

BORSA OPSİYON SÖZLEŞMESİ

Başak Bak
Ankara Üniversitesi
Siyasal Bilgiler Fakültesi
Araştırma Görevlisi



Özet

Borsa opsiyon sözleşmeleri, belirli finansal varlıkların alımı veya satımına ilişkin olarak opsiyon alıcısına opsiyon hakkı tanınmasını konu alan sözleşmelerdir. Sözleşmenin tarafları takas merkezi ve takas üyesidir. Borsada işlem yapmak isteyen yatırımcılar takas üyeleri ile çerçeve ve bireysel sözleşmeler akdederler. Yatırımcılar tarafından borsada işlem yapmak için yetkilendirilen takas üyeleri, yatırımcıların icaplarını borsaya iletir. Borsada elektronik ortamda veya sesli pazarlık usulü ile eşleşen emirler sonucunda opsiyon sözleşmeleri kurulmuş olmaktadır. Takas üyelerinin emirleri takas merkezi tarafından eşleştirilmektedir. Takas merkezi alıcı karşısında satıcı, satıcı karşısında alıcıdır. Böylece gerçekte, takas merkezi ile opsiyon alıcısı ve takas merkezi ile opsiyon satıcısı arasında kurulan iki ayrı opsiyon sözleşmesi mevcuttur. Opsiyon sözleşmeleri alıcıya sözleşmeye konu olan varlıkları alma veya satma konusunda bir seçim hakkı tanır. Alıcı bu hakkı kullandığında satıcı buna uymakla yükümlüdür. Bu konuda satıcının bir seçim hakkı bulunmamaktadır. Alıcı, seçim hakkını kullanmamayı da seçebilir. Opsiyon sözleşmesinde satıcının üstlenmiş olduğu bu riskin karşılığını ise opsiyon primi oluşturmaktadır. Opsiyon alıcısının seçim hakkını kullanmayı seçmesi durumunda alıcı ile satıcı arasında bir satım sözleşmesi kurulmaktadır. Bu sözleşme opsiyon hakkının kullanılması sonucu *kendiliğinden* kurulmuş olur.

Anahtar Kelimeler: Opsiyon sözleşmesi, opsiyon hakkı, takas üyesi, yenilik doğuran hak, takas merkezi.

Stock Market Option Contract

Abstract

Stock market option contract is a form of contract signed between the option holder and the option writer concerning purchasing or selling some specific assets and granted the option holder an optional right (right to choose). The parties of this contract are the clearing member and the clearinghouse. Investors requesting to transact in stock market conclude several contracts with the clearing members. Clearing members are authorized to transact in stock market and send all offers of their investors to other clearing members (investors). Option contracts are formed as a result of matching these offers to acceptances by bargaining in electronic form or face to face. The offers of clearing members are matched by the clearinghouse. The clearinghouse operates business as the option holder against the writer and the option writer against the holder. Option contracts grant the holder a right to choose about purchasing or selling the assets in question. If the holder enjoys his right to choose, the writer is obliged to abide by his decision. The writer has no choice in this respect. The holder may choose not to enjoy his right to choose. In consideration of this risk undertaken by the writer, the holder should pay the option premium.

Keywords: Option contract, optional right, clearing member, clearinghouse, stock market.

Borsa Opsiyon Sözleşmesi*

1. Giriş

Opsiyon sözleşmesi borsalarda işlem gören sözleşme türlerinden birisidir. Geçmişte oldukça eskiye dayanan opsiyon sözleşmeleri, günümüzde karmaşık ilişkileri bünyesinde barındırmaktadır.

Opsiyon sözleşmeleri, finansal varlıkların belirli bir zamanda veya belirli bir zaman dilimi süresince herhangi bir zamanda alınması veya satılması konusunda alıcıya seçim hakkı tanıyan sözleşmelerdir. Bu sözleşmelerin temelinde üçlü bir ilişki yer almaktadır.

Opsiyon sözleşmelerinin tarafları Takas Merkezi ve takas üyesidir. Borsada opsiyon işlemi yapmak isteyen bir yatırımcı takas üyelerine başvurur. Takas üyeleri, opsiyon borsalarında yapacakları işlemler için Takas Merkezi'nin aracılığına ihtiyaç duymaktadır. İşlemler Takas Merkezi'nin takas üyelerinin arasına girerek yerine göre hem alıcı hem de satıcı rolünü üstlenmesiyle gerçekleşir. Bu sebeple opsiyon sözleşmeler temelde, iki takas üyesi ve bir Takas Merkezi olmak üzere üç aktörün rol aldığı iki ayrı sözleşmeden oluşmaktadır.

Opsiyon piyasalarında işlem yapmak isteyen her yatırımcı, opsiyon işlemlerinin başlangıcından itibaren, özel kuruluşlar ve teknik terimlerle sarmalanmış bir yapıya dahil olmaktadır. Opsiyon sözleşmelerinin anlaşılabilirliği, bu teknik terimlerin her birinin incelenmesini gerektirmektedir. Ekonomi

* Değerli katkılarından ötürü Prof. Dr. Berna Kocaman'a, Doç. Dr. Hasan Ayrancı'ya ve Doç. Dr. Yalçın Karatepe'ye teşekkür ederim.

bilimi ile yakından bağlantılı olan opsiyon işlemleri, hem vergilendirme yöntemleri hem de opsiyon alıcısının kâr ve zarar hesabı yaparak opsiyon hakkını kullanıp kullanmamayı seçmesi bakımından farklı açılardan inceleme konusu yapılabilir. Ne var ki bu konuların hepsinin tek bir çalışma içerisinde ele alınabilmesi neredeyse imkansızdır. Bu sebeple çalışmamız opsiyon sözleşmelerini, yatırımcıların emirlerinin borsada karşı emirlerle eşleşmesi sürecinden itibaren hukuki yönüyle incelemekte; yatırımcılar ile borsa üyeleri arasında imzalanan bireysel sözleşmeler, çerçeve sözleşmeler ve konunun ekonomi bilimi ile olan doğrudan ilişkisi ise kapsam dışında bırakılmaktadır.

2. Opsiyon Sözleşmesinin Tanımı ve Tarihi Gelişimi

A. Opsiyon Sözleşmesinin Tanımı

Opsiyon sözleşmesi, belirli bir finansal değer (*para, menkul kıymet, finansal araçlar, emtia vs.*), gelecek bir tarihte veya belirli bir dönem içerisinde, alınması (*alım opsiyonu*) veya satılması (*satım opsiyonu*) konusunda taraflardan birinin (*opsiyon satıcısı*), sözleşmenin diğer tarafına (*opsiyon alıcısı*) bir seçim hakkı tanıdığı (*opsiyon hakkı*), bunun karşılığı olarak da belirli bir bedele (*opsiyon primi*) hak kazandığı bir sözleşme türüdür (Ayrancı, 2006: 96; Akçaoğlu, 2002: 28; Reva, 2006: 546-547; Kırca, 2000: 186).

Opsiyon sözleşmesi tanımının netleştirilebilmesi için opsiyon işlemlerinin belirlenmesi gerekmektedir. Zira opsiyon sözleşmeleri türev ürünlerden biri olan opsiyon işlemlerinin, iki tarafın yer aldığı bir sözleşme ilişkisi çerçevesinde gerçekleşmesi ile meydana gelmektedir (Kırman, 1998: 716).

Opsiyon işlemleri, tıpkı opsiyon sözleşmeleri gibi, belirli bir finansal değer konu alındığı ve seçim hakkı tanınan tarafın (opsiyon alıcısı) bu seçim hakkını (sözleşmenin türüne göre alma veya satma hakkını) kullanma konusunda tamamen serbest olduğu, alıcının bu hakkı kullanmayı seçmesi durumunda ise opsiyon satıcısının seçim hakkının gereğini yerine getirmekle mükellef olduğu işlemlerdir (Kırman, 1998: 716-717, Reva, 2006: 531; Özharar vd., 2005: 94).¹ Bu işleyiş, alıcı ve satıcı arasında bir sözleşme ilişkisi çerçevesinde gerçekleştiği için opsiyon sözleşmelerinden söz edilmektedir.

¹ Opsiyon işlemlerinde, opsiyon alıcısının sahip olduğu seçim hakkı karşısında, opsiyon satıcısının gerçek anlamda bir seçim hakkı bulunmamaktadır. Satıcı, opsiyon alıcısı seçim hakkını kullandığında bunun gereklerine uymak zorundadır. Bu sebeple,

Opsiyon sözleşmesi sadece alıcı tarafa opsiyon hakkı tanımaktadır. Bu sebeple opsiyon sözleşmelerinde opsiyon alıcısı seçim hakkına ve yetkisine, opsiyon satıcısı ise opsiyon hakkı bağlamında bir yükümlülüğe sahiptir (Kırca, 2000: 186; Markham/Gilberg, 1982-1983: 742).

Opsiyon hakkı, opsiyon sözleşmelerinin konusunu oluşturmaktadır. Opsiyon hakkı ve opsiyon sözleşmeleri arasındaki ayrım doğru bir opsiyon sözleşmesi tanımı yapılabilmesi için önemlidir. Bununla birlikte, opsiyon işlemlerinin finans piyasalarındaki yerinin genel hatları ile açıklanması da opsiyon işlemlerinin iki tarafın katılımıyla gerçekleştirilen bir sözleşme şeklinde formüle edilmesi olan opsiyon sözleşmesi kavramının tanımlanmasına yardımcı olacaktır.

Finans piyasaları, sözleşme konusu şeyin teslimi ile semenin ifasının, sözleşmenin kurulması ile eş zamanlı veya kısa aralıklarla yapıldığı ve peşin satışa bağlı alışveriş düzeninin geçerli olduğu piyasalar ile sözleşme konusunu oluşturan şeyin teslimi ile semenin ifasının, sözleşmenin kurulmasından sonraki bir tarihte gerçekleştirildiği **vadeli piyasalardan** oluşmaktadır. Vadeli piyasalarda iki tür işlem söz konusudur.² Bunlar, en yaygın türünü “futures” sözleşmelerinin oluşturduğu şarta bağlı olmayan işlemler ile **şarta bağlı olan işlemlerdir**.³

Opsiyon sözleşmeleri vadeli işlemlerin bir türü olan şarta bağlı işlemler kategorisine dahildir.⁴ Bu sözleşmeler taraflardan birine seçim hakkı sağlar. Bu seçim hakkının karşılığı olarak belirli bir ücret ödenmesi öngörülmektedir. Bu nitelikleri nedeniyle opsiyona konu olan işlemler aynı zamanda, “risklerin

common law sisteminde opsiyon sözleşmesinin yalnız bir tarafa sorumluluk yükleyen, tek taraflı bir sözleşme olduğu fikri sıkça tartışılmışsa da; hem genel sözleşme kuramı bilgileri hem de opsiyon sözleşmelerinin yapısı ışığında savunulması gereken, opsiyon sözleşmelerinin iki taraflı sözleşmelerden olduğudur (Corbin, 1913-1914: 641). Bizim hukuk sistemimizde opsiyon sözleşmelerinin iki taraflı sözleşmeler olduğu yönünde herhangi bir tereddüt bulunmamaktadır.

2 Vadeli işlem kavramının kullanılmasına ilişkin görüş ve terminoloji sorunları için bkz. (Akçaoğlu, 2002: 8-10).

3 Ayrıntılı bilgi ve konuya ilişkin finansal piyasalar şeması hakkında bkz. Kırca, 2000: 3-5).

4 Opsiyon sözleşmesinde vade, opsiyon alıcısının seçim hakkını kullanması için belirlenmiş olan son gündür. Opsiyon alıcısının *vade tarihine kadar* veya belirli bir tarihe işaret eden *vade tarihinde* hakkını kullanmaması sözleşmeyi sona erdiren bir sebeptir (Kırman, 1998: 723; Black/Scholes, 1971: 399; Black/Scholes, 1998: 378).

isteksiz taraftan istekli tarafa aktarılmasını sağlayan” bir işlem türü olan **türev işlemlerdendir** (Reva, 2006: 529; Akçaoğlu, 2002: 7).⁵

Opsiyon sözleşmesi, 23.2.2001 tarihli ve 24327 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik’in (VİOB Kur. Yön.) 3. maddesinde “*Opsiyonu alan tarafa belirli bir vadede veya belirli bir vadeye kadar, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikte ekonomik veya finansal göstergesi, sermaye piyasası aracını, malı, kıymetli madeni ve dövizli alma veya satma hakkı veren, satan tarafı ise yükümlü kılan sözleşme*” şeklinde tanımlanmıştır.

B. Opsiyon Sözleşmesinin Tarihi Gelişimi

Opsiyon sözleşmelerinin temelinde, bir sözleşme akdetmek isteyen kişinin bu sözleşme ile ilgili olarak düşünme süresine ihtiyaç duyması ancak bu süre içerisinde başka bir kimsenin aynı konuda bir sözleşme akdetmesini engellemek istemesi yatmaktadır. Sözleşme akdetmek isteyen kişi, sözleşme kurma seçeneğini henüz kararsız olduğu bu belirsiz süre içerisinde kendi açısından açık tutmak istemektedir (Ayrancı, 2006: 96).⁶ Önceden öngörülemeyen ve kişilerin müdahale alanı içerisinde olmayan bir takım dış faktörlerden korunma ihtiyacı, (Kırca, 2000: 9) opsiyon sözleşmelerinden beklenen bir diğer amaçtır. Opsiyon sözleşmeleri bu gibi belirsizlikler karşısında zarar görmemek ve öngörülü davranarak uygun koşullarda sözleşme akdetmek amaçları etrafında gelişmiştir.

Opsiyon sözleşmelerinin kökeninin Romalılara ve Fenikelilere kadar uzandığı ve burada yaşayanların birbirleriyle opsiyon ticareti yaptığı bilinmektedir (Kırca, 2000: 10). Buna karşılık, opsiyonun eski zamanlardan beri bilindiğine, uygulandığına ve opsiyonun insanların müdahale alanları içerisinde olmayan dış faktörlerden korunma veya yararlanma saikleri ile paralel geliştiğine ve ayrıca ilerisi için bugünden belirlenen koşullarla bir sözleşme yapma fikrinin eskiye dayandığına ilişkin iddialara dair en önemli örnek Yunanlı filozof Thales von Milet ile ilgili olandır.

⁵ Opsiyon sözleşmesinde, alıcıya tanınan seçim hakkı ve bu seçim hakkının satıcı açısından bağlayıcı olması gibi özellikler, diğer türev işlemler olan futures, forward veya swap işlemlerinde bulunmamaktadır (Kırman, 1998: 718).

