

Kaldıraçlı İşlemlerde Aracı Kurumun Müşteri Pozisyonunu Resen Kapatma Yetkisi

Authority of Brokerage Firm to Close Out Customer Positions Ex Officio in Leveraged Transactions

Gökçen TURAN^{*} 

ÖZ

Kaldıraçlı işlemler, adı üzerinde, finans piyasalarında yatırımcılara sermayelerinin üzerinde işlem yapma olanağı tanıyan, buna paralel olarak yüksek kazanç kadar aynı ölçüde kaybetme riski de ihtiva eden türev araçlardır. Kaldıraçlı işlemleri riskli kılan husus, yatırımcının aldığı pozisyona göre, piyasadaki ters yönlü hareketin, yatırımcının teminatını kaldıraç oranı ölçüsünde hızla eritebilmesidir. Kaldıraçlı işlemler; tezgahüstü piyasalarda yapılabildiği gibi (örneğin foreks), vadeli işlem piyasalarında da yapılabilir (örneğin VİOP gibi). Kaldıraçlı işlemin borsada veya borsa dışı ortamlarda yapılması, tabi olduğu düzenlemeleri farklılaştırmaktadır.

Kaldıraçlı işlemlerle ilgili ülkemiz uygulamasında tartışma doğuran ve dava konusu olan önemli bir mesele, aracı kurumların müşteri pozisyonunu resen kapatabilme yetkilerini, işlemin gerçekleştirildiği piyasaya özgü kuralları göz ardı etmek suretiyle kullanmalarındır. Daha açık ifade etmek gerekirse, borsa dışı bir işlem olan forekste uygulanan stop out yetkisini, organize piyasa olan VİOP'un öngördüğü teminat tamamlama çağrısı prosedürünü atlayarak (veya gereği gibi yerine getirmeksizin) kullanan aracı kurumların, bu uygulamayı çerçeve sözleşme hükmüne dayandırdıkları örneklerle rastlanmaktadır.

Bu çalışmanın amacı, kaldıraçlı işlemlerin borsa dışında veya organize borsada gerçekleştirilmesi durumlarında tabi oldukları düzenleme seti farklılıklarını dikkate alarak, aracı kurumları müşteri pozisyonunu resen kapatmak konusunda tabi oldukları düzenleme farklılıklarını açıklamak, bu bağlamda çerçeve sözleşmelere konulan resen satış yetkisinin geçerliliğini tartışmaktır.

Anahtar Kelimeler: Kaldıraçlı işlem, foreks, vadeli işlem, VİOP, aracı kurum

* Doç. Dr., Balıkesir Üniversitesi Hukuk Fakültesi, Ticaret Hukuku Anabilim Dalı Öğretim Üyesi, ORCID: 0000 0003 1681 6525.

Sorumlu Yazar/Correspondence Author: Gökçen TURAN

E-posta/E-mail: gokcen.turan@balikesir.edu.tr

Geliş Tarihi/Received: 12.04.2025

Kabul Tarihi/Accepted: 02.07.2025

ABSTRACT

Leveraged transactions, as the name suggests, are derivative instruments that allow investors to trade above their capital in financial markets, and in parallel, they carry the risk of losing as much as they do of high profits. What makes leveraged transactions risky is that, depending on the position taken by the investor, an adverse movement in the market can rapidly erode the investor's collateral in proportion to the leverage ratio. Leveraged transactions can be made in over-the-counter markets (for example, forex) as well as in organized markets (such as Derivatives Market). Whether leveraged transactions are made on the stock exchange or in non-stock exchange environments, the regulations to which they are subject differ.

An important issue that has caused controversy and become a subject of litigation in our country regarding leveraged transactions is that brokerage firms use their authority to close customer positions ex officio, ignoring the rules specific to the market in which the transaction is carried out. To put it more clearly, there are examples of brokerage houses using the stop out authority applied in forex, which is an off-exchange transaction, by skipping (or not fulfilling as required) the margin call procedure stipulated by the organized market VIOP, and basing this erroneous practice on the provision of the framework agreement.

The purpose of this study is to explain the differences in the regulation sets that brokerage firms are subject to in closing customer positions ex officio, taking into account the differences in the set of regulations that leveraged transactions are subject to when they are carried out in over-the-counter market or on an organized market, and in this context, to discuss the validity of the ex officio sales authority included in the framework agreements.

Keywords Leverage trading, forex, futures, Derivatives Market, brokerage firm

I. GİRİŞ

Kaldıraçlı işlem(ler), yatırımcının finans piyasalarında teminat olarak yatırılan özkaynaktan daha fazla hacimde işlem yapabildiği türev sermaye piyasası araçlarıdır¹. Bir örnekle açıklamak gerekirse; 1:10 kaldıracın söz konusu olduğu bir işlemde, yatırımcı koyduğu teminatın 10 katı tutarında pozisyon açabilmektedir. Buna göre, kaldıraçlı şekilde satın alınan kontratın fiyatındaki artış ya da azalış, yatırımcıya (pozisyonunun yönüne göre) 10 kat kâr ya da 10 kat zarar olarak yansımaktadır. Ülkemizde kaldıraç oranı azami yüzde onla sınırlandırılmış olmakla birlikte, yabancı ülkelerde daha yüksek (1:2000'lere kadar çıkabilen) kaldıraçlara izin verilebilmektedir. Bu bağlamda, kaldıraçlı işlemler, yatırımcının aldığı pozisyona göre piyasadaki ters yönlü hareketin, yatırımcının teminatını kaldıraç oranı ölçüsünde büyük kazançlar sağlayabilen veya hızla eritebilen, yüksek riskli işlemlerdir².

Kaldıraçlı işlemler borsa dışı, tezgahüstü (over-the-counter) piyasalarda (foreks gibi) yapılabildiği gibi, vadeli işlem piyasalarında da (VİOP gibi) yapılabilmektedir. Ülkemiz düzenlemelerinde foreks, aracı kurumlar tarafından sağlanan platformlar üzerinden tezgahüstü (organize piyasalardaki gibi

1 Kaldıraçlı işlemler, sermaye piyasası mevzuatında, yatırılan teminat tutarı karşılığında, döviz ve kıymetli madenler ile Kurulca belirlenecek diğer varlıkların kaldıraçlı olarak elektronik ortamda oluşturulmuş bir platformda alım satımı işlemleri olarak tanımlanmıştır (III-37.1 sayılı Tebliğ, m.3/1-g).

Kanun koyucu kaldıraçlı işlemleri türev araçlar arasında kabul etmiştir (bkz. SPKn m.3/1-u, 3.bent). Tebliğ'deki türev araç kapsamı kanundaki paraleldir (bkz. III-37.1 sayılı Tebliğ, m.3/1-ö).

2 Kathy Lien (Çeviren: Melis İnan), *Forex Hakkında Her Şey* (Optimist 2015) 52.

ilgili borsanın koyduğu katı kuralların olmadığı ve standardize olmayan ürünlerin işlem gördüğü bir piyasa özelliğinde iken, VİOP ise Borsa İstanbul A.Ş. çatısı altında, işleyiş esasları Borsa ve Takasbank tarafından net kurallarla belirlenmiş ve bu kurumların gözetimi altında işleyen organize bir vadeli işlem piyasasıdır. Bu anlamda, her ikisinde de kaldıraçlı işlem yapabilmek mümkün ise de, işlemlerin hukuki niteliği, gerçekleştirilme süreci, asgari teminatlar, teminatın tamamlanması, tasfiye vs işleyiş esasları büyük ölçüde farklıdır.

Türkiye’de özellikle vadeli işlem piyasalarında kaldıraçlı işlem gerçekleştiren yatırımcılar ile aracı kurumlar arasında sıklıkla çıkan ihtilaf, piyasalarda olağanüstü dalgalanma yaşanan zamanlarda, borsada kaldıraçlı pozisyonu bulunan yatırımcıların teminatlarının kısa sürede erimesi (sıfırlanması) karşısında, hesapta oluşan ve teminatı aşan zarar için müşterinin türev pozisyonları ve diğer varlıklarının aracı kurum tarafından resen satılmasıdır. Karşılaşılan uyuşmazlıklarda yatırımcı tarafın iddiası çoğunlukla aracı kurumun borsada gerçekleştirilmiş olan işlemlerde teminatı tamamlamak için kendilerine hiç ya da yeterli süre vermeden pozisyonları kapatma (ve müşterinin diğer varlıklarını da satma) yoluna gittiği, bunun ise borsada gerçekleştirilen türev işlemlere ilişkin mevzuata aykırı olduğu yönündedir. Aracı kurum tarafının iddiası ise çoğunlukla müşteri ile akdedilen sözleşmede resen satış yetkisinin bulunduğu şeklinde olmaktadır.

Uyuşmazlığın çözümünde, işlemin yapıldığı piyasanın tabi olduğu düzenleme setine uygun hareket edilip edilmediği önem kazanmaktadır. Bu çalışmada kaldıraçlı işlemlerin yapılabildiği Foreks piyasası ile VİOP arasındaki işleyiş farklılıkları, bu bağlamda temerrüt, teminat tamamlama çağrısı ve aracı kurumların resen pozisyon kapatma yetkileri arasındaki farklılıklar açıklanarak, müşteriler ile yatırım kuruluşları arasında düzenlenen çerçeve sözleşmelerde (pozisyon kapatma ve resen satışa ilişkin) aracı kurumlara tanınan yetkilerin sermaye piyasası mevzuatı kapsamında geçerliliği tartışma konusu yapılacaktır.

II. KALDIRAÇLI İŞLEMLERİN ÜLKEMİZDE DÜZENLENİŞİ

A. FOREKS İŞLEMLERİNİN REGÜLASYON ALTINA ALINMASI

Kaldıraçlı işlemler, 21. yüzyılda teknolojiye hızlı gelişmeler ve internetin yaygınlaşması ile birlikte daha çok yatırım kuruluşları ve finansal korunma (hedging) ihtiyacı olan kuruluş ve profesyoneller arasındaki türev işlemlerin spekülatif amaçla işlem yapan bireysel yatırımcılara da açılması ve yatırımcılara kaldıraçlı şekilde (az bir teminatla yüksek hacimde) işlem yapabilme olanağını sunması sebebiyle popüler hale gelmiştir.

Ülkemizde 2000’li yılların başında – henüz regüle edilmemiş olmasından istifade edilerek – herhangi bir kurumsal kimliği ve de lisansı olmayan (tabir yerindeyse merdivenaltı) firmaların, kurdukları internet siteleri üzerinden yatırımcılara çok yüksek kaldıraçlarla türev işlemler yaptırması³, bunu

3 Hatta, bunlardan bazılarının, foreks piyasasıyla alakasının da olmayıp, foreks işlemi görüntüsü altında para toplayarak yatırımcıları aldattığı anlaşılmıştır.

(kısa yoldan) kazanç fırsatı sanan bilinçsiz yatırımcıların kısa sürede birikimlerini kaybetmesi ile gündem olmuştur. Büyük boyuta ulaşan yatırımcı mağduriyet ve şikayetleri karşısında, bu işlemlerin hangi kamu otoritesinin (BDDK mı, SPK mı) düzenleme ve denetim alanına dahil edilmesi konusundaki tartışmalar sonucunda, SPK tarafından düzenlenmesine karar verilmiştir⁴. Buna bağlı olarak foreks piyasasının işleyişinin düzene sokulması ve yatırımcı mağduriyetlerinin engellenmesi amacıyla SPK tarafından Seri:V, No:125 sayılı “Kaldıraçlı Alım Satım İşlemleri ve Bu İşlemleri Gerçekleştirebilecek Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” yürürlüğe konulmuştur⁵. Bununla birlikte, 2012 yılı sonunda 2499 sayılı SPK’nın ilga edilip yerine 6362 sayılı Kanun’un kabul edilmesi ile birlikte, bu kanunda kaldıraçlı işlemler türev araçlar arasında kabul edilip, kanunun akabinde çıkarılan yatırım hizmet ve faaliyetlerine dair III-37.1 sayılı Tebliğ içerisinde ayrıntılı olarak düzenlenmiştir⁶. Söz konusu Tebliğde 2016 ve 2017 yıllarında yapılan değişikliklerle, kaldıraç oranı 1/10 ile sınırlandırılmış (m.27/1)⁷ ve genel ve talebe dayalı profesyonel müşteriye⁸ teminatından fazla zarar edecek şekilde işlem yaptırılmayacağı hükme bağlanmıştır (m.19/1-d, m.24/1-c)⁹.

B. VADELİ İŞLEMLER PİYASASINDA DURUM

Foreks piyasasının tezgahüstü bir piyasa olmasına karşılık, VİOP, Borsa İstanbul bünyesinde vadeli işlem sözleşmelerinin alım satıma konu edildiği, organize bir piyasadır.

