108]ve "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Vadeli İşlemler Piyasası Takas Merkezi Üyeliği ve İşlemlerine İlişkin Yönetmelik"[109].

[104] 4651 sy. Kanun: 5.5.2001 t. ve 24393 sy.RG.
[105] 13.5.1992 t. ve 21227 sy.RG.
[106] 23.7.1995 t. ve 22352 sy.RG.
[107] 18.10.1996 t. ve 22791 sy.RG.
[108] 29.1.1997 t. ve 22892 sy.RG.
[109] 29.1.1997 t. ve 22892 sy.RG.

Sermaye Piyasası Kanunu 1999 yılında 4087 sayılı kanunla bir kez daha değiştirilerek Sermaye Piyasası Kurulunun düzenleme yetkisinin kapsamı tüm türev ürünleri içerir şekilde açıklığa kavuşmuş ve türev ürünlerin işlem göreceği borsaların kuruluş yöntemi kanunda belirtilmiştir[110].

Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan bu değişikliklerin ardından, 2001 yılı içinde, kanunun eski şekline dayanılarak çıkarılmış yönetmelikler yürürlükten kaldırılarak yerlerine yenileri konmuştur.

2/3/2001 tarihli ve 24334 sayılı Resmi Gazetede "Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma esasları Hakkında Yönetmeliğe geçici bir madde eklenmesine dair yönetmelik" yayınlanarak, bu yönetmeliğe göre kurulacak borsa faaliyete geçinceye kadar İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası bünyesinde yapılmakta olan işlemlere yürürlükten kaldırılan İstanbul Altın Borsası Vadeli İşlemler ve Opsiyon Piyasası Yönetmeliği hükümlerine göre devam edileceği belirtilmiştir.

Son olarak 27 Mart 2004 tarihinde Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği yayınlanmıştır. 18 Şubat 2005 tarihinde vadeli işlem ve opsiyon borsası anonim şirketinin bu yönetmeliğe dayanılarak kurulmasıyla türev araçların alınıp satılması için organize bir borsanın kuruluşu gerçekleşmiştir.

6 VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİ'NİN MENKUL KIYMET KAPSAMINDA DEĞERLENDİRİLMESİ

Menkul kıymetler, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3/b maddesinde; "ortaklık ve alacaklılık sağlayan belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olara kullanılan dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan,ibareleri aynı olan ve şartları kurulca belirlenen kıymetli evraktır" şeklinde tanımlanmıştır.

[110] **E. AKÇAOĞLU**, Finansal Türev Ürünlerin Vergilendirilmesi, Turan Kitabevi, Ankara 2002, s. 43.

Türk hukukunda "menkul kıymet" kavramı değişik şekillerde tarif edilmektedir. Literatürdeki ilk tariflerden birisi "borsada kote olsun veya olmasın namına veya hamiline, zilyedi olmadığı bir mal üzerinde bir hak veya hükmi şahıslardan bir alacak temin eden senetler" şeklindedir. Bu tarif menkul kıymet kavramını açıklamaktan ziyade kavramın sadece bazı özelliklerini ortaya koymaktadır. Türk doktrinindeki bu menkul kıymet tarifi esasında, "devlet tahvillerini ve rantları, hazine bonolarını, ortaklık hisse senetlerini, ortaklık veya kamu kurumları tarafından ihraç edilmiş bulunan tahvilleri izah etmeye çalışmaktadır[111]. Bazı yazarlara göre, bu tarif hem eksik hem de yanlıştır. Çünkü onlara göre, menkul kıymet terimi bir mal üzerinde hak temin eden senetleri değil, sadece hisse ve alacak senetleri grubuna dahil olan ve iktisadi fonksiyonu dolayısıyla hususiyet arz eden bir nevi kıymetli evrakı ifade eder ve kıymetli evrakı menkul kıymet haline getiren özellikler senetlerin bir sermayeyi temsil etmesi ve sahibine uzun vadeli irat getirmesidir. Başka bir tarifte ise, menkul kıymetler, "temsil edilebilen, borsada işlem görebilen ve herhangi bir biçimde sermaye yatırımına hizmet eden kıymetli evrak" olarak nitelendirilmektedir. Diğer bir tarife göre ise menkul kıymetler bir sermaye veya alacağın eşit parçalara bölünmüş olmak koşuluyla bir kısmını temsil eden ve sahibine uzun vadeli gelir getiren tedavül yeteneğine sahip kıymetli evrak olarak ifade edilmektedir.

Menkul kıymet kavramı, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 3. maddesinde "Menkul kıymetler, ortaklık veya alacaklılık hakkı sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan ibareleri aynı olan ve şartları Sermaye Piyasası Kurumu'nca belirlenen kıymetli evrak" olarak tanımlanmıştır.

6.1 Türk Hukukunda Kıymetli Evrak ve Menkul Kıymet

Türk Ticaret Kanunu'nun 557. maddesine göre "Kıymetli evrak öyle senetlerdir ki bunlarda mündemiç olan hak senetten ayrı olarak dermeyan edilmediği gibi başkalarına da devredilemez." Şeklindedir. Dolayısıyla, kıymetli evrak, bir alacak veya bir hakkı ortaya

[111] **ARIKAN**, a.g.e. s. 28.

koyan öyle bir senet olmaktadır ki, o alacak veya hak, senet ile aralarındaki ilişkinin sıkılığı nedeniyle, ancak o senet ile devredilebilir veya kullanılabilir[112].

Özşahin'e göre; bu tanımdan hareketle vadeli işlem sözleşmelerinin kıymetli evrak olmayacakları sonucuna varmak mümkündür[113]. Kıymetli evraktan bahsedebilmek için öncelikle bir senet ve bundan başka, bir alacağa veya bir ortaklığa ilişkin veya aynı mahiyette bir hak ve bu hakkın yalnızca o senet üzerindeyken hüküm ifade edebilmesi gerekmektedir[114]. Oysa ne borsa üyeleri arasında gerçekleştirilen önakitte ne de bu önakitte mutabakata varılmış bulunan hususlar üzerinde takas merkezi ile takas üyesi arasında gerçekleştirilen ve vadeli işlem sözleşmesi olarak adlandırılabilecek ilişkide, hakların doğumunun veya bu hakların ileri sürülmesinin sıkı sıkıya kendisine bağlı olduğu bir senet bulunmaktadır. Bu çerçevede, vadeli işlem sözleşmelerinin kıymetli evrak olarak kabulü, bu sözleşmelerin yapılıma şekline aykırı düştüğü gibi, kıymetli evrak olgusu ile de bağdaşmamaktadır. Bu husus opsiyon sözleşmeleri için de geçerli olarak kabul edilmelidir. Özkan'a göre, vadeli sözleşmeler ve opsiyon sözleşmeleri SPKn.3/b maddesinde belirtilen diğer sermaye piyasası aracı mahiyetinde olup, kıymetli evrak vasfı taşımaması bir kenara, senet dahi olmayabilir[115].

Vadeli işlem sözleşmesinin, kıymetli evrak olarak nitelendirilmesinin bir sonucu olarak, TTK'nın 743. maddesi uyarınca ciro edilebileceklerine ilişkindir. Hayata geçmesi için bir senede ihtiyaç duyulmayan, bu nedenle de kıymetli evrak olarak nitelendirilmek açısından pek zayıf kalan vadeli işlem sözleşmesinin TTK anlamında ciro edilmesinden söz edilemez. Burada cirodan kasıt vadeli işlem sözleşmesi ile elde edilen hakkın devredilmesi olmaktaysa, vadeli işlem borsalarında, yapılan bir sözleşme ile elde edilen hakkın devrinin, teknik adı ile pozisyon kapatmanın, ters işlem (ofset) yani yeni bir sözleşme yapılması suretiyle gerçekleştiriliyor olması karşısında, bu işlemin ciro olduğunun ileri sürülmesi zor görülmektedir.

---

[112] **Andreas VON TUHR**, Borçlar Hukuku'nun Umumi Kısmı, Çeviren Cevat Edege, Ankara 1983 s.241; Fırat Öztan, Kıymetli Evrak Hukuku, 2. Bası, Ankara 1997, s.57.
[113] **A. K. ÖZŞAHİN**, Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Hukuki Niteliği, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Ankara 1999, s. 20.
[114] **ÖZTAN**, s. 57; **Reha POROY / Ünal TEKİNALP**, Kıymetli Evrak Hukuku Esasları, Güncelleştirilmiş 12. Baskı, İstanbul 1995, s. 23-24.

Bu düşünce karşı, doktrinde yapılan menkul kıymet tariflerindeki müşterek nokta, bunların uzun dönemli bir yatırım aracı olduğu ve kıymetli evrakın kendine has özellikleri olan bir grubunu teşkil ettiğidir. Görülüyor ki, Türk doktrininde hakim olan görüş, menkul kıymetlerin kıymetli evrak olduğu yönündedir.

Kıymetli evrak kavramı, menkul kıymetli kavramının üstünde genel bir kavram olarak görülmektedir. Genellikle doktrinde kıymetli evrakı menkul kıymet haline getiren unsurlardan söz edilmektedir. Buna göre, "misli eşya niteliğini haiz olan, dönemsel ürün veren belli bir meblağı temsil eden kıymetli evrak menkul kıymettir". Bugünkü hukuk sistemimiz içinde menkul kıymetleri birer kıymetli evrak olarak kabul etmek zaruri görülmektedir. Böylece, gerek tarafların sahip olacakları def'i hakları, sorumluluk ve borçları açısından gerekse tarafların hukuken korunması açısından pratik bir çözüm gerçekleşmiş olacaktır. Bir menkul kıymet olarak kabul edilen kıymetli evrakın, menkul kıymet olmasıyla kıymetli evrak olma özeliği ortadan kalkmamaktadır. Buna karşılık kıymetli evrak niteliğine sahip olmayan bir menkul kıymet ihdası halinde, söz konusu senetlerin BK, MK ve TK'nın genel hükümleriyle,tarafların hak ve sorumluluklarının tespiti, evrakın devri,def'i hakları, ispat meselesi ve tarafların hukuken korunması gibi meselelere çözüm bulunması her zaman için imkan dahilindedir. Ayrıca ihdas edilebilecek yeni bir menkul kıymet tipi için özel hükümlerle b konuların tesisi de mümkündür. Bu açıdan her menkul kıymet tipinin kendi özel şartları içerisinde değerlendirilmesinde fayda vardır[116].

7 VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMELERİ'NİN İŞLEYİŞ MEKANİZMASI

7.1 Sözleşmenin Tarafları

Genel olarak bakacak olursak Vadeli işlem sözleşmelerinde bir alıcı bir satıcı bulunur. Vadeli işlem piyasasında işlem gören bir vadeli işlem sözleşmesini alarak vadede

[115] **ÖZKAN,** s. 196; **Ahmet KIMAN**, Opsiyon Sözleşmelerinin Hukuki Niteliği ve Vergisel Boyutu, Ali Bozer'e Armağan, Ankara 1998, s. 717.
[116] **ARIKAN**, a.g.e. s. 30.

sözleşmeye konu edilen varlığı sözleşmede belirtilen şartlarla satın almayı taahhüt eden (uzun pozisyon alan) kişi, **Vadeli işlem sözleşmesi alıcısıdır**. Vadeli işlem piyasasında işlem gören bir vadeli işlem sözleşmesini satarak vadede sözleşmeye konu edilen varlığı sözleşmede belirtilen şartlarla satmayı taahhüt eden kişi, **Vadeli işlem sözleşmesi satıcısıdır**[117]**.**

Bundan başka Vadeli piyasada vadeli işlem sözleşmesi alım satımı gerçekleştiren sözleşmenin tarafı olduğunu söylediğimiz kişiler; vadeli işlem sözleşmesi alım satımında gözettikleri amaç bakımından da ayrıma tabi tutulabilir.

Bir türev araç olan vadeli işlem sözleşmesi, türe araçların başlıca doğuş nedeni olan "riskten korunma aracı" olmaya yönelik olarak alınıp satılabileceği gibi, vadeli işlem sözleşmesine konu edilen varlığın fiyatında spot piyasada yaşanacak değişimlerden veya vadeli işlem sözleşmesinin kendisinin fiyatında açısından piyasada yaşanacak değişimlerden kazanç elde etmek amacıyla da alım-satım konusu olabilecektir.

Buna göre, bir vadeli işlem sözleşmesinin alım-satımında gözetilen amca göre sözleşme tarafları riskten korunmayı amaçlayanlar, spekülatörler ve arbitrajcılar olmak üzere üçe ayrılabilecektir.

7.1.1 Riskten Korunmayı Amaçlayanlar (Hedger'lar)

Tüm türev araçlarda olduğu gibi, vadeli işlem sözleşmelerinin ortaya çıkış amacının finansal risklerden korunma düşüncesi vardır.

İşte bu düşünceyle vadeli işlem piyasalarında işlem yapan kişiler "hedger" olarak tanımlanmakta; bu kişilerin gerçekleştirdikleri işleler ise "hedging" olarak ifade olunmaktadır.

