

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME BÖLÜMÜ
ANABİLİM DALI

MENKUL KIYMETLEŞTİRMEDE ÖRNEK ÜLKE
UYGULAMALARI VE TÜRKİYE İÇİN ÖNERİLER

Yüksek Lisans Tezi

Cihan HAKYEMEZ

Tez Danışmanı

Doç.Dr. Kadir GÜRDAL

Ankara-2012

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI

MENKUL KIYMETLEŞTİRMEDE ÖRNEK ÜLKE UYGULAMALARI VE TÜRKİYE İÇİN
ÖNERİLER

Yüksek Lisans Tezi

Tez Danışmanı : Doç.Dr. Kadir GÜRDAL

Tez Jürisi Üyeleri

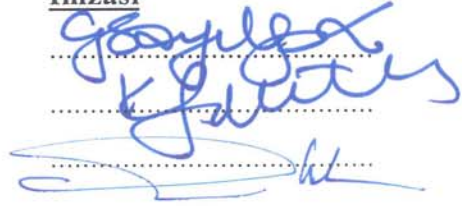
Adı ve Soyadı

Prof.Dr. Güven SAYILGAN

Doç.Dr. Kadir GÜRDAL

Yrd.Doç.Dr. Yiğit ÖZBEK

İmzası



Tez Sınavı Tarihi 14/02/2012

TÜRKİYE CUMHURİYETİ
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Bu belge ile, tezdeki bütün bilgilerin akademik kurallara ve etik davranış ilkelerine uygun olarak toplanıp sunulduğunu beyan ederim. Bu kural ve ilkelerin gereği olarak, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce ve sonuçları andığımı ve kaynağını gösterdiğimi ayrıca beyan ederim. (14/02/2012)

Tezi Hazırlayan Öğrencinin

Adı ve Soyadı

Cihan HAKYEMEZ



İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	IV
TABLolar LİSTESİ.....	VII
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	VIII
KISALTMALAR	IX
GİRİŞ	1
I. BÖLÜM	2
MENKUL KIYMETLEŞTİRME	2
I. MENKUL KIYMETLEŞTİRME KAVRAMI	2
A. MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN TANIMI.....	2
B. MENKUL KIYMETLEŞTİRMEDE YER ALAN TARAFLAR	4
1. Kaynak Şirket (Originator).....	5
2. Hizmet Veren Firma (Servicer).....	5
3. Özel Amaçlı Kurum (Special Purpose Entity)	6
4. Yatırım Bankaları	7
5. Güvence Mekanizmaları.....	8
a) İçsel Güvence Mekanizmaları	8
i. Aşırı Teminatlandırma	8
ii. Ödeme Öncelikli Sistem	8
iii. Fon Yaratılması (Marj Hesabı)	9
b) Dışsal Güvenlik Mekanizmaları	9
6. Derecelendirme Şirketleri.....	10
7. Yedd-i Emin	11
8. Yatırımcılar	12
C. MENKUL KIYMETLEŞTİRMEYE KONU OLAN VARLIKLAR	12
D. MENKUL KIYMETLEŞTİRME UYGULAMALARININ FAYDALARI	14
1. Kaynak Şirket (Kredi Veren Kurum) Açısından	15
a) Oran İyileştirme	15
b) Alternatif ve Ucuz Fon Kaynağı Sağlama.....	17
c) Faiz Oranı Riskini Yok Etme	18
d) İşlem Hacmini Genişletme	18
2. Özel Amaçlı Kurum Açısından	18
3. Yatırımcılar Açısından	18
4. Kredi Borçluları Açısından	19
5. Genel Ekonomi Bakımından	19
E. MENKUL KIYMETLEŞTİRME UYGULAMALARININ SAKINCALARI	19

1. Asimetrik Bilgi.....	20
2. Temsil Problemi.....	23
3. Menkul Kıymetleştirmenin Diğer Sakıncaları.....	23
F. MENKUL KIYMETLEŞTİRME UYGULAMALARININ TAŞIDIĞI RİSKLER	24
1. Finansal Riskler.....	25
a) Kredi Riski	25
b) Erken Ödeme Riski	25
c) Faiz Oranı Riski	26
d) Likidite Riski.....	26
e) Yeniden Yatırım Riski	26
f) Pazar ve Fiyat Riski	27
2. Ülke ve Transfer Riski	27
3. Operasyonel Risk	28
G. MENKUL KIYMETLEŞTİRME SÜRECİ	28
1. Varlık Havuzunun Oluşturulması ve Havuzun Özellikleri.....	29
2. Ödeme Yapısının Belirlenmesi	29
3. Özel Amaçlı Kurumun Kurulması	30
4. Alacakların Özel Amaçlı Kuruma Devri	31
5. Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı ve Satışı	31
6. Alacakların Tahsilatı ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Geri Ödenmesi	32
H. MENKUL KIYMETLEŞTİRME YÖNTEMLERİ.....	32
1. Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler (Pass-through Securities).....	33
2. Borçluluk İfade Eden Tahviller	36
a) Varlığa Dayalı Tahviller.....	36
b) Nakit Akımlı Tahviller (Pay-through Securities)	38
İ. VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLERİN İŞLEM GÖRDÜĞÜ PİYASALAR.....	39
1. Birincil Piyasalar	40
2. İkincil Piyasalar.....	40
II. BÖLÜM	41
II. MENKUL KIYMETLEŞTİRMEDE YASAL DÜZENLEMELER, ÜLKE ÖRNEKLERİ VE MENKUL KIYMETLEŞTİRME UYGULAMALARININ DEĞERLENDİRİLMESİ	41
A. MENKUL KIYMETLEŞTİRMeye İLİŞKİN YASAL DÜZENLEMELER	41
1. IASB'ın Menkul Kıymetleştirmeye İlişkin Düzenlemeleri	42
2. Türkiye'de Menkul Kıymetleştirmeye İlişkin Düzenlemeler	42
a) Menkul Kıymet ve Borsa Kanunu.....	43
i. Seri:III No:33 sayılı İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ	46
ii. Seri:III No:34 sayılı Konut Finansmanı Fonlarına ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ	49
iii. Seri:III No:35 sayılı Varlık Finansmanı Fonlarına ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ	54
b) Muhasebe Standartlarına İlişkin Düzenlemeler.....	57
c) Sermaye Yeterliliğine İlişkin Düzenlemeler	65
d) Vergi Mevzuatına İlişkin Düzenlemeler	68
3. FASB'ın Menkul Kıymetleştirmeye İlişkin Düzenlemeleri	70
B. MENKUL KIYMETLEŞTİRMEDE ÖRNEK ÜLKE UYGULAMALARI	72
1. Amerika Birleşik Devletleri	76

a)	Kurumsal Yapı ve Yasal Düzenlemeler	76
b)	Piyasa Özellikleri	81
c)	Uygulanan Modelin Başarılı ve Başarısız Yönleri	83
i.	Başarılı Yönleri	83
ii.	Başarısız Yönleri	83
2.	İngiltere	84
a)	Kurumsal Yapı ve Yasal Düzenlemeler	84
b)	Piyasa Özellikleri	89
c)	Uygulanan Modelin Başarılı ve Başarısız Yönleri	91
i.	Başarılı Yönleri	92
ii.	Başarısız Yönleri	92
3.	Almanya	92
a)	Kurumsal Yapı ve Yasal Düzenlemeler	93
b)	Piyasa Özellikleri	95
c)	Uygulanan Modelin Başarılı ve Başarısız Yönleri	97
i.	Başarılı Yönleri	97
ii.	Başarısız Yönleri	98
4.	Japonya	98
a)	Kurumsal Yapı ve Yasal Düzenlemeler	98
b)	Piyasa Özellikleri	100
c)	Uygulanan Modelin Başarılı ve Başarısız Yönleri	102
i.	Başarılı Yönleri	102
ii.	Başarısız Yönleri	103
5.	Avustralya	104
a)	Kurumsal Yapı ve Yasal Düzenlemeler	104
b)	Piyasa Özellikleri	105
c)	Uygulanan Modelin Başarılı ve Başarısız Yönleri	107
i.	Başarılı Yönleri	108
ii.	Başarısız Yönleri	108
6.	Türkiye	108
C. TÜRKİYE'DEKİ ve DÜNYADAKİ GELİŞMELER IŞIĞINDA MENKUL KİYMETLEŞTİRME UYGULAMALARINDA KARŞILAŞILAN SORUNLAR ve ÇÖZÜM ÖNERİLERİ.....		112
SONUÇ.....		125
KAYNAKÇA		127
ÖZET.....		137
ABSTRACT		139