Vadeli işlem sözleşmeleri, belirli bir vadede, önceden belirlenen fiyat, miktar ve nitelikteki malı, kıymetli madeni, finansal göstergeyi, sermaye piyasası aracını ya da döviz alım ya da satım yükümlülüğü veren sözleşmelerdir. Bu sözleşmelerin organize piyasada işlem gören standartlaştırılmış olanları “futures” olarak adlandırılırken, tezgahüstü piyasada işlem görenleri ise “forward” sözleşmelerdir. Opsiyonlar ise, standart olanları borsada işlem görürken, standart olmayanları tezgahüstü piyasada, portföy aracılığı bağlamında yatırım kuruluşu ile müşterisi arasında alım satım konu olabilmektedir.

Ülkemizde vadeli işlem sözleşmelerinin organize piyasada işlem görmesi, kronolojik olarak 2005 yılında İzmir’de faaliyete geçen Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası A.Ş. (VOB) ile başlamıştır. Borsa İstanbul bünyesinde işlem gören vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin alım satımının gerçekleştiği Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası (VİOP) ise 21 Aralık 2012 tarihinde kurulmuş ve işleme başlamıştır.

4 Bkz. 6111 sayılı Kanun m.155 ile SPK’nın eklenen m.30/1-g bendi.

5 Bkz. 27.08.2011 tarih ve 28038 sayılı RG.

6 Bundan sonra kısaca Tebliğ denildiğinde, III-37.1 sayılı Tebliğ ve sadece madde numarasına yapılan göndermelerde bu Tebliğin maddeleri kastedilmektedir.

7 Kurul tarafından bu oran artırılabilir, azaltılabilir veya varlık bazında kaldıraç oranı belirlenebilir.

8 III-39.1 sayılı Tebliğ m.31/1 hükmü uyarınca, “profesyonel müşteri” kendi yatırım kararlarını verebilecek ve üstlendiği riskleri değerlendirebilecek tecrübe, bilgi ve uzmanlığa sahip müşteriye ifade eder. Bir müşterinin profesyonel müşteri olarak dikkate alınabilmesi için anılan maddenin/fıkranın ilgili bentlerinde sayılan kuruluşlardan biri olması ya da sayılan nitelikleri haiz olması gerekir. Profesyonel müşteri tanımı kapsamına girmeyen müşteriler “genel müşteri” olarak kabul edilir (III-39.1 sayılı Tebliğ m.31/4).

9 Foreks piyasalarının Türkiye’deki gelişimi hakkında bkz. Adil Altaş, *Forex 5N* (2.Baskı, Skala 2015) 28 vd. Yapılan düzenlemeler sonrasında foreks piyasasına ilginin azaldığına ilişkin tespitler için bkz. Nurettin Ellialtıoğlu ve Adalet Hazar, ‘Foreks Piyasaları ve Türkiye’de Yasal Düzenlemeler Sonrası Uygulama Değişikliklerinin Analizi’ (2017) 1(1) Başkent Üniversitesi Ticari Bilimler Fakültesi Dergisi 62, 73 vd. Ayrıca bu konuda teknik istatistikler için bkz. “https://tspb.org.tr/veriler/#araci-kurum-verileri”.

VOB'da işlem gören vadeli işlem sözleşmeleri, Borsa İstanbul'un 2013 Mayıs'ta VOB'un %100 hissedarı olmasını takiben 2013 Ağustos'ta VOB-VİOP birleşmesinin ardından VİOP'a transfer olmuştur. Böylece VİOP ülkemizde vadeli işlem ve opsiyon sözleşmelerinin işlem gördüğü tek borsa haline gelmiştir.

VİOP'un işleyiş esaslarına ilişkin Borsa İstanbul ve Takasbank'ın çeşitli düzenlemeleri [BİST VİOP Yönergesi¹⁰, BİST VİOP Prosedürü¹¹, Takasbank Merkezi Takas Yönetmeliği¹², Takasbank Merkezi Karşı Taraf Yönetmeliği (kısaca MKT Yönetmeliği)¹³, Takasbank'ın Merkezi Karşı Taraf Hizmeti Sunduğu Piyasalara İlişkin Takas Hizmetleri Yönergesi (kısaca Takas Hizmetleri Yönergesi)¹⁴, Takasbank'ın BİST VİOP'ta Yürüteceği Merkezi Karşı Taraf Hizmeti ve Bu hizmete İlişkin Takas Esasları Prosedürü (kısaca Takas Esasları Prosedürü)¹⁵ gibi...] bulunmaktadır.

Bu açıdan VİOP'un kurulması (ve devamında VOB'la birleşmesi) neticesinde söz konusu düzenlemeler hayata geçirilmiş olup, vadeli işlem sözleşmelerinin yatırımcılar arasında el değiştirmesinde forekste değiştiğimiz (başlangıçtaki) düzenleme boşluğu burada söz konusu değildir¹⁶.

III. KALDIRAÇLI İŞLEMLERDE YATIRIMCININ TEMİNAT GETİRMESİ VE BU TEMİNATINI SÜRDÜRMESİ BAKIMINDAN FOREKS VE VİOP ARASINDAKİ FARKLILIKLAR

A. GENEL OLARAK

Önce de değindiğimiz gibi, ülkemizde kaldıraçlı işlemler foreks piyasasında döviz çiftleri ve diğer ürünlere ilişkin borsa dışı kontratların alım satımı ile BİST bünyesinde faaliyet gösteren bir piyasa olan VİOP'ta vadeli işlem sözleşmelerinin alım satımında söz konusu olmaktadır. Her ikisinin de türev araç mahiyetinde olması ve her ikisinde de kaldıraçlı işlem yapılabilmesi şeklinde ortak özellikleri olsa da¹⁷, foreks ve VİOP arasında temel bazı farklılıklar vardır.

10 <https://www.borsaistanbul.com/files/borsa-istanbul-as-vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi-yonergesi.pdf>".

11 <https://www.borsaistanbul.com/files/borsa-istanbul-as-vadeli-islem-ve-opsiyon-piyasasi-proseduru.pdf>".

12 <https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/yonetmelik/7.5.18598.pdf>".

13 <https://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/yonetmelik/7.5.18722.pdf>".

14 https://www.takasbank.com.tr/documents/prosedurler/istanbul-takas-ve-saklama-bankasi-a_s_nin-merkezi-karsi-taraf-hizmeti-sundugu-piyasalara-liskin-takas-hizmetleri-yonergesi-31122024.pdf".

15 <https://www.takasbank.com.tr/documents/prosedurler/5-vop-proseduru-31122024.pdf>".

16 Ancak bir hususa işaret etmek gerekir ki, söz konusu düzenlemeler genel olarak takas merkezi ile üye (aracı kurum) arasındaki ilişkileri düzenleme altına almakta, aracı kurum ile müşteri arasındaki ilişkilere dair ise neredeyse hiç hüküm ihtiva etmemektedir. Bunun nedeni, düzenlemeler hazırlanmasında, takas merkezine karşı sorumluluğun tamamen üyeye ait olduğu, bu anlamda takas merkezinin bütünüyle üyeyi muhatap alıp, aracı kurumla müşterisi arasındaki ilişkiye ise müdahil olmadığı bir yaklaşımın benimsenmesi olarak açıklanabilir.

17 Ozan Özdemir, 'Aracı Kurumların Gerçekleştirdikleri Kaldıraçlı Alım Satım (Foreks) İşlemleri ve Muhasebe Uygulamaları' (2015) 17(4) Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi 845, 853.

Öncelikle, foreks piyasası spot¹⁸, VİOP ise vadeli bir piyasadır. Bu bakımdan, forekste işlem gören ürünlerin fiyatları spot, yani o an itibariyle piyasadaki cari fiyatlardır. VİOP'ta işlem gören ürünlerin fiyatları ise vadeli (yani, vadede tarafların ürünü takas edeceği) fiyat olup, ürünün spot piyasadaki fiyatına göre belirlenir¹⁹.

Foreks tüm dünyada bankalararası elektronik işlem ağının teknolojik imkanlarla birbirine entegre edilmesi sonucu (başka ürünler de bulunmakla birlikte, ağırlıklı olarak) döviz çiftlerinin hafta içi her gün 24 saat alınıp satılabildiği bir tezgahüstü piyasa mahiyetindedir²⁰. VİOP ise futures ve opsiyonlar gibi standardize edilmiş vadeli işlem sözleşmelerinin (ki bu sözleşmeler arasında dövize dayalı olanlar olduğu gibi, paylara, çeşitli emtiaya veya endekse dayalı olanlar da bulunmaktadır) alım satımına konu edildiği teşkilatlanmış/organize (Borsa İstanbul bünyesinde) bir piyasadır²¹. Bu bağlamda, VİOP'ta işlem görecektir sözleşmeler, alım satım emirlerinin borsaya iletilmesi, eşleşmesi, işlemlerin takası, teminatların saklanması, teminat oranları, işlem saatleri vs hususlar borsa ve takas kuruluşunun koyduğu sıkı kurallara tabidir.

Foreksin ülkemizdeki işleyişinde, aracı kurumların çalışma modeli genellikle, müşterinin aracı kurumda açtığı pozisyonun, aracı kurum tarafından uluslararası alanda faaliyet gösteren ve anlaşmalı olunan bir likidite sağlayıcıda ters pozisyonla korunması üzerine kurulu iken²², bazı aracı kurumlar ise, müşterilerin açmış olduğu pozisyonların aracı kurum portföyünden karşılanması (tam piyasa yapıcılık) modelini benimsemiştir²³. VİOP'ta ise (Pay Piyasası'nda olduğu gibi), çeşitli aracı kurumlar tarafından borsaya iletilen müşteri emirlerinin borsa sisteminde eşleşmesi suretiyle işlemler gerçekleşir²⁴. (Borsanın koyduğu kurallar çerçevesinde) emirlerin eşleşmesiyle alım-satım

18 Osman Aydın, 'Foreks Piyasalarının İşleyişi ve Türkiye'de Foreks Piyasasının Durumu' (2020) 61 Muhasebe ve Denetime Bakış 209, 213; Ece Ceren Mıhçı ve Sinan Aytekin, 'Türkiye'de Foreks Piyasası ve Yapısal Düzenlemelerin Piyasa İşleyişine Etkilerinin Değerlendirilmesi' (2020) 5(13) İktisadi İdari ve Siyasal Araştırmalar Dergisi 251, 264.

19 Adil Altaş, *VİOP'ta Vadeli İşlemler* (Skala 2019) 23. Ayrıca türev piyasalar ile spot piyasalar arasındaki etkileşimi analiz eden bazı çalışmalar için bkz. Aytaç Dikmen, *Türkiye'de Vadeli İşlemler Piyasasının Gelişimi Perspektifinde Hisse Senedi Endeks Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Gelişimi ve Spot Piyasa ile Etkileşimi* (SPK Yeterlik Etüdü 2008) 25 vd; Salih Mutlu ve Rabia Aktaş, 'Türev ve Spot Piyasalar Arasındaki Nedensellik Etkileşimi: BIST Üzerine Bir İnceleme', (2021) 6(1) Bilecik Şeyh Edebali Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi 96, 97 vd; Koray Kavaklıdere, Hakan Aracı ve Hüseyin Aktaş, 'Türev ve Spot Piyasalar Arasındaki Etkileşim: VOB Üzerine Bir İnceleme' (2012) 56 Muhasebe ve Finansman Dergisi 137, 138 vd.

20 Bu anlamda dünyanın en likit piyasası olarak tanımlanmaktadır [Beyhan Yaslıdağ, *Forex Piyasası İşlemleri ve Kripto Paralar* (2.Baskı, Seçkin 2021) 102; Özdemir (n 17) 852].

21 Borsa İstanbul, *Sorularla Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası* (2017) 14 vd. Ayrıca bkz. Pınar Bahar Doğan, *Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Hukuki Niteliği* (On İki Levha 2020) 44.

22 Bu modelde aracı kurumun geliri likidite sağlayıcıdan aldığı kur kotasyonu ile müşterisine verdiği kur kotasyonu arasındaki farktır [Osman İlker Savuran ve Gökben Altaş, 'Foreks Piyasası ve Aracı Kurumlar' (2017 Kış) Gösterge – TSPB 47, 49-50].

23 Bu modelde, müşteri emirleri bir likidite sağlayıcıya aktarılmayıp, aracı kurum tarafından portföy aracılığı kapsamında bizzat karşılanır (Bkz. Tebliğ, m.21). Söz konusu modelde aracı kurumun kazancı, aracı kurumun verdiği kotasyondaki alış ve satış fiyatı arasındaki "spread" denilen farktır. Fiziki spot piyasada, döviz bürosunda sunulan alış ve satış kuru arasındaki farka benzetilebilir [Bkz. İbid. Ayrıca bkz. Yaslıdağ (n 20) 105; Mıhçı ve Aytekin (n 18) 264; Özdemir (n 17) 862].