Hedging, halihazırda tutulan veya gelecekte alınması beklenen bir pozisyonla ilgili olarak, spot piyasadaki fiyat hareketlerinin neden olacağı finansal zarar riskini azaltmak

[117] **PENEZOĞLU**, a.g.e. s. 32.

amacıyla vadeli işlem piyasasında gerçekleştirilen alım-satım işlemini ifade etmektedir[118]. Hedger'lar ise, vadeli işlem sözleşmesine konu edilen varlığı kullanan, burada pozisyon tutan ve gelecekte teslimatını bekleyen, ancak ilgili varlığın fiyatında gelecekte meydana gelecek olumsuz değişimlerden korumak isteyen ve bu amaçla vadeli işlem piyasasında ilgili varlığı konu alan vadeli işlem sözleşmesi alım-satımını gerçekleştiren kişilerdir[119]. Bu kişiler, spot piyasalarda fiyatların yükselmesinden korunmak için vadeli işlem sözleşmesine alıcı, düşmesinden korunmak için vadeli işlem sözleşmesine satıcı olarak girerler.

Bununla birlikte, hedging her zaman için kârlı olmayabilecek; sonuçta zararla karşılaşılabilecektir. Zira hedging suretiyle, olumsuz fiyat değişimlerine karşı korunulması karşılığında, olumlu fiyat değişimlerinden doğacak aşırı kâr elde etme şansından vazgeçilmekte; belirli bir kâr marjı kabul edilerek hedging gerçekleştirilmektedir[120]. Bir başka değişle hedging ile fiyatlarda olumlu yöndeki değişmelerden sağlanacak kazançlar da, aynen zararlarda olduğu gibi, nötralize edilmektedir.

Hedging, finansal piyasalarda portföy yöneticileri ve bankacılar, mal piyasalarında ise ilgili malı girdi olarak kullanan veya bu malı üretenler tarafından oldukça yoğun olarak geçekleştirilmektedir. Örneğin, bir portföy yöneticisi, çeşitli varlık gruplarından oluşan bir portföyün performansını arttırmak, üstlendiği riskleri azaltmak veya portföy çeşitlendirilmesine gitmek için, portföydeki hisse senetlerini spot piyasada satmak yerine, endeks üzerine vadeli işlem sözleşmesi satabilir. Bu durumda, piyasada gerçekten bir düşüş yaşanırsa, vadeli piyasada elde edilen kazanç, hisse senetleri piyasasında karşılaştırılan zararı karşılar. Böylece, piyasada meydana gelebilecek fiyat düşüşlerinden etkilenmiş olur. Koruma amaçlı işlemlerde yoğun olarak kullanılması nedeniyle, özellikle yabancı yatırımcıların gelişmekte olan piyasalarda spot piyasa işlemlerinden kaynaklanan risklerden korunmak amacıyla zaman zaman vadeli işlem sözleşmelerini kullandıkları bilinmektedir.

---

[118] VOBY md. 51/1. Hedging işlemi, vadeli işlem piyasalarında herhangi bir şekilde pozisyon almak sureti ile fiyat değişimlerinden kaynaklanacak zarar riskini düşürmeyi ifade etmektedir.27.03.2004 t.ve 2499sy.R.G.

[119] **R. PARLAKKAYA**, Finansal Türev Ürünler ile Mali Risk Yönetimi ve Muhasebe Uygulamaları, Ankara 2003.

[120] TPAKB 19. İhracat yapan bir şirketin üç ay sonra döviz geliri elde edeceğini düşünelim. Şirketin üç ay sonraki döviz kuru ne olursa olsun, şu an itibariyle kâr veya zararını sabitlemek isteyebilir. Bunu vadeli işlem sözleşmeleri kullanarak sağlamak mümkündür. İhracat dövizinizi TL'ye çevireceğiniz tarihte size döviz satma hakkı verecek bir vadeli işlem sözleşmesini satabilirsiniz. Bunun yapılmasıyla, üç ay sonraki dövizinizin

7.1.2 Spekülatörler

Vadeli işlem sözleşmeleri, her ne kadar kendisini konu edinen varlıkların fiyatlarında meydana gelme ihtimali bulunan olumsuz fiyat hareketlerine karşı korunma (hedge) amacıyla ortaya çıkmışsa da, günümüzde bunlara daha çok sözleşmeye konu edilen varlığın fiyatında spot piyasada yaşanacak dalgalanmalardan kazanç sağlamak (spekülasyon) amacıyla başvurduğu da bir gerçektir. Bu amaç ile vadeli işlem sözleşmesi alıp-satan kişiler, "spekülatör" olarak adlandırılmaktadır.

Spekülatör, geleceğe yönelik fiyat belirsizliklerinin olduğu bir ortamda, gelecekteki fiyatları başkalarından daha iyi tahmin etme yetkisine sahip olduğuna inanan ve bu inançla risk taşımayı kabul eden kişidir. Başka bir değişle spekülatör, fiyat dalgalanmalarından doğan riski üzerine almak suretiyle vadeli işlem sözleşmelerine konu edilen varlığın sözleşmenin akdedildiği tarihteki anlaşılan fiyatı ile sözleşmenin hitam tarihindeki gerçek fiyatı arasında vuku bulabilecek olumlu farktan kazanç elde etmeyi tasarlayan kişidir[121]. Bu özelliği gereği, spekülatörlerin vadeli işlem sözleşmelerine konu edilen varlığın kendisi ile hiçbir ilişkisi yoktur[122]. Onlar, sadece bu varlığın fiyatında gelecek dönemde gerçekleşme ihtimali bulunan fiyat değişiklikleri ile ilgilenir.

Spekülatörler, bir vadeli işlem piyasasının oluşumunda hayati bir rol oynarlar[123]; piyasanın akıcılık kaynağıdırlar. Spekülatörler, piyasayı genişletir ve derinleştirirler; onlar vasıtasıyla birkaç katılımcının piyasada hâkim konuma gelmesinin önüne geçilebilir[124].

Bununla birlikte, vadeli işlem piyasalarında sadece kazanç elde etme amacı ile işlem gerçekleştirdiklerinden ve bu işi profesyonel olarak icra ettiklerinden, spekülatörlerin

---

hangi kur üzerinden satılacağı garanti edilir. (Milliyet Gazetesi, 22.11.2003, VOB Genel Müdürü Hamdi Bağcı'nın verdiği ropörtaj).

[121] **NOEL M**. İntrodoction to İntrest Rate Derivatives (1st part), www.derivatives-institute.com, (24.01.2004)

[122] **UZUNOĞLU S**. Para ve Döviz Piyasaları, İstanbul 2000, s. 38.

[123] **PARLAKKAYA,** a.g.e. s. 109.

[124] **KIRCA,** a.g.e., s. 263. Spekülatörlerin olmaması durumunda, Hedger'ların riski devretmeleri mümkün değildir. Riskten korunmak isteyenlerin risklerini devralmak suretiyle vadeli işlem fiyatlarının belirsizliğine katlanan ve onların daha verimli şekilde ve düşük maliyetle çalışmalarını sağlayan, kısaca, vadeli işlem piyasalarına aktivite veren, zaman dönemleri itibariyle arz ve talep dengelerini sağlayan spekülatörlerdir (**PARLAKKAYA**, a.g.e. s. 109).

piyasadaki rolü çoğu kez yanlış anlaşılmakta; bu kişilerin gerçekleştirdiği spekülasyon, manipülasyon kavramı ile eşdeğer bir şekilde kavranmaktadır[125].

Manipülasyon kavramının tanımının tam olarak yapmaya, ne gibi işlemlerin manipülasyon olduğuna ilişkin bir tespitte bulunmaya olanak bulunmamaktadır. Bununla birlikte, kavramı tam olarak karşılayamamakla birlikte manipülasyonun üç tanımı yapılabilmektedir[126]. Buna göre; (1) Sermaye piyasası araçlarının arz ve talebini yanlış veya yanıltıcı şekilde etkileyen/etkileyebilecek yahut sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının yapay veya anormal şekilde oluşmasını amaçlayan emirler ve işlemler gerçekleştirilmesi; (2) Diğer yanıltıcı ve hileli olgulara dayanan emir ve işlem gerçekleştirilmesi; (3) Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili yanış veya yanıltıcı bir etki yaratan/yaratabilecek bilgilerin yayılması filleri manipilasyon olarak değerlendirilebilecektir.

Manipülatif davranışlar, hemen hemen tüm ülkelerin sermaye piyasasına ilişkin düzenlemeleri ile yasaklanmıştır. Yasaklamanın altında yatan temel neden, sermaye piyasalarının şeffaflığını sağlamak ve böylece kişilerin piyasalara olan güvenini sağlamak ve korumaktır. Manipülatif davranışlarla piyasanın kötüye kullanılması, piyasaların dürüstlüğüne ve halkın piyasalara duyduğu güvene zarar vermektedir. Bu tür uygulamaların, serbest piyasa kurallarına göre oluşan arz ve talebe müdahale ederek, yeni yatırımcıları piyasaya girmekten caydırdığı kabul edilmektedir.

Görüleceği üzere;

— Spekülasyon vadeli işlem piyasalarının başlıca unsurlarından, olmazsa olmazlardan olduğu halde; manipülasyon piyasaya zarar veren, kişilerin piyasaya olan katılımlarını engelleyen bir olgudur.
— Spekülatörler, piyasanın işleyişine ve ekonomik verilere ilişkin bilgi birikimine güvenerek vadeli işlem sözleşmesine konu edilen varlığın fiyatında yaşanacak değişimler nedeniyle kâr elde etmeyi amaçlarken; manipülatörler, yanlış ya da yanıltıcı davranışlarla haksız kazanç sağlamayı amaçlamaktadırlar. Spekülatörler, gerçekleştirdikleri

[125] **PENEZOĞLU**, a.g.e. s. 34.

— Spekülasyon faaliyetlerinde üzerlerine finansal risk alırken; manipüatörler yasaya aykırı davranışları nedeniyle, sadece yasal risk üstlenmektedirler.

Dolayısıyla, spekülasyon ile manipülasyon birbirinden ayrı kavramlar olup; bunların bir olarak düşünülmesi ve spekülatörlere önyargılı yaklaşılması yanlıştır.

Bununla birlikte, bir vadeli işlem piyasasında var olan spekülasyon fazlasınında piyasaya zarar vereceği hususu gözden kaçırılmamalıdır. Doğru işleyen bir vadeli işlem piyasasında spekülasyon, piyasanın ana işlevi olan hedging'in gerektirdiği düzeyde tutulabilmelidir[127].

Her ne kadar spekülatörler, vadeli işlem piyasalarında kâr amacı ile işlem gerçekleştirseler de, bu kişiler piyasanın kendi beklentileri ters istikametinde hareket göstermesi durumunda, vadeli işlem sözleşmelerindeki kaldıraç etkisi[128]nedeniyle, ciddi bir zararla da karşılaşabilecektir[129].

Arıca, burada üzerinde durulması gereken diğer bir husus, vadeli işlem piyasasında işlem yapan bir kişinin amacının bu kadar net bir şekilde belirlenebilmesi her zaman için mümkün olmayabilecektir. Başlangıçta hedging olarak görülen işlemler, değişen koşullar altında spekülatif amaçlı hake gelebilecektir.

7.1.3 Arbitrajcılar

Arbitraj, çeşitli piyasalardaki fiyat farklılıklarından yararlanmak suretiyle, bir emtiayı, faizi, dövizi veya menkul kıymeti ucuz olan piyasada satın alıp, aynı anda pahalı olan

---

[126] Commission of The European Comminities, Market Manipulation (Market Abuse), http://europa.eu.int/comm/İnternalmarket/en/finances/mobil/com281en.pdf (30.04.2004)
[127] Brennan B. Staying The Couse-A Guide to Derivatives, Corporate Finance, July/August 1999, http://www.Practicallaw.com/jsp/article.jsp?item=:168923, 04.06.2004
[128] Finansal anlamda kaldıraç (leverage), büyük değerlerdeki bir yatırımın küçük bir sermaye ile yapılabilmesi; sınırlı bir kaynakla alınabilecek riskten çok daha fazlasının üstlenilmesi anlamına gelmektedir. Vadeli işlem sözleşmelerinde de kaldıraç etkisi geçerlidir. Zira, yapılan vadeli işlem sözleşmesinin binlerce dolarlık değeri olmasına karşın, yatırımcı bu sözleşmeye başlangıçta %10 gibi bir bedel (başlangıç teminatı) ödeyerek sahip olabilir(Uzunoğlu, a.g.e., s. 50).
[129] **YILMAZ**, a.g.e. s. 109.

piyasada satmak ve böylece kâr elde etmek anlamına gelmektedir[130]. Dolayısıyla vadeli işlem piyasasındaki arbitraj faaliyeti, bir vadeli işlem sözleşmesinin ucuz olan piyasada satın alınıp, aynı konudaki vadeli işlem sözleşmesinin pahalı olan piyasada satmak suretiyle ortaya çıkmakta; bu işlemi gerçekleştiren kişi ise arbitrajcı olarak değerlendirilmektedir.