⁶ Bu husus, Anglo-Sakson hukuk sisteminin aksine, icabın geri alınamayacağını kabul eden Kıta Avrupası hukuk sisteminde (Fransız ve İtalyan hukukları hariç) opsiyon sözleşmelerine duyulan ihtiyacı ve bu sözleşmelerin önemini açıklamaktadır (Buz, 2005: 161).

Thales aynı zamanda astronomi ile ilgilendiği için, hava şartlarını değerlendirerek bir sonraki mevsimde zeytinin iyi ürün vereceğini tahmin etmiş ve hasat mevsiminden önce zeytinlerin preslenmesi için pres sahipleri ile anlaşma yapmıştır. Ürün tahmin ettiği gibi çıkınca da zeytinlerini satıp oldukça yüksek miktarlarda kâr elde etmiştir. Thales'in pres sahipleri ile yaptığı bu sözleşme, bilinen ilk opsiyon sözleşmesi olarak kabul edilmektedir (Reva, 2006: 531).

Opsiyon sözleşmelerinin bugün bildiğimiz anlamda doğuşu ve gelişimi konusunda öne çıkan ülke Hollanda olmuştur. Hollanda menşeli Doğu Hindistan Şirketi'nin opsiyon ticareti yapmaya başladığı 1605 yılı, borsa opsiyonlarının doğduğu yıl olarak kabul edilmektedir. Opsiyon işlemlerinin geliştiği ve yaygınlaştığı dönem ise, lale soğanı üreticilerinin ve satıcılarının, kendilerini lale soğanı fiyatlarındaki artışlara ve düşüslere karşı korumak amacıyla, lale soğanlarını ileri bir tarihte geçerli olacak sabit bir fiyattan almalarını veya satmalarını sağlamaya yönelik olarak yaptıkları opsiyon sözleşmeleri dönemidir (Reva, 2006: 531-532).

Günümüzde opsiyon ticareti konusunda önde gelen ülke Amerika Birleşik Devletleri'dir. 1973 yılında Chicago Board of Options Exchange'in (CBOE) kurulması ve 1977 yılında satım opsiyonlarının bu borsada işlem görmeye başlaması ile opsiyon piyasası oldukça büyük bir atılım göstermiştir.⁷

Amerika Birleşik Devletleri'nden önce İngiltere'de de opsiyonlar bilinmekte ve uygulanmaktaydı. İngiltere'nin opsiyon borsaları konusundaki asıl atılımı, 1982 yılında London International Financial Futures Exchange (LIFFE)'in kurulmasıdır. LIFFE, 22 Eylül 2000 yılında, Avrupa Birliği malî piyasaların uyumlulaştırılması amacıyla Amsterdam Menkul Kıymet Borsası, Brüksel Menkul Kıymet Borsası ve Paris Borsası'nın birleşmesi ile oluşan European Stock Exchange (Euronext)'in idaresinde faaliyet göstermeye başlamadan önce, hem Avrupa'nın en önde gelen vadeli işlem borsası hem de dünyanın en büyük borsalarından biri olma niteliğine sahipti. LIFFE'in, Euronext bünyesinde faaliyet göstermesinden bir yıl sonra Euronext, LIFFE'in hisselerini satın aldı ve 2002'de LIFFE'i tamamen devralarak Euronext.liffe'i oluşturdu. Euronet.liffe'in oluşturulması ile Euronext'in diğer birleşen borsalarının (Amsterdam, Brüksel, Lizbon, Paris) vadeli işlemleri Euronext.liffe'e dahil edildi. 2003 yılına gelindiğinde Portekiz Menkul Kıymet Borsası'nı da bünyesine katan Euronext, 2007 yılında NYSE Group ile birleşmiş ve böylece dünyanın ilk küresel menkul kıymet borsası olan NYSE

7 CBOE, faaliyete başladığı ilk gün olan 26 Aralık 1973 tarihinde 911 adet opsiyon sözleşmesi rapor etmiştir (Markham/Gilberg, 1982-1983: 741).

Euronext ortaya çıkmıştır. İngiltere ve ABD dışında, dünya piyasalarına yön veren diğer borsalar olarak bilinen İsviçre'deki Swiss Options and Financial Futures Exchange (SOFFEX) ve Almanya'daki Deutsche Terminbörse GmbH (DTB) ise 1998 yılında birleşerek EUREX adında yeni bir borsaya vücut vermiştir. Böylece, bu iki borsanın varlıkları sona ermiştir. Bugün EUREX, NYSE Euronext Liffe ve Şikago Ticaret Borsası ile birlikte üç büyük işlem borsası olarak kabul edilmektedir.⁸

Ülkemizde vadeli işlem ve opsiyon borsalarına yönelik çalışmalar ve opsiyonların uygulanmaya başlaması uzun zaman almıştır. Ülkemizdeki ilk özel borsa kuruluşu olan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. (VOBAŞ), Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) 17.8.2001 tarihli ve 9/1101 sayılı kararı üzerine, 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 40'ncı maddesi hükmü uyarınca, 19.10.2001 tarihli ve 2001/3025 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile kurulmuştur. 4.7.2002 tarihinde Ticaret Siciline tescil edilmiş, bu tescil de 09.07.2002 tarihli Ticaret Sicili Gazetesinde yayımlanmıştır. Sicil tarihi olan 4 Temmuz 2002'de kurulan VOBAŞ, nihayet 4 Şubat 2005 tarihinde faaliyete başlamıştır.⁹

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'nin kuruluşu 2002'de gerçekleşmiş olsa da ülkemizde türev ürünlerle ilgili mevzuat çalışmaları 1992'lere dayanmaktadır. 1992 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu md.3/b'ye "*sermaye piyasası araçları*" ifadesi dahil edilmiştir. 1995 yılında kanunun 22/j maddesinde 558 sayılı KHK ile değişiklikler yapılmış ancak bu değişikliklerin Anayasa Mahkemesi'nin 13.11.1995 gün ve E. 1995/45, K. 1995/58 sayılı kararı ile iptal edilmesi ile söz konusu madde 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun (Sermaye Piyasası Kanunu'nda değişiklik yapan ve 18.12.1999 tarih ve 23910 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun) md. 10 ile yeniden düzenlenmiştir. Bu düzenleme uyarınca Sermaye Piyasası'nın görev ve yetkileri "*Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde 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*

8 1998 ve 1999 yılı verilerine göre EUREX, kurulduğu yıl işlem hacmi en yüksek vadeli işlem ve opsiyon borsası konumuna ulaşmıştır (Kırca, 2000: 14 vd.; Coşkun, 2002: 77)

<http://www.cboe.com/AboutCBOE/History.aspx>;http://www.eurexchange.com/about_en.html;

<http://www.nyse.com/about/history/1089312755484.html>;<http://www.euronext.com/editorial/wide/editorial-10553-EN.html#body01>, (28.09.2008).

9 <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/DesktopDefault.aspx?tabid=100>, (29.09.2008)

esasları ile yükümlülüklerini, teminatlar, takas ve saklama sistemi konularındaki esas ve usulleri düzenlemek” olarak belirlenmiştir. Yine kanunun 30. maddesi, aynı KHK ile değiştirilmiş ancak bu KHK’nın iptali üzerine 15.12.1999 tarihli ve 4487 sayılı Kanun’un 14. maddesi ile şu şekilde düzenlenmiştir: *“Bu Kanun kapsamına giren sermaye piyasası faaliyetleri;...c) Ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil her türlü türev araçların alım satımının yapılmasına aracılık...”*

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.’nin kuruluşuna dayanak oluşturan Sermaye Piyasası Kanunu’nun, 15.12.1999 tarihli ve 4487 sayılı Kanununun 18. maddesi ile değişikliğe uğrayan 40. maddesi ise *“Münhasıran, ekonomik ve finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mala, kıymetli madenlere ve dövizde dayalı vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile her türlü türev araçlardan oluşan sermaye piyasası araçlarının işlem göreceği tüzel kişiliği haiz borsalar, Kurulun teklifi ve ilgili Bakanın önerisi üzerine Bakanlar Kurulunun onayı ile kurulur.”* demek suretiyle Sermaye Piyasası Kurulu’nu bu konuda açıkça yetkilendirmiş ve *“borsaların, piyasaların ve diğer teşkilatlanmış piyasaların izleme ve denetim mercii”* olma görevini Sermaye Piyasası Kurulu’na devretmiştir.

Sermaye Piyasası Kurulu, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 40. maddesi ve Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Kuruluş Yönetmeliği uyarınca, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.’nin işlem, üyelik, takas ve faaliyet esaslarını düzenlemek amacıyla 27.3.2004 tarihli ve 25415 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği’ni (VİOBY) çıkarmıştır.

Sermaye Piyasası Kanunu tarafından çıkarılan Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği’nin (VİOBY) dışında yürürlükte olan diğer iki önemli yönetmelik, 19.02.1996 tarihli ve 22559 sayılı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası¹⁰ Yönetmeliği (İMKB) ve 29.7.1997 tarihli ve 23770 sayılı Resmi

10 İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) hisse senetleri, hazine bonoları ve devlet tahvilleri, gelir ortaklığı sertifikaları, özel sektör tahvilleri, yabancı menkul kıymetler, gayrimenkul sertifikaları ve uluslararası menkul kıymetlerin alım ve satımının yapılmasını sağlamak amacıyla 26 Aralık 1985 günü kurulmuş olup, 3 Ocak 1986 yılında faaliyete başlamıştır. Özerk ve mesleki bir kamu kurumu olarak yetkili olduğu konu ve alanlarda kendi yasal düzenlemelerini yapabilme avantajına sahip olan İMKB’nin yasal dayanağını, Türkiye’de menkul kıymetler borsalarının kuruluş, çalışma, denetlenme ve borsada alım satım esasları ile borsa üyelerinin kuruluş, çalışma ve yükümlülüklerini düzenleyen ve 06.10.1984 tarih ve 18637 sayılı Resmi Gazete ile yayımlanarak yürürlüğe giren “Menkul Kıymetler

Gazete’de yayımlanan Yönetmelik ile değişik, 30.6.1999 tarihli ve 23741 sayılı İstanbul Altın Borsası ¹¹ Yönetmeliği (İABY)’dir. İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği, 7.5.1995 tarihinde 22397 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmış ancak 23.2.2001 tarihinde, 24327 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik”in 56. maddesi ile yürürlükten kaldırılmıştır.

3. Opsiyon Sözleşmesinin Konusu (Opsiyon Hakkı) ve Opsiyon Sözleşmesinin Türleri

A. Opsiyon Sözleşmesinin Konusu (Opsiyon Hakkı)

Opsiyon sözleşmesi, opsiyon alıcısına belirli bir ücret karşılığında bir finansal değer alımı veya satımına ilişkin seçim hakkı (opsiyon hakkı) tanıyan bir sözleşmedir. Bu sebeple opsiyon sözleşmesinin konusunu opsiyon hakkı oluşturmaktadır (Kırca, 2000: 201). Opsiyon hakkı, opsiyon alıcısına, tek taraflı irade beyanı ile bir satım sözleşmesi kurma hakkı tanımaktadır. (Kocayusufpaşaoğlu vd., 2008: 110).¹²

Opsiyon kavramı Latince “optio/opto” kelimesinden gelmektedir ve “hür seçim, hür irade, seçmek” anlamında kullanılmaktadır. Kökeni Latince olan bu kavram İngilizceye ve Fransızcaya “option” olarak geçmiştir. Genel olarak

Borsalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik” oluşturmaktadır. Dünya Borsalar Federasyonu’na (WFE) 1992 yılında tam üye olan İMKB, halen faaliyet göstermektedir. <http://www.imkb.gov.tr/genel/organizasyon.htm>, 29.09.2008.

¹¹ 26 Temmuz 1995 tarihinde faaliyete geçen İstanbul Altın Borsası’nda (İAB) standart ve standart dışı altın, gümüş ve platin üzerine spot işlemlerin yapıldığı Kıymetli Madenler Piyasası ve altına dayalı ödünç ve sertifika işlemlerinin yapıldığı Kıymetli Madenler Ödünç Piyasası bulunmaktadır. 17 Temmuz 2008’de İAB ile İMKB arasında bir işbirliği protokolü imzalanmıştır. <http://www.iab.gov.tr/turkish/piyasa.php>, 29.09.2008.

¹² Opsiyon hakkı sadece opsiyon sözleşmelerinde uygulama alanı bulmaz. Çok çeşitli hukuki ilişkiler için de opsiyon hakkı tanınabilir. Örneğin kira opsiyonu kira sözleşmelerinde, satış opsiyonu satım sözleşmelerinde tanınan opsiyon hakkıdır (Ayrancı, 2006: 97). Common Law sisteminde opsiyon sözleşmeleri sadece sağlararası (inter vivos) işlemler değildir. Ölümüne bağlı tasarruflarda da uygulama alanı bulmaktadır. Bununla beraber bu sistemde opsiyonlar, Kıta Avrupası sistemindekinden oldukça farklı özellikler göstermektedir (Lucke, 1967–1970: 197; Kocayusufpaşaoğlu, 2008: 110).

“seçenek; tercih; seçim hakkı, yetisi, özgürlüğü” olarak ifade edilmektedir (Corbin, 1913-1914: 641’dn. 1; Reva, 2006: 531).

Opsiyon hakkına ilişkin birçok tanım yapılabilir. Common law sistemi içerisinde yer alan hukuklarda ve özellikle opsiyon ticareti alanında bugün dünyanın en önde gelen ülkesi olan Amerika Birleşik Devletleri hukukunda opsiyon hakkı “henüz kabul edilmemiş bir icap”, “gerçek, mevcut ve geçerli bir sözleşmeye konulan bir kayıt”, “opsiyon satıcısını, alıcıya elindeki değeri sabit fiyattan ve belirli bir zaman dilimi içerisinde alma hakkı veya ayrıcalığı konusunda seçim hakkı tanıdığı bir sözleşmenin konusu”, “henüz olgunlaşmamış bir satım sözleşmesi (asıl sözleşme) öncesindeki karşılıksız bir taahhüt” şeklinde tanımlanmıştır. Bu hukuk sisteminde, bizim hukuk sistemimizden farklı olarak icabın bağlayıcı olmaması opsiyon sözleşmesinin daha da önem kazanmasına ve farklılaşmasına yol açmıştır (Corbin, 1913-1914: 643-644, dipn. 14).