Aracı kurumun portföy aracılığı faaliyetinde, farklı rollerle işlemin her iki tarafında da bulunması nedeniyle, çıkar çatışmasına düşmemeye ve Tebliğin 24. maddesinde belirtilen esaslara uymaya daha fazla özen göstermesi gerekir.

24 Bu anlamda aracı kuruluşun rolü emri bizzatlı karşılamak, yani portföy aracılığı değil, alım satım aracılığı etmekten ibarettir ve kazancı, gerçekleşen işlem üzerinden müşterisinden aldığı komisyon geliridir.

gerçekleşmekle birlikte, alan ve satan müşteri işlemin karşılıklı tarafları olmazlar. Takas merkezi alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı da alıcı konumunda yer alıp, her iki tarafın da yükümlülükleri takas merkezine karşıdır. Takas merkezi “merkezi karşı taraf” olarak adlandırılan bu fonksiyonu uyarınca, vadeli işlemler piyasasında gerçekleşen işlemlerin takasını garanti eder²⁵. VİOP’ta merkezi karşı taraf fonksiyonu Takasbank tarafından yerine getirilmektedir (MKT Yönetmeliği, m.4/1-k). Müşteriler tarafından yerine getirilmeyen yükümlülükler bakımından Takasbank’a karşı sorumluluk takas üyesi aracı kurumlardadır (Takas Esasları Prosedürü, m.20/3, 21/1).

Esasen her iki piyasada da alım satıma konu edilen ürünlerin fiziki teslimi çoğunlukla söz konusu olmayıp, açılan pozisyonlar ya ters pozisyon alınarak ya da kapatma anında geçerli fiyatlardan nakdi uzlaşmayla kapatılır.

B. FOREKS’TE TEMİNATLARLA İLGİLİ ESASLAR

1. Forekste teminat kavramı ve başlangıç teminatı

Teminat kavramının kaldıraçlı işlemlerdeki anlamı, hukuktaki genel anlamından farklıdır. Bilindiği gibi teminat hukuki metinlerde (en basit ifadeyle) alacağın teminat altına alınması için borçlu tarafından alacaklıya verilen şahsi veya ayni güvenceleri ifade etmek üzere kullanılır²⁶.

Foreks işlemlerinde teminat ise, müşterinin pozisyon açabilmek ve (aşağıda açıklayacağımız gibi) işlem yapmaya devam edebilmek için hesabında bulundurması gereken nakit varlığı ifade eder²⁷. Bu anlamda, müşterinin hesabında bulundurduğu nakit varlık, borcu için verdiği bir ayni güvence mahiyetinde (örneğin taşınır rehni gibi) değil, bizatihi işlemleri gerçekleştirmekte kullandığı meblağdır. Ancak, işlemlerin zararlar sonuçlanması halinde, zararın yine bu nakitten karşılanması nedeniyle, dolaylı da olsa bir teminat işlevi gördüğünden söz edilebilir.

Aracı kurumlar müşterileri ile gerçekleştirecekleri tezgahüstü türev araç işlemleri için teminat talep ederler. Teminat tesis edilmeden işlemlere başlanamaz. Teminat yapısı asgari olarak, başlangıç ve sürdürme teminatı olmak üzere belirlenir (Tebliğ, m.25/Ç-1). Aracı kurumlarca foreks işlemleri için müşterilerden alınan teminatların müşteri bazında takibi, bildirimi ve Takasbank nezdinde tutulması zorunludur (Tebliğ, m. 27).

25 Ayrıca bkz. SPKn m.78.

26 Bu anlamda kefalet şahsi güvencenin, ipotek ve rehin ise ayni güvencenin tipik örnekleridir. Daha ayrıntılı bilgi için bkz. Bilgehan Çetiner, ‘Teminat Hukukunun Temel Esasları’ iç Bilgehan Çetiner ve Abdullah Furkan Korkmaz (edr) *Teminat Hukuku* (Seçkin 2023) 45, 47 vd. Ayrıca bkz. Erden Kuntalp, ‘Teminat Kavramı, Teminat Türleri ve Bunlardan Doğan Sorumluluk’ iç Prof.Dr. Reha Poroy’a Armağan (İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi – 1995) 263, 275 vd.

27 Bu anlamda teminatı pozisyon açabilmek için başlangıçta sahip olunması gereken portföy büyüklüğü olarak tanımlamak yanlış olmaz [Nitekim vadeli işlemler bakımından benzer bir tanım için bkz. Yusuf Gökhan Penezoğlu, *Hukuki Bakımdan Vadeli İşlem Sözleşmeleri* (Kazancı 2004) 36]. Forekste çoğunlukla döviz çiftleri (parite) alınıp satıldığı için, yatırılacak teminat da buna paralel olarak işlem yapılacak döviz cinsinden olur.

Başlangıç teminatı, işlemlere başlanabilmesi ve pozisyon alınabilmesi için müşteri tarafından yatırılması gereken asgari teminat tutarı olup, 50.000 TL'den²⁸ aşağı olmaz (m. 27/3)²⁹. Bu çerçevede yatırımcı en az bu meblağda (TL ya da bu değerde döviz) teminatla işlemlere başlayabilecek olup, yaptığı işlemler sonucunda zarar etmesi neticesinde hesabındaki teminat bu tutarın altına inebilir³⁰. Müşterinin, yatırdığı teminat tutarının kaçta kaç ile ilk pozisyonunu açabileceği aracı kurum tarafından belirlenen bir husus olup, buna “başlangıç teminat oranı” denir.

Foreksin işleyişinde, müşteri hesaplarında oluşacak kar veya zararlara ilişkin Takasbank nezdinde yapılacak güncellemeler portföy aracılığına yetkili aracı kurum tarafından yerine getirilir. Takasbank sisteminde müşterilerin brüt varlık tutarları ile net varlık tutarlarının müşterilerce izlenebilmesi sağlanır ve bu tutarlar aracı kurumlarca Takasbank nezdinde günlük olarak güncellenir (Tebliğ, m.27/A-7). Kuşkusuz, kaldıraçın etkisiyle, işleme konu varlığın fiyatındaki çok küçük (pip düzeyinde) hareketler bile, hesaba (teminat miktarına) kaldıraç oranı düzeyinde artış ya da azalış şeklinde yansıtacağından, zarar durumlarında teminatın hızla erimesi söz konusu olabilir.

Aşağıda değineceğimiz gibi, hesaptaki varlık (teminat) miktarının belli bir seviyenin altına inmesi durumunda aracı kurumun alacağı çeşitli aksiyonlar (önlemler) söz konusu olur.

2. Teminatın devamlılığı (sürdürme teminatı)

Müşterinin foreks işlemlerine başlamak için hesabında en az 50.000 TL ya da muadili döviz bulundurması gerekli olduğu gibi, işlemlere devam ettiği sürece hesabında aracı kurumca belirlenen asgari bir teminat bulundurması gerekmektedir. Müşterinin tezgahüstü türev araç işlemleri devam ettiği sürece (başka bir anlatımla, açık pozisyonu bulunduğu müddetçe) hesabında bulunması gereken teminat düzeyine “sürdürme teminatı” denir (25/Ç-3).

Sürdürme teminatı, (işlemler sonucunda) değerlendirilmiş teminat tutarının, müşterinin sahip olduğu pozisyon büyüklüğüne nispeti alınarak hesaplanan, aracı kurumun belirlediği bir orandır. Açık pozisyonu olan müşterinin hesabında bulunan teminat miktarı, aracı kurumca belirlenen sürdürme teminatı oranının altına düşmesi durumunda, müşteriye çerçeve sözleşmede belirlenen şekilde³¹ teminat tamamlama çağrısı yapılır. Böyle bir çağrı yapıldığında, müşterinin başlangıç teminat

28 Düzenlemenin yapıldığı tarih itibarıyla yaklaşık 14.000 ABD dolarına tekabül eden bu tutar, bu tür riskli işlemlerin çok küçük paralarla yapılmasını engelleme amacına matuftur. Ancak güncellenmediği için enflasyon nedeniyle reel anlamda önemini yitirmiştir.

29 Aracı kurumlar bu miktarın üzerinde bir başlangıç teminatı miktarı belirleyebilir.

30 Açılan pozisyonların zarar etmesi sonucu teminatın bu tutarın altına inmesi, müşterinin işlemlere devam etmesine engel değildir. Buna karşın, müşterinin işlemlere başlamadan önce veya başladıktan sonra hesaptan nakit çekmesi veya başka yere virman yapması neticesinde, hesabındaki teminat tutarı 50.000 TL veya muadili döviz tutarının altına düşerse yeni pozisyon açamaz (m.27/4).

31 Uygulamada çoğunlukla SMS şeklinde bildirimin kararlaştırıldığı görülmekle birlikte, e-posta ile bildirim de mümkündür.

oranını sağlayacak kadar yeni teminat getirmesi gerekir³². Müşteriye sürdürme teminatını sağlaması için aracı kurum kaynaklarından kredi kullandırılmaz³³.

3. Foreks işlemlerinde temerrüt ve sonuçları

Hukukumuzda temerrüt kavramı kanunen tanımlanmamış olmakla birlikte, öğretide borçlunun borca aykırı surette edimini geç ifa etmesi şeklinde tanımlanmaktadır³⁴. TBK m.117 vd hükümlerinde borçlunun temerrüdünün şartları ve hükümleri düzenlenmiştir. Buna göre, muaccel bir borcun borçlusu, alacaklının ihtarıyla temerrüde düşer ve temerrüde düşen borçlu, temerrüde düşmekte kusuru olmadığını ispat etmedikçe, borcun geç ifasından dolayı alacaklının uğradığı zararı gidermekle yükümlü olur.

Kaldıraçlı işlemlerde temerrüt ise, bu alana özgü daha spesifik bir anlama sahiptir ki, bu “hesabındaki varlık miktarı sürdürme teminatının altına düşen müşterinin, teminat tamamlama çağrısına rağmen bu yükümlülüğünü (süresinde) yerine getirmemesi”dir. Ancak, foreks işlemlerinde müşterinin temerrüde düşmesi için ayrıca bir ihbara gerek yoktur (25/Ç-4). Kısaca, temerrüt, teminatı belirlenen sınırın altına gerileyen müşterinin teminatını tamamlamakta gecikmesidir.

Foreks özelinde temerrüdün müşteri bakımından en kritik sonucu, müşterinin temerrüde düşmesine neden olan pozisyonlarının ilgili aracı kurum tarafından resen/otomatik olarak kapatılabilesidir. Buna uygulamada (menşindeki kullanımın Türkçe’ye çevrilmesiyle “zarar kes” anlamında) “*stop-out*” denmektedir³⁵. Tebliğde, borsa dışı türev işlemlerde aracı kurumlara, müşterilerin açık pozisyonlarını tek taraflı olarak otomatik şekilde kapatabileceği (sürdürme teminat oranının altında) bir pozisyon kapatma oranı belirleyebilme yetkisi tanınmıştır (25/Ç-4). Bu çerçevede, sözleşmeye yer almak şartıyla³⁶, aracı kurum sürdürme teminatının altına inildiği herhangi bir noktada³⁷, tek taraflı olarak (yani, müşteriye herhangi bir çağrı yahut bildirimde bulunmasına gerek olmaksızın) müşterinin pozisyonlarını kapatabilir.

32 Müşteri, sürdürme teminatında gecikme yaşamamak için, bankaların otomatik ödeme sistemlerinden yararlanabilir.

33 Seri:V, No:65 sayılı Tebliğ’in 5 vd maddelerinde düzenlenen şartlar çerçevesinde sermaye piyasası aracı satın almak için nakde ihtiyaç duyan müşterilerine aracı kurum tarafından (kendi kaynaklarından) kredi kullandırılması (başka deyişle borç verilmesi) imkanı, tezgahüstü türev araçlarda tanınmamıştır. Bunun gerekçesi, kaldıraç nedeniyle zaten yüksek risk ihtiva eden işlemlerin, bir de borç alınarak yapılmasına izin verilmemesi olarak izah edilebilir.

34 Fikret Eren, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler* (29. Baskı, Legem 2024) 1233; Kemal Oğuzman ve Turgut Öz, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler, C.I* (22.Bası, Vedat 2024) 484; Ahmet Kılıçoğlu, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler* (28.Bası, Turhan 2024) 876.