Arbitrajcıların da aynen spekülatörlerde olduğu gibi vadeli işlem sözleşmesine konu edinen varlığın kendisi ile hiçbir ilişkileri yoktur. Onların vadeli işlem sözleşmesi alıp satmalarındaki tek amacı, fiyat farklılıklarından kazanç sağlama isteğidir. Bu yönü ile arbitrajcılar ile spekülatörler arasında amaçsal yönden benzerlik bulunmaktadır. Bununla birlikte, her iki kavram birbirinde farklıdır. Zira spekülatörler vadeli işlem sözleşmesine konu edilen varlığın değerinde oluşabilecek fiyat farklılıkları ile ilgilenirken; arbitrajcılar, aynı varlığa ilişkin olarak farklı piyasalarda düzenlenen vadeli işlem sözleşmelerinin herhangi bir andaki fiyatları ve bu fiyatlardaki farklılıklar ile ilgilenirler. Dolayısıyla, arbitrajcıların spekülatörlerden en önemli farkı, risksiz getiri garantisinin olmasıdır[131]. Sonuç itibariyle arbitrajcılar da, vadeli işlem piyasasının etkin ve akıcı olmasını sağlayan katılımcılardır.

7.1.4 Diğer Taraflar

7.1.4.1 Borsa (Vadeli İşlem Piyasası)

Vadeli işlem piyasası, standart kalıplara bağlanmış vadeli işlem sözleşmelerinin önceden saptanmış kurallar içinde alım satımının yapıldığı teşkilatlanmış (organize) türev piyasasıdır.

---

[130] VİOB-GnY2 md. 47'de arbitraj, "fark işlemleri" başlığı altında, "vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin alım satımına ilişkin fiyat farklılıklarından kazanç elde etmek amacıyla, bir sözleşmenin alınması sırasında bir başka sözleşmenin satılması işlemidir. Bu işlem genellikle aynı varlığa ait farklı teslimat vadeleri arasında, varlıklar arasında veya borsalar arasında yapılır. Bu işlemler için farklı oranlarda teminat veya teminatlandırma yöntemi belirlenebilir."şeklinde tanımlanmıştır. VOBY md. 52'de fark işlemi, "fiyat ilişkilerinden kâr elde etmek amacıyla, eşzamanlı olarak, bir hesap adına aynı veya benzer dayanak varlık üzerine düzenlenmiş bir sözleşmenin bir vadesinde uzun pozisyon, diğer vadesinde kısa pozisyon alınması ya da aynı opsiyon sözleşmesinin farklı vade ve kullanım fiyatı seviyesinden alım ve satımının yapılması" olarak tanımlanmıştır.

[131] **YILMAZ,** a.g.e. s. 24.

Teşkilatlanmış piyasa terimi, yalnızca fiziki koşulların sağlandığı piyasaları değil, aynı zamanda "teminat" ve "takas merkezi" uygulamalarının da yapıldığı piyasaları ifade etmektedir. Teminat, piyasada işlem yapabilmek için peşin ödenen bedeldir. Tarafların kesinlikle bir araya gelmediği ve yükümlülüklerin birbirine karşı değil, piyasa yönetiminin kontrolü altında olan kurumlara yönelik olduğu sisteme ise, takas merkezi sistemi denir.

7.1.4.2 Takas Merkezi

Vadeli işlem piyasası uygulamasında takas merkezi, alıcı ve satıcı arasında bir aracıdır. Vadeli işlem sözleşmesi tarafları, başka bir değişle vadeli işlem piyasasında vadeli işlem sözleşmesi alım satımı gerçekleştirmek isteyen kişiler, mutlak surette takas merkezi ile anlaşma sağlar. Yoksa alıcı ve satıcının piyasada birbirleri ile doğrudan doğruya işlem gerçekleştirmesi mümkün değildir. Bunun yanında, vadeli işlem sözleşmesi alım satımı gerçekleştiren bir kişinin doğrudan doruya takas merkezi ile ilişkiye girmesi de mümkün değildir. Vadeli işlem sözleşmesi alım satımı gerçekleştirmek isteyen kişiler, bu arzularını vadeli işlem sözleşmesi alım satımında aracılık yetkisi bulunan bir aracı marifetiyle gerçekleştirebilirler ki bunlar vadeli işlem piyasasına üye olan kurumlardır. Üye kurumlar, temsilci sıfatı ile vadeli işlem özleşmesi alım-satımı geçekleştirmek isteyen kişiler adına piyasa nezdinde gerekli işlemleri yürütür.

Vadeli işlem piyasalarında takas merkezinin rolü sadece piyasada gerçekleştirilen işlemleri teminat altına alma ile sınırlı değildir. Bu görevinin yanında takas merkezi, gerçekleşen işlemler sonucu oluşan ödeme ve teslimat yükümlülüklerini zamanında yapılmasını sağlamakta; işlemlerdeki riskleri takip etmek suretiyle teminat sistemini kontrol etmektedir. Ayrıca takas merkezi, vadeli işlem sözleşmelerinin işlem görecekleri ikinci el piyasaların oluşmasına da katkıda bulunmaktadır[132].

[132] Takas merkezinin, vadeli işlem piyasalarında üstlendiği görevlere ilişkin olarak bkz. VOBY md.76.

7.1.4.3 Piyasa Üyeleri

Vadeli işlem piyasalarında vadeli işlem sözleşmesi alıp satmak isteyen kişilerin, piyasada doğrudan doğruya işlem gerçekleştirmeleri mümkün değildir. Bu kişiler, alım satım işlemlerini, piyasada işlem gerçekleştirmek üzere yetkilendirilmiş bir aracı vasıtası ile yerine getirirler ki, bu aracılara "piyasa üyesi" veya "borsa üyesi" adı verilmektedir.

Aracılık, kelime anlamı itibariyle, bir işin çözümünde tarafları bir araya getirmek suretiyle yardım etmek, tavassut etmek anlamına gelmektedir. Aracı ise, bunun yerine getiren, uzlaştıran, anlaşma sağlayan kimseyi veya üretici ile tüketici arasında alım satım konusunda bağlantı kuran ve bundan kazanç sağlayan kimseyi, mutavassıtı ifade etmektedir.

Sermaye piyasasında aracılık ise, SerPK md. 31'de tanımlanmış ve bu maddede, sermaye piyasası araçlarının yetkili kuruluşlar tarafından, başkası nam ve hesabına[133], kendi namına başkası hesabına veya kendi nam ve hesabına alım satımı aracılık faaliyeti olarak tanımlanmıştır.

Buna göre, vadeli işlem piyasalarında aracılık, bir vadeli işlem sözleşmesine alıcı ve/veya satıcı taraf olmak isteyen; başka bir ifade ile piyasada kısa veya uzun pozisyon almak isteyen kişilerin bu taleplerinin yerine getirilmesi için piyasada üye sıfatı ile vadeli işlem sözleşmesi alınıp satılması ile ortaya çıkmaktadır[134]. Türkiye uygulamasında bu faaliyet konusu ile iştigal edebilenler sadece aracı kuruluşlardır.

---

[133] Yetkili kuruluşların sermaye piyasası araçlarını başkası nam ve hesabına veya kendi namı başkası hesabına alıp satmalarının aracılık faaliyeti olduğu hususunda kuşku yoktur. Ancak, bu kuruluşların, sermaye piyasası araçların kendi nam ve hesabına alıp satmaları durumunda aracılıktan bahsedilmesi, bir çelişki teşkil edilebilecektir. Bu durumda bir aracılık faaliyetinden ziyade, yetkili kuruluşun alım satım arasındaki fiyat farkından yararlanarak kar elde etmeyi amaçladığı spekülatif bir faaliyet söz konusu olabilecektir. Ancak yine de bu tür faaliyetlerin aracılık olarak değerlendirilmiş olmasının sebebi, aracı kuruluşların yapmış oldukları bu alım satım faaliyetleri sırasında bir anlamda sermaye piyasası araçlarını almış oldukları kişiler ile bunlar satmış oldukları kişiler arasında dolaylı olarak da olsa aracılık etmiş olmalarıdır. (**İNCEOĞLU** s.27)

[134] SPK'nun Seri V No:46 Tebliği md.53 f.1'de, türev araçların alım satımına aracılık faaliyetinin, SerPK md. 30 f.1'in (c) bendi uyarınca ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövize dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçların aracı sıfatıyla ve ticari amaçla alım satımını ifade ettiği belirtilmiştir.

Bir vadeli işlem sözleşmesi alım satımında aracılık faaliyetini gerçekleştiren piyasa üyeleri, takas üyesi olup olmamalarına göre ayrıma tabi tutulmaktadır. Bu ayrım, piyasa üyelerinin vadeli işlem sözleşmelerine ilişkin aracılık faaliyetleri kapsamındaki yükümlülüklerinde farklılık yarattığından, burada her iki piyasa üyesi çeşidini ayrı ayrı incelemekte yarar vardır.

7.1.4.4 Takas Üyesi Olan Piyasa Üyeleri

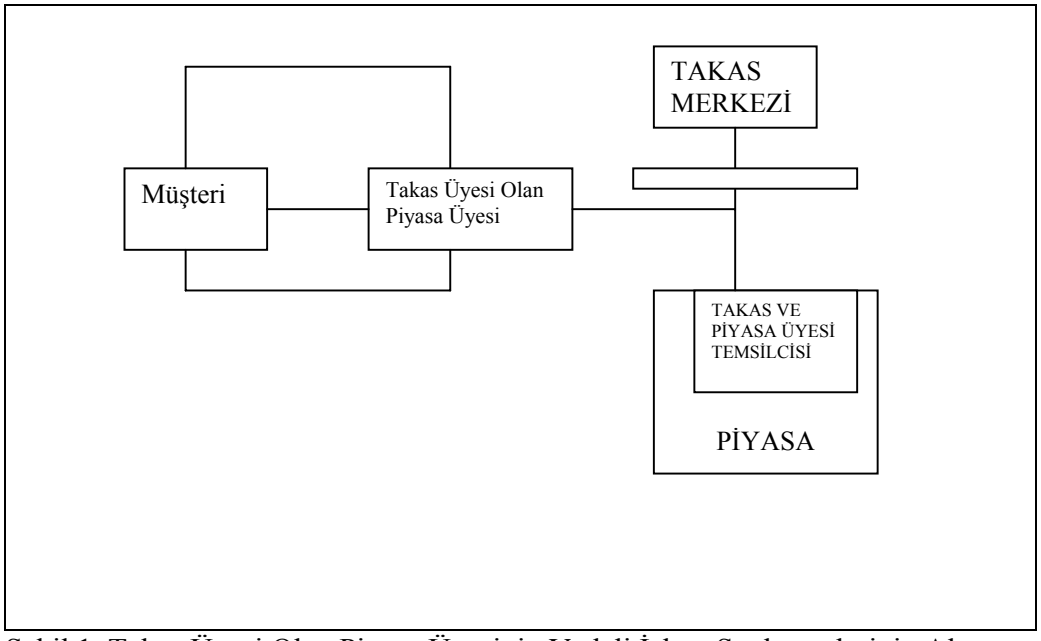
Takas üyesi olan piyasa üyeleri, yürüttükleri vadeli işlem sözleşmesi alım satımına aracılık faaliyetinde, müşterilerini piyasa ve takas merkezi nezdinde doğrudan doğruya temsil etme ve gerekli işlemleri tesis etme yetkisine sahip olan aracı kuruluşlardır.

Bir piyasa üyesinin takas üyesi olabilmesi için, piyasa üyesinde aranan şartlara ilave olarak çeşitli şartlar aranabilmektedir. Uygulamada bu şartlar, takas merkezince belirlenmektedir.

Takas üyesi olan piyasa üyeleri, takas merkezi ile doğrudan ilişki kurabilen; vadeli işlem sözleşmelerine ilişkin işlemleri yerine getirmeyi, teyit etmeyi ve sona erdirmeyi takas merkezine karşı taahhüt eden kuruluşlardır[135].

Doğrudan takas üyeleri, sadece kendilerinin veya müşterilerinin işlemlerinin takasını gerçekleştirmeye yetkilidirler. Bu nev'i takas üyeleri, takas üyesi olmayan piyasa üyelerinin gerçekleştirdiği işlemlerin takasını garanti edemezler.

Genel takas üyeleri ise, kendilerinin veya müşterilerinin işlemlerinin takasını gerçekleştirmeleri yanında, takas üyesi olmayan piyasa üyelerinin işlemlerinin takasını da garanti etmeye yetkilidir. Bir takas üyesinin, takas üyesi olmayan piyasa üyelerinin işlemlerinin takasını garanti etmesi, takas üyesi olmayan piyasa üyelerinin kendilerinin veya müşterinin işlemlerini yerine getirmelerini, teyit etmelerini ve sona erdirmelerini takas merkezine karşı taahhüt etmelerini ifade etmektedir.