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1 Derecelendirme Tablosu	11
Tablo 2 Menkul Kıymetleştirilebilecek Varlıklar	14
Tablo 3 Türkiye’de Bankaların VDMK İhracında Kullandıkları Alacakların Dağılımı (%)	44
Tablo 4 Gerçeğe Uygun Değer Tespiti	64
Tablo 5 X ve Y Bankası’nın Riske Dayalı Sermaye Yeterliliği	66
Tablo 6 FASB Gerçeğe Uygun Değer Hiyerarşisi	72
Tablo 7 Örnek Ülkelerin 2000-2010 Toplam Menkul Kıymetleştirme Hacmi (Milyon USD)	75
Tablo 8 ABD’de Toplam Menkul Kıymetleştirme Hacmi (Milyon USD)	82
Tablo 9 ABD’de Menkul Kıymetleştirmeye Konu Olan Alacaklar	82
Tablo 10 İngiltere’de Yıllara Göre Menkul Kıymetleştirme Hacmi (Milyon USD)	89
Tablo 11 İngiltere’de Menkul Kıymetleştirmeye Konu Olan Alacaklar	90
Tablo 12 Almanya’da Yıllara Göre Menkul Kıymetleştirme Hacmi (Milyon USD)	95
Tablo 13 Almanya’da Menkul Kıymetleştirmeye Konu Olan Alacaklar	96
Tablo 14 Japonya’da Yıllara Göre Menkul Kıymetleştirme Hacmi (Milyon USD)	101
Tablo 15 Japonya’da Menkul Kıymetleştirmeye Konu Olan Alacaklar	102
Tablo 16 Avustralya’da Yıllara Göre Menkul Kıymetleştirme Hacmi (Milyon USD)	106
Tablo 17 Avustralya’da Menkul Kıymetleştirmeye Konu Olan Alacaklar	107
Tablo 18 Türkiye’deki 2002-2010 Yılları Arasındaki Tüketici Fiyat Endeksi	119
Tablo 19 Türkiye’de Bankaların 2002-2010 Yılları Arasında Verdiği Tüketici Kredileri (Milyon TL)	120
Tablo 20 Türkiye’deki Bankaların 21 Nisan 2011 Tarihindeki Zorunlu Karşılık Oranları (TL)	122
Tablo 21 Türkiye’de Bankacılık Sektörünün Sermaye Yeterliliği Oranları	122
Tablo 22 Türkiye’de 2003-2010 Arası Menkul Kıymet Stokları	123

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1	Basit Bir Menkul Kıymetleştirme İşlemi	4
Şekil 2	Menkul Kıymetleştirme İşlemi	28
Şekil 3	Menkul Kıymetleştirme Yöntemleri	33
Şekil 4	Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymet İhracında Nakit Akımları.....	34
Şekil 5	Varlığa Dayalı Tahvil İhracı	37
Şekil 6	Nakit Akımlı Menkul Kıymet İhracı.....	39
Şekil 7	Gerçeğe Uygun Değer Tespiti.....	64
Şekil 8	Bankacılık Sektöründe Mevduatın Vade Yapısı	121

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ASB	: Accounting Standards Board
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
CRD	: Capital Requirements Directive
FAS	: Financial Accounting Standard
FASB	: Financial Accounting Standards Board
FRS	: Financial Reporting Standards
IAS	: International Accounting Standard
IASB	: International Accounting Standard Board
İDMK	: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler
İTMK	: İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler
SEC	: Security Exchange Commission
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPE	: Special Purpose Entity (Özel Amaçlı Kuruluş)
VDMK	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TMS	: Türkiye Muhasebe Standartları
TTK	: Türk Ticaret Kanunu

GİRİŞ

Finansal kurumların faaliyetlerini sürdürebilmeleri açısından likit bir aktif yapısına sahip olmaları ya da ihtiyaç duyduklarında fon temin edebilme kapasitesinde olabilmeleri son derece önemlidir. Menkul kıymetleştirme, bilançoda likit olmayan varlıkların alınıp satılabilir menkul kıymetlere dönüşmesi yoluyla likiditeyi arttırması ve fon gereksiniminin karşılaması işlevlerine sahip bir süreç olduğu için uygulanmaya başlandığı 1970’li yıllardan itibaren günden güne daha fazla şirketin başvurduğu bir finansman yöntemi olmuştur.

Menkul kıymetleştirme uygulamalarında yer alan taraflar ve menkul kıymetleştirilen varlık türleri sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ekonomilerde bu gelişmişliğe paralel olarak çeşitlilik göstermektedir. Sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ekonomilerde menkul kıymetleştirme uygulamalarında rol oynayan tarafların sayısı artmakta ve bu doğrultuda işletmeler yeni fon yaratmak amacıyla bilanço dışı menkul kıymetleştirme uygulamalarını daha çok tercih etmektedir. Varlıkların bilanço dışı bırakılmasının ve menkul kıymetleştirilmesinin belirli düzenlemelere göre yapılması süreçte birçok tarafın yer alması ve bu tarafların tamamının çıkarlarının korunması açısından son derece anlaşılır bir durumdur.

Bu çalışma iki bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, menkul kıymetleştirme kavramı, süreçte yer alan taraflar ile menkul kıymetleştirmenin sağladığı avantaj ve dezavantajlar, riskler ve sakıncalar tüm yönleriyle teorik açıdan ele alınarak anlatılmaya çalışılmıştır. İkinci bölümde ise Türkiye’de ve dünyada menkul kıymetleştirmeye ilişkin düzenlemeler arasındaki farklar ve benzerlikler ile örnekler yer almaktadır. Ayrıca 2007 yılında ABD’de ipotek piyasalarında başlayan ve küresel finans krizi haline dönüşen süreçte düzenlemelerin özellikle muhasebe uygulamalarının hangi yönlerinin tartışma konusu olduğu ve tartışmalar sonucunda finansal yapının nasıl şekillendiği ya da şekilleneceği ele alınmıştır. Son olarak menkul kıymetleştirme uygulamalarında dünyada ve Türkiye’deki uygulamalar ve düzenlemelere ilişkin muhtemel sorunlar karşısında çözüm önerileri değerlendirilmiştir.