35 Altaş, *Forex* (n 9) 27.

36 Tebliğ m.27/5 uyarınca, başlangıç ve sürdürme teminatlarına ilişkin tutar veya oranlar, teminatların değerlendirme esasları, teminat takibi, teminat tamamlama çağrısı, teminat tamamlama yükümlülüğü, **sürdürme teminatının altına veya temerrüde düşülmesi durumunda izlenecek yöntemler**, pozisyonların netleştirilmesi ve otomatik kapanması, varlıkların fiyatlandırılması ve değerlemesine ilişkin esasların aracı kurumlar tarafından belirlenmesi zorunludur. Bu hususlara aracı kurumlar ile müşteri arasında düzenlenecek **çerçeve sözleşmede yer verilir**.

37 Aracı kurumlarca çoğunlukla başlangıç teminatının %50’si olarak uygulanmakla birlikte, bazı kontratlarda %30 olarak uygulayan aracı kurumlara da rastlanmaktadır.

Foreks işlemlerinde aracı kurumlara müşterinin pozisyonlarını resen kapatabilme (*stop-out*) yetkisi tanınmasının sebebi, borsa dışı türev işleme aracılık eden yatırım kuruluşlarının, müşteriden teminatından daha fazlasını zarar olarak talep edememeleridir (Tebliğ, m.19/1-d)³⁸. Farklı bir söyleyişle, müşterisine tezgahüstü kaldıraçlı işlem yaptıran bir yatırım kuruluşu, zarar durumunda, hesapta oluşabilecek eksi bakiyeyi genel veya talebe dayalı profesyonel müşterisinden talep edemeyeceği için³⁹, teminat yetersizliği olduğu anda hemen *stop-out* ile pozisyonları kapatabilir.

Borsa dışı türev işlemlerde temerrüde düşmüş bir genel müşterinin pozisyonları aracı kurum tarafından resen kapatılabildiği gibi, temerrüt durumuna son vermeden (teminatını başlangıç teminatı seviyesine getirmeden) yeni pozisyon açmaya yönelik emirleri de kabul edilmez (Tebliğ, m.25/Ç, f.4).

C. VİOP'TA TEMİNATLARLA İLGİLİ ESASLAR

1. VİOP'ta teminatın uygulanışı, başlangıç teminatı, teminat – kaldıraç bağlantısı

VİOP piyasasında teminat kavramı, esas itibarıyla foreks'tekine benzer bir anlam ve fonksiyona sahiptir. Şöyle ki, VİOP'ta da müşteri, bu piyasada işlem gören vadeli sözleşmeleri almak için, hesabındaki “teminat” olarak adlandırılan nakdi kullanır⁴⁰. Bu anlamda, başlangıç teminatı, ilgili mevzuatta, gelecekte herhangi bir temerrüt durumunun ortaya çıktığı hallerde, temerrüdün ortaya çıktığı tarihten pozisyonların kapatılmasına kadarki süre içinde maruz kalınabilecek risklerin karşılanabilmesini teminen başlangıçta talep edilen teminat olarak tanımlanmıştır (MKT Yönetmeliği, m.18/3).

VİOP'ta da müşterilerin yatırdığı teminatlar Takasbank nezdinde tutulur ve müşterinin açtığı pozisyonların kar veya zararla sonuçlanmasına bağlı olarak Takasbank tarafından işlem ve tasarruflara konu edilir (MKT Yönetmeliği, m.18 vd)⁴¹. Sonuç olarak, VİOP'ta işlem gerçekleştiren piyasa üyeleri (aracı kurumlar), müşterileri veya kendileri adına açtıkları her pozisyon için Takasbank'a teminat yatırmak zorundadırlar⁴².

VİOP'ta gerçekleşen işlemler için risk ve teminat yönetimi ilgili mevzuat çerçevesinde Takasbank tarafından gerçekleştirilir. Bu anlamda, her sözleşme için yatırılması gereken teminat tutarı ile

38 Tebliğin anılan hükmü uyarınca, kaldıraçlı işlemlerle ilgili olarak yatırılan teminat tutarlarının üzerinde bir kayba uğratabilecek şekilde genel müşteriye ve talebe dayalı profesyonel müşteriye işlem yaptırılamaz. Yatırımcının piyasa koşullarından dolayı teminatından daha fazla zarara uğraması halinde söz konusu zarar genel müşteriden ve talebe dayalı profesyonel müşteriden talep edilemez.

39 Bkz. yukarıda dn. 8.

40 Bkz. yukarıda dn. 27.

41 VİOP'ta, Takasbank nezdinde saklanan müşteri teminatlarının günlük olarak nemalandırılması söz konusudur (Takas Esasları Prosedürü, m.50/1).

42 Aracı kurumlar (MKT üyeleri) tarafından Takasbank'a yatırılan müşteri teminatları, bağlı oldukları pozisyon hesaplarıyla ilişkilendirilir ve ilgili üye adına açılan teminat hesaplarında her bir müşteri için ayrı ayrı açılan alt hesaplarda izlenir (MKT Yönetmeliği, m.20/3).

bunların takibi Takasbank tarafından yapılır⁴³. Organize piyasaları tezgahüstü piyasalardan ayıran önemli unsurlardan biri işlemlerin güvenliği olduğu için, VİOP'ta bu güvenlik, takas merkezinin garantörlüğü marifetiyle sağlanmaktadır. Teminat yetersizliği nedeniyle oluşan temerrüt durumunda yatırım kuruluşunun izlemesi gereken süreci farklılaştıran da bu farklılıktır.

VİOP'ta kaldıraç kullanımı foreksten farklılık arz eder. Şöyle ki, forekste kaldıraç, otoritenin belirlediği yasal sınırlar içinde, aracı kurum tarafından ürüne göre serbestçe belirlenir ve pozisyon açarken değişmez⁴⁴. VİOP'ta ise kaldıraç, Takasbank'ın bir lot pozisyon açabilmek için belirlediği başlangıç teminatının (ilgili üründe 1 lotun içerdiği sözleşme büyüklüğüne göre⁴⁵) ortaya çıkardığı bir sonuçtur. Buna göre, ilgili işlemde müşterinin ne kadar kaldıraç kullandığı, sözleşmedeki “güncel fiyat” ve “başlangıç teminatı”na göre değişkenlik gösterir. Takasbank, herhangi bir üründe vadeli borsada 1 lotluk işlem yapabilmek için ne kadar teminat bulundurulması gerektiğini ilan eder. Bu bağlamda, ürünün fiyatı yükselip sözleşmenin boyutu büyüdüğünde aynı teminatla işlem yapmaya devam edilebildiği için kaldıraç da oransal olarak yükselmiş olur⁴⁶. Takasbank'ın başlangıç teminatlarını çeşitli aralıklarla güncellediğini de yeri gelmişken belirtelim.

Dayanak varlığa göre sadece 1 lot pozisyon açabilmek için gerekli teminatın ne olduğu, Takasbank tarafından risk parametre dosyasında tanımlanan ve dayanak varlık için oluşabilecek maksimum fiyat değişikliğini ifade eden, “Fiyat Değişim Aralığı”ndan (Price Scan Range-PSR) öğrenilir. Buna göre müşteriden, alacağı bir pozisyon için 1 PSR değerinde teminat istenecektir. PSR değeri 31.03.2023 tarihine kadar Takasbank tarafından ilan edilen (dayanak varlığa göre değişen) nominal bir değer iken⁴⁷, 07.04.2023 tarihinden itibaren (yine dayanak varlığa göre değişen) yüzdesel oranlar kabul edilmiştir. Buna göre VİOP'ta başlangıç teminatları, oransal (yüzdesel) değer olarak açıklanan fiyat değişim aralığı değerleri (PSR – Başlangıç Teminatı) ile dayanak varlığın saat başı spot fiyatının

43 Görüldüğü gibi VİOP'ta gerçekleşen işlemlerin kaydı, takası ve ifası Takasbank vasıtasıyla yapılmakta, böylece fiyat oluşumu şeffaf bir şekilde gerçekleşmekte, ayrıca Takasbank'ın sunduğu merkezi karşı taraf hizmeti sayesinde, işlemin karşı tarafının edimlerini yerine getirmemesi riski bertaraf edilmektedir (Renas Yıldırım, *Sermaye Piyasası Hukukunda Yöneticilerin Türev Araçlar ile İlgili Hukuki İşlemlerden Yatırımcıya Karşı Sorumluluğunun Doğduğu Haller* (On İki Levha 2024) 81.

44 Yatırımcı aracı kurumun belirlediği oran üzerinden kaldıraç kullanır. Aracı kurumun yasal sınırın hepsini (1:10) müşterilerine kullandığını varsayalım, bu artık sabit bir kaldıraçtır ve aracı kurumun müşterisinin bir birim teminatla 10 birim büyüklükte pozisyon açabilmesi anlamına gelir. Örneğin bu varsayımda, müşteri 1 lot büyüklüğünde USDTRY pozisyonu açmak isterse, – forekste 1 lot döviz çiftlerinde 100.000 birime denk geldiğinden – 100.000 Dolar büyüklüğündeki bu pozisyonu, bunun ondadırı kadar teminatla, yani 10.000 Dolarla açabilecektir. Başka örneklemeler için bkz. SPK, *Forex Kaldıraçlı Alım Satım İşlemleri Yatırım Bilgilendirme Kitapçığı* (2024) 5-6; Yashıdağ (n 20) 115-116.

45 Paya dayalı bir vadeli sözleşmede 1 lot kontratın büyüklüğü 100 adet pay iken, DolarTL çiftinde 1 lot kontrat büyüklüğü 1000 Dolar'dır (görüldüğü üzere, forekste döviz çiftinde 1 lot USDTRY pozisyon 100.000 Dolar büyüklüğünde iken, VİOP'ta ise USDTRY paritesine dayanan 1 lotluk pozisyon 1.000 Dolar büyüklüğünde bir sözleşmeye tekabül etmektedir). Ayrıca bkz. Altaş, *VİOP* (n 19) 33-35.

46 Fiilen gerçekleşen kaldıraç oranına bir örnek için bkz. aşağıda dn. 45.

47 Örneğin, bu değişiklikten hemen önce, USDTRY sözleşmeleri için açıklanan PSR değeri nominal bir değer olarak 2.685 TL idi. Buna göre, piyasada 19,2600 TL fiyatlı (vade gününde değişimin yapılacağı kur fiyatı) bir sözleşmeden 1 lot alındığı takdirde, 2.685 TL teminatla 1.000 dolar büyüklüğünde pozisyon açılabilirdi. Bu ise, söz konusu işlemde yaklaşık 1:7 oranında kaldıraç kullanılması anlamına geliyordu.

Ayrıca bkz. Borsa İstanbul (n 21) 26-27; Yashıdağ (n 20) 92-94.

çarpılmasıyla hesaplanır. Sistem tarafından her saat başında otomatik olarak hesaplanan başlangıç teminatı değerlerine göre, müşterinin pozisyon teminat yükümlülükleri de değişebilir.

2. Teminatın devamlılığı

Bir vadeli işlem sözleşmesi alış ya da satış işlemi gerçekleştirildikten sonra, sözleşme fiyatının (örneğin Dolar/TL sözleşmesinde, döviz kurunun spot piyasaki değişimine bağlı olarak vadeli piyasada da değişmesi) sonucu kar ya da zarar oluşabilir. Sözleşme fiyatındaki artış ya da azalışa bağlı olarak müşterinin teminatındaki artış ya da azalış hesabına doğrudan yansıtılır. İşlemde zarar oluşması durumunda teminat bakiyesi belirli bir seviyenin altına inerse, yatırımcıdan teminatı tamamlaması istenir.

VİOP'ta 2017 yılına kadar sürdürme teminatı uygulaması devam etmiş ve genel olarak başlangıç seviyesinin belli bir oranı (örneğin % 80'i) şeklinde uygulanmıştır. 2017 yılında Takasbank tarafından yapılan düzenlemeyle sürdürme teminatı uygulamasına son verilmiştir⁴⁸. Yapılan yeni düzenlemeye göre, yatırımcının hesabındaki teminat miktarı başlangıç teminatının altına düşerse, teminat miktarı yeniden başlangıç teminatı seviyesine getirilmelidir. Önce de ifade ettiğimiz gibi, Takasbank sistemi tarafından hesap bazında teminat seviyeleri her saat başı güncel piyasa verilerine göre otomatik olarak kontrol edildiğinden, belirtilen durum meydana gelirse, Takasbank tarafından ilgili aracı kuruma teminat tamamlama çağrısı yapılır.

3. VİOP işlemlerinde temerrüt ve sonuçları

VİOP'ta tüm sözleşmeler Takasbank güvencesiyle işlem görmekte olup, Takasbank tüm işlemlerde açık teklif yöntemi ile⁴⁹ alıcıya karşı satıcı, satıcıya karşı ise alıcı konumunda takasın tamamlanmasını taahhüt eder. Takasbank, üyelerin piyasada yaptıkları işlemlerden kaynaklanan takas yükümlülüklerini merkezi karşı taraf olarak üstlenir (Takas Esasları Prosedürü, m.20/1)⁵⁰.