Şekil 1. Takas Üyesi Olan Piyasa Üyesinin Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Alım Satımına Aracılık Faaliyeti

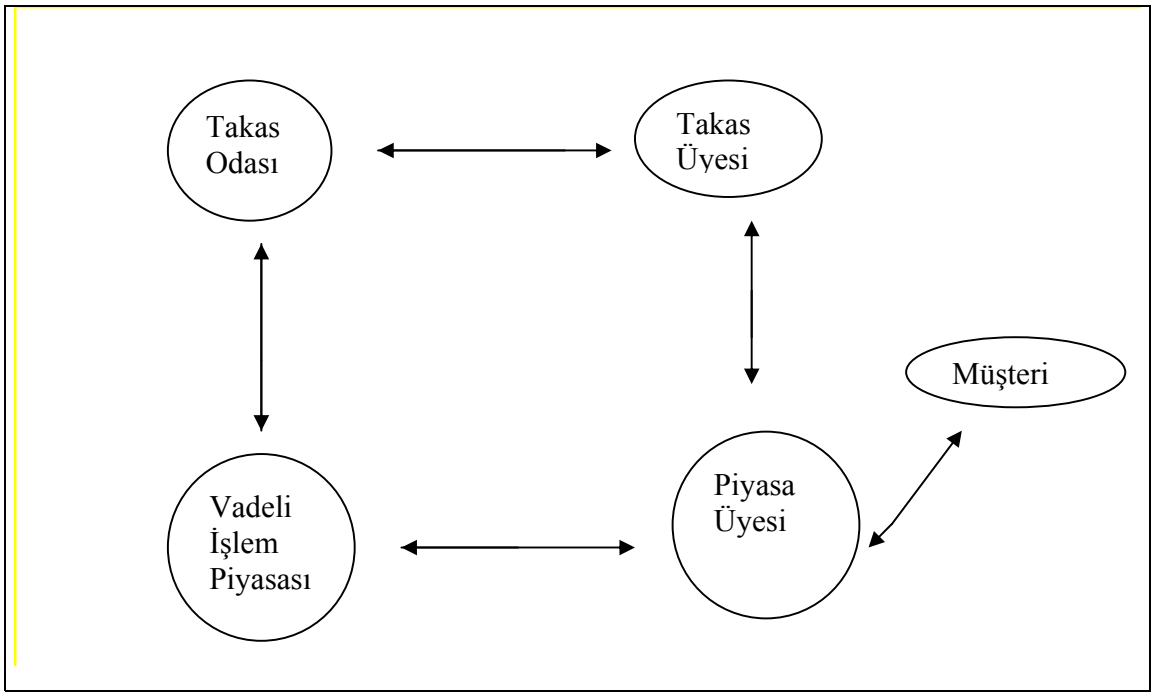
Şekilden de anlaşılacağı üzere, takas üyesi olan piyasa üyeleri, müşterileri ile aralarında akdetmiş oldukları çerçeve sözleşme sonrasında aldıkları emirleri doğrudan doğruya işleme koyabilmekte ve bu emirler nedeniyle müşterisinden tahsil etmiş olduğu teminatları, takas merkezi nezdinde açacağı teminat hesabına doğrudan doğruya depo edebilmektedir. Bu şekilde kurulan vadeli işlem sözleşmesinin yürürlükte bulunduğu süre içerisinde gerekli teminat işlemlerini kendisi yürütebilmekte; aynı şekilde sözleşmenin vadeden önce ters işlem suretiyle veya vadede fiziki teslim ya da nakdi uzlaşma suretiyle sona erdirilmesi halinde de takas merkezi nezdinde gerekli işlemleri tesis edebilmektedir.

7.1.4.5 Takas Üyesi Olmayan Piyasa Üyeleri

Bir vadeli işlem piyasasında, vadeli işlem sözleşmesi alım satımından aracılık faaliyetini yürüten aracı kuruluşlar, piyasa üyesi olmalarına rağmen takas üyesi olmayabilirler[136].

[135] **PENEZOĞLU**,a.g.e. s. 40.
[136] **PENEZOĞLU**, age. s.42.

Takas üyesi olmayan piyasa üyeleri, genel takas üyesinin takas garantisini elde etmeden vadeli işlem piyasasına doğrudan emir iletemez ve bu suretle işlem gerçekleştiremezler[137]. Bu nev'i piyasa üyelerinin takas işlemleri, takası garanti eden takas üyesi olmayan piyasa üyesinin kendisinin veya müşterilerinin işlemlerine ilişkin takas işlemleri, takas üyesi olan piyasa üyesi tarafından yerin getirilecektir[138].



Kaynak: Takasbank

Şekil 2. Takas Üyesi Olmayan Piyasa Üyesinin Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Alım Satımına Aracılık Faaliyeti

Yukarıdaki şekilde de görüleceği gibi, takas üyesi olmayan piyasa üyesi, yürüttüğü vadeli işlem sözleşmesi alım satımına aracılık faaliyetlerinde, doğrudan doğruya takas merkezi ile muhatap olmamakta; işlemin yürütülmesi için takas merkezi ile özellikle teminatlar ve vadedeki işlemler hususunda takas üyesi olan bir piyasa üyesini kullanmak suretiyle dolaylı ilişki kurabilmektedir. Takas merkezi ile olan ilişkileri yürüten takas üyesi olan piyasa üyesi ise, müşteri ile herhangi bir ilişki kurmamaktadır.

[137] **KIRCA**, a.g.e. s. 269.
[138] **PENEZOĞLU**,a.g.e. s. 42.

7.1.4.5.1 Piyasa yapıcılar

Piyasan yapıcılar, sorumlu oldukları her vadeli işlem sözleşmesi türü ve bu türe ait işlem vadeleri için piyasanın açık olduğu her an çift taraflı alım-satım kotasyonu vermek zorunda olan kişilerdir. Vadeli işlem piyasasının etkin olarak işlerliği açısından piyasa yapıcılığı sisteminin getirilmesinin en büyük avantajı, bu kişilerin piyasaya sağlayacağı likidite ve derinliktir. Bunun altında yatan en önemli neden ise, söz konusu sistemin piyasada işlem yapmak üzere gelecek olan yatırımcılara karşılarında her an için bir muhatap bulma şansı ve kolaylığı sunmasıdır. Ayrıca piyasa yapıcılar, piyasadaki istikrarı sağlayan ve piyasada gün içinde oluşabilecek bir takım fiyat dengesizliklerini kısa sürede yansıtan ve ortadan kaldıran bir konumda bulunmak dolayısıyla, piyasanın daha istikrarlı işlemesine de önayak olmaktadır[139].

8 TÜREV ÜRÜNLERİN HUKUKİ NİTELİĞİ

8.1 Vadeli İşlem Sözleşmesinin Türev Araç Sözleşmeleri İçerisindeki Yeri

Türev araçların risk yönetimi açısından temel ürünleridir. Tarihi gelişimine göre, forward sözleşmeleri, futures sözleşmeleri (vadeli işlem sözleşmeleri), opsiyon sözleşmeleri ve swap sözleşmeleri olmak üzere dört başlıkta ele alınabileceğini belirtmiştik.

Türev araç sözleşmeleri, alışılageldiği üzere, kendisine konu olan değere göre (mala dayalı türev araç sözleşmeleri ve mali türev araç sözleşmeleri şeklinde) bir sınıflandırmaya tabi tutulabilecekse de, doğurdukları hukuki etki göz önüne alınmak suretiyle, kesin hüküm ve sonuç doğuran türev araç sözleşmeleri ile kesin hüküm ve sonuç doğurmayan türev araç sözleşmeleri olarak da sınıflandırılabilecektir[140]. Bu durumda, kurulmaları ile birlikte taraflar adına hak ve borçların doğması herhangi bir şarta bağlanmamış olan sözleşmeler kesin hüküm ve sonuç doğuran türev araç sözleşmeleri (forward sözleşmeleri, vadeli işlem

[139] **YILMAZ,** a.g.e. s.12 ve 134.
[140] **A. K. ÖZŞAHİN**, Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Hukuki Niteliği, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Ankara 1999, s. 12.

sözleşmeleri, swap sözleşmeleri) olarak adlandırılacakken, sözleşmede yer alan asıl hak ve borçların doğumunun, sözleşmenin kurulmasından sonra gerçekleşmesi muhtemel bir şarta (alıcının bu yöndeki iradesi) bağlı olduğu türev araç sözleşmesi (osiyon sözleşmesi) kesin hüküm ve sonuç doğurmayan türev araç sözleşmesi olarak adlandırılacaktır. Bir adım daha ileri gidildiğinde, kesin hüküm doğuran türev araç sözleşmelerini, temlik (devir ve ferağ) borcu doğuran türev araç sözleşmeleri ve kullanma ve yararlanma borcu doğurmayan türev araç sözleşmeleri olarak kendi içerisinde sınıflandırmak mümkün olacaktır. Swap sözleşmeleri kullanma ve yararlanma borcu doğuran bir türev araç sözleşmesi iken, diğerleri temlik (devir ve ferağ) borcu doğuran türev araç sözleşmeleri olarak sınıflandırılabilir.

Bu sınıflandırmadan hareketle, vadeli işlem sözleşmelerinin kesin hüküm ve sonuç doğuran türev araç sözleşmeleri sınıf içerisinde, temlik (devrik ve ferağ) borcu doğuran türev araç sözleşmeleri grubuna dahil olduğu söylenebilecektir.

8.1.1 Opsiyon Sözleşmesi İle Karşılaştırılması

Yukarıda yapılan sınıflandırmaya göre her türlü opsiyon sözleşmesi, yapılması konusunda opsiyon hakkı tanınan işlemin yapılıp yapılmamamsı, bir tarafın iradesine bağlı olduğundan kesin hüküm ve sonuç doğurmayan türev araç sözleşmeleri sınıfının yegane üyesini teşkil etmektedir. Buna karşın vadeli işlem sözleşmesinin kurulması, yani takas üyelerinin gerçekleştirdikleri işlemlere ilişkin bilgileri takas merkezine iletmeleri ile satıcı takas merkezine karşı teslim etme, alıcı takas merkezine karşı teslim alma borcu altındadır[141]. Diğer bir ifade ile taraflar adına asli borçlar kesin olarak doğmuştur. Dolayısıyla vadeli işlem sözleşmesi kuruldukları anda kesin hüküm ve sonuç doğurmaktadır. Konusu soyut bir varlığa dayanan vadeli işlem sözleşmelerinde ise teslimin söz konusu olmayacağı ifade edilmiştir.

[141] **ÖZŞAHİN,** age., s.13.

8.1.2 Swap Sözleşmesi İle Karşılaştırılması

Sözcük anlamı trampa, değiş-tokuş demek olan swap, ekonomik açıdan, "iki tarafın üçüncü kişilere karşı olan geri ödeme yükümlülüklerini önceden belirlenmiş kurallar çerçevesinde karşılıklı olarak değiş-tokuş etmeleri" şeklinde tanımlanabilir. Swap sözleşmesi ile farklı döviz cinsleri üzerinden sağlanan fonlar ve bunların geri ödeme yükümlülükleri ya da sadece tarafların sahip oldukları fonların geri ödeme yükümlülükleri karşılıklı olarak değiş-tokuş edilir[142].

Kesin hüküm ve sonuç doğuran türev araç sözleşmelerinden olan swap sözleşmesinde, örneğin bir para swapı (currency swap) sözleşmesinde, iki ayrı para borcu üzerinden mevcut borçlarını veya alacaklarını değiştirmesi söz konusudur[143]. Swap sözleşmelerinde, birbirine karşıt iki döviz işlemi bir araya getirilmekte ve anlaşmaya varılan süre için[144] farklı vadeli birbirine karşıt iki döviz işlemin birleştirilmesiyle iki farklı para birimlerini taşıyan tutarlı taraflar arasında değiş tokuş edilmekteyken[145], vadeli işlem sözleşmelerinde tek bir alım satım vardır. Dolayısıyla swap sözleşmelerindeki karşılıklı alım satım vadeli işlem sözleşmelerinde söz konusu değildir. Diğer taraftan swap sözleşmelerinde, sözleşmenin vadesi geldiğinde, değiş tokuş yapılan unsurların, ilk swap işleminin yapıldığı günkü değeri üzerinden iadesi söz konusu olduğundan, swap sözleşmelerini kullandırma borcu doğuran sözleşmeler sınıfı içerisinde ele alınması mümkün görünmektedir. Oysa vadeli işlem sözleşmesi devir (temlik ve ferağ) borcu doğuran bir sözleşmedir. Bu hususlar, iki türev araç sözleşmesi arasındaki belirgin farklılıklardır.

"Swap" sözcüğü İngilizce'de "trampa" manasına gelmektedir. Kelime anlamından hareketle "swap"ın trampa sözleşmesi niteliğinde olup olmadığını incelemek gerekir. Borçlar Kanunu'ndaki düzenleniş biçimi bakımından satımın bir çeşidi olan trampa

---

[142] **E. AKÇAOĞLU**, Finansal Türev Ürünlerinin Vergilendirilmesi, Turan Kitabevi, Ankara 2002, s. 49.
[143] **A. CEYLAN,** Finansal Teknikler, Bursa 1995, s. 167.
[144] Swap sözleşmelerinde, üzerinde anlaşılan süre sonunda başlangıçtaki döviz kuru üzerinden başlangıç tutarının iadesinin söz konusu olacağı göz önüne alındığında
[145] **GEORGE CRAFFORD/BİDYUT SEN**, Statageic Management Issues Derivatives For Decision Makers, ABD 1996, s. 24-25; Abdurrahman Fettahoğlu, Finansal Piyasalarda Yenilikler ve 1980 Sonrası Türkiye, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, No: 255, Eylül 1991, s. 13; Ceylan, s. 167.

sözleşmesi, taraflardan birinin diğer tarafa bir veya birkaç şeyin teslimi ve mülkiyetini geçirmeyi, diğer tarafın da aynı şekilde başka bir veya birkaç şeyin teslim ve mülkiyeti geçirmeyi taahhüt etmesi karşılığında borçlandığı sözleşmedir[146] (BK.md. 232 c.2). Satımdan farklı olarak trampada alınan bir malın bedeli para ile değil başka bir mal ile ödenmektedir. Paranın para ile değiştirilmesi trampa olarak kabul edilmez. Trampa sözleşmesi finansal swapları izaha uygun değildir.