Bu tanımlar haricinde opsiyon sözleşmesinin konusunu oluşturan opsiyon hakkına ilişkin başka tanımlar da yapılabilir. Ancak kanımca bu tanımlar içerisinde en doğru olanı, opsiyon hakkının, sahibine tek taraflı bir irade beyanı ile önceden belirlenmiş bedel ve şartlarla, belirli bir süre içerisinde, bir edim talep etme, sözleşme kurma veya süresini uzatma (uzatma opsiyonu) yetkisi veren bir hak olduğuna ilişkin olmalıdır. (Ayrancı, 2006: 96; Buz, 2005: 160; Black/Scholes, 1998: 377; Ross, 1976: 75; Kocayusufpaşaoğlu vd., 2008: 110).

Opsiyon hakkı sadece opsiyon alıcısına tanınmış bir haktır. Opsiyon alıcısı (opsiyon sahibi) daha önceden opsiyon satıcısı ile aralarında kararlaştırdıkları zamanda ve opsiyon satıcısına ödediği prim karşılığında, sözleşmede kararlaştırılan finansal değeri belirli bir fiyattan almak (alım opsiyonu) veya satmak (satım opsiyonu) konusunda bir seçim hakkına sahiptir. Alım hakkı, alım opsiyonuna karşılık gelmektedir (Kırca, 2000: 201; Kocayusufpaşaoğlu vd., 2008: 110). Alım hakkı hak sahibine, tek taraflı irade beyanıyla sözleşmenin karşı tarafı ile bir satım sözleşmesi kurma imkanı veren yenilik doğuran bir haktır. Alım hakkı sahibi bu hakkını dilediği zaman kullanabilir (Eren, 2006: 59; Kılıçoğlu, 2004: 14; Zevkliler, 2004: 79). Buna karşılık, satım hakkı satım opsiyonuna karşılık gelmektedir. Hukukumuzda satım hakkı (vefa hakkı) tanımlanmamıştır. Ancak yine de satım hakkını, bir kimsenin satmış olduğu malın satıcısı ile yaptığı geri alım sözleşmesiyle söz konusu malı dilediği zaman geri alabilmesini sağlayan yenilik doğuran bir hak, şeklinde tanımlayabiliriz. Opsiyon sahibi, tek taraflı irade beyanıyla opsiyon sözleşmesinin türüne göre ya belirli bir varlığı alma ya da satma konusunda asıl sözleşmenin kurulmasını sağlayabilme hakkına ve yetisine sahiptir ve bu hak kullanıldığında, opsiyon alıcısı ile opsiyon satıcısı arasında opsiyona konu olan

değerlerin yer aldığı bir satım sözleşmesi (asıl sözleşme) kurulmuş olur. Bu durumda satım sözleşmesi doğrudan doğruya, hiçbir işleme gerek kalmaksızın kurulmuştur (Reva, 2006: 549; Ayrancı, 2006: 99).

B. Opsiyon Sözleşmesinin Türleri

Opsiyon sözleşmeleri çeşitli açılardan gruplandırılmaktadır. Opsiyon sözleşmesi türlerini aşağıdaki şekilde sıralayabiliriz.

1. Opsiyon Sözleşmesinin Sağladığı Hakkın Türü Bakımından

a. Alım Opsiyonu (Call-Option)

Alım opsiyonu, opsiyon alıcısına sözleşmeye konu olan varlıkları belirli bir tarihte veya belirli bir tarihe kadar, opsiyon sözleşmesinde belirlenmiş olan fiyattan *satın alma* hakkı tanıyan opsiyondur. Opsiyon sözleşmesinin konusu alım hakkına ilişkin ise alım opsiyonuna ilişkin bir sözleşmenin varlığından söz edilir.

Alım hakkı sahibi, sözleşmede kararlaştırılan fiyatın, o şeyin piyasadaki fiyatından düşük olduğunu düşündüğü zaman alım hakkını kullanma yoluna gidecektir (Teker vd., 2008: 207; Seligman, 1984-1985: 144).

b. Satım Opsiyonu (Put-Option)

Satım opsiyonu, opsiyon alıcısına sözleşmeye konu olan varlıkları belirli bir tarihte veya belirli bir tarihe kadar, opsiyon sözleşmesinde belirlenmiş olan fiyattan *satma* hakkı tanıyan opsiyondur. Opsiyon sözleşmesinin konusu satım hakkına ilişkin ise satım opsiyonuna ilişkin bir sözleşmenin varlığından söz edilir.

Satım opsiyonu özellikle fiyatların düşmesine karşı kendilerini korumak isteyen yatırımcıların tercih edebilecekleri bir yoldur (Teker, 2008: 207; Johnson vd., 2008: 1).

c. Karmaşık Opsiyon (Combinations of Put and Call Opsitons)

Karmaşık opsiyon, alım ve satım opsiyonlarının değişik şekillerde bir araya gelmesi ile oluşan opsiyon türüdür. Karmaşık opsiyonlar strip, strangle, strap, spread, strangle vs. olarak sayılabilir (Kırca, 2000: 38-39; Merton, 2005: 230). Karmaşık opsiyon sözleşmelerinde, opsiyon alıcısına karmaşık türde bir opsiyon hakkı sağlanmaktadır.

2. Opsiyon Sözleşmesinin Vadeleri Bakımından Türleri

a. Avrupa Tipi Opsiyon (European Type Options)

Avrupa tipi opsiyonlar, opsiyon hakkının yalnızca gelecekte *belirli bir tarihte* kullanılabilirdiği opsiyonlardır. Hakkın kullanımı bir vadeye bağlanmıştır. Bu tip opsiyonlar vadeden önce işleme konulamamaktadır (Black/Scholes, 1998: 378; Özoğul, 2006: 18; Konuralp, 1997: 14).

b. Amerikan Tipi Opsiyon (American Type Options)

Amerikan tipi opsiyonlar, alıcıya tanınan seçim hakkının belirlenen *vade tarihi içerisinde herhangi bir zamanda* kullanılabilirdiği opsiyonlardır (Konuralp, 1997: 14; Black/Scholes, 1998: 377). Bu nedenle Avrupa tipi opsiyonlar-Amerikan tipi opsiyonlar ayrımının coğrafi bir farklılığa değil, vadeye ilişkin bir farklılığa işaret ettiğini söylemek yanlış olmayacaktır.

Bu farklılık yanında, Amerikan tipi opsiyonlardaki opsiyon priminin, Avrupa tipi opsiyonlara göre daha yüksek olduğu ancak Amerikan tipi opsiyonların, özellikle alım-satım ve esneklik açısından Avrupa tipi opsiyonlara oranla çok daha avantajlı olduğu kabul edilmektedir (Kırman, 1998: 720).

3. Yapıldığı Mekana Göre Opsiyon Sözleşmesi Türleri

a. Borsa İçi Opsiyon Sözleşmesi (Organize Piyasalar)

Opsiyon sözleşmelerinin, sözleşmeler için sınırlamalar ve standartların bulunduğu organize borsalarda gerçekleşmesi durumunda borsa içi opsiyonlardan ve dolayısıyla borsa içi opsiyon sözleşmelerinden bahsedilir (Kırman, 1998: 720).

b. Borsa Dışı Opsiyon Sözleşmesi (Tezgahüstü Piyasa) (OTC)

Borsa dışı opsiyon sözleşmeleri uluslararası bankalar, yatırım bankaları, toptancı bankalar ve aracı kuruluşlarda gerçekleştirilmektedir. Borsa dışında gerçekleştirilen opsiyon işlemleri, müşterilere çeşitlilik sunması, müşterilerin tercihleri doğrultusunda düzenlenmesi ve borsa içerisinde gerçekleştirilen opsiyon sözleşmelerine kıyasla kısıtlamalardan arınmış olması bakımından hem daha esnek hem daha avantajlıdır.

Borsa içi opsiyon sözleşmelerinde ise teslimatların Takas Odasının gerçekleştirilmesi sistemi ile işlemler güvence altına alınmıştır. Borsa dışı opsiyon sözleşmeleri böyle bir garanti sistemine yer vermediğinden daha fazla risk barındırır. Bu tip sözleşmelerin dezavantajını, anılan bu durum oluşturmaktadır (Gümüşeli, 1994: 57; Akçaoğlu, 2002: 31).

4. Opsiyon Sözleşmesinin Konusunu Oluşturan Opsiyon Hakkının İçeriği Bakımından Opsiyon Sözleşmesi Türleri

a. Emtia Opsiyonu (Commodity Options)

Emtia opsiyonu, sözleşmede belirtilen vadede veya bu vade içerisinde, sözleşmede belirtilen emtiayı, sözleşmede belirtilen miktarda ve belirlenen fiyat üzerinden alma veya satma hakkı sağlayan bir opsiyon türüdür.

Söz konusu emtiaya örnek olarak kahve, şeker, kakao, pamuk, kauçuk, kurşun, kalay gibi mallar örnek olarak gösterilebilir. Özellikle kakao ve şeker yıllardır emtia opsiyonlarına konu olmakta ve İngiltere gibi ülkelerde ticareti yapılan mallar grubuna girmektedir. Amerika Birleşik Devletleri'nde ise emtia opsiyonlarının alım satımı yüz yılı aşkın süredir yapılmaktadır (Bettelheim vd., 1986: 17-19; Markham/Gilberg, 1982-1983: 759).

Altın bir emtia olmakla birlikte altınlar için ayrı opsiyon borsaları kurulmaktadır. Örneğin İstanbul Altın Borsası'nda bu tür bir uygulama söz konusudur.¹³

b. Hisse Senedi Opsiyonu (Stock Options)

Hisse senedi opsiyonları, sözleşmede belirtilen vadede veya bu vade içerisinde, sözleşmede belirtilen hisse senedini, sözleşmede belirtilen miktarda ve belirlenen fiyat üzerinden alma veya satma hakkı sağlayan opsiyon türüdür.

Adından da anlaşılacağı gibi bu tür opsiyonlarda opsiyon sözleşmesinin konusunu hisse senetleri oluşturmaktadır.

c. Faiz Opsiyonu (Interest Rate Options)

Faiz opsiyonları, belirli bir zamanda faiz geliri getiren menkul kıymetleri veya faiz oranlarını alma veya satma hakkı veren opsiyon türüdür (Fettahoğlu, 1991: 32).

Bu tür opsiyonlarda sözleşme ile önceden belirlenen faiz oranı ile opsiyonun kullanılacağı dönem piyasada geçerli olan faiz oranı karşılaştırılır ve

13 “26 Temmuz 1995 tarihinde İstanbul Altın Borsası'nın açılmasıyla birlikte faaliyete geçen Altın Piyasası, üye kuruluşlar tarafından yurtdışından ithal edilen altının tam rekabet şartlarında alım satımının yapıldığı organize bir piyasadır. Yapılan yasal düzenlemeler sonucu gümüş ve platinin 9 Temmuz 1999 tarihinden itibaren Borsa bünyesinde işlem görmeye başlamasıyla Altın Piyasası fiili olarak kıymetli madenlerin işlem gördüğü bir piyasa konumuna gelmiştir.” <http://www.iab.gov.tr/kmp.asp>, 28.10.2008.

arada opsiyon sahibinin lehine meydana gelen fark opsiyon sahibine ödenir. Sözleşmede belirli bir miktar olarak kararlaştırılan ana paralar ise genellikle el değiştirmemektedir (Gümüseli, 1994: 67).

Faiz opsiyonları esnek bir opsiyon türü olarak temelde faiz dalgalanmalarından kaynaklanan risklerden korunma amacına yöneliktir (Fettahoğlu, 1991: 32).

d. Döviz Opsiyonu (Foreign Currency Options)

Döviz opsiyonu, opsiyon sahibine belirli bir miktar döviz, sözleşmede kararlaştırılan fiyat üzerinden, belirli bir vade içerisinde veya belirli bir vadede alma veya satma hakkı veren opsiyon türü olarak tanımlanabilir.

Döviz opsiyonları özel yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir. Yabancı ülkelerdeki ihalelerde kullanılmaya elverişli olan döviz opsiyonları, kur risklerinden korunmak için de tercih edilen bir yöntemdir.¹⁴

Döviz opsiyonları bu fonksiyonlarının yanında yabancı para birimli alacak ve borçlar söz konusu olduğunda döviz rizikosunu ortadan kaldırmaya yönelik olarak da işlev görmektedir. Bu tür kullanım alanlarının varlığı, döviz opsiyonlarını uluslararası piyasalarda işlem gören araçlar haline getirmiştir.¹⁵

e. Vadeli İşlem Opsiyonu (Options on Futures)

Vadeli işlem opsiyonları, opsiyon sahibine, belirli bir vadede veya belirli bir vade içerisinde, sözleşme konusu olan vadeli işlemi, sözleşmede belirlenen miktar üzerinden ve belirli bir prim karşılığında alma veya satma hakkı tanıyan opsiyon türüdür.

Vadeli işlemler tabiriyle belirli bir zamanda teslim edilecek bir malın, vadesinin, fiyatının ve miktarının sözleşme ile önceden belirlenip karara bağlandığı işlemler (sözleşmeler) kastedilmektedir (Sarıkamış vd., 2004: 90).

14 “*Kur Riski: Gelecekte döviz kurunun değerinde yaşanabilecek dalgalanmalar sonucunda varlıklar ve/veya yükümlülüklerde meydana gelebilecek değişikliklerden zarar edilmesi ihtimalini ifade etmektedir. Kur riskinden korunmak için yatırımcıların hem finans hem de mal piyasalarında pozisyon almaları, birden fazla ülkenin finans piyasasına yatırım yapmaları ve türev ürün veya piyasaları kullanmaları gibi yöntemler mevcuttur.*” http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gen_sek/sozluk.htm#kurisk, (16.12.2008).

15 Ayrıntılı bilgi için bkz: (Fettahoğlu, 1991: 31–32).

f. Endeks Opsiyonu (Index Options)

Dünya borsalarında ilk işlem görmeye başladığı yıldan¹⁶ itibaren önemli işlemlerden biri haline gelen endeks opsiyonlarının konusunu, gerçekte mevcut olmayan, bir diğer ifadeyle varsayımsal bir varlık olan endeks oluşturur (Kırca, 2000: 43).