Takasbank, söz konusu garantörlük işlevini, üyelerden aldığı teminatlar ve güvence fonunun yanı sıra, VİOP'ta uygulanan "teminat sistemi"ne dayanarak yürütür. Bu sistemde, müşterilerin işlem yapmak üzere yatırdığı teminatlar aracı kurum tarafından müşteri adına Takasbank'ta açılan hesaplarda tutulur ve her günün sonunda bir tarafın elde ettiği kâr, zarara uğrayan tarafın teminatından karşılanır.

48 Altaş, VİOP (n 19) 65.

49 Takasbank'ın bir işlemin eşleştiği anda piyasa katılımcıları arasına girerek alıcıya karşı satıcı ve satıcıya karşı ise alıcı konumuna geçmesini ifade eder (MKT Yönetmeliği, m.4/1-a).

50 Dünyadaki gelişmiş sermaye piyasalarından örnek alınarak ülkemizde de uygulanmasına başlanılan bu sistem, takas işlemlerinde oluşan karşı taraf riskini ortadan kaldırmaktadır. Böylece piyasa güveninin tesisinde ve işlem güvenliğinin sağlanmasında önemli bir fonksiyon icra etmektedir (Bkz. SPK'nın 14.08.2013 tarihli Duyurusu). "https://spk.gov.tr/duyurular/basin-duyurulari/2013/istanbul-takas-ve-saklama-bankasi-a-s-merkezi-karsi-taraf-yonetmeligine-iliskin-duyuru". Takas merkezinin, merkezi karşı taraf rolünün hukuki niteliği hakkındaki görüşler için bkz. Erkan Eren, *Türk Hukukunda Merkezi Karşı Taraf Kuruluşları, Merkezi Karşı Taraf Uygulaması ve Tezgah Üstü Türev Araçların Merkezi Takası* (On İki Levha 2019) 195 vd. Ayrıca bkz. Kerem Özşahin, *Vadeli İşlem Sözleşmesinin Hukuki Niteliği* (SPK Yeterlik Etüdü 1999) 26 vd.

Temerrüt, BİST VİOP Yönergesi m.4/t hükmünde, “Piyasada gerçekleşen işlemler ve açık pozisyonlar nedeniyle Takas Merkezi nezdinde yerine getirilmesi gereken yükümlülüklerin süresi içerisinde yerine getirilmemesi halı” olarak tanımlanmıştır⁵¹.

Yönerge’nin 26. maddesinde, piyasada gerçekleştirilen işlemlerden doğan yükümlülüklerin taraflarca yerine getirilmesinin sağlanması Takas Merkezi aracılığıyla Kurulun düzenlemeleri ve Takas Mevzuatı çerçevesinde yapılacağı hükme bağlanmıştır.

Takasbank’ın BİST VİOP’ta yürüteceği merkezi karşı taraf hizmeti ve bu hizmete ilişkin Takas Esasları Prosedürü’nün “Takasa ilişkin genel esaslar” başlıklı 21.maddesinde,

(1) Merkezi Takas Yönetmeliği, Yönerge ve Prosedür çerçevesinde yapılacak tüm iş ve işlemlerde, işlemlerin Üyelerin müşterilerine ait olup olmadığına bakılmaksızın, Takasbank tarafından sadece ilgili Üye muhatap alınır. Bu şekilde, müşterilerine ait iş ve işlemlerde ilgili Üyenin, müşterileri adına teminat tamamlama çağrısı dahil olmak üzere her türlü bildirim alma ve her türlü işlemi gerçekleştirme hususlarında tam yetkili olduğu kabul edilir. Bu çerçevede Takasbank’ın, müşteri işlemleri için ilgili Üyeye yapacağı teminat tamamlama çağrısına rağmen bu hesaplara ilişkin yükümlülüğün zamanında yerine getirilmemesi durumunda, müşterilere herhangi bir bildirim yapılmasına gerek olmaksızın müşteri hesapları üzerinde, temerrüdün sona erdirilmesi amacıyla pozisyonların re’sen kapatılması, nakit dışı teminatların nakde çevrilmesi dahil olmak üzere her türlü tasarrufta bulunmaya tam yetkili olduğu kabul edilir.

(2) Üyelerin Takasbank nezdinde açtıkları portföy ve müşteri hesaplarında yer alan açık pozisyonları, Garanti Fonu katkıları ile nakit ve nakit dışı teminatları Takasbank tarafından güncelleme işlemine tabi tutulur. Takasbank hesap güncelleme işlemlerini gün içerisinde birden fazla kez de gerçekleştirebilir.

(3) Piyasada gerçekleştirilen işlemlerin takasında Takasbank ile üye arasındaki ilişki açısından teslim karşılığı ödeme prensibi uygulanır. **Üye, teminat tamamlama çağrısından doğan borcunu takas süresi sonuna kadar kapatmakla yükümlüdür.**

(4) Teminat yatırma, çekme, değerlendirme, hesap güncelleme ve yükümlülüklerin yerine getirilmesi işlemleri hesap bazında gerçekleştirilir.”

hükmü yer almaktadır.

Yatırımcıların teminat tutarının, bulunması gereken teminat seviyesinin altına düşmesi veya TL teminat açığı bulunması durumunda⁵², ilgili hesaplar için teminat tamamlama çağrısı yapılır

51 Ayrıca bkz. Utku Saruhan, *Vadeli İşlem Sözleşmelerinde İfa İhlalleri* (On İki Levha 2022) 282 vd.

52 Piyasada oluşan fiyatlar, istatistiki değerler ve risk parametreleri dikkate alınarak Takasbank tarafından teminat

(Merkezi Takas Yönetmeliği, m. 40; Merkezi Karşı Taraf Yönetmeliği, m.21)⁵³. Söz konusu tamamlama çağrısı Takasbank tarafından aracı kurumlara elektronik ortamda yapılmaktadır.

Önce de ifade edildiği gibi, Takasbank'a karşı sorumluluk üyeye (yani aracı kuruma) ait olup, aracı kurumların Takasbank'a karşı sorumluluklarını yerine getirmek için süre sınırı, kontrat türüne göre ertesi gün saat 11:00 veya 15:00'dır (Takas Esasları Prosedürü, m.49/1). Bu bağlamda her aracı kurum bu saatin öncesinde yatırımcının teminatı tamamlaması için bir süre sınırı belirler⁵⁴. Aksi halde kendisi Takasbank'a karşı yükümlülüğünü kontrol edemez. Aracı kurumların müşterinin teminatını tamamlaması için verdiği süre değişkenlik göstermekle birlikte, genellikle 11:00 veya sonrasındır. Yatırımcılar aracı kurumun belirlediği süreye kadar teminatı tamamlama yükümlülüklerini yerine getirmelidir. Teminat tamamlama için verilen sürede teminat tamamlanmazsa temerrüt hükümleri uygulama alanı bulur. Teminat tamamlama çağrısı bulunan veya temerrüde düşmüş hesaplar ancak nakit teminat yatırarak ve/veya bulunması gereken teminat değerini azaltıcı işlem yaparak teminat tamamlama çağrısı veya temerrüt statüsünden çıkabilirler (Takas Esasları Prosedürü, m.49/4).

Müşteri aracı kurum tarafından verilen sürede teminatını tamamlamazsa aracı kurum resen müşteri pozisyonu/pozisyonlarını kapatabileceği gibi, Takasbank'ın verdiği süreye kadar teminat hala tamamlanmamışsa Takasbank da resen pozisyon kapatabilir. İşlem nedeniyle doğan zarar, müşterinin teminatını eritmenin ötesine geçip, hesabı negatif bakiyeye düşürürse, müşterinin zararı ödeyip ödemediğinden bağımsız olarak, Takasbank'a karşı sorumluluk üyeye ait olur. Zarar nedeniyle müşteri hesabında oluşan eksi bakiyenin Takasbank'a ödemek durumunda kalan aracı kurum, sözleşme hükümleri çerçevesinde müşterisine rücu etme hakkına sahiptir. Bu anlamda, forekste deşindiğimiz Tebliğ'in m.19/1-d hükmüne benzer bir düzenleme VİOP'ta yoktur⁵⁵.

IV. VİOP'TA TEMİNAT TAMAMLAMA ÇAĞRISINDA BULUNMA YÜKÜMLÜLÜĞÜ SÖZLEŞMEYE KONULACAK HÜKÜMLE İLE ORTADAN KALDIRABİLİR Mİ?

A. GENEL OLARAK

Başta da belirttiğimiz gibi, VİOP'ta gerçekleştirilen işlemlerle ilgili ülkemiz uygulamasında aracı kurumlarla müşterileri arasındaki önemli bir uyuşmazlık konusu, aracı kurumun müşteriye teminat tamamlama çağrısında bulunmadan ya da teminatı tamamlaması için yeterli süre vermeden, pozisyon zararını kapatmak için (müşterinin diğer hesaplarındaki varlıklarını satmak dahil) çeşitli önlemlere

temamlama çağrısı tutarı hesaplanır (Takas Esasları Prosedürü, m.49/2).

53 Saruhan (n 51) 228.

54 Altaş, VİOP (n 19) 67.

55 Esasen bu husus, VİOP ile foreks arasındaki önemli farklılıklardan biridir. Sorumluluğu nedeniyle, müşterisinin hesabında oluşan teminat açığını Takasbank'a ödemek zorunda kalan aracı kurumların müşterisine rücu ettiği vakalara uygulamada rastlanır. Bu durum genellikle piyasa dengelerinin çeşitli ekonomik/siyasal sebeplerle bozulduğu dönemlerde meydana gelir.

başvurmasıdır⁵⁶. Daha açık bir anlatımla, aracı kurumların, Tebliğ m.19/1-d hükmüne benzer bir düzenlemenin VİOP'ta söz konusu olmaması, Takasbank'a karşı sorumluluğun ise kendilerinde olması nedeniyle, kaldıraçlı işlemin doğurduğu zararı durdurmak için teminat tamamlama çağrısı prosedürünü atlamak suretiyle, tezgahüstü piyadaki (foreksteki) *stop out*'a benzer bir yetkiyi VİOP'ta da uygulama yoluna gitmeleridir. Aracı kurumların, çıkan uyuşmazlıkta dayandıkları temel hukuki argüman ise çerçeve sözleşmeye koydukları hüküm olmaktadır.

Aracı kurumları teminatın tamamlanmasını beklemeyecek kadar aceleye sevkedip müşterinin diğer varlıkları üzerinde (hukuka uygunluğu tartışmalı) tasarruflarda bulunmaya iten neden, tecrübelerle göre genellikle, birtakım ekonomik ve siyasi gelişmeler nedeniyle piyasanın türbülansa girmesi ve oluşan volatiliteye bağlı olarak hesaptaki kaldıraçlı pozisyonun olağanüstü zararlar üretmesidir⁵⁷. Çünkü, yüksek kaldıraçlı işlemler çok küçük fiyat değişimlerine bile (bir taraf için kâr, diğer taraf için zarar doğuracak şekilde) tepkili iken, büyük fiyat dalgalanmalarında zarar eden taraf bakımından yıkıcı etkiler doğurabilir.

13 Ağustos 2018'te finans tarihine Rahip Brunson krizi olarak geçen hadisede döviz piyasalarında yaşanan olağanüstü yükseliş ve dalgalanmaya bağlı olarak, aracı kurumların meslek örgütü (TSPB) nezdinde yaptıkları acil toplantıda görüşülen hususların (VİOP'ta gerçekleştirilen işlemlere ilişkin olarak açık pozisyonların tek taraflı olarak, otomatik bir şekilde kapatılabileceği %50 ve aşağısında bir pozisyon kapatma oranının yatırım kuruluşları ile müşterileri arasında düzenlenecek sözleşmelerde belirlenmesine imkân verilmesine ilişkin mevzuat değişikliklerinin yapılması, bununla birlikte mevzuat değişikliklerinin ve akabinde sözleşme değişikliğinin tamamlanmasına kadar geçecek süre ve içinde bulunulan olağanüstü durum göz önüne alınarak bu konudaki belirlemenin, hemen uygulanmak üzere, Kurul İlke Kararıyla gerçekleştirilmesi) SPK'ya bildirilmesi neticesinde SPK tarafından TSPB'ne gönderdiği cevabi yazı, TSPB tarafından üyelerine 17.8.2018 tarih ve 804 sayılı Genel Mektup ekinde duyurulmuştur. Genel Mektup ekinde duyurulan SPK yazısında özetle, III-37.1 sayılı Tebliğ'in çeşitli maddelerinde tezgahüstü türev araç işlemlerine ilişkin olarak özel hükümlere yer verildiği, VİOP işlemlerine özgü düzenlemelerin ise temelde Borsa ve Takas Merkezi tarafından belirlendiği, bununla birlikte mevzuatın aracı kurumlar ve müşterileri arasındaki ilişkiyi düzenleyen hükümler bakımından, alınacak teminatın oranı, teminat tamamlama çağrıları ve gerektiğinde ek teminat talep edilmesi veya belirli şartların gerçekleşmesi halinde pozisyonların kapatılması konusunda genel hükümlere aykırı olmamak kaydıyla herhangi bir tahdit içermediği, bu çerçevede Borsa İstanbul ve Takasbank düzenlemelerinde yer almayan hususlarla ilgili olarak, tezgahüstü işlemlere benzer şekilde yatırım kuruluşlarınca karşılıklı hak ve yükümlülüklerin belirlendiği çerçeve

56 Esasen hesabın doğurduğu zararı durdurmanın en basit yolu pozisyonu kapatmaktır. Bunun ise en kısa yolu, ters pozisyon açmaktır. Ancak, ters pozisyon açmaya imkan veren karşı emri bulmanın mümkün olmadığı olağanüstü durumlar söz konusu olabilir.