Swap sözleşmesi bir yönüyle satım akdine benzetilebilir. Para swapında iki farklı paranın (döviz) karşılıklı olarak önce spot kur üzerinden sözleşmenin tarafları arasında el değiştirmesi (teslim ile mülkiyetin geçirilmesi); daha sonra vadede, aynı paraların bu kez faizleriyle birlikte, sözleşmede önceden belirlenmiş forward kur üzerinden tekrar el değiştirmesi söz konusudur. Bu el değiştirmeler bir arada gerçekleştirilmiş peşin satım ve forward satım işlemleri olarak düşünülebilir. Örneğin, önce avro ödeyerek dolar satın almak, sonra vadede dolar ödeyerek avro satın almak gibi.

8.1.3 Forward Sözleşmeler İle Karşılaştırılması

Daha önce de değindiğimiz üzere vadede teslimi söz konusu olacak belirli bir miktardaki dövizin kurunu ya da ileride alınacak belirli bir para piyasası pozisyonuna (mevduat veya krediye) uygulanacak faiz oranını bugünden sabitleyen sözleşmedir. Sözleşmede, sözleşme konusu finansal değerin karakteristliği, teslim ve ödemenin yapılacağı tarih, teslim yeri ve yöntemi, fiyatı ve diğer tüm ayrıntılar taraflar arasında kararlaştırılır.

Ferağ ve temlik amaçlı kesin sonuç doğuran türev araç sözleşmelerinden olan vadeli işlem sözleşmesi ile bu sözleşmenin ilkel şekli olan forward sözleşmesi karşılaştırıldığında, vadeli işlem sözleşmesinin, forward sözleşmesinin ihtiyaçlar karşısında evrim geçirmiş şekli olduğu söylenebilecektir. Forward sözleşmeler, ileri bir tarihte teslimi söz konusu olacak bir malın veya mali enstrümanın (faiz, döviz, tarımsal veya metalürji ürün) vade,

[146] **C.YAVUZ,** Borçlar Hukuku Özel Hükümler, C.I.,3. Basım,İstanbul 1994, s. 203.

miktar ve fiyatının bugünden belirlendiği sözleşmelerdir[147]. Satım sözleşmesi ile aynı hukuki niteliği taşıyan forward sözleşmeler tam iki tarafa borç yükleyen (synallamatique) bir sözleşmedir. Satıcı, işleme konu emtia ya da finansal değeri alıcının borçlanmış olduğu semen karşılığında alıcıya teslim ve mülkiyeti geçirme borcu altına girmektedir.

Forward sözleşmelerinin özellik arz eden yönü borçlanma işlemi ile tasaruf işlemi arasında belirli bir vadenin girmesidir. Vade unsuru forwardın satım sözleşmesinden farklı bir hukuki değere sahip olmasını gerektirmez. Zira satım sözleşmesinde de borçlanma işlemi ile tasarruf işleminin aynı anda gerçekleşmesi şartı yoktur; çoğu zaman da bu iki işlemin bir arada gerçekleştiği görülmez.

Bu sözleşmelere, hukukumuzda çoğunlukla alivre satışlar şeklinde karşılaşılmaktadır. Gerçekten alivre satışlar, henüz alıcıya teslim edilmeye hazır hale gelmemiş malın gelecekte teslim edilmek üzere satılmasıdır[148]. Genellikle zirai mahsuller üzerinde gerçekleştirilen alivre satışların en önemli özelliği ürünün henüz hazır olmadan, olgunlaşmadan ağaç üstünde veya tarlada ekili iken satılmasıdır. Bu yönüyle alivre satışların forward sözleşmeleri karşıladıkları söylenebilecektir. Forward sözleşmeler ile vadeli işlem sözleşmeleri arasındaki belirtilmesi klasikleşmiş olan farklılıklar bir kenara bırakılırsa, bu sözleşmeler iki temel farklılığın bulunduğundan bahsedilebilir.

- İlk farklılık, forward sözleşmeleri açısından esaslı unsur teşkil etmeyen teminat (magrin) sisteminden ortaya çıkan kaldıraç (leverage) etkisinden kaynaklanmaktadır[149]. Gerçekten de bir vadeli işlem sözleşmesinin kurulması ile takas üyesi, sözleşme değerinin önceden belirlenmiş bir orandaki miktarını takas merkezi nezdinde teminat olarak yatırmak ve bu teminatı da her gün piyasada oluşan fiyata göre güncellemek zorundadır. Bu durum çok ciddi bir kaldıraç etkisi oluşturmaktadır. Oysa bir forward sözleşmesinin kurulması için

---

[147] **A. KIRIM,** Mali Risk Yönetimi Açısından Forward Döviz ve Faiz Piyasaları (Forward Döviz),Bankacılar Dergisi, Bankalar Birliği Yayınları, 1991.

[148] **İ. DOĞANAY,** Ticari Alım-Satım Akdi ve Nevileri, Ankara 1993, s. 413.

[149] Vadeli işlem sözleşmelerinin taşıdığı risk, sanıldığının aksine fiyatların aşırı oynaklığından kaynaklanmamaktadır. Araştırmalar, vadeli işlem sözleşmelerinde fiyatların menkul kıymet fiyatları ile paralel sayılabilecek bir şekilde dalgalandığını göstermektedir. Vadeli işlem sözleşmelerinin riskli hale getiren, düşük teminat miktarlar ile muazzam kaldıraç imkanının bulunmasıdır. Fink/Feduniak, s.41; "Deerivatives don't kill, speculators do" FRBD: Publications: Text Archive, http://dallasfed.org/publications/fi/txt/fi.95.1q.html,25.08.1998s.,5/10; **FİNK/FEDUNİAK,** s.324.

ne karşı tarafa teminat verilmesi ne de teminatın güncellenmesi söz konusudur. Bununla birlikte, kaldıraç etkisinin, forward sözleşmeleri ile vadeli işlem sözlemeleri arasındaki belirleyici unsur olmadığı ileri sürülmektedir.

- İkinci farklılık ise, vadeli işlem sözleşmelerinin, borsalarda gerçekleştiriliyor olma[150]niteliklerine bağlı orak, forward sözleşmelerinde bulunmayan yeni bir kavram ortaya koymalıdır. Bu ise, vadeli işlem sözleşmelerinde takas merkezinin aldığı rolüdür. Gerçekten takas merkezi bir vadeli işlem sözleşmesinin kuruluş, hüküm ve sonuçlarını doğurma ve sona ermesi ile piyasaların sağlıklı ve güvenli işlemesi yanında likiditesinin sağlanması açısından vazgeçilmez niteliktedir. Takas merkezi vadeli işlem sözleşmelerine, yukarıda açıklandığı üzere iki aşamalı bir üçlü ilişki özelliği kazandırmakta olup, bu yönü ile vadeli işlem sözleşmelerinin forward sözleşmelerinden önemli ölçüde farklılaşmasına neden olmaktadır.

8.2 Genel Olarak Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Çeşitli Kanunlar Açısından Değerlendirilmesi

8.2.1 Borçlar Hukuku Açısından Vadeli İşlem Sözleşmesi

Vadeli işlem sözleşmesinin Borçlar Hukuku açısından incelenmesi yolunda, öncelikle sözleşmenin hangi aşamalardan geçerek kurulduğunu, yani vadeli işlem işleyiş mekanizmasını açıklamakta fayda bulunmaktadır.

Bilindiği üzere, türev araç sözleşmelerini yapılmasının temelinde yatan saik, faiz ve fiyat oynamalarının doğurduğu belirsizlikten kurtulmak, bu şekilde mümkün olduğunca uzun vadeli yansıtım girebilmektir. Bu nedenle türev araç sözleşmelerinin gerçekleştirilmesiyle tesis edilen belirlilik ortamının devamlı kılınabilmesi için, borsada işlem gerçekleştiren her iki tarafında kredi riskini yüklenmesi sonucunu doğuracak bir mekanizma kurulmuştur.

[150] Vadeli işlem sözleşmelerinin borsalarda, takas merkezi huzurunda gerçekleştirilmek zorunda olması, bu sözleşmelerin akit serbestisi ilkesine görünüşte ters düşen bir özelliğini teşkil etmektedir.

Yukarıda belirtildiği üzere, vadeli işlem sözleşmesi, bir zaman pazarlığı olarak kabul edilmesi halinde iki aşamada ele alınabilir. Birinci aşama, zaman pazarlığının yapıldığı aşamadır ki, bu aşama borsa üyeleri arasında gerçekleştirilir. Burada her iki borsa üyesi, aralarında karşılaştırdıkları şartlarda bir vadeli işlem sözleşmesinin takas merkezi ile yapılacağını taahhüt ederler. İkinci aşama olan takas merkezi ile takas üyesi arasındaki ilişki ise, karşılıklı edimlerin âdemi ifadan doğacak yükümlülüklerin daha belirgin olduğu bir ilişki olup, bizatihi vadeli işlem sözleşmesi olarak nitelendirilir[151]. Burada vadeli işlem sözleşmesinin unsurları incelenirken takas merkezi ile takas üyesi arasındaki ilişki göz önünde bulundurulacaktır.

Bunun dışında belirtmek gerekir ki, vadeli işlem borsalarında sözleşmeler sesli pazarlık yöntemi (open out cry) veya elektronik sistem üzerinden gerçekleştirilmektedir.

8.2.1.1 Vadeli İşlem Sözleşmesi'nin Oluşumu

Organize bir borsada hangi sistem esas alınırsa alınsın, alım ve satım iradeleri (icap ve kabul) karşılaşan borsa üyeleri arasında bir sözleşme kurulur[152]. Yalnız bu sözleşme, taraflardan hiçbirine, diğerine karşı, üzerine anlaşmaya varılan hususlara ilişkin olarak herhangi bir talep hakkı vermez. Zaten tarafların amacı da diğerine karşı böyle bir hakka sahip olmak değildir. Esas itibariyle tarafların bu aşamada bir sözleşme yapmayı amaçladıkları dahi belirgin değildir[153]. Bu sözleşme ile tarafların görünen amaçları, bu sözleşmede belirlenen şartlar çerçevesinde takas merkezi veya takas merkezinin tüzel kişiliğinin olmaması halinde borsa ile bir sözleşme yapılacağı konusunda bir mutabakat sağlamaktır.

Borsada karşı karşıya gelen üye kuruluşların kişisel olarak bir önemi bulunmamaktadır. Zira vadeli işlem borsasında pozisyon, esas itibariyle takas merkezine

---

[151] **A.K.ÖZŞAHİN,** Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Hukuki Niteliği, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Ankara, 1999, s. 21.
[152] **A. K. ÖZŞAHİN,** Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Hukuki Niteliği, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Ankara 1999, s. 22.
[153] **ROBERT GİBSON-JARVİE,** Futures and Options Markets: Trading For The 1990s, 1989, s. 76.

karşı veya onun üzerinden alınır. Takas merkezi, vadeli işlem sözleşmelerine garantörlük görevini teminat toplaması yanında, ancak her bir alım sözleşmesine karşılık bir de satım sözleşmesi yapmış olması, yani gün sonunda hiç net pozisyonunun olmaması halinde tam olarak yerine getirebilir[154]. Bu durumda, bir borsa üyesinin pozisyon alabilmesinin şartı, ters pozisyonun da başka bir borsa üyesi tarafından alınmasıdır. İşte bu şartı sağlayan işlem borsa üyeleri arasındaki sözleşmedir.

Borsa üyeleri arasındaki sözleşmeyi sözleşme yapma vaadi (önakit) olarak değerlendirmek mümkündür[155].BK'nun 22. Maddesi uyarınca, bir akdin ileride yapılacağına ilişkin sözleşme geçerlidir. Taraflardan her ikisinin birbirlerine veya taraflardan birinin karşı tarafa, ileride üçüncü kişi ile bir sözleşme yapacağına ilişkin taahhütte bulunmasına sözleşme yapma vaadi veya önakit denir[156]. Önakitte, ileride yapılması taahhüt edilen akde asıl akit adı verilir ve önakit, ileride yapılması istenilen akdin esaslı unsurlarını içermelidir. Aksi taktirde geçerli bir önakitten bahsedilemez.