Endeksin fiziki bir varlığının olmaması nedeniyle fiziki teslimat yerine “nakdi uzlaşma yöntemine”¹⁷ başvurulmaktadır. Endeks opsiyonlarında, opsiyonun kullanım fiyatı¹⁸ ile opsiyonun kullanıldığı gün, endeksin borsa fiyatı arasındaki fark aynı zamanda ödenecek meblağın miktarını oluşturmaktadır (Reva, 2006: 535).

4. Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği

Opsiyon sözleşmesinin hukuki niteliğine ilişkin doktrinde dört farklı teori mevcuttur. Bu teoriler “opsiyon hakkının” niteliğine ilişkin dört ayrı görüşten hangisine itibar edileceğine bağlı olarak değişmektedir.

A. Ön Sözleşme Teorisi

Ön sözleşme, taraflardan birinin veya her ikisinin birden gelecekte borç doğuran bir sözleşme kurma yükümlülüğü altına girdiği sözleşmelerdir. Bu sözleşmelerde yer alan borç muaccel olduğunda asıl sözleşmenin kurulması dava ve talep edilebilmektedir. Ön sözleşme bir taahhüt niteliğinde değil, aksine asıl sözleşmeden ayrı, bağımsız bir sözleşmedir (Ayrancı, 2006: 47-48).

Opsiyon sözleşmeleri, gelecekte kurulacak asıl sözleşmeye yönelik olsalar da opsiyon sözleşmelerini bir ön sözleşme olarak nitelendirmek çeşitli açılardan eleştirilebilir.

16 Amerika Birleşik Devletleri’nde endeks opsiyonlarının ilk kez ticarete konu olduğu yıl 11 Mart 1983’tür. Endeks opsiyonları Amerikan borsalarındaki varlıklarının ilk yılı dolmadan bu ülkede son derece büyük bir önem kazanmıştır (Evnine/Rudd, 1985: 743).

17 VİOB Kur. Yön. md. 48/son: “*Nakdi uzlaşma, vade sonunda borsa tarafından ilan edilen uzlaşma fiyatı ile sözleşmenin alım veya satım değeri arasındaki fark nedeniyle tarafların takas merkezine karşı nakit ödeme yapma yükümlülüğüne ya da nakit tahsil etme hakkına sahip olmaları esasına dayanır.*”

18 Opsiyonun kullanım fiyatından kasıt, opsiyon sözleşmesi ile tayin edilen belirli bir vadede veya belirli bir vade içerisinde gerçekleştirilecek satım veya alımda geçerli olacak olan fiyattır (Kırman, 1998: 722).

Öncelikle, ön sözleşmelerde tarafların asıl sözleşmeyi kurabilmeleri için birbirlerine uygun karşılıklı irade beyanları gerekmektedir. Bunun için iki tarafın katılımı şarttır. Oysa opsiyon sözleşmesinde opsiyon hakkı sadece alıcı tarafından kullanılabilir bir seçimlik hak görünümündedir. Alıcı opsiyon hakkını kullanıp kullanmama konusunda tam bir serbesti içerisindedir ve ön sözleşmeden farklı olarak alıcının opsiyon hakkını kullanması talep ve dava edilemez.

Bunun yanı sıra ön sözleşmelerde, asıl sözleşmenin kurulmasını talep etme yeni bir icap iken, opsiyon sözleşmesinde opsiyon hakkının ileri sürülmesi bir icap değildir. Bir hakkın ileri sürülmesinden ibarettir (Ayrancı, 2006: 98).

Son olarak, ön sözleşmenin kurulması taraflara ileride asıl sözleşmeyi kurma yükümlülüğü yüklerken opsiyon sözleşmelerinde asıl sözleşmeyi kurma yükümlülüğü yoktur.

Anılan gerekçeler ışığında iki sözleşme türü arasında kurulma amaçları bakımından benzerlikler bulunmasına rağmen, opsiyon sözleşmesini bir ön sözleşme olarak nitelendirmek ve opsiyon sözleşmesinin hukuki niteliğini ön sözleşme teorisi ile açıklamak mümkün gözükmemektedir.

B. İcap Teorisi

İcap teorisi, opsiyon hakkını opsiyon satıcısı tarafından opsiyon alıcısına yöneltilmiş bir icap ve opsiyon alıcısının bu hakkı kullanmasını da bu icaba yönelmiş bir kabul olarak nitelendirmektedir (Reva, 2006: 547; Buz, 2005: 163).

Doktrinde savunulmayan bu görüş, opsiyon alıcısının ödediği opsiyon priminin hukuki niteliğini açıklamak bakımından yetersiz kalmaktadır.¹⁹

C. Şart Teorisi

Şarta bağlı hukuki işlemler, bir olayın varlığının veya hukuki sonuçlarının, gerçekleşeceği kesin olmayan bir olaya bağlanması ile kurulur. Bu şekilde taraflar ya aralarında kurdukları sözleşmenin hukuki sonuçlarını doğurmasını (erteleyici şart) ya da sözleşmenin hukuki sonuçlarının sona ermesini şarta bağlarlar (geciktirici şart). Her iki halde de şart, gelecekte gerçekleşip gerçekleşmeyeceği kesin olmayan bir olaydır (Zevkliler, 2004: 67; Eren, 2006: 1120; Reisoğlu, 2008: 403).

¹⁹ İsviçre Federal Mahkemesi'nin opsiyon sözleşmelerinin niteliği bakımından icap teorisini açıkça reddetmiş olduğuna ilişkin olarak bkz. (Kırca, 2000: 190, dipn. 61).

Şart teorisi, opsiyon sözleşmelerini, tarafların arasında başlangıçta kurulan ancak hüküm ve sonuçlarını, opsiyon hakkının kullanılması geciktirici şartına bağlı olarak gösteren, bir sözleşme olarak nitelendirmektedir. Bu teori, tüm opsiyon işlemlerini BK md. 149 anlamında şarta bağlı, tek bir sözleşme olarak nitelendirmesi nedeniyle eleştirilmektedir. Bunun yanı sıra bu teoriye yönelik çoğu eleştirinin ortak savunusu, opsiyon sözleşmesinde tarafların amaçlarının çoğu kez işleme konu olan varlıkların satılması değil; seçme hakkının satılması olduğu şeklindedir (Akçaoğlu, 2002: 55).

D. Yenilik Doğuran Hak Teorisi

Bu teori uyarınca opsiyon hakkı, sahibine, varması gereken tek taraflı bir irade beyanı ile sözleşme kurma yetkisi veren, yenilik doğuran bir haktır. Dolayısıyla opsiyon alıcısı opsiyon hakkını kullandığı zaman alıcı ile satıcı arasında asıl sözleşme kurulmuş olur. Opsiyon hakkının yenilik doğuran hak olarak kabul edilmesi, icap teorisini icabın yenilik doğuran bir hak olmaması ve ön sözleşme teorisini ön sözleşmenin yenilik doğuran bir hak değil, bir talep hakkı vermesi mülahazalarıyla geçersiz kılmaktadır (Buz, 2005: 161-164; Kocayusufpaşaoğlu vd., 2008: 110).

Bu teoriye göre taraflar çeşitli amaçlarla önce opsiyon sözleşmesi kurmakta ve bu sözleşme ile opsiyon alıcısına yenilik doğuran bir hak sağlanmaktadır. Taraflar kurdukları opsiyon sözleşmesi sonucunda alıcının, yenilik doğuran hakkını tek taraflı olarak kullanması ile içeriği önceden opsiyon sözleşmesi ile belirlenen asıl sözleşmenin (satım sözleşmesi) kurulacağını da kararlaştırmış olmaktadır. Böylece alıcı, yenilik doğuran hakkını kullandığında asıl sözleşme de *kendiliğinden* kurulmuş olacaktır. Bu teoriye göre ortada opsiyon sözleşmesi ve asıl sözleşme olmak üzere birbirinden bağımsız iki ayrı sözleşme mevcuttur (Akçaoğlu, 2002: 55-56; Kırcı, 2000: 191; Kocayusufpaşaoğlu vd., 2008: 110).

Kanımca opsiyon hakkı yenilik doğuran bir haktır ve opsiyon sözleşmesinin hukuki niteliğini en iyi açıklayan görüş, yenilik doğuran hak teorisidir. Opsiyon sözleşmeleri asıl sözleşmenin kurulmasına yöneliktir. Opsiyon hakkının kullanılması ile asıl sözleşme başka hiçbir işleme gerek kalmaksızın alıcının tek taraflı irade beyanı ile kurulmuş olur.

Alıcının seçim hakkını kullanması sonucunda asıl sözleşmenin ayrıca bir sözleşme akdetmeye gerek kalmaksızın kuruluyor olması, alım hakkının yenilik doğuran bir hak olmasından kaynaklanmaktadır (İnan, 1979: 39). Bu sebeple, alıcının seçim hakkını yenilik doğuran bir hak olarak kabul etmek yerinde olacaktır.

Opsiyon hakkı, yenilik doğuran bir hak olarak kabul edilmekle beraber kural olarak bu hakkın nispi bir nitelik taşıdığı da belirtilmelidir. Zira bu hak sadece opsiyon hakkı tanıyan kişiye (opsiyon satıcısı) karşı ileri sürülebilen bir haktır. Tarafların sözleşme ile aynı etki doğuracak bir opsiyon hakkı kararlaştırmaları ise aynı haklara hakim olan sınırlı sayı ilkesine aykırı olacaktır (Buz, 2005: 165).

5. Opsiyon Sözleşmesinin Benzer Kurumlardan Ayırt Edilmesi

A. Vadeli İşlem Sözleşmeleri

Vadeli işlem sözleşmeleri, belirli bir zamanda teslim edilecek bir malın, sermaye piyasası aracının, kıymetli madenin, dövizin, ekonomik veya finansal göstergenin vadesinin, fiyatının ve miktarının sözleşme ile önceden belirlenip karara bağlandığı ve sözleşmenin konusunu oluşturan değerlerin alımı veya satımı konusunda taraflara belirli yükümlülüklerin yüklendiği sözleşmelerdir (Günel, 2007: 192; Gücenme, 1994: 41).

Vadeli işlem sözleşmelerinde de tıpkı opsiyon sözleşmelerinde olduğu gibi sözleşmenin kurulduğu tarih ile edimin ifa tarihi farklıdır. Sözleşmedeki edim, sözleşmenin kurulduğu tarihten daha ileri bir tarihte ifa edilecektir. Buna karşılık vadeli işlem sözleşmeleri ile opsiyon sözleşmeleri arasındaki fark, opsiyon sözleşmesinde opsiyon hakkını kullanma konusunda opsiyon alıcısına tanınan seçim hakkının vadeli işlem sözleşmesi alıcısına tanınmamasıdır.²⁰ Bu bakımdan vadeli işlem sözleşmesinde taraflar daha önce sözleşme ile kararlaştırmış oldukları yükümlülükler uymak zorundadırlar (Kırman, 1998: 718). Bununla beraber, opsiyon sözleşmelerindeki risk, ödenen prim ile sınırlı iken vadeli işlem sözleşmeleri vade uzadıkça artan, oldukça büyük miktarda riskler barındırmaktadır (Sarıkamış vd., 2004: 90).

Vadeli işlem sözleşmelerine örnek olarak forward ve future sözleşmeleri gösterilebilir.

B. Primli İşlemler

Primli işlemler, vadeli işlemlerin şarta bağlı olarak yapılan şeklidir ve bahşişli işlem olarak da bilinmektedir. Primli işlemlerde amaç, taraflardan

20 Opsiyon sözleşmelerinde alıcıya tanınan seçim hakkı nedeniyle opsiyon sözleşmeleri, bir vadeli işlem türü olan forward sözleşmelerine göre daha esnek sözleşmelerdir (Gümüseli, 1994: 56).

birine seçim hakkı tanıyarak oluşabilecek zararları en aza indirmektir. Bu seçim hakkının tanınması sebebiyle primli işlemler ile opsiyon işlemleri birbirine oldukça benzemektedir. Bu tür işlemlerde de opsiyon işlemlerinde olduğu gibi alıcıya tanınmış bir seçim hakkı söz konusudur (Zarakolu, 1981: 64-65). Buna karşılık primli işlem sözleşmeleri ile opsiyon sözleşmeleri arasında bazı farklar bulunmaktadır.

Öncelikle primli işlemlerin konusu sadece menkul kıymetler iken opsiyon sözleşmelerinin konusu altın, emtia, faiz, hisse senedi, döviz, endeks veya vadeli işlemlerdir. İkinci olarak opsiyon sözleşmelerinde prim başlangıçta ödenirken primli işlem sözleşmelerinde açıklama gününde ödenmektedir. Son olarak primli işlem sözleşmelerinde hak sadece belirli bir tarihte ödenebilir; buna karşılık opsiyon sözleşmeleri belirli bir vade içerisinde istenildiği tarihte de ödenebilmektedir. Örneğin, Amerikan tipi opsiyonlar bu niteliktedir (Kırca, 2000: 50).x

C. Senede Bağlanmış Opsiyonlar

Kıymetli evrak niteliğinde bir senede bağlanmış opsiyonlar (opsiyonlu tahviller, çıplak opsiyon senetleri, teminatlı opsiyon senetleri) opsiyon sözleşmeleri ile aynı hukuki niteliğe sahiptir. Ancak senede bağlanmış opsiyonlar, toplu olarak ihraç edilmeleri, kıymetli evraka bağlanmaları, menkul kıymet borsalarında işlem görmeleri, vadelerinin uzunluğu ve alıcıya yalnızca alım hakkı tanınması noktalarında opsiyon sözleşmelerinden ayrılmaktadır (Kırca, 2000: 53).

D. Çerçeve Sözleşme

Çerçeve sözleşmeler, bir sözleşme taraflarının, ileride aynı türden olmak üzere birden fazla sayıda kuracakları sözleşmelerin şartlarını şimdiden kararlaştırmalarına ilişkin olan ve sürekli borç doğuran sözleşmelerdir (Barlas, 1999: 808, 817; Kocayusufpaşaoğlu vd., 2008: 112-113).

Konumuz bakımından çerçeve sözleşmeler ile opsiyon sözleşmelerinin birbirleri ile benzer kurumlar olmaları söz konusu değildir. Aksine, çerçeve sözleşmeler opsiyon sözleşmelerinin öncesinde imzalanan sözleşmelerdir. Aşağıda ayrıntılı olarak incelendiği üzere opsiyon piyasasında işlem yapmak isteyen bir yatırımcı (müşteri) bu isteğini (emrini) kendi başına gerçekleştiremez. Piyasada yatırımcıların gerçekleştirilecekleri işlemler, onlar yerine borsa üyeleri tarafından gerçekleştirilir. Bu sebeple yatırımcılar (müşteriler) emirlerini borsa üyelerine iletmek zorundadırlar. Bir başka ifadeyle

borsa üyeleri, yatırımcılar (müşteriler) adına opsiyon piyasalarında işlem (alım-satım işlemi) yapmakta; aracılık faaliyeti gerçekleştirmektedir.

Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği'nin (Seri V, No. 46 sayılı Aracılık Tebliği) 13. maddesi uyarınca, aracı kuruluş olarak faaliyet gösteren borsa üyeleri “...müşterileriyle türev araçların alım satımına aracılık işlemi yapmaya başlamadan önce yazılı bir sözleşme yapmak zorundadırlar...Bu sözleşme, aracı kuruluşla müşterisi arasındaki ilişkiyi genel olarak düzenleyen, başlangıçta bir kez akdedilen ve münferit işlemlerin esasını oluşturan bir **çerçeve anlaşmasıdır**...Çerçeve sözleşmelerde sermaye piyasası mevzuatına aykırı hükümler ile müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici ve aracı kuruluşlar lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan hükümlere ve emirlerin ispatını müşteriye yüklenmesine ilişkin hükümlere yer verilemez.”

Yatırımcıların (müşterilerin) opsiyon piyasalarında işlem yapması “çerçeve sözleşmesi yapılan her müşteriye ayrı bir hesap numarası verilmesi” ile ve borsa üyeleri²¹ aracılığıyla gerçekleştirilecektir.

Yatırımcı ile çerçeve sözleşmeler imzalayan borsa üyeleri daha sonra onlarla bireysel sözleşmeler imzalayacaktır.

Tebliğin 13. maddesinde yer alan “münferit işlemler” ifadesiyle borsa üyeleri ile yatırımcılar arasında imzalanan bireysel sözleşmeler kastedilmektedir. O halde çerçeve sözleşmelerden sonra borsa üyeleri ile yatırımcılar arasında komisyon sözleşmeleri niteliğinde olan bireysel sözleşmeler akdedilecektir; ancak aksi yönde görüşler olmakla birlikte, borsa üyeleri ile yatırımcılar arasında bireysel sözleşme akdetme yönünde bir yükümlülüğün varlığından söz edilemez (Reva, 2006: 538).

Aynı sonuca çerçeve sözleşmelerin niteliğinden yola çıkarak ulaşmak da mümkündür. Çerçeve sözleşmeler her ne kadar ileride kurulacak bireysel sözleşmelere temel teşkil etse de bireysel sözleşmeleri akdetme yükümlülüğü doğurmaz. Bu sebeple ön sözleşmelerin aksine bireysel sözleşmeyi talep ve dava hakkı da vermez (Barlas, 1999: 815).

Kanımca çerçeve sözleşmenin akdedilmesinden sonra bireysel sözleşme akdedilmesi gibi bir yükümlülüğün yatırımcı açısından kabulü, yatırımcının mutlaka alım veya satım emri vermeye zorlanması anlamına gelirdi. Bu ise sözleşme özgürlüğü ilkesi ve opsiyon sözleşmelerinin yapısı ile

21 İleride de görüleceği üzere, opsiyon sözleşmesinin tarafları takas üyesi ile takas merkezidir. Bu sebeple opsiyon piyasalarında müşterisi adına takas merkezi ile işlem yapacak olan borsa üyesi aynı zamanda bir takas üyesi olmalıdır.

bağdaşmamaktadır. Kaldı ki çerçeve sözleşmeler ne bir sözleşme vaadi ne de bir ön sözleşmedir. Buna karşılık, aynı sonucu borsa üyeleri bakımından kabul etmek borsa üyelerinin diledikleri gibi hareket etmelerini de savunmak anlamına gelir. Oysa borsa üyelerinin diledikleri yatırımcılarla sözleşme kurma, diledikleri ile sözleşme kurmama keyfiyetleri olamaz. Elbette mevzuat çerçevesinde bir takım koşulların varlığı halinde borsa üyeleri de çerçeve sözleşmelerden sonra bireysel sözleşme imzalamama yetkisine sahip olabilir; ancak bu durum onların keyfi değerlendirmeleri sonucu değildir. Yatırımcılar bakımından kabul edilen sözleşme özgürlüğü (sözleşme yapip yapmama özgürlüğü) borsa üyeleri bakımından geçerli olmamalıdır. Bu durum, yatırımcıların opsiyon piyasalarında kendi başlarına değil; ancak borsa üyeleri aracılığıyla işlem yapabilecekleri gerçeğinden kaynaklanmaktadır.

Zira bilindiği gibi sözleşme kurma zorunluluğunun kabul edilme nedenlerinden birisi de taraflardan birinin (burada borsa üyelerinin) o hizmet bakımından yasal veya fiili tekel konumunda bulunmasıdır (Ayrancı, 2003: 246).

6. Opsiyon Sözleşmesinin Kuruluşu ve Sözleşmeyi Oluşturan Tarafların Yükümlülükleri

A. Opsiyon Sözleşmesinin Kurulmasından Önce Yapılacak İşlemler

Opsiyon sözleşmelerinin kurulmasından önce bazı işlemlerin yapılmış ve bir takım koşulların oluşmuş olması gerekir.

Öncelikle opsiyon piyasalarında işlem yapmak isteyen yatırımcılar, *emirlerini* (piyasalarda işlem yapma yönündeki isteklerini) borsada işlem yapma yetkisine sahip **borsa üyelerine** iletmek ve onlarla bir çerçeve sözleşme kurmak zorundadır (Reva, 2006: 537).

Borsa üyeleri, borsada işlem yapma yetkisine sahip, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından türev araçların alım satımına aracılık²² yapmak için yetki belgesi almış ve ilgili borsa üyeliğine kabul edilmiş olan kuruluşlardır (Günel, 2007: 194).

22 Sermaye Piyasası Kanunu md. 30 uyarınca aracılık, “*sermaye piyasası araçlarının 31’inci madde çerçevesinde yetkili kuruluşlar tarafından kendi nam ve hesabına, başkası nam ve hesabına, kendi namına başkası hesabına alım satımıdır.*” şeklinde tanımlanmaktadır.

Yatırımcılar borsada gerçekleştirmek istedikleri işlemleri borsa üyeleri aracılığıyla yapmak zorundadır. Zira yatırımcılar borsa işlemlerini kendi başlarına yapamaz. Bu husus Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği md. 7’de düzenlenmektedir. Hüküm, “*Borsada işlemler Borsa üyeleri vasıtasıyla gerçekleştirilir.*” şeklinde ifade edilmiştir.

Sermaye Piyasası Kanunu (SerPK) md. 30, sermaye piyasası faaliyetlerini “*a) Kurul kaydına alınacak sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına aracılık, b) Daha önce ihraç edilmiş olan sermaye piyasası araçlarının aracılık amacıyla alım satımı, c) Finansal göstergelere, sermaye piyasası araçlarına, mal ve kıymetli madenlere dayalı vadeli işlem sözleşmesi yapılmasına aracılık, d) Menkul kıymetlerin geri alım veya satım taahhüdü ile alım satımı, e) Yatırım danışmanlığı, f) Portföy işletmeciliği veya yöneticiliği*” olarak sıralamıştır. Ayrıca “*Vadeli işlem sözleşmelerinin yapılmasına aracılık da bu hüküm kapsamındadır.*”

Bu faaliyetlerden *a) ve b)* başlıklarında ifade edilenler münhasıran aracı kuruluşlarca ²³ yürütülür. Aracı kuruluşların aracılık faaliyetlerinde bulunabilmeleri Sermaye Piyasası Kurulu’ndan yetki belgesi almaları koşuluna bağlıdır. Bu aracı kuruluşların borsada işlem yapabilmeleri için yetki belgesi yanında ilgili borsadan “*Borsa Üyelik Belgesi*” almaları da gerekmektedir. (SerPK md. 34). Her bir borsa, üyelik şartlarını kendi mevzuatında düzenler. Örneğin Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği’nde borsa üyesi olunabilmesi için gereken şartlar “*Borsa ve Takas Merkezi Üyelik Şartları*” başlıklı 9. maddede düzenlenmektedir. Söz konusu düzenleme uyarınca Borsaya üye olunması için “*a) SPK’dan türev araçların alım satımına aracılık yetki belgesi alınmış olması, b) Borsa Yönetim Kurulunca hazırlanan Borsa Üyelik Taahhütnamesinin veya istenebilecek diğer taahhütnamelemlerin imzalanarak ibraz edilmiş olması, c) Sermaye ve özkaynak yapılanması yönünden şirket mali yapısının Borsa Yönetim Kurulunun belirleyeceği kriterlere uygun olması, d) Bu Yönetmelik ile bu Yönetmeliğe dayanılarak yapılan düzenlemelerde öngörülen, teminat ve giriş aidatı gibi tutarların yatırılmış olması ve işlemlerin yürütülebilmesi için gerekli teknolojik donanımın, organizasyon yapısının, personelin ve mali kaynakların sağlanmış olması, e) Borsa Yönetim Kurulunca istenebilecek diğer bilgi ve belgelerin sunulmuş olması, f) Borsaca öngörülmesi durumunda, müşterilere ve diğer üçüncü şahıslara karşı doğabilecek mali ve hukuki sorumluluğu teminat altına almak amacıyla genel ve özel mahiyette sigortaların yaptırılması, g) Takas*

23 Aracılık faaliyetini yapacak *Aracı Kurumlar*, Sermaye Piyasası Kanunu’na göre faaliyette bulunacak olan SPK kurumlarıdır. (SerPK md. 32)

Merkezi tarafından bu Yönetmelik hükümleri çerçevesinde talep edilecek belge ve bilgilerin ibraz edilmiş olması.” koşullarının gerçekleşmiş olması gerekmektedir.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun aracılık faaliyetlerini düzenlemek için çıkarmış olduğu bir tebliğ bulunmaktadır. Bu tebliğ 07.09.2000 tarih ve 24163 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmış olan “*Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği*” (Seri. V ve No. 46 sayılı Aracılık Tebliği)dir. Bu tebliğin 53. maddesi aracılık faaliyetlerini “*Türev araçların alım satımına aracılık faaliyeti, Kanun'un 30 uncu maddesinin birinci fıkrasının (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 eder.*” şeklinde tanımlamıştır. Aynı Tebliğin 54. madde hükmüne göre “*Türev araçlara ilişkin müşterilerden gelen emirlerin doğrudan veya temsilci sıfatıyla kabul edilmesi, bu emirlerin başka kişi veya kuruluşlara yönlendirilmesi, bu amaçla işyeri açılması, sözleşme akdedilmesi, sözleşme akdedilmesine aracı olunması veya yapılan işlemlerle ilgili tahsil ya da tediyede bulunulması*” da türev araçların alım satımına aracılık olarak kabul edilmektedir.

Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliğinin 3. maddesi, türev araçların alım satımına ilişkin olarak aracılık faaliyetlerinin Sermaye Piyasası Kurulu'ndan yetki belgesi almış kuruluşlarca yapılabileceğini tekrarlar; tebliğin 4. maddesi, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri dahil olmak üzere türev araçların alım satımı faaliyetlerini, aracı kuruluşların sermaye piyasası faaliyetleri olarak ifade etmiştir.

Aracı kuruluşlar aracılık faaliyetlerinde bulunabilmek için ilgili mevzuatta öngörülen teminat ve blokajları tesis etmelidir; ancak aracı kuruluşların bankalar olması durumunda bu koşul aranmayacaktır. (Aracılık Tebliği, md. 9)

Sermaye Piyasası Kanunu'nda ve Aracılık Tebliğinde hüküm altına alınan düzenlemeler uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'ndan yetki belgesi almış ve işlem yapmak istedikleri borsa üyelik koşullarını yerine getirmiş olan borsa üyeleri, aracılık faaliyetlerinde bulunabilmek için borsada opsiyon alıp satmak isteyen yatırımcılarla (müşterilerle) çerçeve sözleşmeler imzalamalıdır. Bu sözleşmeler, opsiyon alım satımına aracılık faaliyetinde bulunulabilmesinin ön koşuludur. Bu sözleşmeler “*alım satımına aracılık çerçeve sözleşmeleri*”, “*sermaye piyasası alım satımına aracılık sözleşmesi*”, “*menkul kıymet alım satımına aracılık çerçeve sözleşmesi*” olarak da adlandırılmaktadır (Reva, 2006: 537).

Aynı zamanda borsa üyesi olan aracı kuruluşlar ile yatırımcılar arasında kurulan bu çerçeve sözleşmeler, taraflar arasındaki “*münferit işlemlerin*” esasını düzenler ve tarafların ilişkilerinin başında, sadece bir kere akdedilir. Çerçeve sözleşmeler sonrasında ise opsiyon alım satımı amacıyla kurulan çerçeve sözleşmeyi hayata geçiren ve komisyon sözleşmesi niteliğinde olan bireysel sözleşmeler akdedilecektir (Kırca, 2000: 85, 158).²⁴

Çerçeve ve bireysel sözleşme akdetmek, opsiyon sözleşmelerinin kurulmasından önce yapılması gereken işlemlere hazırlık işlemleridir. Hazırlık işlemlerinden sonra ve opsiyon sözleşmelerinin kurulmasından önce bazı borsa üyeleri bakımından yapılacak olan bir ara işlem söz konusudur. Sadece bazı borsa üyeleri bakımından söz konusu olan bu işlem **takas sözleşmesi** akdetmektedir.

Borsada işlem yapmak isteyen yatırımcılar kendi başlarına işlem yapamayacakları için borsada işlem yapabilecek olan aracılar, bir başka ifadeyle borsa üyelerine başvurmuşlardır. Borsada işlem yapacak olan borsa üyelerinin ise aynı zamanda borsa takas üyesi olması gerekmektedir.

Takas üyesi, yapılan opsiyon sözleşmesi sonucunda sözleşmenin taraflarından biri olarak sözleşmeden doğan hakların ve borçların muhatabı konumundadır (Günel, 2007: 205).

Her takas üyesi bir borsa üyesi olmasına karşın, her borsa üyesi bir takas üyesi değildir. Ancak borsada işlem yapacak borsa üyelerinin aynı zamanda bir takas üyesi olmaları gerekmektedir;²⁵ çünkü daha önce de ifade edildiği gibi, borsada yapılan işlemlerin bir tarafını takas merkezi diğer tarafını ise takas üyesi oluşturmaktadır (Reva, 2006: 546; Kırca, 2000: 172).