57 Gerçekten bilhassa yakın dönemde ülkemiz ekonomik koşullarında yaşanan bozulmanın etkisiyle, piyasa dengelerinin önemli ölçüde bozulduğu ve sert volatil hareketlerin yaşandığı dönemler olmuştur. Örneğin, 13 Ağustos 2018'te yaşanan, piyasada "Rahip Brunson Krizi" olarak bilinen döviz kurlarının hızla arttığı dalgalı dönem, 20 Nisan 2020'de Covid-19 pandemisi nedeniyle petrol fiyatlarının negatif seviyelere kadar düşmesi nedeniyle türev piyasalarda yaşanan kayıplar, 13 Eylül 2022'de Takasbank'ın teminat oranı değişikliği gerekçesiyle bazı aracı kurumların müşteri mallarını düzensiz satışları, 21 Aralık 2022'de Kur Korumalı Mevduat uygulamasının ilanından sonra döviz kurlarının hızla düşmesi gibi..

sözleşmelerde hükümlere yer verilmesinin mümkün olduğu, esasen bunun risk yönetiminin de bir gereği olduğu açıklamasına yer verilmiştir⁵⁸.

Her ne kadar ilgili SPK yazısında Borsa İstanbul ve Takasbank düzenlemelerinde yer almayan hususlarla ilgili olarak, tezgahüstü işlemlere benzer şekilde yatırım kuruluşlarınca karşılıklı hak ve yükümlülüklerin belirlendiği çerçeve sözleşmelerde hükümlere yer verilmesinin mümkün olduğu yönünde görüş belirtilmişse de, aracı kurumların foreksteki *stop out*'a benzer bir uygulamayı sözleşme hükmüyle VİOP'ta da uygulamalarının mevzuat hükümleri karşısındaki yerini incelemek gerekmektedir.

B. TÜREV İŞLEMİN BORSADA VEYA BORSA DIŞINDA YAPILMASININ DOĞURDUĞU FARKLAR

Kaldıraç kullanılan bir türev işlem, borsada yapılabileceği gibi, borsa dışında tezgahüstü piyasada da yapılabilir. Gerçekten de, örneğin USD/TRY (ABD Doları/TL) paritesi bir futures kontratı olarak VİOP'tan satın alınabileceği gibi, foreks piyasasında spot olarak da satın alınabilir. Bir USD/TRY paritesine dayalı türev pozisyon **borsa dışı** bir platformda *foreks işlemi* olarak açılırsa, bu işlemin tabi olacağı hükümler SPK'nın III-37.1 sayılı, "*Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ*"i ve taraflar arasındaki (genel ve özel) sözleşme hükümleri olur. Buna karşılık, benzer nitelikte USD/TRY türevi **borsada** (VİOP'ta) bir *vadeli işlem kontratı* satın alınarak yapılırsa, böyle bir işlem taraflar arasındaki sözleşme hükümleri dışında, VİOP ve Takasbank düzenlemelerine tabi olur. Bu anlamda, işlemin hangi piyasada gerçekleştirildiği ve niteliği, tabi olunacak mevzuatı da belirler.

Söz konusu farklılıkları şematik olarak bir tabloda göstermek gerekirse;

	Borsa dışında (Foreks)	Borsada (VİOP)
Aracının müşteriye karşı pozisyon alması	Mümkün	Mümkün değil
Uzlaşma	Nakdi	Nakdi veya fiziki
Takas	Aracı kurumla müşteri arasında	Takasbank
Saklama	Aracı kurum	MKK
Margin Call çağrısı	Zorunlu değil (Çünkü pozisyon zamanında kapatılmazsa, oluşan zarar – eksi bakiye-, müşteriden talep edilemez)	Zorunlu (Çünkü müşteri margin call çağrısına uyup borcunu kapatmadığı için, oluşan zarardan müşteri sorumludur)
Müşteri hesabında oluşan eksi bakiye	Talep edilemez III-37.1, m.19/1-d	Talep edilebilir (Çünkü margin call çağrısına rağmen teminat tamamlama yükümlülüğü yerine getirilmemiştir)
Mevzuat	Kurul Tebliğleri ve Sözleşmeler	Kurul Tebliğleri, BİST ve Takasbank Düzenlemeleri, Sözleşmeler

58 Öte yandan aynı açıklamada, hâlihazırda açık olan pozisyonlar için müşteri onayı olmaksızın sözleşme değişikliğine gidilerek işlem tesis edilmesi veya iki taraf arasında yapılmış akde tezgahüstü işlemlere benzer şekilde yatırım kuruluşlarınca karşılıklı hak ve yükümlülüklerin müdahale edilmesi hukuki tartışmalara yol açabileceğine işaret edilmiştir.

Dayanak varlıkları aynı olan türevlerin borsada yapılması ile borsa dışında yapılmasının önemli farklarından biri, şemada da görüleceği gibi, takas ve temerrüt halinde uygulanacak hükümler bakımındandır. Borsa dışında (tezhahüstü piyasada) yapılan bir türev işlemde, müşteri hesabının eksiye düşmesi durumunda, eksi bakiyenin müşteriden talep edilebilmesi mümkün değilken, borsa işlemi dolayısıyla oluşan eksi bakiyenin müşteriden talep edilmesi mümkündür. Çünkü borsa işlemlerinde takası Takasbank gerçekleştirir ve merkezi karşı taraf fonksiyonu vardır. Bu bakımdan müşterisine tezhahüstü işlem yaptıran bir yatırım kuruluşunun, müşteri hesabının eksiye düşmesi halinde, müşteriden eksi bakiyeyi talep edemeyeceği için, hesap durumunu daha yakından takip etmesi gerekir. Yine bununla bağlantılı olarak, tezhahüstü kaldıraçlı işlemlerde, müşteri hesabının teminat yetersizliğine düşmesi halinde, aynı gerekçeyle (müşteriden eksi bakiye talep edilemeyeceği için) pozisyonların otomatik kapatılmasına (*stop-out*) imkân tanınmıştır.

Buna karşılık, borsa işlemlerinde, teminatın belirli bir seviyenin altına inmesi halinde, Takasbank'ın üyeye teminat tamamlama çağrısında bulunması üzerine, aracı kurumun da buna bağlı olarak kendi müşterisine teminat tamamlama çağrısında bulunması gerekmektedir. Takas Esasları Prosedürü'nün gerek takas işlemlerine ilişkin süreleri düzenleyen 21. maddesinde "Marjin Kapama Son Saati (Temerrüt Başlangıç Saati)" olarak 15:00 saatinin belirlenmiş olması, yine gün sonu teminat tamamlama çağrısını düzenleyen 49. maddesinin 1.fıkrasında, "*Üyeler teminat tamamlama çağrısı yükümlülüklerini bir sonraki işlem günü en geç saat 15:00'a kadar yerine getirmek zorundadırlar*" hükmünü ihtiva etmesi karşısında, düzenlemelerin ratio legis'inde azalan teminatı tamamlamak için üyeye ve dolaylı olarak müşteriye bir zaman tanınmasının anlayışının yattığı, "en geç" ifadesi kullanılmış olmasından düzenlenen sürelerin azami olduğu ve sözleşme ile daraltılabileceği anlaşılmakta ise de, hiç süre verilmemesinin mümkün olduğunu düşündüren bir ifadenin bulunmadığı görülmektedir⁵⁹. Bu anlamda, müşteriye azalan teminatı tamamlamak için çağrıda bulunulmasına gerek olmadan aracı kurumun resen pozisyon kapatması ve müşterinin diğer varlıklarını satma yetkisi veren sözleşme hükümlerinin, yukarıda belirttiğimiz Takasbank düzenlemelerinin ratio legis'ine aykırı olacağı düşünülmektedir.

Bununla birlikte, somut olayın gösterdiği özelliklere göre, müşterinin teminatı sıfırlanmış ve zarar teminatı da aşan bir boyuta gelmişse, artık burada müşterinin yeni teminat getirmesini beklemenin zararı daha da artırabileceği gözetilerek, aracı kurumun sözleşmesel olarak pozisyonları resen kapatabilmesinin, tek taraflı olarak aracı kurum menfaatlerinin korumaya dönük bir genel işlem koşulu değil, fakat müşteri menfaatleri ile uyumlu bir önlem olduğu argümanı tezi de savunulabilir. Bu argümanı değerlendirmeye geçmeden önce, aracı kurumların çerçeve sözleşmelerde yer verdikleri genel işlem koşullarının geçerlilik durumunu genel hükümler ve III-39.1 sayılı Tebliğin m.26/5 hükmü ışığında açıklamakta yarar vardır.

59 Nitekim Takasbank'ın 15:00 olarak belirlediği azamiye süreye bağlı olarak, uygulamada aracı kurumların da müşterilerine azami 11:00 ya da 12:00'ye kadar süre verdiklerine rastlanmaktadır.

C. ÇERÇEVE SÖZLEŞMELERDE YER ALAN HÜKÜMLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ

1. Genel olarak sözleşme özgürlüğünün sınırları

Bilindiği gibi özel hukukta irade özgürlüğü ve sözleşme serbestisi ilkeleri geçerlidir. Bu çerçevede, taraflar kanunun belirlediği sözleşme tiplerine kendi ihtiyaçlarına uygun olarak istedikleri hükümleri dercedebilecekleri gibi, kanunda öngörülmeyen (atipik/karma) sözleşme tipleri de vücuda getirebilirler. Borçlar Hukuku'nun temel ilkelerinden biri olan sözleşme özgürlüğü, TBK'nun 26. maddesinde *“Taraflar, bir sözleşmenin içeriğini kanunda öngörülen sınırlar içinde özgürce belirleyebilirler”* hükmüyle ifade olunmuştur. Görüldüğü gibi, tarafların sözleşme şartlarını karşılıklı istek ve ihtiyaçlarına göre özgürce dizayn edebilme serbestisi sınırsız bir özgürlük olmayıp, kanunun çizdiği sınırlar içerisinde geçerlidir.

Sözleşme özgürlüğünü sınırlarını çizen temel düzenleme TBK m.27/1 hükmünde yer almakta olup, buna göre *“Kanunun emredici hükümlerine, ahlaka, kamu düzenine, kişilik haklarına aykırı veya konusu imkânsız olan sözleşmeler kesin olarak hükümsüzdür”*⁶⁰.

Bu genel düzenlemenin dışında, kanunda sözleşme özgürlüğünün sınırlarını çizen başka bazı düzenlemeler de vardır. Örneğin, eski kanunda gabin, yeni kanunda aşırı yararlanma olarak adlandırılan edimler arasında aşırı oransızlığın zarar görenin zor durumda kalmasından (ya da düşüncesizliği ya da deneyimsizliğinden) kaynaklandığı hallerde, maddede öngörülen şartlarla sözleşme hükümleri ile bağlı kalmamasını düzenleyen TBK 28 hükmü gibi. Yine bunun dışında, TBK m. 20 vd hükümlerinde, bir sözleşme yapılırken düzenleyenin, ileride çok sayıdaki benzer sözleşmede kullanmak amacıyla, önceden, tek başına hazırlayarak karşı tarafa sunduğu sözleşme hükümleri olarak tanımlanan genel işlem koşullarının geçerlilik koşulları düzenlenmiştir. Buna göre, karşı tarafın menfaatine aykırı olarak genel işlem koşullarının sözleşme kapsamına girmesi, sözleşmenin yapılması sırasında bu koşulları düzenleyen tarafın, karşı tarafa bu koşulların varlığı hakkında açıkça bilgi vermesi, bunların içeriğini öğrenme imkânı sağlaması ve karşı tarafın da bu koşulları kabul etmesine bağlı kılınmış, aksi takdirde bu koşulların yazılmamış sayılacağı hükme bağlanmıştır (m. 21). Yine 6502 sayılı Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun'un 5. maddesinde *“haksız şartlar”* olarak adlandırılan tüketiciyle müzakere edilmeden sözleşmeye dâhil edilen ve tarafların sözleşmeden doğan hak ve yükümlülüklerinde dürüstlük kuralına aykırı düşecek biçimde tüketici aleyhine dengesizliğe neden olan sözleşme şartlarının kesin olarak hükümsüz olduğu düzenlenmiştir.