I. BÖLÜM

MENKUL KIYMETLEŞTİRME

I. MENKUL KIYMETLEŞTİRME KAVRAMI

A. MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN TANIMI

İngilizce “securitization”, “asset securitization” ve “structured finance” terimleriyle ifade edilen menkul kıymetleştirme¹ basit anlamıyla varlıkların menkul kıymet haline getirilmesini ifade eder. Fakat burada menkul kıymetleştirme ile kastedilen bir dönüşüm değil, varlığın temsil ettiği alacak haklarının ihraç edilen menkul kıymete dayanak oluşturmasıdır. Şirketler faaliyetlerini gerçekleştirmek üzere alacak ve borç ilişkisine girerler. Sahip olunan alacakların likiditesi vadelerine göre farklılıklar gösterir ve bu alacaklar vade tarihlerine kadar bekler, şirketler için bir nakit kaybı oluştururlar. Alacaklara likidite kazandırma, başka bir deyişle, şirketlere belirli bir süre nakit akımı sağlamayan bu alacakların menkul kıymet haline getirilip satılması, menkul kıymetleştirme uygulamalarının temelini oluşturur.

Menkul kıymetleştirme, özellikle finansman kuruluşlarının likit olmayan varlıklarını (ikametgah amaçlı ipotekler, otomobil kredileri, kredi kartı alacakları ve kira ödemeleri vb.) bir pakette ya da bir havuzda toplayarak menkul kıymete dönüştürmesi süreci olarak tanımlanabilir. Menkul kıymetleştirme sonucunda ihraç edilen menkul kıymetler “varlığa dayalı menkul kıymetler” olarak adlandırılmaktadır.²

Menkul kıymetleştirme, bir havuzda toplanan finansal varlıkların satışı ve doğan nakit akışının oluşturduğu dayanakla menkul kıymet ihracının gerçekleştirildiği bir finansman yöntemidir.³ Tanımdan da anlaşıldığı üzere menkul kıymetleştirme, nakit akımlarına dayalı bir finansman yöntemidir. Menkul kıymetleştirme işleminde, teminat gösterilen varlıkların sağladığı nakit akımları,

¹ İngilizce’de olduğu gibi Türkçe’de de menkul kıymetleştirmeye ilişkin birbirinin yerine geçecek “varlığa dayalı menkul kıymetleştirme”, “yapılandırılmış finans”, “menkul kıymetleştirme” gibi farklı terimler kullanılmaktadır.

² H. Doğru, **Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage**, Doğru Yayınları, 2007, s.3.

³ International Finance Corporation, “Securitizations”, (Çevrimiçi), <http://www.ifc.org/ifcext/treasury.nsf/Content/Securitization> , Erişim Tarihi: 11.09.2010.

ihraç edilen borçlanma senetlerinin ödemelerinde kullanılmaktadır. Bu nedenle aslında menkul kıymetleştirilen şey, varlığın kendisi değil, sağladığı nakit akımıdır.⁴

Geniş anlamda menkul kıymetleştirme ise, fon akımlarının ve sermaye araçlarının geleneksel yapıdan ayrılması olarak ifade edilebilir. Buradaki geleneksel yapı kavramı, bu çalışmanın “Menkul Kıymetleştirme Uygulamalarına Ülke Örnekleri” başlığı altında anlatılacak olan 1970’li yıllardan önceki işleyiştir.

Bir tahvil ya da finansman bonosu gibi sahibine anapara ve bu anaparanın faizinden oluşan bir getiri sağlayan varlığa dayalı menkul kıymetler; geri ödemede kullanılan kaynaklar, yatırım ve finansman riskleri bakımından klasik bir tahvil ve finansman bonosuna göre farklılıklar taşımaktadır. Tahvil gibi klasik menkul kıymetler, fon ihtiyacı bulunan şirketin kendisi tarafından ihraç edilmektedir ve ihraççı şirketin bilançosunun pasifinde bir yükümlülük olarak yer almaktadır. Şirket, mali yönden zor duruma düştüğünde tahvil sahiplerinin yatırdıkları paraları geri almaları zorlaşabilir veya gecikebilir. Şirketin iflası durumunda ise, rehin hakkı sahipleri ile şirket çalışanları gibi imtiyazlı alacaklılar, şirketin varlıkları üzerinde öncelik hakkına sahip oldukları için tahvil gibi menkul kıymetlerin geri ödenip ödenmemesi şirketin gerek mevcut, gerekse menkul kıymetin vade süresi içinde şirketin mali yapısı ve performansına sıkı sıkıya bağlıdır. Bu nedenle mali yapısı zayıf ve finansal riskleri fazla olan şirketler fon gereksinimlerini sermaye piyasalarına tahvil ihraç ederek sağlayamazlar.⁵

Menkul kıymetleştirmede ise, şirketin sahip olduğu alacaklar o şirketin varlıklarının dışına çıkarılarak geri ödemesi söz konusu alacaklardan elde edilecek nakit akımları ile bir menkul kıymet ihraç edilir. Bu işlemin temel amacı; alacakları, alacakların sahibi olan şirketin mali yapısı ve faaliyetleri ile ilgili doğabilecek tüm risklerden izole ederek, sadece varlığa dayalı menkul kıymetlerin geri ödemesine tahsis etmektir. Böylelikle varlığa dayalı menkul kıymetler, fona ihtiyaç duyan “kaynak şirket (originator)” tarafından değil, sadece alacaklara güvence oluşturabilmek amacıyla devreye giren bir “özel amaçlı kurum (special purpose entity)” tarafından ihraç edilir. Yani, kaynak şirketin mali yönden zor duruma düşmesi ya da iflası durumunda alacaklardan elde edilen nakit akımları ile menkul

⁴ V. Kothari, **Securitization The Financial Instrument of the Future**, Wiley Ltd., 2006, s.3.

⁵ Doğru, a.g.e., s.3-4.

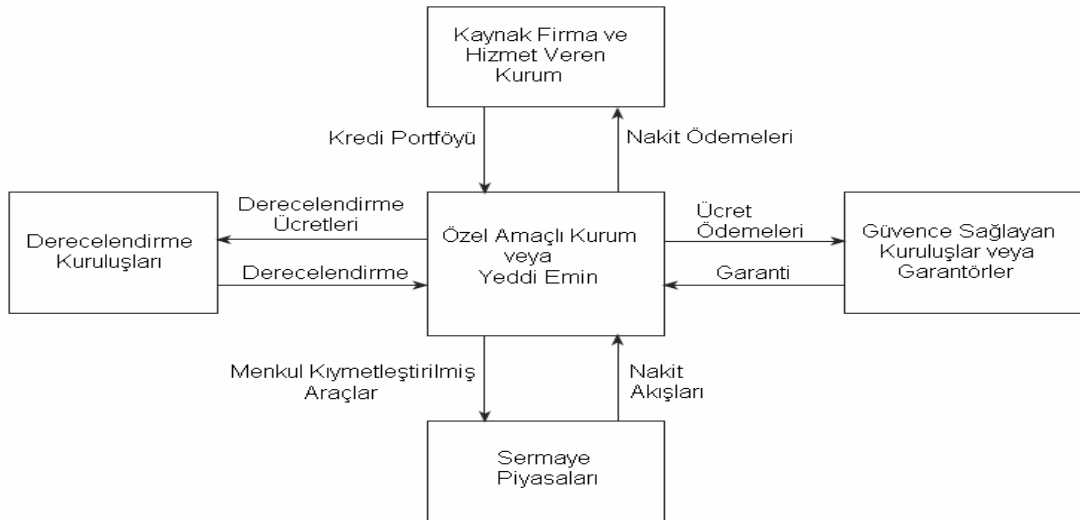
kıymet sahiplerine ödemeler devam eder, kaynak şirket alacaklar üzerinde herhangi bir hak iddia edemez.⁶

Yukarıda yer alan açıklamalar doğrultusunda, varlığa dayalı menkul kıymetlerde “risk” kavramının, klasik menkul kıymetlere göre farklı olduğunu ifade edilebilir. Şöyle ki; varlığa dayalı menkul kıymetlere yatırım yapanlar, tahvil veya hisse senedinde olduğu gibi bir şirketin mali yapısına ve performansına göre değil, menkul kıymetleştirilen alacakların güvenilirliğine göre yatırım kararlarını vereceklerdir.