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği'nin 7. maddesi, borsada işlemlerin borsa üyeleri vasıtasıyla yapılacağını belirttikten sonra iki tip borsa üyeliğinden bahsetmektedir.

24 Burada anılan bireysel sözleşmenin hukuki niteliğinin komisyon sözleşmesi olarak nitelendirilebilmesi için sözleşmenin taraflarından birini oluşturan borsa üyesinin aynı zamanda bir takas üyesi olması gerekmektedir; aksi halde kurulan bireysel sözleşmenin hukuki niteliği vekalet sözleşmesi olacaktır. Ayrıntılı bilgi için bkz. (Kırca, 2000: 98).

25 Takas üyeliği şartları Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'nin uygun görüşü alınmak suretiyle Takas Merkezi'nce belirlenir. Üyeliğe kabul ise yine Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'nin uygun görüşü alınarak Takas Merkezi'nce karara bağlanır. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'ne üye olmadan Takas Merkezi'ne üye olunamaz ve Takas Merkezi'ne üye olacaklardan Takas Üyeliği Taahhütnamesi istenir. (VİOBY md. 9.)

Borsa üyelerinden bir kısmı aynı zamanda takas üyesidir ve takas üyeleri opsiyon sözleşmelerine ilişkin işlemleri yerine getirmeyi, teyit etmeyi ve sona erdirmeyi Takas Merkezi'ne karşı taahhüt eden kuruluşlardır.

Takas üyesi borsa üyeleri, ya sadece kendilerinin ve yatırımcıların (müşterilerinin) işlemlerinin takasını gerçekleştirmeye yetkili olabilirler (doğrudan takas üyeleri) ya da kendilerinin ve yatırımcıların (müşterilerinin) işlemlerinin takasını gerçekleştirebildikleri gibi diğer borsa üyelerinin işlemlerinin takasını da garanti edebilirler (genel takas üyeleri).

Bu şekilde, takas üyesi olmayan borsa üyeleri ile genel takas üyeleri arasında²⁶ bir takas sözleşmesi yapılır ve bu takas sözleşmesi kurulup takas kurumuna tevdi edilmeden, takas üyesi olmayan borsa üyelerinin kendi ad ve hesaplarına veya yatırımcıların (müşterileri) hesaplarına takas işlemleri yapması mümkün değildir.

Takas üyesi olmayan borsa üyelerinin takas işlemleri genel takas üyeleri tarafından gerçekleştirilir. Hiçbir genel takas üyesinin garantisini elde edemeyen borsa üyeleri, kendi başlarına yatırımcıların (müşterilerinin) emirlerini borsaya iletemez ve doğrudan işlem yapamaz.

Takas sözleşmesi sonucunda takas üyesi olmayan borsa üyesinin emirlerini borsaya ilemesi ve bu emirlerin karşı emirlerle eşleştirilmesi sonucunda opsiyon sözleşmelerinin kendiliğinden kurulacağı, bu husus sözleşmede ayrıca belirtilmemiş olsa bile, kararlaştırılmış olur. Takas üyesi, takas üyesi olmayan borsa üyesinin yaptığı işlemlerden sorumludur ve opsiyon sözleşmesi nedeniyle Takas Merkezinin muhatabıdır. Başlangıç ve sürdürme teminatları, opsiyon primi ve opsiyon sözleşmesi nedeniyle borsada tahsil edilecek ücretler sonradan takas üyesi olmayan borsa üyesine rücu etmek üzere takas üyesinden talep edilir. Takas üyesi, opsiyon sözleşmesinin tanıdığı hakları talep etmeye ve opsiyon hakkını kullanmaya yetkilidir. Takas üyesi, kendi adına ancak takas üyesi olmayan borsa üyesi hesabına hareket ettiğinden takas üyesi olmayan borsa üyesi ile olan ilişkisi dolaylı temsil ilişkisidir. Takas sözleşmesi ise BK md. 386 vd. düzenlenen vekalet sözleşmesi niteliğindedir (Kırca, 2000: 174).²⁷ Takas sözleşmesi taraflarının arasında geçerli olan dolaylı

26 Doğrudan takas üyeleri ve genel takas üyeleri haricinde, yönetmelikte belirtilmemiş olmasına rağmen, bir de bağımsız takas üyeleri vardır. Takas sözleşmeleri, takas üyesi olmayan borsa üyeleri ile genel takas üyelerinin arasında yapılabildiği gibi, takas üyesi olmayan borsa üyeleri ile bağımsız takas üyeleri arasında da yapılabilir. Tanım için bkz: (Kırca, 2000: 173).

27 Bununla beraber takas üyesi, takas üyesi olmayan borsa üyesine Takas Merkezi ile ilerde opsiyon sözleşmesinin kurulmasına yönelik ön sözleşme yapması konusunda

temsil ilişkisi nedeniyle takas üyesi, opsiyon hakkının kullanılması sonucu elde edilen varlıkları ve primleri takas üyesi olmayan borsa üyesine devretmelidir. Ayrıca bu temsil ilişkisi sebebiyle takas üyesinin takas merkezi karşısında muhatap sıfatıyla yaptığı harcamalar takas üyesi olmayan borsa üyesinden talep edilmelidir.

B. Opsiyon Sözleşmesinin Tarafları ve Sözleşmenin Kuruluşu

Opsiyon sözleşmesinin tarafları takas üyesi ile takas merkezinden oluşmaktadır.

Takas merkezi, borsada alıcı karşısında satıcı, satıcı karşısında alıcıdır. Takas merkezi, piyasa katılımcılarının hak ve yükümlüklerini teminat altına alan ve ödeme ve teslimat yükümlülüklerinin zamanında yapılmasını sağlayan kuruluşlardır. İlgili borsanın uygun görüşü alınmak üzere Sermaye Piyasası Kurulu tarafından takas merkezi olarak görevlendirilen bankalar, borsa bünyesinde oluşturulan merkezler ya da takas işlemlerini yürüten takas kuruluşları Takas Merkezi olarak faaliyet göstermektedir (Günel, 2007: 204).²⁸

Takas merkezinin tanımı Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği md. 3'te düzenlenmiştir. Söz konusu hüküm, takas merkezini “*borsada (VOBAŞ) gerçekleşen işlemlerin takasını gerçekleştirmek üzere borsada oluşturulan merkez ve görevlendirilen diğer kurumlar*” şeklinde ifade etmektedir.

Tanımda belirtildiği gibi bir tarafın takas merkezi olduğu opsiyon sözleşmeleri gerçekte iki ayrı sözleşmeden oluşmaktadır.

doğrudan temsil yetkisi vermektedir. Zira bu ön sözleşme takas üyesi olmayan borsa üyesi tarafından yapılacak bir sözleşmedir. Ancak opsiyon sözleşmesinde Takas Merkezi karşısında yer alan taraf takas üyesidir, borsa üyesi değildir. Bununla beraber opsiyon sözleşmesinin tarafı her ne kadar takas üyesi olsa da opsiyon sözleşmesinin ekonomik sonuçlarından yararlanacak olan takas üyesi olmayan borsa üyesidir. Bu durum takas üyesinin, takas üyesi olmayan borsa üyesine, Takas Merkezi ile bir ön sözleşme yapma konusunda doğrudan temsil yetkisi vermiş olduğunun kabulü ile çözüme kavuşturulmaktadır (Kırca, 2000: 175).

28 Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasında Takas Merkezi faaliyetleri Takasbank ile Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası arasında kurulan sözleşme uyarınca Takasbank tarafından yerine getirilmektedir. Sözleşmeler Takasbank'a iletilir. Takasbank alıcılar ve satıcılar ile ayrı ayrı sözleşme düzenleyerek alıcı için satıcı, satıcı için alıcı olmayı kabul eder. Bu sözleşmeler Takasbank tarafından garanti edilmiş olmaktadır (Kurun, 2005: 27).

Takas merkezi borsada işlem yapmak isteyen takas üyelerinin arasına girerek opsiyon alıcısı karşısında satıcı, opsiyon satıcısı karşısında alıcı rolünü üstlenir. Böylece bir tarafta opsiyon alıcısı durumunda olan takas merkezi ile diğer tarafta opsiyon satıcısı takas üyesinin yer aldığı bir opsiyon sözleşmesi ile bir tarafta opsiyon satıcı durumunda bulunan takas merkezi ile diğer tarafta opsiyon alıcısı takas üyesinin yer aldığı bir opsiyon sözleşmesi olmak üzere iki ayrı sözleşme kurulur (Reva, 2006: 549).

Takas üyeleri emirlerini (bu bir icaptır) borsaya iletirler. Bu emirler borsada karşı emirlerle (kabul) eşleşir. Emirlerin eşleşmesi ile opsiyon sözleşmesi kurulmuş olur. Emirlerin eşleşmesi takas merkezi ile ayrı opsiyon sözleşmeleri kurmaya yönelik *ön sözleşmelerdir*.²⁹ Eşleşen emirlerin (icap ve kabullerin, bir başka ifadeyle takas merkezi ile opsiyon sözleşmeleri kurmaya yönelik ön sözleşmelerin) takas merkezine iletilmesi ile takas merkezi takas üyelerinin arasına girmektedir. (Reva, 2006: 550). Bunun sonucunda, tek bir işlem olan emirlerin eşleştirilmesi, takas merkezine ulaştırıldıktan sonra bu tek işlemden ayrı iki opsiyon sözleşmesi meydana gelmektedir.³⁰

Emirlerin eşleştirilmesi ve takas merkezine ulaştırılması emirlerin elektronik ortamda eşleştirildiği borsalar ile emirlerin sesli pazarlık yöntemiyle eşleştirildiği borsalarda farklı işlemektedir.

Emirlerin elektronik ortamda eşleştirilmesi, emirlerin ana bilgisayara girilmesi (icap) ve burada karşı emirlerle eşleştirilmesi sonucunda opsiyon sözleşmelerinin kurulması şeklinde işler. Bu yol emirlerin sesli pazarlık yöntemiyle eşleştirilmesine göre hem daha pratik, hem daha ekonomik, hem de daha hızlıdır (Coşkun, 2002: 79-80).

29 Ön sözleşmeler nitelikleri itibarıyla asıl sözleşmenin kurulması borcunu yüklemektedir. Ön sözleşmelerin kurulması ile her bir takas üyesi, takas merkeziyle, kararlaştırılan şartlarda bir opsiyon sözleşmesi kurmayı taahhüt eder. Ön sözleşmenin kurulması takas üyelerine, opsiyon sözleşmeleri kurma borcunu yüklemektedir. Buna karşılık opsiyon sözleşmeleri, opsiyon sözleşmesi sonucunda kurulacak asıl sözleşmeyi kurma borcunu yüklemeyiz. Zira opsiyon hakkının kullanılmasıyla asıl sözleşme doğrudan doğruya kurulmaktadır. Opsiyon sözleşmeleri ile ön sözleşmeler arasındaki fark da bu noktadadır (Ayrancı, 2006: 99, 170). Borsa üyeleri arasında kurulan ön sözleşme, tarafların takas merkezi ile opsiyon sözleşmeleri kurabilmeleri için onlara takas merkezine irade beyanlarını yöneltme borcu yükler. Bu sebeple aynı zamanda tam üçüncü kişi (takas merkezi) lehine sözleşme niteliğindedir (Kırca, 2000: 179).

30 Alıcı takas üyesi (A) ↔ Takas Merkezi (A, karşısında satıcı, S karşısında alıcı) ↔ Satıcı takas üyesi (S)

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'de emirlerin elektronik ortamda eşleşmesi uygulanan bir yöntemdir. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'de işlemler, borsanın alım satım sistemine emirlerin elektronik ortamda girilmesi ve bu emirlerin elektronik ortamda eşleşmesi suretiyle oluşmaktadır. Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş.'de sözleşmelere ilişkin alım, satım ve diğer işlemler Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası İşlem Sistemi (VOBİS) adı verilen bilgisayarlı işlem sistemi üzerinden gerçekleştirilmektedir.³¹

Emirlerin borsada sesli pazarlık yolu ile eşleştirilmesinde borsa üyeleri **işlem salonunda**³² bir araya gelerek sesli pazarlık yöntemiyle opsiyon prim miktarı gibi konularda pazarlık yapmaktadır (Coşkun, 2002: 80).

Sesli pazarlık sisteminde takas üyeleri birbirleriyle ön sözleşme akdeder. Takas üyeleri, ön sözleşme kurmakla takas merkezi ile ayrı opsiyon sözleşmeleri kurmayı taahhüt etmektedirler. Bu sözleşmelerle takas üyelerinin takas merkezi ile kuracakları opsiyon sözleşmelerinin koşulları belirlenmektedir. Bu koşulların belirlenmesi ile kararlaştırılan bilgiler işlem formlarına kaydedilir. İşlem formlarının takas merkezine tevdi edilmesi ile opsiyon sözleşmeleri kurulmuş olmaktadır. İşlem formlarının tevdi edilmesi icap, takas merkezinin işlem formlarını tebellüğ etmesi, zımni bir kabul beyanıdır (Kırca, 2000: 205). Zira Borçlar Kanunu (BK) md. 6 uyarınca işin niteliğinden açık bir kabulün zorunlu olduğu anlaşılmıyorsa ve icap uygun bir süre içerisinde reddedilmemişse icap kabul edilmiş demektir. Burada açık bir kabule ihtiyaç olmadığı için BK md. 10/II hükmü uyarınca emirlerin eşleşme ve opsiyon sözleşmelerinin kurulma anı icabın kabulcüye ulaştığı, bir başka ifadeyle işlem formlarının takas merkezine tevdi edildiği andır.

Sesli pazarlık sisteminin avantajı, katılımcıların rakiplerini tanıma ve hareketlerini izleme şansına sahip olmasıdır. Elektronik ticaretin bazı güvenlik sorunlarının sesli pazarlık yönteminde olmaması bir diğer avantaj olarak anılmaktadır. Özellikle Amerika'da sesli pazarlık sistemini kullanan borsalar likiditenin önemli kaynakları niteliğindedir ve oldukça önemli bir yere sahiptir. Buna karşılık otomasyonun artması ve yaşadığımız çağın gerekleri nedeniyle sesli pazarlık sistemleri elektronik ortama taşınmaktadır. Bu şekilde "ekran esaslı ticaret" ortaya çıkmıştır. Bu yeni sistem elektronik sesli pazarlık olarak

31 <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/DesktopDefault.aspx?tabid=282>, 03.11.2008. Sydney Vadeli İşlem Borsası 1999 yılından beri sesli pazarlık yöntemini tamamen ortadan kaldırmıştır (Coşkun, 2002: 78).