Önakit kurumuna gerek olup olmadığı konusu doktrinde tartışmalı[157] olup, önaktin gerçek temeli olmayan boş ve muhtevasız bir kavram olduğu ifade edilmiştir. Uygulamada, önakit çoğunlukla taşınmaz satım vaadi ile kefalet vaadinde söz konusu olmaktadır. Bununla birlikte, bir akdin konusunun üçüncü kişiyle sözleşme yapma taahhüdü oluşturduğu durumlarda önakit müessessinin gerekli olduğu tartışmadan uzaktır. Nitekim vadeli işlem sözleşmelerinde önakit kurumunun önemli bir uygulama alanı bulduğunu varsayabiliriz. Zira bir vadeli işlem sözleşmesi çok yüksek miktarda yükümlülükleri içerdiğinden, yüksek kredi riskini de bünyesinde taşımaktadır. Bu nedenle vadeli işlem sözleşmelerinden umulan faydanın sağlanabilmesi için, tarafların sözleşme ile geleceğe yönelik sağlanan haklarının vadesinde kullanabileceklerinin güvence altına alınmış olması gerekmektedir. Bu güvence, takas merkezinin her alıcıya karşı satıcı; her satıcıya kaşı da alıcı pozisyonuna geçmesiyle sağlanır[158]. Takas merkezinin işlem yapan borsa üyesi için karşı taraf olması, takas üyesi olan bu borsa üyeleri veya takas üyesi olmayan borsa

[154] **ÖZŞAHİN**, a.g.e. s. 22.
[155] **GİBSON-JARVİE,** s.76 Burada borsa üyeleri arasında gerçekleşen işlem için "trade",takas merkezi ile takas üyesi arasında gerçekleştirilen işlem için ise "contract" ifadesi kullanılır.
[156] **F. EREN**, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 7. Bası, İstanbul 2001, s. 285.
[157] **EREN,** a.g.e., s. 286.
[158] **ROBER W. KOLB,** Futures Options&Swaps, 2. Bası, 1997, s. 15; Hudson, s. 56.

üyesinin takas işlemlerini takip etmek üzere anlaşmaya vardığı takas üyesi ile takas merkezi arasında ikinci bir sözleşme yapılmasına bağlıdır. Bu durumda borsa üyeleri arsındaki önakit olarak nitelendirilen sözleşme, her bir borsa üyesinin takas merkeziyle bu önakitle mutabakata varılan koşullarda bir sözleşmenin yapılması taahhüdünü içerecektir. Diğer bir ifadeyle, bu önakit ile taraflar birbirlerine piyasada pozisyon almayı taahhüt etmektedirler. Taraflardan biri üzerinde anlaşmaya varılan şartlar üzerinden alım pozisyonu (long position), diğeri ise aynı şartlar üzerinden satım pozisyonu (short position) alacaktır. Pozisyon alma ise, takas merkezi ile sözleşme yapılması suretiyle gerçekleşecektir. Dolayısıyla, önakit müessesesi vadeli işlem sözleşmelerinin kuruluşunda önemli bir yere sahip olmaktadır.

Vadeli işlem sözleşmelerinin yapılışı sırasında öncelikle borsa üyeleri arasında gerçekleştirilen önaktin mahiyeti hakkında şunlar söylenebilir:

- Önakdin tarafları mutlaka iki borsa üyesidir. Önakit, aynı zamanda takas üyesi olan borsa üyeleri arasında gerçekleştirebileceği gibi takas üyesi olmayan iki borsa üyesi arasında da gerçekleştirilebilir. Fakat her halükarda, önaktin taraflarının borsa üyesi olması zorunludur.

- Önakdin konusu, belirlenen koşul ve esaslar çerçevesinde takas merkezi ile asıl sözleşmenin yapılmasıdır.

- Önakitte her iki tarafın karşılıklı borcu, takas merkezi ile önakitte belirlenen esaslı unsurları ihtiva edecek bir sözleşme yapılmasıdır. Vadeli işlem sözleşmesinin, takas merkezi ile takas üyesi arasındaki sözleşme olması nedeniyle, borsa üyeleri arasında gerçekleştirilen önaktin taraflara yüklediği, takas merkezi ile sözleşme yapılması borcunun ifasının üzerinde durulması yerinde olacaktır.

BK 67. maddesinde, ortaya konulan “ifanın gayrişahsîliği ilkesi” uyarınca, borçlu borçlanılan edimi şahsen ifa etmek zorunda değildir. Borcun, borçlunun yerine üçüncü

kişiler tarafından da ifası mümkündür. Bunun yanında, edimin ifasında borçlunun kişiliğinin alacaklı için önem taşıması halinde, şahsen ifa zorunluluğu doğar[159].

Borsa üyeleri arasında gerçekleştirilen önakitten taraflar adına doğan takas merkezi ile sözleşme yapma borcu, şahsen ifası gerekmeyen bir maddi edimdir. Alıcı pozisyonunda olan taraf için önemli olan, önakitte belirlenen esaslar üzerinden takas merkezi ile bir satım sözleşmesi yapılmasıdır. Sözleşmenin kimin tarafından yapıldığının önemi yoktur. Bu durum, borsada işlem yapan borsa üyelerinin aynı zamanda takas merkezi üyesi olması durumunda önem kazanır. Zira takas üyesi olmayan bir borsa üyesi, önakitle yüklendiği borcun yerine getirilmesi için takas üyesine, yani üçüncü bir kişiye, ihtiyaç duyar. İfa, üçüncü kişi –takas üyesi- tarafından yerine getirilir. Borsa üyesi ile kendisine takas merkezi nezdinde işlem yapmak üzere yetki vermiş olduğu takas üyesi arasında vekalet veya komisyon akdi söz konusudur[160]. Asıl akit takas üyesi tarafından takas merkezi ile yapılacaktır.

Borsada gerçekleştirilen ve sözleşme yapma vaadi olarak nitelendirilen bu işlem alacaklıya, karşı taraftan takas merkezi ile bir sözleşme yapılmasını talep etme yetkisi vermektedir. Bu durumda anılan bu önakit ile işlemin her iki tarafı adına doğan borç, gerçekleştirdikleri bu işlemi takas merkezine bildirmesi ile takas merkezinin bu pozisyonları sisteme girmek suretiyle takas üyelerince yapılmış olan bu icabı kabul etmesi neticesinde ifa edilmiş olacaktır.

Elektronik sistem üzerinden gerçekleştirilen işlemlerde bu borç otomatik olarak yerine gelecekse de, sesli pazarlık yönteminde takas üyeleri tarafından takas merkezine yapılacak bir birikim ile ifa edilir. Anılan önakdi yapan her iki borsa üyesi gerçekleştirdikleri işleme ilişkin bilgileri takas merkezine aktarmaları gerekmektedir. Gerçekleştirilen işlemlere ilişkin bilgilerin yer aldığı ve birden fazla örnek olarak düzenlenen işlem formu, üye temsilcisi tarafından zaman kayıt makinesinden geçirildikten sonra takas merkezine iletilir.

---

[159] **EREN,** a.g.e., s. 917.
[160] **Ç. Manavgat**, Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Ankara 1991, s. 84.

Takas üyelerinden birinin işlem formunun takas merkezine ulaşmaması durumunda yani işlemlerin eşleştirilememesi halinde durum takas merkezi tarafından ilgili takas üyelerine bildirilir. İşlemin taraflarınca takas merkezine iletilen işlem formlarındaki uyumsuzluk, borsa kuralları çerçevesinde taraflarca giderilecektir. Ancak, işlemin her iki tarafı da kendisi açısından mevcut durumun gerçeği yansıttığını iddia etmesi halinde konu, borsanın uyuşmazlık komitesine yansıtılacaktır.

Borsa üyeleri ile müşterileri arasında veya borsa üyeleri arasında, borsa işlemlerinden doğan uyuşmazlıkların çözümünde borsa yönetim kuruluna yardımcı olmak üzere kurulmuş bulunan uyuşmazlık komitesi, bu tip bir uyuşmazlığı ilgili mevzuat hükümleri ile genel hükümler çerçevesinde çözülecektir. Uyuşmazlığın sözleşmenin vadesinden önce kesin olarak çözüme kavuşturulması halinde, Uyuşmazlık Komitesinin kararı, asıl akdin kurulmasına ilişkin irade beyanında (icapta) bulunulmasına veya bu irade beyanının içeriğine ilişkin olacaktır. Bunun yanında haksız bulunan tarafın, kusuru oranında, karşı tarafın müspet zararını da karşılaması gündeme gelecektir. Müspet zarar, borç gereği gibi ifa edilmiş olsa idi, alacaklının malvarlığında meydana gelecek olan iyileşmeyi, alacaklının tam ve doğru ifaya ilişkin menfaatini ifade etmektedir[161]. Örneğin bu tür uyuşmazlıklarda yoksun kalınan kazanç, müspet zararın bir kalemini oluşturacaktır. Bundan başka uyuşmazlığın çözümüne kavuşturulmasının vadeden sonraya sarkması halinde, haklı bulunan taraf menfi zararını isteme hakkına sahip olacaktır. Menfi zarar, sözleşmenin kurulmamasından veya geçersiz kurulmasından doğan zararı ifade eder. Bu tür uyuşmazlıklarda kaçırılan fırsat, menfi zararın bir kalemini oluşturur.

Vadeli işlem sözleşmelerine ilişkin olarak önaktin gereği gibi veya hiç ifa edilememesi halinde, mütemerrit tarafın kusuru nispetinde müspet veya menfi zararların talep edilmesi imkânının bulunması vadeli işlem sözleşmelerine ilişkin borsa uyuşmazlıklarının çözümünün önemini bir kat daha arttırmaktadır. Zira önaktin ilişkin olduğu asıl akit çok yüksek miktarlara ulaşabilecek olduğu düşünülürse, özellikle korunma amaçlı olarak yapılan işlemlerde menfi zararın da çok yüksek rakamlara ulaşması olasılığı bulunmaktadır.

---

[161] **TEKİNALP/AKMAN/BURCUOĞLU/ALTOP,** s.1140; **EREN**, Cilt III, s. 223; **TUNÇOMAĞ**, s.806; **OĞUZMAN/ÖZ**, s.323.

Buraya kadar yazılanları toparlayacak olursak, vadeli işlem borsasında, taraflar arasında, "pit" adı verilen bir yerde, özel bir dil kullanılarak gerçekleştirilen sözleşmenin, esas itibariyle bir vadeli işlem sözleşmesi değildir. Taraflar adına, aralarında belirlenen esaslı unsurları ihtiva eden asıl sözleşmenin –vadeli işlem sözleşmesi- takas merkezi ile yapılması borcunu doğuran bir önakit olduğu söylenebilecektir.

8.2.1.2 Vadeli işlem Sözleşmesi ile Kumar ve Bahis İlişkisi

BK m. 504'de yer alan "kumar ve bahis vasfını haiz olduğu taktirde borsaya dahil olan emtia ve kıymetli evrakın fiyat farkı esası üzerine yapılan vadeli alış verişlerde dahi, durum böyledir" ifadesi, vadeli işlem sözleşmelerinin kumar niteliğinde bulunmadı yönünde kanuni adi karine bulunmaktadır. Buna göre, bu sözleşmelerin kumar niteliğinde bulunmadığı asıldır. Bununla birlikte, vadeli işlem sözleşmelerinin karmaşık yapısının bu sözleşmeleri kullanmak isteyen kişilerce yeterince bilinmemesi, bu sözleşmeler üzerinde yürütülen faaliyetin kumar olarak değerlendirilmesine sebebiyet verebilecektir.

Vadeli işlem sözleşmelerinde kumar def'i, ancak spekülatif amaçlı işlemlerde mevzu bahis olabilecek ve sadece müşteriler tarafından piyasa üyelerine karşı ileri sürebilecektir. Bu halde, kumar def'inin haklı olup olmadığının tespitinde, haklar dengesinin gözönünde bulundurulması gereklidir. Müşteri, vadeli işlem sözlşemesi alım satımına başladığı sırada, işlemin bünyesinde barındırdığı risklerden yeterince haberdarsa ve bunu bilerek bir vadeli işlem sözleşmesi ilişkisine girmişse, işlem sonunda zarara uğraması sonucunda kumar def'ini ileri sürmesi, kanunun kendisine bahşettiği hakkın kötüye kullanımı alacaktır ve bunun hukuken korunması mümkün olmamalıdır. Bunun yanında müşteri, vadeli işlem sözleşmesi alım satımına başladığı sırada işlemin bünyesinde barındırdığı risklerden haberdar değilse ve özellikle bu durum piyasa üyesinin kast ve/veya kusurundan kaynaklanıyorsa, artık kumar ve bahsin varlığından bahsedilebilmesi için gerekli baht ve talih unsuru gerçekleşmiş olacaktır[162].

[162] **VON TURHR,** age. s. 665.

IV VADELİ İŞLEM SÖZLEŞMESİ'NİN SONA ERMESİ

Vadeli işlem sözleşmesi vadeden önce ters işlem ile veya vadesinde teslim veya nakdi mutabakatla sona erebilir.