B. MENKUL KIYMETLEŞTİRMEDE YER ALAN TARAFLAR

Geleneksel finansman yöntemlerine göre daha karmaşık ve çeşitlilik gösteren menkul kıymetleştirme uygulamalarında yer alan taraflar da aynı şekilde karmaşık ve adeta bir zincirin halkaları gibi çok sayıda katılımcıyı kapsamaktadır. Menkul kıymetleştirme sürecinde her bir uygulama katılımcılardan birisi tarafından yürütülmektedir.

Şekil 1 Basit Bir Menkul Kıymetleştirme İşlemi



⁶ Doğru, a.g.e., s.4.

1. Kaynak Şirket (Originator)

Kaynak şirket, menkul kıymetleştirme işleminin temelini oluşturan varlıkların sahibidir. Çünkü kaynak şirket, kredileri verir ve sahip olduğu bu kredilerden bir havuz oluşturarak bu havuzu özel amaçlı kuruma devreder. Böylece kaynak şirket, menkul kıymetleştirme yoluyla daha düşük maliyetli fon sağlayarak daha çok kredi verme şansına sahip olur. Diğer bir ifade ile kaynak şirket, özel amaçlı kurumca ihraç edilen menkul kıymetler aracılığı ile finansman sağlayan taraftır. Kaynak şirket menkul kıymetleştirme yoluyla finansmanı sağlamak amacıyla alacaklarını belirli bir iskonto karşılığında özel amaçlı kuruluşa devreder.

Menkul kıymetleştirme ile kaynak şirket, kredileri satarak ya da devrederek düşük maliyetli finansman sağlamanın yanı sıra risklerini de ayırmış (azaltmış) olur. Kredilerin devredilmesi sonucunda alacakların kredi riski ile kaynak şirketin kredi riski birbirinden ayrılır.

Menkul kıymetleştirmenin, sadece finansal faaliyetlerden doğan alacaklara sahip (kaynak) şirketler tarafından kullanılan ya da sadece mali tabloları iyileştirme amacı güden bir yöntem olduğu söylenemez. Aksine menkul kıymetleştirme, daha önce de açıklandığı gibi, tahvil gibi klasik menkul kıymetleri ihraç edemeyecek durumda olan fakat geri ödeme güvenilirliği olan alacaklara sahip (kaynak) şirketlerin ucuz ve kolay fon temin etmesi için kullanılan bir yöntemdir.

Kaynak şirketler arasında ticaret bankaları, leasing, factoring ve sigorta şirketleri, otomobil üreticileri⁷, bilgisayar şirketleri yer almaktadır.

2. Hizmet Veren Firma (Servicer)

Hizmet veren firma, varlığa dayalı menkul kıymetlerden oluşan havuzun veya havuzların izlenmesi, bu varlıkların nakit akışından, yönetiminden ve bu havuzlara ait anapara ve faiz ödemelerinin toplanarak özel amaçlı kuruma iletilmesinden sorumludur. Aynı zamanda hizmet veren firma, yatırımcılara ve yedd-i emine sahip olunan varlık havuzuyla ilgili olarak dönemsel raporlar hazırlamakla yükümlüdür.

⁷ ABD’de finans kuruluşlarının yanı sıra büyük otomotiv şirketleri de araba satışlarından doğan alacaklara dayalı menkul kıymet ihracı gerçekleştirmektedirler. Otomotiv satışlarından doğan alacaklar ilk kez 1985 yılında Chrysler tarafından menkul kıymet olarak ihraç edilmiştir. Bkz. Kane, M.E.: An Introduction to the Asset-Backed Securities Market, New York, 2001, s.70.

Hizmet veren firma kaynak şirkete bağlı bir firma olabileceği gibi tamamen bağımsız olarak da kurulmuş olabilir.

3. Özel Amaçlı Kurum (Special Purpose Entity)

Özel amaçlı kurumlar birçok farklı kaynak şirketten varlıkları alarak bu varlıklardan bir havuz oluşturarak yatırımcılara menkul kıymetleri satan kurumlardır. Özel amaçlı kurumun bilançosunun aktifinde sadece, varlığa dayalı menkul kıymet ihraç etmek amacıyla devraldığı alacaklar; pasifinde ise sadece menkul kıymetleştirmeden kaynaklanan borçları bulunur. Bu kuruluşlar faaliyetlerini, varlığa dayalı menkul kıymet ihracı ve bu yolla elde edilen gelirle kaynak şirketten menkul kıymetleştirecek varlıklar satın alınması şeklinde sınırlandırmaktadır. Özel amaçlı kuruluşun faaliyetlerinin sınırlı olmasının en önemli nedeni bu kuruluşların “iflas dışı kurum (bankruptcy remoteness)” olarak nitelendirilmesinden kaynaklanmaktadır. Özel amaçlı kuruluşun faaliyetleri belirli kurallar ile kısıtlanarak iflas dışı kurum özelliği kazanmaktadır. Özel amaçlı kurumun kaynak şirketin sahipliğinde veya kontrolünde olması durumunda varlıkların kaynak şirketin iflas riskinden izole edilebilmesi için aşağıdaki koşulları sağlaması gerekir.⁸

1. Özel amaçlı kurumun faaliyetlerini katı bir şekilde menkul kıymetleştirme işlemiyle sınırlandırması zorunludur.

2. Özel amaçlı kurumun kendisine ait bağımsız yöneticilere sahip olması ve organizasyon yapısının yeterli sayıda bağımsız yöneticinin onayı olmadan iflas edemeyeceği şekilde düzenlenmesi gereklidir.

3. Özel amaçlı kurumların kaynak şirketten bağımsız ayrı varlıkları, banka hesapları ve kayıt defterlerinin olması gereklidir.

4. Özel amaçlı kurumlar, kendi harcamalarını kendi fonlarından karşılamak zorundadırlar.

5. Kaynak şirket, özellikle kreditorlere özel amaçlı kuruma ait olan varlıkların kaynak şirketle ilgisi olmadığını belirtmek zorundadır.

6. Kaynak şirket ile özel amaçlı kurum birbirlerine şirketler arası garanti sağlayamazlar.

⁸ J.Telpner, **A Securitisation Primer For First Time Issuers**, Global Securitisation and Structured Finance, 2003, s.5.

Özel amaçlı kuruluş, alacakları kaynak şirketin iflas riskinden izole etmek amacıyla kurulmuştur. Menkul kıymetleştirmenin amaçlarından biri kaynak şirketin iflası durumunda varlıkların (kredi havuzunun) üzerinde hak iddia edememesidir. Bu nedenle kaynak şirket menkul kıymetleştirilecek kredileri özel amaçlı kuruluşu devretmek durumundadır.⁹ Bir başka ifade ile yatırımcıların, kaynak şirketin güvenilirliğinden ziyade alacakların güvenilirliği doğrultusunda yatırım yapma kararı vermelerini sağlamak için alacaklar kaynak şirketin risklerinden izole edilir.