32 "VOBİS'e Borsa tarafından belirlenen yöntemlerle uzaktan erişim yoluyla ya da **VOB işlem salonu** kullanılarak emir iletilebilir." <http://www.vob.org.tr/VOBPortalTur/DesktopDefault.aspx?tabid=282>, 04.11.2008.

adlandırılmaktadır. Elektronik sesli pazarlık sistemi elektronik ortamda yapılsa da emirler, otomatik olarak değil, sesli pazarlık sistemine göre eşleşmektedir (Coşkun, 2002: 78, 80, 86).

C. Tarafların Yükümlülükleri

Takas sözleşmesinin tarafları takas üyesi ve takas merkezidir. Daha önce de ifade edildiği gibi, takas merkezi, alıcı takas üyesi karşısında opsiyon satıcısı; satıcı takas üyesi karşısında opsiyon alıcısı konumundadır ve böylece opsiyon sözleşmelerinde takas üyeleri karşı karşıya gelmez. Takas üyeleri opsiyon sözleşmesi bakımından birbirlerine karşı yükümlülük altında bulunmamaktadır.

Takas merkezinin sadece opsiyon sözleşmelerinin tarafı olması nedeniyle ve bununla sınırlı bir sorumluluğu vardır. Bir başka ifadeyle takas merkezi, alıcı karşısında satıcı ve satıcı karşısında alıcı olmasından kaynaklanan zararlardan sorumludur. Takas merkezinin takas üyesi olmayan borsa üyelerine ve takas üyesi olmayan borsa üyelerinin müşterilerine karşı her hangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır (Reva, 2006: 551).

Opsiyon sözleşmelerinde takas merkezi “kendi kasasından” bir şey ödememektedir. Takas merkezi opsiyon alıcısından aldığı opsiyon satıcısına, satıcıdan aldığı alıcıya aktarmaktadır (Kırca, 2000: 210). Örneğin opsiyon sözleşmesinde takas üyeleri birbirlerine karşı temerrüde düşmez. Takas üyeleri ancak takas merkezine karşı temerrüde düşebilir. Temerrüd halinde dahi takas merkezi temerrüde düşmeyen diğer takas üyesine karşı gereği gibi bir ifa ile yükümlüdür. Ancak temerrüde düşen takas üyesi, takas merkezinin bu yüzden uğradığı zararları genel hükümler ve opsiyon borsalarına ilişkin özel düzenlemeler (örn. VİOBY md. 93–97) çerçevesinde gidermekle yükümlüdür. Aynı durum kötü ifa söz konusu olduğunda da geçerlidir. Takas üyelerinin başlangıç ve sürdürme teminatlarını yatırmadıkları veya primlerini ödemedikleri durumlar temerrüde; teminatların sahte, çalıntı ve tahrif edilmiş olduğu haller de kötü ifaya örnek gösterilebilir (Reva, 2006: 553; Kırca, 2000: 225).

Opsiyon sözleşmelerinin nitelikleri göz önüne alınarak, opsiyon sözleşmelerinde tarafların yükümlülükleri, takas merkezinin hangi konumda olduğuna bakılmaksızın genel bir şekilde, opsiyon alıcısının yükümlülükleri ve opsiyon satıcısının yükümlülükleri şeklinde ikili bir ayrım ile incelenecektir.

1. Opsiyon Alıcısının Yükümlülükleri

Opsiyon sözleşmelerinde opsiyon alıcısının temel yükümlülüğü opsiyon primini ödeme borcudur.

Opsiyon primi, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği md. 3'te “opsiyon sözleşmesini alan tarafın, opsiyon sözleşmesini satan tarafa sözleşmede yer alan haklar karşılığında ödediği tutar” şeklinde ifade edilmiştir.

Opsiyon primini, tarafların opsiyon sözleşmesinde kararlaştırdıkları varlıkların belirli bir tarihteki alım veya satım fiyatı ile karıştırılmamalıdır.

Opsiyon primi, opsiyon sözleşmesinin esaslı unsurlarından biridir ve opsiyon hakkının kullanılmasından bağımsız olarak ödenmesi gereken tutar olarak tanımlanır. Opsiyon primi, satıcısının opsiyon sözleşmesinde üstlendiği riskin karşılığıdır. Zira opsiyon sözleşmeleri opsiyon alıcısına opsiyon hakkını alma veya satma konusunda ihtiyari bir yetki verdiği için alıcı açısından avantajlıdır. Opsiyon alıcısı alım veya satım hakkını opsiyon satıcısından opsiyon primi karşılığında satın almaktadır. Opsiyon hakkının opsiyon alıcısı tarafından kullanılması onun tercihine bırakıldığı için opsiyon alıcısının hakkını kullanmaması durumunda, satıcı opsiyon primini geri ödemez. Bu sebeple opsiyon primi, opsiyon alıcısının bu hakkı kullanmama riskine karşı ödenilen tutardır (Kırman, 1998: 721-722).

Opsiyon primi, zâti değer ve zaman değer olmak üzere iki bileşenden oluşur. Zâti değer, sözleşme konusu varlık için kararlaştırılan fiyat ile piyasa fiyatı arasındaki farkı, bir başka ifadeyle kârı ifade eder. Zaman değer ise opsiyon primi ile zâti değer arasındaki farktır. Zaman değer, opsiyon satıcısının, opsiyonu alıcıya satması riskine katlanmasını yansıtmaktadır (Johnson vd.: 2).

Opsiyon primini etkileyen faktörler piyasa fiyatları ile sözleşmede kararlaştırılan fiyat arasındaki ilişki, vade tarihine kadar kalan sürenin uzunluğu, piyasa fiyatlarındaki kararsızlık ve faiz oranlarıdır (Johnson vd.: 3).

Opsiyon alıcısının sözleşmede belirlenen tarihte veya belirli bir zaman dilimi boyunca herhangi bir tarihte, belirli bir fiyattan, opsiyon sözleşmesine konu olan şeyi alma veya satma hakkına ilişkin olan opsiyon hakkını kullanarak kullanmamak konusunda seçme hakkı vardır. Alıcının, tercihi doğrultusunda işlem yapılmasını talep etme yetkisi, onun ödediği primin de karşılığıdır.

Opsiyon primleri borsalarda yapılan opsiyon işlemlerinde peşin olarak ödenmelidir. Borsa dışı işlemlerde ise taksitli ödeme imkanı da bulunmaktadır.³³

2. Opsiyon Satıcısının Yükümlülükleri

Opsiyon satıcısı, alıcı seçme hakkını kullandığında bunun gereğini yapmakla yükümlüdür. Bu bakımdan opsiyon satıcısının seçme hakkı yoktur. Satıcı, opsiyon alıcısı alım veya satım hakkını kullandığında, opsiyon konusu varlığı belirlenen fiyattan almak veya satmak zorundadır.

Satıcı opsiyon sözleşmesini akdetmekle bu yönde geri dönülemez ve kesin nitelikli bir taahhütte bulunmuştur (Kırman, 1998: 733).

Opsiyon satıcısı taahhüdünü yerine getirmekle yükümlüdür. Opsiyon sözleşmesinde seçim hakkının kullanılması sonucunda alıcı ile satıcı arasında bir satım sözleşmesi (asıl sözleşme) kurulur.

Opsiyon satıcısının “pozisyon açılırken yatırılması zorunlu olan tutar” olarak ifade edilen başlangıç teminatını ve “teminat tutarlarının ve teminat olarak bulundurulacak varlık kompozisyonunun alt tutarı” niteliğinde olan sürdürme teminatını yatırma yan yükümlülüğü bulunmaktadır (Günel, 2007: 203; Kırca, 2000: 215).

Opsiyon sözleşmelerinde alıcı, opsiyon hakkını kullanmamayı seçerse satıcının yapabileceği bir şey bulunmamaktadır. Satıcının aldığı bu riskin karşılığını ise opsiyon priminin kendisine ödenmesini talep hakkı oluşturur.

Opsiyon alıcısının talebini yerine getirmeyen opsiyon satıcısı, alıcı tarafından kendisine ödenmiş bulunan primleri geri ödemelidir (Kırman, 1998: 732 ‘dn. 63’). Bunun dışında opsiyon priminin geri ödenmesi söz konusu olamaz. İadesinin mümkün olmaması sebebiyle opsiyon priminin BK md. 156/1 anlamında pey akçesi niteliğinde olduğu savunulmaktadır (Kırman, 1998: 732). Buna karşılık opsiyon priminin pey akçesi niteliğinde olamayacağı, opsiyon hakkının bedeli olarak ödenen bir karşı edim şeklinde nitelendirilebileceğini savunan görüşler de mevcuttur (Akçaoğlu, 2002: 57).

33 Her iki durumda da opsiyon primleri, opsiyon sözleşmesinin niteliği gereği başlangıçta ödenecektir (Gümüseli, 1994: 57).

7. Opsiyon Sözleşmesinin Sona Ermesi

A. Sözleşmenin Opsiyon Hakkının Kullanılması İle Sona Ermesi

Opsiyon sözleşmesinin en olağan şekilde sona erme yolu opsiyon hakkının kullanılmasıdır. Opsiyon hakkının opsiyon alıcısı tarafından kullanılması ile opsiyon alıcısı ile satıcısı (takas merkezi ve takas üyesi) arasında, içeriği önceden belirlenmiş ve konusunu opsiyon sözleşmesindeki varlıkların alımı veya satımının oluşturduğu bir satım sözleşmesi kurulmuş olur. Takas merkezi ile takas üyesi arasında kurulan asıl sözleşme opsiyon hakkının kullanılması ile beraber doğrudan doğruya, hiçbir işleme gerek kalmaksızın kurulur.

Opsiyon hakkının kullanılması sonucunda kurulan satım sözleşmesindeki edim, Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Kuruluş Yönetmeliği'nin "*İşlem ve Takas Esasları*" Başlıklı Dördüncü Kısımının 48. maddesine göre "*fiziksel teslim veya nakdi uzlaşma*" ile ifa edilecektir. Bu iki yol sınırlayıcı değildir. Bu sayılanlara ek olarak Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. Yönetim Kurulu'nca, sözleşmenin türüne göre farklı ödeme veya teslim esasları belirlenebilecektir.

Söz konusu madde hükümlerine göre, fiziksel teslim, alım opsiyonlarında alıcı tarafından nakdi ödeme yapılması karşılığında, satıcı tarafından sözleşme konusu varlığın teslim edilmesi şeklinde gerçekleşir. Satım opsiyonun söz konusu olduğu hallerde ise alıcı taraf sözleşme konusu varlığı teslim ederken, satıcı taraf nakdi ödemede bulunacaktır.

Nakdi uzlaşma yöntemi ise "*vade sonunda borsa tarafından ilan edilen uzlaşma fiyatı ile sözleşmenin alım veya satım değeri arasındaki fark nedeniyle tarafların takas merkezine karşı nakit ödeme yapma yükümlülüğüne ya da nakit tahsil etme hakkına sahip olmaları*" esasına dayanan bir yöntem olarak tanımlanmaktadır. (Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Kuruluş Yönetmeliği md. 48/son)

Opsiyon sözleşmesinde takas üyeleri karşısında hem alıcı hem de satıcı rolü üstlenerek işlemlere aracılık eden takas merkezi, asıl sözleşmesinin kurulması ile beraber bu sözleşmeden doğan yükümlülükleri yerine getirecektir. Takas üyeleri takas işlemlerinde karşı karşıya gelmedikleri için opsiyon konusu varlıkların teslimini yapacak veya nakdi uzlaşma bedelini ödeyecek olan da takas merkezidir. Takas üyeleri bu işlemler süresince hiç karşı karşıya gelmedikleri için takas üyelerinin birbirlerine karşı temerrüdünden söz edilemez.

Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği md. 94'te teslimata konu varlıkların, teslimat anında sözleşmede belirtilen süre içerisinde, belirtilen yerde, gerekli miktar ve kalitede ve belgelerle ve sözleşmede belirtilen diğer nitelikleri taşıyıcı şekilde hazır bulundurulmaması veya bunlar hazır iken teslimatı kabul etmekle yükümlü tarafın gerekli nakdi varlıkları veya Takas Merkezinin kabul edeceği diğer varlıkları hazır bulundurmaması sözleşmenin sona erme zamanında meydana gelen bir temerrüd hali olarak ifade edilmektedir.

Bir takas üyesinin takas merkezine karşı temerrüde düşmesi takas merkezini bağlamaz. Takas merkezi böyle bir durumda dahi diğer takas üyesine karşı ifa ile sorumludur. Ancak temerrüde düşen takas üyesi, takas Merkezinin bu yüzden uğradığı zararları gidermekle yükümlüdür.

B. Sözleşmenin Opsiyon Hakkının Kullanılmaması Nedeniyle Sona Ermesi

Opsiyon sözleşmelerinde opsiyon hakkının opsiyon alıcısına tanınmış bir seçimlik hak olması sebebiyle opsiyon alıcısı opsiyon hakkını kullanmamayı da seçebilir.

Alıcı, opsiyon sözleşmesinde öngörülen vadede hakkını kullanmazsa bu hak sona erecektir. Bu yolla, opsiyon sözleşmesi alıcı tarafından sona erdirilmiş olur. Opsiyon sözleşmesinin, vadenin opsiyon hakkı kullanmadan geçirilmesi ile sona erdirilmesi opsiyonun kârda olmadığı, bir başka ifadeyle zararda veya bazen de başa baş olduğu hallerde söz konusudur (Reva, 2006: 551).

C. Ters İşlem Yoluyla Pozisyon Tasfiyesi

Ters işlem, açık pozisyonların³⁴ kapatılma yollarından birisidir. Bunun anlamı, opsiyon sözleşmelerinin ters işlem yoluyla pozisyon tasfiyesi yapılarak da sona erdirilebileceğidir.