1 VADEDEN ÖNCE TERS İŞLEM İLE SONA ERME

Vadeli işlem sözleşmesinin vadeden önce sona ermesi, ters işlem yapılması ile mümkün olur. Burada ters işlem, takas üyesi tarafından gerçekleştirilerek pozisyon kapatılmaktadır. Takas merkezinin ise kendi pozisyonunu ters işlem ile kapatma yetkisi bulunmamakta, ancak teminat tamamlama çağrısının gereğinin gereğinin yerine getirilmemesi halinde, vekil sıfatıyla hareket etmek suretiyle takas üyesinin pozisyonunu ters işlem yaparak kapatması söz konusu olur.

Takas üyesi, daha önce yaptığı bir vadeli işlem sözleşmesi ile sahip olduğu pozisyonun, sözleşmenin vadesi içerisinde her zaman ters işlem ile kapatabilecek olup, ters işlem mahiyetini taşıyan işlemlerde işlem emir formunda bu husus belirtilecektir.

Ters işlemde (revers transaction) esasen, alıcı veya satıcı konumunda bulunan takas üyesinin, bulunduğu pozisyonun tersi (alıcı ise satıcı, satıcı ise alıcı) pozisyonunda olduğu halde yeni bir sözleşme yapması ve her iki sözleşmeden doğan hak ve borçlarını takas etmesi söz konusu olmaktadır.

BK m.118 takas müessesesini düzenlemiştir. BK 'da bir tanımı bulunamamakla birlikte, takas, karşılıklı, muaccel ve aynı cinsten olan iki borcun taraflardan biri tarafından sona erdirilmesi şeklinde tanımlanabilir. Takas hakkı, bozucu inşai bir haktır. Takas beyanının karşı tarafa ulaşması ile birlikte karşılıklı iki borç ve alacak sona erer. Bununla birlikte, takasın söz konusu olabilmesi için takası dermeyan edilen alacaklardan en az birinin muaccel, diğerinin de ifa edilebilir olması gerekli olup, bu şart vadeli işlem sözleşmesinin ters işlem ile kapatılmasında mevcut değildir. Zira vadeli işlem sözleşmeleri,

yukarıda da belirtildiği gibi, zaman üzerine yapılan bir pazarlığı ifade eder ve sözleşmenin yapılmasının temelinde zaman unsuru yatmaktadır. Sözleşmenin her iki tarafının da borçtan vazgeçmesi için takas konusu olacak hak ve borcun aynı vadeli olması birinci derecede önem taşır. Dolayısıyla ters işlem yapıldığı zaman teknik anlamda pozisyon kapatılmış olmakla birlikte, hukuki anlamda, takas dermeyan edilmeyecek olması nedeniyle tarafların hak ve yükümlülükleri devam etmektedir. Bu durum, özellikle muhasebe kayıtlarındaki görünümü açısından farklılık arz edecektir. Bu engelin aşılması için, takas merkezi ile takas üyesi arasındaki üyelik sözleşmesine, banka uygulamalarındaki, müşterinin geri ödeme taksitlerinde temerrüde düşmesi halinde kredi borçlarının muaccel olacağı yönündeki hükümlerin paralelliğinde, ters pozisyon alması halinde her iki borcun da muaccel olacağı şeklinde bir hüküm konulması suretiyle takas imkanı tanıması söz konusu olabilecektir[163]. Ters işlem mahiyeti icabı, somut bir varlığa dayansın veya dayanmasın, tüm vadeli işlem sözleşmeleri için söz konusu olmaktadır.

Bu konuda incelenmesi gereken bir husus da, takas dermeyan edilmesinden sonra, borçların sona ermesi hakkıdır. Gerçekten de yukarıda belirtildiği üzere, vadeli işlem sözleşmesinden taraflar adına bir asli borç doğduğu gibi, bir de yalnızca takas üyesi adına tali borç (teminat yatırma borcu) doğar. Ters işlem yapıldığında, karşılıklı asli borçlar da, tali borç da özdeşir. Bununla birlikte, takas üyesinin başlangıçtaki sözleşmeden doğan teminat borcu muaccel olup derhal ifa edilmiş olduğundan, ters işlem olan ikinci vadeli işlem sözleşmesi teminat yatırma borcu doğurmaz. Buna karşılık, ters işlem yapıldığı anda takas üyesi hesabında mevcut teminat serbest kalır. Bu serbest kalan teminat ile takas üyesinin ilk yatırmış olduğu teminat arasındaki fark da takas üyesinin kazancını veya kaybını oluşturur.

2 VADEDE SONA ERME

2.1 Vadede Teslim İle Sona Erme

Konusu maddi bir varlık olan vadeli işlem sözleşmesi, vadesine kadar ters işlem yapılarak ortadan kaldırılmadıkça, teslim ve semeni ödeme borcu doğurur.

[163] **EREN,F.,**age. s.475.

Takas merkezi, sözleşmenin vadesi geldiğinde teslim yükümlülüğü olan takas üyeleri ile tesellüm yükümlülüğü olan takas üyelerini eşleştirir. Satıcı durumunda bulunan takas üyesi borsa tarafından belirlenmiş olan depolara sözleşme konusunu teslim eder ve karşılığında aldığı kıymetli evrakı yani depo makbuzunu takas merkezine iletir. MK m.893 uyarınca bu makbuzun, yani malı teslim eden kıymetli evrakın teslimi, malın teslimi hükmündedir. Bu şekilde satıcı kural olarak borcundan kurtulmuş olur. Alıcı da süresi içinde borçlu olduğu semeni takas merkezine yatırır ve bu makbuzu alır.

Takas merkezinin, teslim edecek ve teslimde bulunacak tarafları eşleştirerek karşı karşıya getirmek gibi bir yol izlemesi yani buradaki gibi teslim sonuçlanıncaya kadar sözleşme tarafı olarak kalmaması halinde hukuki nitelendirme bu denli sade olmayacaktır. Zira teslim ve ödeme işlemleri gibi, tesellüm ve ödeme işlemlerinin de takas merkezine karşı yapılmadığı durumlarda, takas merkezi ile takas üyeleri arasında ayrı ayrı alacağın temliki ve borcun nakli muameleleri söz konusu olacaktır. Bunun dışında takas merkezinin, sözleşmelerin garantörü olması dolayısıyla, takas üyeleri ile arasında, vadeli işlem sözleşmelerinden bağımsız bir çerçeve garanti sözleşmesi söz konusu olacaktır. Oysa bu durumda takas merkezi, karşılaştırılan her iki sözleşmenin tarafı durumunda kalarak, borçların ifasını bizzat kendisi gerçekleştirmektedir. Şüphesiz bu uygulama vadeli işlem sözleşmelerinin ifa güvenliğini arttırıcı bir husustur.

2.2 Vadede Nakdi Mutabakat İle Sona Erme

2.2.1 Konusu Soyut Bir Varlık Olan Vadeli İşlem Sözleşmelerinde

Yukarıda da belirtildiği gibi endekse dayalı vadeli işlem sözleşmeleri, vadeye kadar taşınmaları halinde münhasıran nakdi mutabakat ile sona ereceklerdir. Endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde en geniş anlamıyla kazanç şansının satımı söz konusu olup, vadedeki endeks ile sözleşmede belirtilen endeks arasındaki farkın belli bir katsayı ile çarpımı neticesinde bulunan rakam pozitif ise alıcıya, negatif ise satıcıya ödeme yapılmaktadır. Bu edim, sözleşme ile belirlenen asli edim olup, sözleşmenin niteliğini

göstermektedir. Yani endekse dayalı vadeli işlem sözleşmelerinde edimin değişmesi söz konusu değildir.

2.2.2 Diğer Vadeli İşlem Sözleşmelerinde

Endekse dayalı olmayan vadeli işlem sözleşmelerinde, iki asli edim olan malın teslim ve semeni ödeme ile bir yan edim yükümü (teminatın yatırılması ve tamamlanması) bulunmaktadır. Burada nakdi mutabakata gidilmesi için sözleşmede yer alan ifa borcunun ortadan kalkması ve diğer tarafın ifa borcunu, sözleşme ile belirlenen edimlerden başkaca bir edimle yapılması (ifa yerine edim) anlamına gelmektedir.

Borçlar Kanunumuz ifa yerine edim konusunu düzenlememişse de, akdin tarafları, irade serbestisi ilkesi çerçevesinde, ifa zamanında borçlanılan edimden başka bir edimin yerine getirilmesini kararlaştırabilirler[164]. İfa yerine geçen edim niteliği itibariyle bir borç ikamesi olup, ikame edimin ifası ile borç sona erer[165.] Örneğin bir kira akdinde kiracının, bir başkasından olan alacağını kiralayana devrederek ödemesi halinde ifa semenin teslimi değil alacağın temliki ile gerçekleşmiş demektir ve ifa uğruna edim söz konusudur.

Vadeli işlem sözleşmelerinde nakdi mutabakat işlemin taraflarını göz önüne alarak incelemekte fayda vardır. Örneğin satıcı açısından nakdi mutabakata gidilmesi, malın sözleşmede tespit edilen değerinin mutabakata esas olan değerinden yüksek olması halinde, teslim ettiği malı geri alması (hiç teslim etmemesi) ile üste bu fark kadar nakit alınması anlamına gelecektir. Böylece alıcı borcunu, teslim almaktan vazgeçtiği malın değeri ile üste ödemiş olup nakit vasıtasıyla ödemiş olacaktır. Alıcının ifa yükümlülüğü yerine getirilmiş ve borç sona ermiştir. İfa yerine edim söz konusudur. Mutabakata esas alınan değerinin dahi düşük olması halinde ise, aynı durum bu sefer alıcı açısından söz konusu olacak ve ifa yerine edim söz konusu olacaktır. Bu durumda her iki taraf da borçtan kurtulacak ve takas üyesinin vermiş olduğu teminat en son güncellenmiş hali ile serbest bırakılacaktır.

---

[164] **EREN,** age s. 93.
[165] **TUNÇCOMAG, K.**, Türk Borçlar Hukuku, Cilt I, Genel Hükümler, Servet Matbaası, İstanbul, 1976.

SONUÇ

Vadeli işlem sözleşmeleri, finansal piyasaların en gözde araçlarından birisi haline gelmiştir. Bu sözleşmelerin, diğer türev araçlarında olduğu gibi, hem finansal kayıp (zarar) riskinden korunma amacıyla kullanılabilmesi hem de doğasında büyük kar imkanını barındırması, bugün sahip oldukları ünün başlıca sebebidir. Günümüzde genel anlamda türev araçları kullanmaksızın ticaret gerçekleştirmenin efektif olmadığı söylenebilecektir.

Bu önemine binaen Türkiye'de de, dünyadaki gelişimine bakıldığında geç de olsa, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin işlem göreceği teşkilatlanmış piyasaların (borsaların) kurulması yönünde çalışmalar yapılmış, bu düşünce ile, altını konu alan vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerine ilişkin olarak IAB nezdinde, dövizi konu alan vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerine ilişkin olarak da İMKB nezdinde vadeli işlem ve opsiyon piyasaları kurulmuş; tarım ürünlerini konu alan vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerine ilişkin olarak ise, İzmir'de bir vadeli işlem ve opsiyon borsası kurulması tasarlanmıştır.

Ancak bu düşünce ve uygulamalardan yeterli verim alınmaması sebebiyle, ikinci etapta, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin işlem göreceği tek bir teşkilatlanmış piyasa kurulması düşünülmüş; bu düşünce, İzmir'de VOB'nın kurulması ile hayata geçirilmiştir. Yakın bir tarihte VOB'sı faaliyete geçmesiyle ve VOB'da dövizi, sermaye piyasası araçlarını, değerli madenleri ve tarımsal ürünleri konu alan vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri işlem görmektedir.

Vadeli işlem piyasalarında bir vadeli işlem sözleşmesi alıp satmak suretiyle pozisyon almak isteyen bir kişi, bunu doğrudan doğruya yapmamaktadır. Geleneksel teşkilatlanmış sermaye piyasalarında olduğu gibi, vadeli işlem piyasalarında sözleşme alım satımı gerçekleştirmek isteyen bir kişi, bu isteğini ancak bir aracı marifeti ile yerine getirebilmektedir ki, bu aracı vadeli işlem piyasasına üye gerçek ve tüzel kişilerdir. Türkiye uygulamasında vadeli işlem piyasalarına sadece üye kuruluşlar üye olabilmektedir ki, SerPK m. 3'ün (i) bendinde aracı kuruluşların aracı kurumlar ile bankaları ifade ettiği belirtilmektedir.

Buna göre vadeli işlem sözleşmelerinin hukuki incelemesinde ilk aşamada piyasa üyeleri ile piyasada sözleşme alıp satmak isteyen kişiler (müşteri) arasındaki hukuki ilişkinin incelenmesi gerekmektedir. Kurulan sözleşme hukuki niteliği itibariyle sui generis bir sözleşme olan çerçeve sözleşmeye, mahiyetine uygun düştüğü oranda vekalet sözleşmesine ilişkin kanuni hükümler (BK m. 386-415) uygulanabilecektir.