Özel amaçlı kurum tüzel kişiliğe sahip bir şirket olabileceği gibi yeddi emin olarak da kurulabilir. Yasal olarak ise bir anonim şirket olarak, bir fon olarak ya da bir ortaklık olarak kurulması mümkündür.¹⁰

4. Yatırım Bankaları

Yatırım bankaları sistemde temel olarak hizmet veren firmaların casusu gibi faaliyet göstererek, menkul kıymetleştirilen varlıkların satışında doğru alıcıları bulma amacını taşırlar.¹¹

Yatırım bankaları, varlığa dayalı menkul kıymetlerin satışına aracılık ederler. Bir diğer ifade ile yatırım bankaları, varlığa dayalı menkul kıymetlerin yatırımcılara satılmasına aracılık eden kurumlardır. Varlığa dayalı menkul kıymetlerin arzında yüklenici (underwriter) olarak çalışırlar veya varlığa dayalı menkul kıymetlerin satışında doğrudan aracılık faaliyetlerini yürütürler. Ayrıca hangi varlıkların menkul kıymetleştirilerek büyük miktarlarda potansiyel yatırımcı çekeceği konusunda ihraççı kuruma öneri vermekte önemli bir role sahiplerdir.¹²

Yatırım bankaları, varlığa dayalı menkul kıymetlerin halka arzında yüklenici rolünü üstlenecekse; çok sayıda yatırımcıya ve yüksek hacimli ihraçlara ulaşılabilirken, yüklenim riski taşıdıkları için, aracılık komisyonları da yüksek olacaktır. Diğer taraftan varlığa dayalı menkul kıymetlerin satışında doğrudan aracılık faaliyetlerini yürütecekse; az sayıda yatırımcı ile düşük hacimli satışlar gerçekleşecektir.

⁹ Telpner, a.g.e., s.5.

¹⁰ S. Tantan, **Menkul Kıymetleştirme: ABD Uygulamaları ve Bankacılık Sektörüne Etkileri**, Yayın No:44, SPK Yayınları,1996, s.17.

¹¹ Christine A. Pavel, **Securitization**, Probuss Publishing, Chicago, Illinois, 1989, s.45.

¹² Telpner, a.g.e., s.5.

5. Güvence Mekanizmaları

Varlığa dayalı menkul kıymet ihracında menkul kıymetin risklerini azaltmak, daha iyi bir derecelendirmeye tabii olmak ve pazarlama gücünü arttırmak nedeniyle bazı güvence mekanizmalarına ihtiyaç duyulmaktadır. Bu amaçla, ihraççı tarafından sağlanan güvence mekanizmalarına “içsel güvence mekanizmaları (internal credit enhancements)”, üçüncü şahıslar tarafından sağlananlara ise “dışsal güvence mekanizmaları (external credit enhancements)” adı verilmektedir.

a) İçsel Güvence Mekanizmaları

İçsel güvence mekanizmaları, alacakların herhangi bir şekilde ödenmemesi durumunda menkul kıymet ihraç eden firmanın yarattığı yöntemlerdir. İçsel güvence mekanizmalarında alacakların herhangi bir şekilde ödenmemesi halinde ihraççının menkul kıymetleri geri satın alması, ödemede öncelikleri olan menkul kıymet çeşitleri yaratılması, marj hesabı (spread account) adı verilen fon yaratılması gibi yöntemler kullanılmaktadır.¹³ Aşağıda menkul kıymetleştirmede içsel güvenlik mekanizmalarının başlıca ve en sık kullanılan yöntemlerine değinilmiştir.

i. Aşırı Teminatlandırma

En sık kullanılan yöntem olan aşırı teminatlandırma (over collateralization), varlığa dayalı menkul kıymetlerin değerinden fazla tutarda alacağın, özel amaçlı kuruluşa devredilmesidir. Aşırı teminatlandırmada özel amaçlı kurum, alacak havuzunun tamamını varlığa dayalı menkul kıymet olarak ihraç etmez. Genel olarak alacak havuzundan %10 ya da %20 oranında bir marj bırakılarak, %90 veya %80 oranında varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edilmesiyle gerçekleşir. Böylelikle bırakılan %10 veya %20 oranındaki marj, ödenmeyen alacakların yerine kullanılmak üzere bir teminat fonksiyonuna sahip olur.

ii. Ödeme Öncelikli Sistem

Bu sistem kapsamında “senior” ve “junior (subordinated securities)” olmak üzere iki farklı türde menkul kıymet ihracı gerçekleştirilir. İki tür menkul kıymetin

¹³ N. Öcal, **Türkiye’de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, Yayın No:106, SPK Yayınları,1997, s.15.

toplam ihraç tutarı kadar alacak, varlığa dayalı menkul kıymetlerin geri ödenmesinde kullanılmak üzere özel amaçlı kuruluşa devredilir.¹⁴ Ödemelerden öncelikle “senior” türdeki menkul kıymete sahip olan yatırımcılar yararlanır ve bu menkul kıymetler genelde AAA kredi derecesine sahiptirler. “Junior” menkul kıymetler ise, “senior” türdeki menkul kıymetlere yapılacak ödemeler tamamlandıktan sonra ödemelerden faydalanırlar. Bu şekilde alacakların ödenmeme riskinin belirli bir kısmı, “senior” türdeki menkul kıymet yatırımcılarına devredilmiş olur. Örneğin, toplam 150 birim alacak karşılığında 70 birim “senior” ve 70 birim “junior” sınıf varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edildiği¹⁵ ve alacaklardan yalnızca 90 birim tahsilat yapıldığı varsayılırsa, bu durumda “senior” türdeki varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri tahsil edilen 90 birimden kendi alacaklarının tamamını alacak, geriye kalan 20 birim alacak “junior” türdeki varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerine ödenecektir. Böylelikle “senior” varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri alacaklarının tamamını alırken, “junior” varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri toplam 70 birim olan alacaklarının sadece 20 birimini alabileceklerdir.¹⁶

iii. Fon Yaratılması (Marj Hesabı)

Menkul kıymetlere teminat olan varlıklardan gelen nakit akımlarının menkul kıymetlere yapılacak ödemeleri karşılamadığı durumlarda bu ödemeleri yapmak için bir fon oluşturulması (spread account), varlığa dayalı menkul kıymet ihracında kaynak şirketin sağlayabileceği bir diğer güvence mekanizmasıdır. Bu fonun kaynağı, ihraç öncesinde kaynak şirket tarafından yatırılan avans ile varlıkların getirileri ile varlığa dayalı menkul kıymete ödenen faiz arasındaki pozitif farktır.¹⁷

b) Dışsal Güvenlik Mekanizmaları

Dışsal güvenlik mekanizmaları, menkul kıymetleştirilen alacakların veya varlığa dayalı menkul kıymetlerin anapara ve faizlerinin ödenmesi ile ilgili banka,

¹⁴ Doğru, a.g.e., s.53.

¹⁵ Örnekte ihraç toplamı 140 birim olup devralınan toplam alacak 150 birim olduğundan, 10 birim alacak teminat (over-collateralization) olarak alınmıştır.

¹⁶ Doğru, a.g.e., s.53.