Bir sözleşmede uzun pozisyon sahibi olan tarafın, aynı sözleşmede kısa pozisyon almasına veya kısa pozisyon sahibi olan tarafın, aynı sözleşmede uzun pozisyon almasına sebep olacak şekilde işlem yapması durumunda, bu kişinin aynı sözleşmede kısa pozisyon ve uzun pozisyon sahibi olarak hak ve yükümlülükleri aynı kişide birleşmiş kabul edilir. Söz konusu hak ve yükümlülükler karşılıklı olarak netleştirilerek sona erdirilir. Ters işlem

³⁴ Açık pozisyon, "Ters işlem ya da nakit veya aynı uzlaşma ile kapatılmamış pozisyonlar" olarak nitelendirilmiştir. (Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği md. 3.).

neticesinde açık pozisyonlar bu tutarda kapatılmış olmaktadır. (Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği md. 37/III)

Ters işlem yoluyla pozisyon tasfiyesi opsiyon sözleşmelerinde hem alıcının hem de satıcının başvurabileceği bir yöntemdir. Bu yöntem aynı özelliklere sahip sözleşme türü bazında olmak kaydıyla, sözleşmenin işlem gördüğü piyasadaki son işlem gününe kadar, i) alım (satım) opsiyonunda uzun pozisyon alındıysa, alım (satım) opsiyonunda kısa pozisyon alınarak, ii) alım (satım) opsiyonunda kısa pozisyon alındıysa, alım (satım) opsiyonunda uzun pozisyon alınarak, pozisyonun tasfiye edilmesi olarak da tanımlanmaktadır. (Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Kuruluş Yönetmeliği m.33.)

Bu yöntem sayesinde opsiyon sözleşmesi ile aynı özelliklere sahip ancak opsiyon sözleşmesinin tam tersi yönünde, ondan ayrı, ikinci bir sözleşme yapılmaktadır. Opsiyon sözleşmesinin alıcısı bu sözleşmedeki satıcı, opsiyon sözleşmesinin satıcısı ise bu sözleşmenin alıcısı konumuna geçmektedir. Ters işlem yoluyla pozisyonun kapatılması takas sözleşmesine dayanan bir işlemdir (Kırca, 2000: 237).

Ters işlem yoluyla pozisyon tasfiyesi yapılabilmesi için tarafların irade beyanları gerekmektedir. Bu iradeler ayrı bir sözleşmede yer almaz. Söz konusu iradeler Takas merkezi ile akdedilen sözleşmelerin içeriğinde zaten mevcuttur. Borsada ters işleme ilişkin düzenlemelere yer verilmesi ve tarafların bu düzenlemelerin varlığından ve açık pozisyonların gerekirse ters işlem yolu ile de sona erdirilebileceğinden haberdar olarak borsada işlem yapması, bu iradelerin takas merkezi ile akdedilen sözleşmelerin içeriğinde zaten var olduğunun kabulünü gerektirir (Kırca, 2000: 238). Bu sebeple opsiyon sözleşmelerinin takasında hak ve yükümlülüklerin yerine getirilmesi bakımından Takas Merkezinin alıcı karşısında satıcı, satıcı karşısında alıcı konumunda olması ve eşleşen tarafların sözleşmenin takasına ilişkin olarak birbirlerine karşı talep haklarının bulunmaması sebebiyle, sözü edilen eşleştirme ve netleştirme suretiyle hak ve yükümlülüklerin karşılıklı olarak sona erdirilmesi hususunda borsa işleminde eşleşen tarafların veya diğer açık pozisyon sahiplerinin ya da hesabında ters işlem yapılan tarafın izni, onayı veya talimatı aranmaz. Söz konusu netleştirme işlemi Borsa veya Takas Merkezi ile üyeler tarafından ilgili hesaplar üzerinde re'sen yapılır (Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası Yönetmeliği md. 37/III).

8. Sonuç

Opsiyon sözleşmesi belirli bir finansal değer için gelecek bir tarihte veya belirli bir dönem içerisinde, alınması veya satılması konusunda taraflardan birinin sözleşmenin diğer tarafına bir seçim hakkı tanıdığı ve bunun karşılığı

olarak belirli bir bedele hak kazandığı bir sözleşme türüdür. Kökeni Antik Yunan'a dayanmaktadır. Günümüzde kullanıldığı şekliyle ilk kez Hollanda'da ortaya çıkmıştır.

Ülkemizde opsiyon ticaretini düzenleyen kurum Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş'dir (VOBAŞ). Bunun yanında İstanbul Altın Borsası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası da kendi alanlarında opsiyon faaliyetinde bulunan borsalardır. Opsiyon borsaları ile ilgili olan bir başka kurum ise Sermaye Piyasası Kurulu'dur.

Alıcısına belirli bir tarihte yapacağı bir değerlendirme ile sözleşmede belirlenen varlığı, sözleşmede belirlenen miktardan ve yine sözleşmede belirlenen fiyat üzerinden alma veya satma hakkı veren opsiyon sözleşmesi kavramsal olarak Latince bir kelime olan "optio, opto" (hür seçim, hür irade, seçmek) kelimesinden gelmektedir.

Opsiyon sözleşmesinde alıcıya tanınan bu hak yenilik doğuran bir haktır. Opsiyon sözleşmesinin hukuki niteliğini açıklayan teori de yenilik doğuran hak teorisi'dir.

Opsiyon sözleşmeleri konularına göre alım opsiyonu-satım opsiyonu, Avrupa tipi opsiyon-Amerikan tipi opsiyon, emtia, hisse senedi, döviz, faiz, vadeli işlem ve endeks opsiyonu gibi çeşitli isimlerle adlandırılmaktadır.

Opsiyon işlemleri borsada işlem yapmak isteyen yatırımcıların takas üyesi olan borsa üyelerine başvurmaları ve bu üyelerinin Takas Merkezi olarak belirlenen bir kuruma yatırımcıların bu isteklerini iletmeleri ile gerçekleşmektedir. Takas Merkezinin aracılığı sayesinde emirler sesli pazarlık usulü ile veya elektronik ortamda eşleşir. Eşleşen yatırımcı emirleri sonucunda kurulan opsiyon sözleşmeleri, opsiyon alıcısının sözleşme ile kendisine tanınan seçim hakkını (opsiyon hakkı) kullanması sonucunda kendiliğinden, başka bir işlem yapmaya gerek kalmaksızın alıcı ile satıcı arasında kurulacak olan asıl sözleşmeyi (satım sözleşmesi) kurmaya yönelmiş olur.

Asıl sözleşme opsiyon alıcısı seçim hakkını kullanırsa kurulur. Bu sebeple opsiyon sözleşmesinde opsiyon alıcısının temel hakkı sahip olduğu seçim hakkını kullanmaktır. Sahip olduğu seçim hakkını kullanmama riski için opsiyon satıcısına belirli bir opsiyon primi ödemek ise onun sözleşme içerisindeki yükümlülüğüdür. Opsiyon satıcısı bu primleri talep eden ve alıcı seçim hakkını kullanırsa bu seçimin gereklerine uygun davranmakla mükellef olan kişidir.

Müşterilerinin borsalarda işlem yapma emirlerini alan takas üyeleri müşterileri adına borsada doğrudan işlem yapamaz. Bu işlemler Takas Merkezi aracılığıyla gerçekleştirilir. Böylece opsiyon sözleşmelerinde alıcı takas üyesi karşısında satıcı; satıcı takas üyesi karşısında ise alıcı rolünü üstlenen bir Takas

Merkezi, Takas Merkezi'nin aracılık ettiği üçlü bir ilişki ve birbirinden ayrı iki opsiyon sözleşmesi bulunmaktadır. Bu üçlü ilişkide tarafların yükümlülükleri, yetkileri, temerrüd hali, borsa üyesi veya takas üyesi olma koşulları, emirlerin eşleştirilmesi, sözleşmelerin sona ermesi vs. gibi hususlar Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsasının işleyişine yönelik olarak çıkarılan mevzuat çerçevesinde düzenlenir.

Opsiyon sözleşmeleri opsiyon hakkının kullanılması ile sona erer. Opsiyon hakkı kullanılınca alıcı ile satıcı, içeriği önceden belirlenmiş ve konusunu opsiyon sözleşmesindeki varlıkların alımının veya satımının oluşturduğu bir satım sözleşmesi kurmuş olur. Bu satım sözleşmesi fiziki teslimat veya nakdi uzlaşma ile ifa edilir.

Opsiyon sözleşmelerinin diğer sona erme sebepleri opsiyon hakkının vade içerisinde kullanılmaması ve ters işlem yoluyla açık pozisyonların tasfiyesidir.

Kaynakça

- AKÇAOĞLU, E. (2002), *Finansal Türev Ürünlerin Vergilendirilmesi* (Ankara: Turhan Kitabevi).
- AYRANCI, H. (2006), *Ön Sözleşme* (Ankara: Yetkin Yayınları).
- AYRANCI, H. (2003), "Sözleşme Kurma Zorunluluğu," *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 52 /3: 229-252.
- BARLAS, N. (1999), "Çerçeve Sözleşme Kavramı ve Çerçeve Sözleşmenin Özellikleri," *Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu'na 65. Yaş Günü Armağanı*, 807-828.
- BETTELHEIM, E. (1986), "Regulating Foreign Options Internationally", *International Financial Law Review*, 5: 17 vd.
- BLACK, Fisher/ SCHOLES, Myron (1998), *Opsiyonların ve Şirket Borçlarının Fiyatlandırılması* (Ankara: SPK Yayınları) (Çev.: B. Kocaman).
- BLACK, Fisher/ SCHOLES, Myron (1972), "The Valuation of Option Contracts and a Test of Market Efficiency," *The Journal of Finance*, 27/2: 399-417.
- BUZ, V. (2005), *Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar* (Ankara: Yetkin Yayınları).
- CORBIN, A. (1913-1914), "Option Contracts," *Yale Law Journal*, 23: 641-663.
- COŞKUN, A. (2002), "Vadeli İşlemler Piyasalarında Elektronik Ticaret ve İMKB Vadeli İşlemler Piyasası," *Banka: Mali ve Ekonomik Yorumlar*, 39/5: 77-91.
- EREN, F. (2006), *Borçlar Hukuku Genel Hükümler* (İstanbul: Beta, 9. Baskı).
- EVNINE Jeremy/RUDD Andrew (1985), "Index Options: The Early Evidence," *The Journal of Finance*, 40/3: 743-756.
- FETTAHOĞLU, A. (1991), *Finansal Piyasalarda Yenilikler ve 1980 Sonrası Türkiye* (Ankara: Bankacılık ve Ticaret Araştırma Enstitüsü).
- GÜCENME, Ü. (1994), *Türkiye'de Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler* (Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları).
- GÜMÜŞELİ, S. (1994), *Döviz Kuru ve Faiz Oranı Risklerinden Korunma Teknikleri* (Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları).
- GÜNAL, V. (2007), *Sermaye Piyasası Hukuku Esasları* (İstanbul: Galatasaray Üniversitesi Yayınları).

- İNAN, A. N. (1979), *Borçlar Hukuku Genel Hükümler* (Ankara: Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları).
- JOHNSON, Jason/SMITH, Jackie/DHUYVETTER, Kevin/WALLER (2008), Mark, "Factors Affecting Option Premium Values," *Texas Agricultural Extension Service The Texas A&M University System*: 1-4, <http://agecoext.tamu.edu>.
- KILIÇOĞLU, A. (2004), *Borçlar Hukuku Genel Hükümler* (Ankara: Turhan Kitabevi, 4. Baskı).
- KIRCA, İ. (2000), *Hukuki Yönüyle Borsa Opsiyon İşlemleri* (Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü).
- KIRMAN, A. (1998), "Opsiyon Sözleşmesinin Hukuki Niteliği ve İşlemin Vergisel Boyutu," *Prof. Dr. Ali Bozer'e Armağan*, 713-745.
- KOCAYUSUFAŞAOĞLU, Necip/HATEMİ, Hüseyin/SEROZAN, Rona/ARPAÇI, Abdülkadir (2008), *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, Cilt 2 (İstanbul: Filiz Kitabevi, 4. Baskı).
- KONURALP, G. (1997), "Risk Yönetiminde Yeni Yaklaşımlar," *Muhasebe Finansman Dergisi*, 7: 11-21.
- KURUN, E. (2005), "VOB Takas Merkezi'nin Dünyadaki Takas Merkezleri İle Karşılaştırmalı Analizi," *VOBJEKTİF*, 6: 27-30.
- TEKER, Dilek /AKÇAY, Barış/AKÇAY, Güneş (2008), "Reel Sektör Kur Risk Yönetiminde Forward ve Opsiyonların Performans Değerlemesi: Ampirik Bir Uygulama," *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi*, 7/23: 206-222.
- LUCKE, H.K (1967-1970), "Options," *The Adelaide Law Review*, 3: 197-220.
- MARKHAM Jerry/GILBERG, David (1982-1983), "Stock and Commodity Options- Two Regulatory Approaches and Their Conflicts," *Albany Law Review*, 47: 741-791.
- MERTON, R. C. (2005), "Theory of Rational Option Pricing," BHATTACHARYA, Sudipto/CONSTANTINIDES, George (eds.), *Theory of Valuation*, 2: 229-270.
- ÖZHARAR, Alper/DIRİK, Bora/ÇOLAKLI, Osman S./ÜLGÜR, Tolga/EMECAN, Zeynep (2005), "Opsiyonların Riske Maruz Değerinin (RMD) Hesaplanması," *Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi*, 52: 94-102.
- ÖZOĞUL Selçuk Altan/ÜLENGİN, Burç (2006), "Reel Opsiyonlar İle Bilişim Teknolojilerinin Değerlemesi," *İTÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 3/1: 15-26.
- REİSOĞLU, S. (2008), *Borçlar Hukuku Genel Hükümler* (İstanbul: Beta, 21 Baskı).
- REVA HACIALİOĞLU, Z. (2006), "Borsa Opsiyon Sözleşmeleri," *Prof. Dr. Özer Seliçi'ye Armağan*, 529-558.
- ROSS, A. S. (1976), "Options and Efficiency," *The Quarterly Journal of Economics*, 90/1: 75-89.
- SELIGMAN, J. (1984-1985), "The Structure of The Option Market," *The Journal of Corporation Law*, 10: 141-184.
- SARIKAMIŞ Cevat/ COŞKUN Metin (2004), *Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar* (Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınevi).
- ZARAKOLU, A. (1981), *İktisat İliminin Temel İlkeleri*, Cilt 2 (Ankara: Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, 4. Baskı).
- ZEVKLİLER, A. (2004), *Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri* (Ankara: Seçkin Yayıncılık, 8. Baskı).
- <http://www.cboe.com>
- <http://www.eurexchange.com>
- <http://www.euronext.com>
- <http://www.iab.gov.tr>
- <http://www.imkb.gov.tr>
- <http://www.nyse.com>
- <http://www.tcmb.gov.tr>
- <http://www.vob.org.tr>