Görüldüğü gibi, kanun koyucu çoğu zaman sözleşme taraflarının eşit şartlarda olmadığını, güçlü olan tarafın kendi lehine olacak şartları karşı tarafa dayatabileceğini veya içinde bulunulan koşulları kötüye kullanmak suretiyle kamu düzenine, ahlaka, kişilik haklarına veya adil bir menfaat dengesine

60 Sözleşmenin bütününe geçersiz olması söz konusu değildir. TBK 27/2 uyarınca, birinci fıkraya aykırılık teşkil eden hükümler geçersiz olur, sözleşmenin diğer hükümleri geçerliliğini korumaya devam eder. Şu kadar ki, geçersiz olan hükümler olmaksızın sözleşme yapılmayacağı açıkça anlaşılırsa, sözleşmenin tamamı kesin olarak hükümsüz olur.

aykırı şartları karşı tarafa dayatabileceğini göz önünde bulunduran kanun koyucu, sözleşme özgürlüğünü gerek genel hükümler gerek özel bazı düzenlemelerle sınırlamıştır⁶¹.

İnceleme konumuzla bağlantılı olarak VİOP işlemlerine aracılık eden aracı kurumların müşteri ile akdettikleri çerçeve sözleşmelere koydukları, teminat tamamlama çağrısında bulunmaktan muafiyet getiren, çağrıda bulunmaksızın müşteri pozisyonunu kapatabilme ve eksi bakiyeyi müşterinin diğer varlıklarından karşılama yetkisi veren hükümleri, doğrudan doğruya sözleşme özgürlüğünün kapsamı içinde saymaya imkan olmayıp, müşterinin bu şartı aracı kurumla müzakere etme şansının bulunmaması yönüyle genel işlem koşulu bakımından değerlendirmeye ihtiyaç olduğu gibi, sermaye piyasası mevzuatındaki sözleşme özgürlüğünü sınırlayan özel düzenlemeler yönünden de değerlendirmek gerekmektedir.

2. Genel işlem koşulu denetimi ve sermaye piyasası mevzuatının getirdiği sınırlamalar

Genel işlem koşulları, TBK m. 20/1 hükmünde, bir sözleşme yapılırken sözleşmeyi düzenleyen tarafın ileride başka kişilerle de çok sayıda benzer sözleşmede kullanılmak üzere tek taraflı olarak hazırladığı ve sözleşmenin karşı tarafına sunduğu hükümler olarak tanımlanmaktadır.

Genel işlem koşulları genellikle iltihaki sözleşmelerde bulunur. Finansal hizmetlerde de finansal kuruluşun (hizmetin doğası gereği) sıklıkla kullandığı bu tür sözleşmelerde, hizmeti sunan kuruluş, önceden format şekilde sözleşme metnini hazırlamış olmakta ve diğer tarafa (sadece) onay için sunmaktadır. Hizmetten yararlanmak isteyen tarafın sözleşmeyi onaylamak (yani tüm hükümlerini kabul etmek) dışında (sözleşme hükümlerini karşı tarafla müzakere etmek gibi.) bir seçeneği genellikle olmamaktadır⁶². Bu durum, taraf iradelerine bırakılmış hususların sözleşmeyi hazırlayan tarafça çoğunlukla kendi lehine düzenlenmesi sonucunu da beraberinde getirmektedir. Sözleşme kurulduğunda, hizmet alıcısı taraf, hizmet sunan tarafın dikte ettirdiği, onun lehine çözümler getiren düzenlemeleri baştan kabul etmiş olmaktadır⁶³. Esasen böyle bir durum sözleşme özgürlüğü ilkesinin işlediğinden söz etmek te kabil değildir. İşte bu düşüncelerle, sözleşmenin bir tarafının (ki bu çoğunlukla bireysel müşteriye karşı her bakımdan güçlü konumda olan bir şirkettir) diğer tarafa kendi şartlarını dayatmasının menfaatler dengesinde yarattığı adaletsizliğin önüne geçmek ve menfaatler dengesini sağlamak üzere, yıllardan beri gelişerek günümüze gelen genel işlem koşulu denetimi, TBK'nun 20 vd hükümleri ile Türk hukukuna da girmiştir.

61 Kübra Ercoşkun Şenol, 'Sözleşmenin İçeriğini Belirleme Özgürlüğü ve Bunun Genel Sınırı-TBK m. 27', (2016) 74(2) İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası 709, 711-712.

62 Arslan Kaya ve Koray Demir, , 'Türev İşlemlerin Hukuka Uygunluğu Sorunu – Bankaların Türev İşlemlerden Doğan Yükümlülükleri', (2018) 76(1) İstanbul Hukuk Mecmuası 177, 181; Mehmet Bahtiyar, 'Genel İşlem Koşullarına Karşı Tüketicinin Korunması' (1996) 22(12) Yargıtay Dergisi 76, 78; Çağlar Özel, 'Haksız Genel İşlem Koşullarına Karşı Tüketicinin Korunması Sorununa Bir Bakış ve Almanya Örneği', (1999) 20 (2) Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 53, 54; Çiğdem Özbay, Aracı Kurumlar Tarafından Hazırlanan Standart Sözleşmeler Karşısında Yatırımcının Korunması (SPK Yeterlik Etüdü 1999) 17; Murat Aydoğdu ve Nalan Kahveci, *Genel İşlem Koşulları Şerhi (Türk Borçlar Kanunu Madde 20-25)* (2. Baskı, Adalet 2022) 8.

63 Yeşim Atamer, *Sözleşme Özgürlüğünün Sınırlandırılması Sorunu Çerçevesinde Genel İşlem Şartlarının Değerlendirilmesi* (Beta 2001) 4; Özel (n 60) 54.

Genel işlem koşulları, yukarıda ifade ettiğimiz gibi, bankacılık gibi finansal hizmetlerde sıklıkla kullanıldığı gibi, yatırım hizmet ve faaliyetlerinde de aracı kurumların müşterileri ile akdettikleri çerçeve sözleşmelere genel işlem koşulları koyabilmektedir⁶⁴. Yatırım hizmet ve faaliyetleri kapsamında aracı kurumlar tarafından müşterilerle akdedilen çerçeve sözleşmelere önceden format şekilde hazırlanıp müşterilerin onayına sunulan çerçeve sözleşmelere konulan hükümlerin, müşterinin aleyhine olduğu ve müşteriyle müzakere edilmediği sürece genel işlem koşulu denetimine tabi olacağına bir tereddüt bulunmamaktadır⁶⁵.

Diğer taraftan, genel işlem koşulu denetimi bakımından sermaye piyasası mevzuatında özel bazı sınırlamalara yer verilmiştir. Buna göre, III-39.1 sayılı Tebliğ m. 26/5 hükmü uyarınca, çerçeve sözleşmelerde sermaye piyasası mevzuatına aykırı hükümler ile müşterilerin haklarını ciddi şekilde zedeleyici ve yatırım kuruluşları lehine tek taraflı olağanüstü haklar sağlayan ve emirlerin ispatının müşteriye yüklenmesine ilişkin hükümlere yer verilemez (III-39.1 sayılı Tebliğ, m. 26/5). Nitekim bu düzenlemeyi, TBK'daki genel işlem koşulu denetiminin, sermaye piyasasına özgü özel bir görünümü olarak değerlendiren yazarlar vardır⁶⁶.

3. Değerlendirmemiz

Müşterinin teminatı asgari seviyenin altına düştüğünde aracı kurumu Takasbank'a karşı teminatı tamamlamakla yükümlü kılan Takasbank düzenlemeleri, kanuni düzenlemelerin verdiği yetkiyle çıkarılan, aracı kurumları bağlayıcı nitelikteki ikincil düzenlemelerdir. Takasbank düzenlemelerinde teminatı tamamlamak için öngörülen sürelerin, sadece piyasa üyesi ile takas kuruluşu arasındaki ilişkiyi düzenlediği, müşteri ile piyasa üyesi arasındaki ilişki bakımından dikkate alınamayacağı görüşü kanımızca dar bir bakış açısının yansıması olup, yukarıda ifade ettiğimiz gibi düzenlemelerin ratio legis'ine göre müşteriye de benzer şekilde teminatı tamamlamak için süre verilmesi gerekir.

SPK yazısında geçen "mevzuatın aracı kurumlar ve müşterileri arasındaki ilişkiyi düzenleyen hükümler bakımından, alınacak teminatın oranı, teminat tamamlama çağrıları ve gerektiğinde ek teminat talep edilmesi veya belirli şartların gerçekleşmesi halinde pozisyonların kapatılması konusunda genel hükümlere aykırı olmamak kaydıyla herhangi bir tahdit içermediği" hususu yanlış bir tespit olmamakla birlikte, kanımızca eksiktir. Şöyle ki, Borsa ve Takas düzenlemelerinde piyasa üyesi ile müşterisi arasında, düzenlenmeyen konularda sözleşmeye hüküm konulmasını sınırlandıran bir düzenleme bulunmadığı doğrudur, fakat yazıda da işaret edildiği buradaki sınır genel

64 Bu sözleşme, yatırım kuruluşuyla müşterisi arasındaki ilişkiyi genel olarak düzenleyen, başlangıçta bir kez akdedilen ve münferit işlemlerin esasını oluşturan bir çerçeve sözleşme niteliğindedir. Bu anlamda, çerçeve sözleşme tarafların karşılıklı hak ve yükümlülüklerinin genel çerçevesini çizen, ileride müşterinin bireysel emirlerinin temelini oluşturan metindir (III-39.1 sayılı Tebliğ, m.26). Ayrıca bkz. Nami Barlas, 'Çerçeve Sözleşme Kavramı ve Çerçeve Sözleşmenin Özellikleri', iç Prof.Dr. Erdoğan Moroğlu'na 65. Yaş Günü Armağanı (2. Baskı, Beta 2001) 807, 808 vd.

65 Sema Aydın, 'Alım Satım Aracılık Çerçeve Sözleşmelerinde Yer Alan Genel İşlem Şartlarının Denetlenmesi' (2008) 5(1) Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 101, 102; Özlem Ata, *Sermaye Piyasası Hukukunda Alım Satım Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması* (On İki Levha 2020) 283 vd; Mehmet Murat İnceoğlu, *Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu* (Seçkin 2004) 70; Penezoğlu (n 27) 105 vd; Özbay (n 62) 41 vd; Doğan (n 21) 54 vd.

66 Yıldırım (n 43) 294 vd. Aydın ise, SPK Tebliği ile getirilen düzenlemeyi, içerik denetimi yaparken hakime yol gösterici nitelikte bir hüküm olarak kabul etmek gerektiği görüşündedir (n 64) 120.

hükümlerdir. Yukarıda açıkladığımız TBK'nın 21 ve 27. maddeleri ile III-39.1 sayılı Tebliğin m.26/5 hükmü kanımızca bir sınır çizmektedir.

Türev işlemlere aracılık sözleşmesinde, aracı kurumu Takas düzenlemeleri ile getirilen bir yükümlülüğten kurtaran, böylece teminat tamamlama çağrısında bulunmadan müşteri pozisyonları ve varlıkları üzerinde tasarruf edebilme yetkisi getiren hükümler, müşteriye mevzuatla tanınan bir imkanı ortadan kaldırması bakımından, müşteri ile müzakere edilmediği sürece, genel işlem koşulu denetimine tabi olacağını kabul etmek gerekir. Ayrıca aracı kurumu bu yükümlülüğünden (temelli surette) muaf kılan sözleşme hükümlerinin, tek taraflı olarak aracı kurum menfaatlerini gözetken ve müşterinin ilave teminat getirerek pozisyonlarını koruma olanağını alması nedeniyle, III-39.1 sayılı Tebliğin m. 26/5 kapsamına gireceği tezi de kanımızca dayanaksız değildir. Ancak, bu ölçüde keskin bir yorum yerine, aracı kuruma bu olanağın, müşterinin tüm teminatının eridiği, hesabın sıfırlandığı veya eksi bakiyeye düştüğü, bu bağlamda pozisyonun açık tutulmasının müşteriye daha da fazla zarara uğratabileceği hallerde tanınabileceği görüşü, karşılık menfaatler dengesine de uygun bir çözüm olarak savunulabilir. Gerçekten de, bu tür hallerde, aracı kurum tarafından pozisyonun otomatik kapatılması, zararının büyümesini engellemesi bakımından müşterinin de lehinedir. Buna karşın, müşterinin sıfır noktasına gelmediği ve aracı kurumla aktif iletişime geçip teminat getirmek için süre istediği hallerde, bu sürenin (meri mevzuatın amacı ve ruhuna uygun olarak) kendisine verilmesi gerekir. Teminatın sıfırlanmamış olmakla beraber hızla eridiği (başka söyleyişle, somut olayın özelliklerine göre sıfırlanacağı belli olan) hallerde ise, müşterinin süre isteğinin derhal ilave teminat getirmesi halinde kabulü mümkün görülebilir.