¹⁷ Öcal, a.g.e., s. 16.

sigorta şirketi veya mali kurumlarca sağlanan garanti, sigorta ve kredilerden oluşmaktadır.¹⁸

6. Derecelendirme Şirketleri

Derecelendirme şirketleri, ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetlerin derecelendirmesini yapar. Derecelendirme şirketleri; kredi riski, nakit akımı ve hukuki yükümlülük olmak üzere üç ana grup çerçevesinde analiz yapmaktadırlar.¹⁹

1. Kredi riski analizi, kaynak şirketin ve genel olarak risk profilinin değerlendirilmesini, ikinci olarak portföyün kalitesi ve özellikleri ile kaynak şirketin kredi ve aracılık yüklenimi uygulamalarını ve üçüncü olarak da hizmet veren firmanın ve yedd-i eminin değerlendirilmesini içerir.²⁰

2. Nakit akım analizi ise ödeme yapısı ve teminatın doğasındaki risklerin araştırılmasını içerir.

3. Hukuki yükümlülük analizi, varlık sahipliğinin incelenmesini ve satıcı veya hizmet veren firmanın olası iflasıyla ilgili risklerin değerlendirilmesini kapsar.²¹

Derecelendirme şirketleri, tahvil gibi geleneksel menkul kıymetlerin ihracında şirketin genel kredibilitesini ölçerken, menkul kıymetleştirmede esas olarak, menkul kıymetleştirecek alacakları değerlendirir.²² Menkul kıymetleştirilen alacaklar, özel amaçlı kurum aracılığı ile iflastan arındırılmış finansal araçlara dönüştüğü için daha yüksek derecelendirmeye tabi olurlar. Örneğin; varlıklarını menkul kıymetleştirmemiş bir şirketin derecesi Baa3 olsun. Eğer Baa3 dereceli bu şirket, 100 milyon TL’lik varlıkları ile güvence edilmiş 75 milyon TL’lik tahvil ihraç ederse, bu menkul kıymetlerin derecesi Baa1’e yükselir. Derecelendirme kuruluşunun 50 milyon TL’lik varlığa dayalı menkul kıymet ihracı da aynı 100 milyon TL’lik varlıkla teminat altına alınırsa, ihraç edilen bu menkul kıymetin de Baa1 derecesinde olması mümkündür. Eğer 100 milyon TL güvence veren şirketin varlıklarının değeri 60 milyon TL’ye düşerse 75 milyon TL tahvil ihracından alan yatırımcılar 15 milyon TL’lik bir zararla karşı karşıya kalırlar. Ama 50 milyon TL’lik varlığa dayalı

¹⁸ Doğru, a.g.e., s.50

¹⁹ N. Vatansever, “*Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Uygulaması*”, **Muğla Üniversitesi SBE Dergisi**, Sayı 1, Güz 2000, s.264.

²⁰ Tantan, a.g.e., s.31.

²¹ Vatansever, a.g.e., 265.

²² Doğru, a.g.e., s.73.

menkul kıymete yatırım yapanlar bütün anapara ve kârı alırlar. 50 milyon TL’lik varlığa dayalı menkul kıymet ihracının riskinin daha az olması gerekmektedir ve varlığa dayalı menkul kıymetleştirmede 50 milyon TL’lik bir ihraca A1 gibi daha iyi bir derece verilmesi de mümkündür. 50 milyon TL’lik varlığa dayalı menkul kıymet ihracına daha yüksek bir derece verilmesi “standart borç kontratına” aykırı bir durumdur. Ancak bu ihraç, kaynak şirketin başka faaliyetlerinden doğan risklerinin elimine edilmesi sonucu iflas riskinden arındırıldığı için daha yüksek bir derecelendirme notu alabilme imkanına sahiptir.²³

Tablo 1 Derecelendirme Tablosu

DEĞER	DERECELENDİRME KURULUŞU		
	Moody's	Standard&Poor's	Fitch
1	Aaa	AAA	AAA
2	Aa1	AA+	AA+
3	Aa2	AA	AA
4	Aa3	AA-	AA-
5	A1	A+	A+
6	A2	A	A
7	A3	A-	A-
8	Baa1	BBB+	BBB+
9	Baa2	BBB	BBB
10	Baa3	BBB-	BBB-
11	Ba1	BB+	BB+
12	Ba2	BB	BB
13	Ba3	BB-	BB-
14	B1	B+	B+
15	B2	B	B
16	B3	B-	B-
17	Caa1	CCC+	CCC+
18	Caa2	CCC	CCC
19	Caa3	CCC-	CCC-
20	==	CC	CC
21	==	D	D

Kaynak: Securitisation: 10 lessons to remember, Dennis Vink, s.20.

7. Yedd-i Emin

Menkul kıymetleştirme sürecinde hizmet veren firma ile yatırımcılar ve kredi garantisi verenlerle yatırımcılar arasında bir aracı olan yedd-i emin (trustee), fon

²³ D. Vink, **Securitization: Ten Lessons to Remember**, MCA: Tijdschrift voor Organisaties in Control 11,2007, S.20.

adına ihraççıdan varlıkları satın alma ve yatırımcıların sertifikalarını ihraç etme sorumluluklarına sahiptir.²⁴

Varlığa dayalı menkul kıymet ihraç eden kurum ve fon varlıklarını muhafaza eden güvenilir kişi tarafından kurulan birim, çoğunlukla kredilerden oluşan havuzu yönetir. Söz konusu birim, kredilere ilişkin ödemeleri ve bu kredileri güvence altına alan teminatların getirilerini tahsil etmekle yetkilidir.²⁵

8. Yatırımcılar

Varlığa dayalı menkul kıymetlere yatırım yapan gerçek ve tüzel kişilerdir. Bir diğer ifade ile menkul kıymetleştirme sürecinde ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetleri alan bireysel ya da kurumsal yatırımcılardır. Kurumsal yatırımcılar arasında bankalar, yatırım fonları, sigorta şirketleri vb. örnek olarak gösterilebilir.

C. MENKUL KIYMETLEŞTİRMeye KOnu OLAN VARLIKLAR

Menkul kıymetleştirme, nakit akımına dayalı bir finansman tekniği olduğu için, menkul kıymetleştirilecek varlığın mutlaka varlığa dayalı menkul kıymetin geri ödemesinde kullanılacak bir nakit akımı yaratması gereklidir. Bu nedenle, menkul kıymetleştirmeye konu olan varlık, esas olarak, gelecekte bir nakit akımı yaratma potansiyeline sahip olacak haklarıdır. Nakit akımı yaratma potansiyeline sahip olacakların menkul kıymetleştirilmesine en ilginç örnek, 1997 yılında ABD’de , ünlü müzisyen David Bowie’nin gelecekteki albüm satışlarından elde edilecek alacakların menkul kıymetleştirilmesi suretiyle on yıl vadeli varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edilmesidir.²⁶ Ayrıca 2006 yılında İngiliz Futbol Kulübü Arsenal gişe ve satış gelirlerini menkul kıymetleştirmiştir. Diğer taraftan Vodafone Japonya, 12 milyar Dolarlık işlem hacmiyle 2007 yılı itibarıyla en büyük varlık menkul kıymetleştirmesini gerçekleştirmiştir.²⁷

²⁴ Tantan, a.g.e., s.32.

²⁵ Vatansever, a.g.e., s.265.

²⁶ Doğru, a.g.e., s.41.

²⁷ Vink, a.g.e., s.15.

Bu bakımdan menkul kıymetleştirmeye konu olan varlıkların hepsi gelecekte bir nakit akımı sağlaması beklenen alacaklardan oluşur. Nakit akımı yaratmasının yanı sıra menkul kıymetleştirmeye konu olacak varlıkların temel özelliklerini aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür:

1. Alacaklar, esas olarak kaynak şirketin kayıtları üzerinden izleneceğinden kaynak şirketin ve kayıtlarının güvenilir olması çok önemlidir.²⁸

2. Alacaklardan elde edilecek nakit akımları bilinebilir ya da tahmin edilebilir olmalıdır. Menkul kıymetlerin vadesinin ve menkul kıymetlere yapılacak faiz ve anapara ödemelerinin planlanması açısından bu durum son derece önemlidir.²⁹

3. Menkul kıymetleştirme ihracı yapan şirketin zarar etmemesi için, menkul kıymetleştirilecek varlıkların sağlayacağı nakit akımı menkul kıymetlere ödenecek tutardan fazla ya da en azından nakit akımına eşit olmalıdır.