Yukarıda açıklandığı şekilde müşteri ile piyasa üyesi arasındaki hukuki ilişki, taraflar arasında akdedilen çerçeve sözleşme ile başlamakta ise de, ilişkin bütünü bu sözleşme ile sınırlı kalmamaktadır. Müşterilerin vadeli işlem sözleşmesi alım satımına ilişkin olarak piyasa üyelerine ilettiği emirlerin piyasa üyelerince yerine getirilmesi ile müşteriler ile piyasa üyeleri arasında çerçeve sözleşmenin altında yeni bir sözleşmesel ilişki kurulmaktadır ki bu ilişki kapsamında ortaya çıkan her bir sözleşme, bireysel sözleşme olarak adlandırılmaktadır.

SerPK m. 31 gereğince, piyasa üyelerince yürütülen vadeli işlem sözleşmelerinin alım-satımına aracılık faaliyeti, piyasa üyelerince kendi namı ve müşterisi hesabına, müşterisi nam ve hesabına veya kendi nam ve hesabına vadeli işlem sözleşmelerinin alınıp satılması şeklinde gerçekleştirilmektedir.

İşte, bireysel sözleşmelerin hukuki nitelendirilmesi yapılırken, piyasa üyelerince yürütülen aracılık faaliyetlerinin yukarıda sayılan nev'ileri göz önünde bulundurulmalıdır. Buna göre; piyasa üyelerince vadeli işlem sözleşmesi alım-satımına aracılık faaliyeti (1) kendi namı ve fakat müşterisi hesabına gerçekleştirildiği durumlarda, bireysel sözleşme komisyon sözleşmesi (2) müşterisi nam ve hesabına gerçekleştirildiği durumlarda bireysel sözleşme vekalet sözleşmesi(3) kendi nam ve hesabına gerçekleştirildiği durumlarda ise, bireysel sözleşme alım-satım sözleşmesi olarak nitelendirilmelidir.

Bunun yanında, bu nitelendirme sadece piyasa üyesi ile müşteri arasındaki iç ilişkiyi kapsamakta; piyasa üyesi ile müşteri arasındaki dış ilişki, piyasa üyesinin kendi namı ve fakat müşterisi hesabına işlem gerçekleştirmesi halinde dolayı temsil, müşterisi

nam ve hesabına işlem gerçekleştirmesi halinde ise dolaysız temsil olarak ifade edilebilmektedir.

Her türlü sözleşmesel ilişkide olduğu gibi, piyasa üyesi ile müşteri arasındaki hukuki ilişki dahilinde kurulan sözleşmelerin de irade sakatlıkları sebebiyle sakat bulunması muhtemeldir. Özellikle Türk Hukuku ve uygulaması açısından vadeli işlem sözleşmelerinin yeni bir olgu olması, bu sözleşmelerin özelliklerini yeterince bilmeyen müşterilerin, sakat iradeleri sonucunda piyasa üyesi ile vadeli işlem sözleşmesi alım satımına aracılık faaliyetine ilişkin vekalet veya komisyon sözleşmesi akdetmelerine sebebiyet verebilecektir. Sakat irade sonucunda kurulan bu sözleşmeler, iradesi fesada uğrayan tarafça, kanunda öngörülen hak düşürücü süreler dahilinde iptal edilebilecektir. Piyasa üyesi ile müşteri arasındaki sözleşmelerin, müşteri emrinin piyasada gerçekleştirilmesinden önce iptal halinde pek fazla bir sorunla karşılamayacaksa da, aksi durumda, yani müşteri emrinin piyasada gerçekleştirilmesinden sonra müşteri ile piyasa üyesi arasında kurulan vekalet ve komisyon sözleşmesinin irade sakatlığı sebebiyle iptal halinde, taraflar arasındaki ilişkiye, BK m. 410 ila 414 arasında düzenlenen vekaletsiz iş görmeye ilişkin hükümler uygulanacaktır.

Piyasa üyesi ile müşteri arasındaki hukuki ilişki, bireysel sözleşmeler kapsamında piyasa üyesi tarafından alınıp satılan vadeli işlem sözleşmelerine ilişkin pozisyonun kapatılması (vadeden önce ters işlem, vadede fiziki teslim veya nakdi uzlaşma suretiyle) ile son bulacaksa da; çerçeve sözleşme taraflar arasında sürekli bir borç ilişkisi doğurduğundan, çerçeve sözleşme kapsamındaki hukuki ilişki ancak çerçeve sözleşmenin feshi, taraflardan birinin ölümü, ehliyetsiz duruma düşmesi veya ifası ile son bulacaktır.

Vadeli işlem sözleşmelerinin hukuki incelemesinin hukuki incelemesinde ikinci aşamayı ise, piyasa üyesi ile takas merkezi arasındaki hukuki ilişki oluşturmaktadır. Bu hukuki ilişki kapsamında hukuki anlamda vadeli işlem sözleşmesi kurulmaktadır. Dolayısıyla bir vadeli işlem sözleşmesinin hukuki anlamda tarafları, piyasa üyesi ile takas merkezdir. Takas üyesi olmayan piyasa üyesinin söz konusu olduğu hallerde, bu üyenin müşterilerinin emrini gerçekleştirebilmek için bir takas üyesi ile anlaşması ve bu takas üyesinden takas garantisi alması gerekmektedir. Bu halde takas üyesi olmayan piyasa üyesi

ile bu üyeye takas garantisi veren takas üyesi arasındaki hukuki ilişkiye vekalet sözleşmesi hükümleri uygulanabilecektir.

Vadeli işlem sözleşmelerinde ikinci aşamaya geçilebilmesi için, emirlerin eşleşmesi sürecinin tamamlanması gerekmektedir. Bu işlemle birlikte vadeli işlem piyasasında emirlerin eşleşimi ile birlikte vadeli işlem sözleşmesi hukuken kurulmaktadır. Burada piyasa üyesince sisteme emir girilmesi icap, sistemce emirlerin eşleştirilmesi ise kabul beyanı olarak nitelendirilmektedir.

Vadeli işlem sözleşmelerinin Borçlar Hukuku açısından hukuki niteliği, alım-satım sözleşmesidir. Bu nitelendirme, vadeli işlem sözleşmesinin konusunu somut varlıkların teşkil etmesi halinde geçerli olup; sözleşmenin konusunu endeks gibi soyut varlıklarını teşkil etmesi halinde, alım-satım sözleşmesindeki teslim unsuru mevzu bahis olmadığından, vadeli işlem sözleşmesinin alım-satım sözleşmesi olarak nitelendirilmesi mümkün olmamaktadır. Bu halde sözleşme, sui generis bir sözleşme olup, niteliğine uygun düştüğü ölçüde alım-satım sözleşmesine ilişkin hükümler bu sözleşmeye kıyasen uygulanabilecektir.

Sonuçta vadeli işlemleri iyi tanımayanlar bu işlemlerde yeterli tecrübesi olmayan müşterilerin borsa üyesine emir verirken iradelerinin sakatlanması olasıdır. Ülkemizde gelişmekte olan vadeli işlemler borsası emin bir şekilde büyümesi, işlem hacminin arttırılması aracı kurumların ve müşterilerinin bilgilendirilmesinden geçmektedir. Sonuçta bu hususlar bir bütün olarak ele alındığında vadeli işlemlerin organize bir piyasada gerçekleşmesi piyasanın gerçekleri ile bağdaşacaktır.

KAYNAKÇA

AKÇAOĞLU, E. : Finansal Türev Ürünlerin Vergilendirilmesi, Turan Kitabevi, Ankara 2002.

ANDREAS, Von TUHR **:** Borçlar Hukukunun Umumi Kısmı, Çeviren Cevat Edege, Yargıtay Yayınları No:15, 1983 Ankara.

ARIKAN, A. Naci **:** Türev İşlemlerin Hukuki ve Vergisel Boyutu, İstanbul 2000.

ARMAN, K. **:** Borsa Endeksi Futures Piyasaları, Bankacılar Dergisi, Ekim 1991.

BRENNAN, B. **:** Staying The Couse-A Guide to Derivatives, Corporate Finance, July/August 1999.

CEYLAN, A. **:** Finansal Teknikler, Bursa 1995.

CHAMBERS, N. R. **:** Türev Piyasalar, İstanbul 1998.

CRAFFORD, G. / SEN, B. **:**Statageic Management Issues Derivatives For Decision Makers, ABD 1996.

DOĞANAY, İ. **:** Ticari Alım-Satım Akdi ve Nevileri, Ankara 1993.

EREN, F. **:** Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Cilt I, 7. Baskı, İstanbul 2001.

EREN, Y. **:** Vadeli İşlem Piyasaları, TKB A.S. Araştırma ve Planlama Müdürlüğü, Ankara 1993.

FERHATGİL, A. **:** Türkiye'de Borsanın Tarihçesi,1993.

FETTAHOĞLU, A. **:** Finansal Piyasalarda Yenilikler ve 1980 Sonrası Türkiye, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yaınları, No: 255, Eylül 1991.

FİNK R.E. / FEDUNİAK R.B. **:**Futures Trading Concepts and Stategies, New York Institute of Finance, ABD 1988.

FRAUENFELDER/SCHMİTTE **:**Aufklarungs-und beratungspflichten der Kreditinstitute bei Börsentermingeschaften an der Deutschen Terminbörse, Diss., Hamburg 1994.

GİBSON, R. -JARVİER **:** Futures and Options Markets: Trading For The 1990s, New York 1989.

İMKB **:** Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu.

İMKB **:**Finansal Vadeli İşlem Piyasalarına Giriş Vadeli İşlemler Pyasası Müdürlüğü, Istanbul, Kasım 2002.

İNCEOĞLU,M.M. **:** Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu, Ankara 2004.

KARAAĞAÇ, S./ALOVA **:** Fremdwörterbuch, 5. Aufl.,Mannheim-Wien-Zürich 1990, s.554;, E.:Latince-Türkçe Sözlük, İstanbul 1995.

KILIÇ, S. **:** Sermaye Piyasasında Güvence Fonları, Active Derisi Aralık 1998-Ocak 1999.

KARSLI, M. **:** Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler, 4. Baskı, İstanbul, 1994.

KIRCA, İ. **:** Hukuki Yönleriyle Borsa Opsiyon İşlemleri, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Sözkesen Matbaacılık, Ankara 2000.

KIRIM, A. **:** Mali Risk Yönetimi Açısından Forward Döviz ve Faiz Piyasaları (Forward Döviz),Bankacılar Dergisi, Bankalar Birliği Yayınları, 1991.

KOLB, R.W. **:** Futures Options&Swaps,2.Bası Hudson 1997.

KUBİLAY, H. **:** Türk Hukuku'nda Altına ve Diğer Kıymetli Madenlere Dayalı Sermaye Piyasası Araçları, İzmir1998.

KUNTALP, E. **:** Teminat Kavramı, teminat Türleri ve Bunlardan Doğan Sorumluluk, İstanbul 1995.

LAPLANTE, J. Duncan **:** Growth and Organization of Commodity Markets, The Concise Handbook of Futures Markets, ABD 1986.

MANAVGAT, Ç. **:** Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Ankara 1991.

OĞUZMAN / ÖZ **:** Borçlar Hukuku Genel Hükümleri, İkinci Baskı, İstanbul, 1998.

ÖZŞAHİN,A.K. **:** Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Hukuki Niteliği, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını, Ankara 1999.

PARLAKKAYA, R. **:** Finansal Türev Ürünler ile Mali Risk Yönetimi ve Muhasebe Uygulamaları, Ankara 2003.

PENEZOĞLU,Y.G. **:** Hukuki Yönleriyle Vadeli İşlem Sözleşmeleri, Kazancı, İstanbul 2004.

POROY, R. / TEKİNALP, Ü. **:** Kıymetli Evrak Hukuku Esasları, Güncelleştirilmiş 12. Baskı, İstanbul 1995.

REFERANS GAZETESİ **:** VOB eki, 04.02.2006.

TANÖR, B. **:** Türk Sermaye Piyasası Hukuku, c.I, 2.Baskı, İstanbul 1999.

TEKİNAY / AKMAN / BURCUOĞLU / ALTINTOP **:** Borçlar Hukuku Genel Hükümleri, Gözden geçirilmiş ve genişletilmiş altıncı baskı, İstanbul, 1988

TUNÇOMAK, KENAN **:** Türk Borçlar Hukuku, Cilt I, Genel Hükümler, Servet matbaası, İstanbul, 1976.

UZUNOĞLU, S. **:** Para ve Döviz Piyasaları, İstanbul 2000.

WHİTE, F.L. **:** Legal and Regulatory Developments, The Exchange-Trading Requirement of the Commodity Exchange Act, The Joumal of futures Markets, Vol:7, No:1.

YAVUZ, C. **:** Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler, Genişletilmiş ve Yenilenmiş 5. Baskı, İstanbul 1997.

YILMAZ, M. Kemal **:** Döviz Vadeli İşlem Sözleşmeleri (Currency Futures), Der Yayınları, İstanbul, 2002.

İnternet Siteleri **:**

http://www.vob.org.tr

http://www.tcmb.gov.tr

http://www.imkb.gov.tr

http://www.takasbank.com.tr

http://www.spk.gov.tr

http://www.milliyet.com.tr

http://www.eurexchange.com

http://www.derivatives-insrutue.com

http://www.europa.eu.int.com

http://www.practicallaw.com

http://www.dallasfed.org

http://www.kofex.com

http://www.cbot.com