V. SONUÇ

Finans piyasalarında işlem gerçekleştiren yatırımcıların koyduğu teminatın (kaldıraç oranı kadar) üstünde pozisyon açabilmesini/işlem yapabilmesini sağlayan kaldıraçlı işlemler, bugün ülkemizde foreks piyasasında borsa dışı olarak veya organize piyasada (VİOP'ta) vadeli işlem olarak yapılabilmektedir. Kaldıraçlı işlemler, pozisyon alınan varlığın veya dayanak varlığın değerinin piyasadaki yönüne (artması ya da azalmasına) göre, işlemin bir tarafı için kaldıraç oranı ölçüsünde yüksek kazanç sağlarken, diğer tarafı için aynı ölçüde kayıp yaratan yüksek riskli işlemlerdir. Bu bakımdan, kaldıraçlı işlemlerin "sıfır toplamı oyun" olarak nitelendirilmesi doğrudur⁶⁷.

Bilindiği gibi, tezgahüstü piyasalar, organize piyasalardaki gibi ilgili borsanın koyduğu katı kuralların olmadığı ve standardize olmayan ürünlerin işlem gördüğü bir piyasa özelliğinde iken, organize piyasalar ilgili borsa ve takas kurumu tarafından belirlenen sıkı işlem ve takas kurallara tabi olduğu ve gerçekleşen işlemlerin tasfiyesinin merkezi takas kurumunda yapıldığı piyasalardır. Bu bakımdan, her ikisinde de kaldıraçlı şekilde işlem yapabilmek mümkün olsa bile, iki piyasanın işleyiş esasları, asgari teminatlar, teminatın tamamlanması, işlemlerin takası ve tabi oldukları düzenlemeler büyük ölçüde farklıdır. Önemli farklılıklardan biri de, foreks piyasasında yatırımcının teminatını açacak şekilde zarar edememesi iken, vadeli işlem sözleşmelerinde böyle bir sınırın söz konusu olmaması,

67 Bkz. Erika S. Olson, *Zero Sum Game: The Rise of the World's Largest Derivatives Exchange* (John Wiley&Sons, 2011) 5 vd.

diğer bir söyleyişle yatırımcıdan teminatını aşan zararın talep edilebilmesidir. Bu farklılığı yaratan nokta, borsa içi ve borsa dışı kaldıraçlı işlemlerde takas usullerinin farklılığı ve Takasbank'ın MKT fonksiyonudur.

Türkiye'de organize piyasada gerçekleştirilen kaldıraçlı işlemlerde yatırımcılar ile aracı kurumlar arasında sık rastlanan ihtilaf türü, piyasalarda kimi zaman yaşanan olağanüstü dalgalanmalarda (kriz zamanlarında), krize terste yakalanan yatırımcıların kaldıraç nedeniyle teminatlarının kısa sürede erimesi (sıfırlanması) karşısında, hesapta oluşan ve teminatı aşan zarar için müşterinin diğer varlıklarının aracı kurum tarafından resen satılmasıdır. Dava konusu olan bu uyuşmazlıklarda yatırımcı tarafın iddiası çoğunlukla aracı kurumun teminatı tamamlamak için kendisine hiç ya da yeterli süre vermeden pozisyonları kapatma ve müşterinin nezdinde bulunan diğer varlıklarını satma yoluna gittiği, bunun mevzuata aykırı olduğu yönünde iken, aracı kurum ise müşteri ile akdedilen sözleşme uyarınca buna yetkisinin bulunduğunu ileri sürmektedir. Mahkemelerin önüne gelen güncel bir hukuki sorun olarak, aracı kurumların foreksteki *stop out* yetkisine benzer bir uygulamayı VİOP'ta da yapmalarının, ilgili mevzuat hükümleri ışığında sözleşmesel olarak mümkün olup olmadığını incelemeye bizi itmiştir.

Çalışmada foreks ve VİOP'un temel işleyiş esasları ile teminatlandırma ve temerrüt halinde tabi oldukları düzenlemelerdeki farklılıklar açıklanmış, organize piyasada takas kurumunun öngördüğü düzenleme uyarınca başlangıç teminatının altına düşülmesi halinde öncelikle teminat tamamlama çağrısında bulunulması gerektiği, piyasa koşullarına göre, müşterinin teminatı sıfırlanmadığı ve zarar, teminatı da aşan bir boyuta gelmediği sürece, aracı kurumun resen pozisyon kapatma yetkisi olmamalı ve özellikle müşterinin teminat getirmek için süre istediği hallerde, aracı kurum makul bir süreyi müşterisine vermesi gerektiği sonucuna ulaşılmıştır. Teminatın sıfıra yaklaştığı hallerde ise, müşterinin süre isteğinin karşılanması (somut olayın özellikleri de gözetilerek) ancak derhal ilave teminat getirmesi halinde mümkün görülebilir.

Bu şartlar oluşmadan, (müşteri ile müzakere edilmeden) çerçeve sözleşmeye konulacak bir hükümle, aracı kurumun teminat tamamlama çağrısından muaf kılınması, kanımızca, uyuşmazlık halinde TBK'nun genel işlem koşulu denetimine tabi olacağı gibi, III-39.1 sayılı Tebliğin m.26/5 kapsamında emredici normlara aykırılığı gündeme gelebilir. Konunun aracı kurumlar ile müşterileri arasında uyuşmazlık yaratan bir konu olması ve bakış açısına göre (aracı kurum veya müşteri cephesinden) farklı yorumlanmaya müsait olması nedeniyle, de lege ferenda bir Tebliğ değişikliği ile konunun vuzuha kavuşturulmasında yarar vardır.

KAYNAKÇA

Altaş A, *Forex 5N* (2.Baskı, Skala 2015).

Altaş A, *VİOP'ta Vadeli İşlemler* (Skala 2019).

Ata Ö, *Sermaye Piyasası Hukukunda Alım Satıma Aracılık Faaliyetlerinde Yatırımcının Korunması* (On İki Levha 2020).

Atamer Y, *Sözleşme Özgürlüğünün Sınırlandırılması Sorunu Çerçevesinde Genel İşlem Şartlarının Değerlendirilmesi* (Beta 2001).

- Aydın O, 'Foreks Piyasalarının İşleyişi ve Türkiye'de Foreks Piyasasının Durumu' (2020) 61 Muhasebe ve Denetime Bakış 209-224.
- Aydın S, 'Alım Satım Aracılık Çerçeve Sözleşmelerinde Yer Alan Genel İşlem Şartlarının Denetlenmesi' (2008) 5(1) Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 101-123.
- Aydoğdu M ve Kahveci N, *Genel İşlem Koşulları Şerhi (Türk Borçlar Kanunu Madde 20-25)* (2. Baskı, Adalet 2022).
- Bahtiyar M, 'Genel İşlem Koşullarına Karşı Tüketicinin Korunması' (1996) 22(12) Yargıtay Dergisi 76-98.
- Barlas N, 'Çerçeve Sözleşme Kavramı ve Çerçeve Sözleşmenin Özellikleri', iç *Prof.Dr. Erdoğan Moroğlu'na 65. Yaş Günü Armağanı* (2. Baskı, Beta 2001) 807-828.
- Borsa İstanbul, *Sorularla Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası* (2017).
- Çetiner B, 'Teminat Hukukunun Temel Esasları' iç Bilgehan Çetiner ve Abdullah Furkan Korkmaz (edr) *Teminat Hukuku* (Seçkin 2023) 45-105.
- Dikmen A, *Türkiye'de Vadeli İşlemler Piyasasının Gelişimi Perspektifinde Hisse Senedi Endeks Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Gelişimi ve Spot Piyasa ile Etkileşimi* (SPK Yeterlik Etüdü 2008).
- Doğan PB, *Vadeli İşlem Sözleşmelerinin Hukuki Niteliği* (On İki Levha 2020).
- Ellialtıoğlu N ve Hazar A, 'Foreks Piyasaları ve Türkiye'de Yasal Düzenlemeler Sonrası Uygulama Değişikliklerinin Analizi' (2017) 1(1) Başkent Üniversitesi Ticari Bilimler Fakültesi Dergisi 62-98.
- Eren E, *Türk Hukukunda Merkezi Karşı Taraf Kuruluşları, Merkezi Karşı Taraf Uygulaması ve Tezgah Üstü Türev Araçların Merkezi Takası* (On İki Levha 2019).
- Eren F, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler* (29. Baskı, Legem 2024).
- İnceoğlu MM, *Sermaye Piyasasında Aracı Kurumların Hukuki Sorumluluğu* (Seçkin 2004).
- Kavaklıdere K, Aracı H ve Aktaş H, 'Türev ve Spot Piyasalar Arasındaki Etkileşim: VOB Üzerine Bir İnceleme' (2012) 56 Muhasebe ve Finansman Dergisi 137-154.
- Kaya A ve Demir K, 'Türev İşlemlerin Hukuka Uygunluğu Sorunu – Bankaların Türev İşlemlerden Doğan Yükümlülükleri', (2018) 76(1) İstanbul Hukuk Mecmuası 177-201.
- Kılıçoğlu A, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler* (28.Bası, Turhan 2024).
- Kuntalp E, 'Teminat Kavramı, Teminat Türleri ve Bunlardan Doğan Sorumluluk' iç *Prof.Dr. Reha Poroy'a Armağan* (İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi – 1995) 263-299.
- Lien K (Çeviren: Melis İnan M), *Forex Hakkında Her Şey* (Optimist 2015).
- Mıhçı EC ve Aytekin A, 'Türkiye'de Foreks Piyasası ve Yapısal Düzenlemelerin Piyasa İşleyişine Etkilerinin Değerlendirilmesi' (2020) 5(13) İktisadi İdari ve Siyasal Araştırmalar Dergisi 251-269.
- Mutlu S ve Aktaş R, 'Türev ve Spot Piyasalar Arasındaki Nedensellik Etkileşimi: BIST Üzerine Bir İnceleme', (2021) 6(1) Bilecik Şeyh Edebali Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi 96 – 108.
- Oğuzman K ve Öz T, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler C.I* (22.Bası, Vedat 2024).
- Olson ES, *Zero Sum Game: The Rise of the World's Largest Derivatives Exchange* (John Wiley&Sons 2011).
- Özbay Ç, *Aracı Kurumlar Tarafından Hazırlanan Standart Sözleşmeler Karşısında Yatırımcının Korunması* (SPK Yeterlik Etüdü 1999).
- Özdemir O, 'Aracı Kurumların Gerçekleştirdikleri Kaldıraçlı Alım Satım (Foreks) İşlemleri ve Muhasebe Uygulamaları' (2015) 17(4) Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi 845 – 869.
- Özel Ç, 'Haksız Genel İşlem Koşullarına Karşı Tüketicinin Korunması Sorununa Bir Bakış ve Almanya Örneği', (1999) 20 (2) Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 53-69.
- Özşahin K, *Vadeli İşlem Sözleşmesinin Hukuki Niteliği* (SPK Yeterlik Etüdü 1999).
- Penezoglu YG, *Hukuki Bakımdan Vadeli İşlem Sözleşmeleri* (Kazancı 2004).

Saruhan U, *Vadeli İşlem Sözleşmelerinde İfa İhlalleri* (On İki Levha 2022).

Savuran Oİ ve Altaş G, 'Foreks Piyasası ve Aracı Kurumlar' (2017 Kış) Gösterge – TSPB 47-63.

SPK, *Forex Kaldıraçlı Alım Satım İşlemleri Yatırım Bilgilendirme Kitapçığı* (2024).

Şenol KE, 'Sözleşmenin İçeriğini Belirleme Özgürlüğü ve Bunun Genel Sınırı-TBK m. 27', (2016) 74(2) İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası 709-737.

Yaslıdağ B, *Forex Piyasası İşlemleri ve Kripto Paralar* (2.Baskı, Seçkin 2021).

Yıldırım R, *Sermaye Piyasası Hukukunda Yöneticilerin Türev Araçlar ile İlgili Hukuki İşlemlerden Yatırımcıya Karşı Sorumluluğunun Doğduğu Haller* (On İki Levha Yayıncılık, 2024).