4. Geri ödememe riski istatistiki verilerden yararlanılarak tahmin edilebilir olmalıdır. Geri ödeme riski olan alacaklar için güvence mekanizmalarından faydalanılmalıdır.³⁰

5. Alacakların ortalama vadesi bir yıldan fazla olmalıdır.³¹

6. Menkul kıymetleştirmeye konu olan alacaklar farklı özelliklere sahip olmalıdır. Menkul kıymetlere konu olacak alacakların çeşitli özelliklere sahip olması geri ödenmeme riskini azaltır. Başka bir ifade ile alacakların farklı özelliklere sahip olması, yoğunlaşma riskini azaltır.³² Yoğunlaşma riski, benzer yapıya sahip borçların toplam borç içinde önemli bir paya sahip olması ve bu borçların geri ödenmeme riski şeklinde ifade edilebilir.

7. Alacakların vadeleri ile menkul kıymetlerin vadeleri arasındaki zaman farkı çok olmamalıdır. Böylelikle menkul kıymetlere yapılacak ödemeler daha düzenli yapılır.³³

Menkul kıymetleştirmeye konu olacak varlıkların başında bankaların verdiği krediler (ipotekli konut kredileri, kredi kartları, taşıt ve diğer tüketici kredileri vb.) gelmektedir. Bu kredilere ek olarak sağlık harcamaları, ticari alacaklar, leasing

²⁸ Doğru, a.g.e., s.76.

²⁹ Kothari, a.g.e.,s. 65.

³⁰ Tantan, a.g.e.,s.13.

³¹ Öcal, a.g.e., s.11.

³² Doğru, a.g.e., s.77.

³³ a.k., s.78.

alacakları da menkul kıymetleştirilmektedir. Menkul kıymetleştirilecek bazı varlıklara aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

Tablo 2 Menkul Kıymetleştirilebilecek Varlıklar

Menkul Kıymetleştirilebilecek Varlıklar		
Sabit Oranlı İpotekli Ev Kredileri	Değişken Oranlı İpotekli Ev Kredileri	İkinci Derece İpotekli Ev Kredileri
Konut Teminatlı Krediler	Otomobil Kredileri	Ticari Gayrimenkul Kredileri
Kredi Kartı Alacakları	Leasingden Doğan Alacaklar	Seyyar Ev Kredileri
Devre Mülkler	Karavanlar	Küçük İşletme Yönetim Kredileri
Az Gelişmiş Ülke Borçları	Nominal Değerinden Düşük Fiyata Satılan Hisse Senetleri (Junk Bond)	Öğrenci Kredileri
Franchising Kredileri	Uçak Kira Sözleşmeleri	Araba Satış Senetleri
Gecikmiş Vergi Alacakları	Kamu Tarafından Yükümlenen Maliyetler	

Kaynak: A Securitisation Primer For First Time Issuers, Joel Telpner, s.4.

D. MENKUL KIYMETLEŞTİRME UYGULAMALARININ FAYDALARI

Menkul kıymetleştirme uygulamaları, kredilerin ya da farklı alacakların sermaye piyasalarında işlem gören menkul kıymetlere dönüştürülerek şirketlerin doğrudan bu piyasalardan fon ihtiyacını temin etmesi ve süreçteki tüm katılımcıların faydalanacağı fon akışını sağlaması bakımından son derece faydalıdır. Ayrıca menkul kıymetleştirme; farklı türdeki alacakları, farklı sorumluluklarla (kredilerin satılması veya devredilmesi, alacakların tahsil edilmesi, fon temin edilmesi, güvence sağlamak vb.), alanında uzman farklı şirketlerce (derecelendirme şirketleri, aracı kurumlar, garantörler vb.) yürütülmesini sağlamak yoluyla süreçteki riskleri uygulamanın tüm katılımcılarına dağıtmaktadır.

Yukarıda değinildiği üzere menkul kıymetleştirme uygulamaları kredi alanlardan, finansman sağlamak amacıyla bu kredileri satan kaynak şirkete ve de buradan sermaye piyasalarına kadar uzanan süreçte gerek mikro gerekse makro

açından farklı faydalar sağlamaktadır. Aşağıda menkul kıymetleştirmenin, süreçte yer alan tüm katılımcılara sağladığı faydalara ayrıntılarıyla değinilecektir.

1. Kaynak Şirket (Kredi Veren Kurum) Açısından

a) Oran İyileştirme

Alacakların devri yoluyla bilanço dışına çıkarılması ve menkul kıymetleştirme sonucunda elde edilen nakdin bilançoda borç olarak yer almaması borç oranını azaltmaktadır. Menkul kıymetleştirme yoluyla kaynak şirketin sahip olduğu alacakları bilanço dışına çıkarması (off balance sheet) ve bu işlem sonucunda elde edilen nakdin bilançoda borç olarak gösterilmemesi sonucunda şirketin likidite ve borç/özsermaye rasyosu daha iyi sonuçlar verecektir. Ayrıca sermaye yeterliliği düzenlemelerine tabi finansal kurumlar açısından bilanço dışı finansman yöntemiyle, karşı karşıya kalabilecekleri sermaye artırma yükümlülüğü baskısından kurtulabileceklerdir.³⁴

Aşağıda bir şirketin ihtiyaç duyduğu fonu klasik yöntemlerle (tahvil gibi geleneksel menkul kıymetler veya banka kredisi) veya menkul kıymetleştirme ile karşılamasının şirket bilançosu üzerindeki etkileri gösterilmektedir.³⁵

Fonlama Öncesi Bilanço:

Aktif		Pasif	
Alacaklar	100	Borçlar	100
Sabit Kıymetler	100	Sermaye	100
Toplam	200	Toplam	200
Borç/Özkaynak Rasyosu (100/100)=1:1			

Alacakların teminat olarak bankaya verilerek 100 birim kredi alınması durumunda ise bilanço aşağıdaki gibi olacaktır:

³⁴ Doğru , a.g.e., s.59.

³⁵ a.k., s.59

Banka Kredisi Alınması Durumunda Bilanço:

Aktif		Pasif	
Nakit	100	Borçlar	200
Alacaklar	100	Sermaye	100
Sabit Kıymetler	100		
Toplam	300	Toplam	300
Borç/Özkaynak Rasyosu (200/100)=2:1			

Tabloda görüldüğü üzere banka kredisi kullanılması durumunda; Borç/Özkaynak rasyosu 2 katına çıkmakta, yani borçlar sermayeden iki kat fazla olmaktadır. Eğer şirket banka kredisi yerine menkul kıymetleştirme yolu ile 100 birim fon temin ederse:

Menkul Kıymetleştirme Durumunda Bilanço:

Aktif		Pasif	
Nakit	100	Borçlar	100
Sabit Kıymetler	100	Sermaye	100
Toplam	200	Toplam	200
Borç/Özkaynak Rasyosu (100/100)=1:1			

100 birim fonun alacakların menkul kıymetleştirilmesi yoluyla temin edilmesi sonucunda Borç/Özkaynak rasyosu sabit kalmakta, alacaklar nakde dönüştüğü için likidite oranı artmaktadır. Eğer elde edilen 100 birim ile borçlar ödenirse Borç/Özkaynak rasyosu daha da düşecektir. Aşağıdaki tablo menkul kıymetleştirme yoluyla sağlanan 100 birimin 90 birimi ile mevcut borçların ödenmesinin bilanço üzerindeki etkisinin göstermektedir.

Aktif		Pasif	
Nakit	10	Borçlar	10
Sabit Kıymetler	100	Sermaye	100
Toplam	110	Toplam	110
Borç/Özkaynak Rasyosu (10/100)=1:10			

Tabloda görüldüğü gibi menkul kıymetleştirme sonucu elde edilen 100 birimin 90 birimi mevcut borçların ödenmesi için kullanılırsa şirketin 1:1 olan Borç/Özkaynak rasyosu 1:10 olmaktadır.

b) Alternatif ve Ucuz Fon Kaynağı Sağlama

Daha önceki bölümlerde de değinildiği üzere, tahvil gibi klasik menkul kıymetlerin ihracı ve pazarlanabilirliği şirketin mali yapısına ve gücüne bağlıdır ve güçlü olmayan şirketlerin klasik menkul kıymet ihracı ile piyasadan fon temin etmesi neredeyse imkansızdır. Fakat güçlü olmayan bir şirketin geri ödemesinde sorun olmayan alacakları varsa bu alacakların menkul kıymetleştirilmesi suretiyle ihraç edilecek varlığa dayalı menkul kıymetler için “investment grade”³⁶ derecesinin alınması mümkündür.³⁷ Bu durumda, klasik menkul kıymetleri ihraç ederek fon sağlayamayan bu şirket alacaklarını menkul kıymetleştirerek ihtiyaç duyduğu fonu temin edebilmektedir.

Kaynak şirketin menkul kıymetleştirme yolu ile fon sağlama imkanına ilişkin olarak şöyle bir örnek verilebilir: Bir belediyenin metro yatırımı için büyük bir kaynağa ihtiyacı bulunmakta; ancak genel gelir ve gider dengesinin sonraki yıllar için çok olumlu olmaması veya geçmiş yıllardaki borç ödemelerini aksatması nedeniyle kredilibitesi düşük olduğu için, yüksek maliyete razı olsa dahi bu belediye, ihtiyaç duyduğu kaynağı, bankalardan veya sermaye piyasalarından temin edememektedir. Öte yandan, bu belediyenin, geçmiş istatistiksel verilerine göre ödeme oranı çok yüksek, bu nedenle oldukça güvenilir alacakları (örneğin; su ve doğalgaz abonelerinin mevcut ve ilerideki tüketimlerinden doğan alacaklar) bulunmaktadır. Söz konusu alacakların güvenilirliği sayesinde, bu alacaklar karşılığında ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler derecelendirme kuruluşlarından “investment grade” derecesi aldığı takdirde bu belediye, metro yatırımı için ihtiyaç duyduğu kaynağı sermaye piyasalarından temin etme imkanına sahip olabilecektir.³⁸

³⁶ Derecelendirme şirketleri tarafından ilk dört kategoride derecelendirilen yatırım aracı. Investment grade, S&P tarafından BBB veya daha üst bir kategoride değerlendirilirken, Moodys için BAA veya daha yüksek bir kategoride değerlendirilmektedir.

³⁷ Doğru, a.g.e., s.57.

³⁸ a.k., s.56.

c) Faiz Oranı Riskini Yok Etme

Kaynak şirket, kredilerden doğacak alacakların ödenmesine ilişkin herhangi bir güvence vermediği takdirde, menkul kıymetleştirme yoluyla alacaklarının riskini tamamıyla üçüncü kişilere devretmiş olmaktadır. Eğer alacakların bir kısmının ödenmesine ilişkin güvence vermişse, ödenmesini garanti ettiği kısmın dışında kalan alacakların riskini devretmiş olmaktadır.³⁹

d) İşlem Hacmini Genişletme

Menkul kıymetleştirme, likit olmayan varlıkların sermaye piyasasında pazarlanabilir likit finansal araçlara dönüştürülmesini sağlayarak kaynak şirketin likiditesini artırmaktadır. Böylelikle kaynak şirket menkul kıymetleştirme yoluyla sağladığı fonları yeni krediler vermek için kullanabilmektedir.

2. Özel Amaçlı Kurum Açısından

Menkul kıymetleştirme menkul kıymet ihracını gerçekleştiren özel amaçlı kuruma özellikle daha etkili varlık fonlaması ve daha rekabetçi sermaye yönetimi ile ilgili finansal avantajlar sunmaktadır.

3. Yatırımcılar Açısından

Diğer yöntemlerle karşılaştırıldığında, menkul kıymetleştirmenin yatırımcılara sağladığı en önemli fayda, yatırımcıların iflas riskinden arındırılmış bir menkul kıymete yatırım yapmaları ve bu sebeple daha yüksek bir koruma garantisi sağlamasıdır.

Varlığa dayalı menkul kıymetler, farklı risk ve kâr taleplerine uygun olarak ihraç edilebildikleri için yatırımcıların kendi imkanlarıyla daha yüksek bir maliyetle gerçekleştirebilecekleri çeşitlendirmeyi sağlamaları ve nasıl bir riske girdiklerini görmeleri açısından daha avantajlı yatırım araçlarıdır. Ayrıca teminatlarla

³⁹ Doğru, a.g.e., s.57.

desteklendikleri için genel olarak geleneksel yatırım araçlarına göre daha düşük riske ve daha yüksek getiriye sahiptir.⁴⁰

4. Kredi Borçluları Açısından

Menkul kıymetleştirme uygulamalarının artması ve süreklilik arz etmesi durumunda kaynak şirketin kaynak sağlama imkanları ile kredi veren kurumlar arasında rekabet de artacak ve sonuçta kredi verme maliyetleri azalacaktır. Böylece kredi borçluları daha ucuz fon temin edebilme imkanı sağlayacaklardır.⁴¹

5. Genel Ekonomi Bakımından

Bir ekonomi, menkul kıymetleştirme sayesinde, fon sağlanabilecek alternatif kaynaklara ulaşmaktadır. Fon kaynaklarının çeşitlenmesi rekabetin artmasına ve dolayısıyla daha verimli bir finansal sisteme yol açmaktadır. Likit olmayan alacakların nakde dönüştürülmesi sonucunda paranın dolaşımı artmakta ve kaynaklar ekonomiye kazandırılmaktadır.⁴²

E. MENKUL KIYMETLEŞTİRME UYGULAMALARININ SAKINCALARI

Çalışmanın bu bölümüne kadar aktive dayalı menkul kıymetleştirme uygulamalarının daha çok yararlı yönleri ele alınmıştır. Ancak, menkul kıymetleştirme uygulamalarının, şirketler açısından fon temininde kolaylıklar ve yatırımcılar açısından daha az riskle daha fazla getiri sağlayan kusursuz bir sistem olarak yansıtılması doğru değildir. Özellikle 2000’li yıllarda ABD ve Avrupa’da ortaya çıkan finansal skandallar (Enron, Worldcom, Parma vb.) ile etkisi halen tüm dünyada hissedilen küresel finansal krizin ABD’de riskli ipotek kredilerinin ödenmemesiyle başladığı göz önünde bulundurulursa, menkul kıymetleştirme uygulamalarının bazı temel ilkelerinin yanlış uygulanmasının ne gibi sakıncalı sonuçlar doğurduğu daha kolay değerlendirilecektir.

⁴⁰ Tantan, a.g.e., s.138.

⁴¹ a.k., s.138.

⁴² Doğru , a.g.e., s.62.

2000’li yıllarda bağımsız denetim kurumlarının denetledikleri şirketlerle ilişkilerde menfaatlerin ön planda tutularak gerçeğe aykırı finansal tablolar düzenlenmesi ve bu yolla şirketlerin mali durumlarını olduğundan daha iyi göstermeye çalışmalarının ortaya çıkması sonucunda şirket iflasları gerçekleşmiştir. Bu iflaslar sonrasında bilanço dışı muhasebeleştirme ve muhasebe dışı finansman işlemleri dünya mali piyasalarında sorgulanmaya başlanmış; bu işlemlerde kullanılan özel amaçlı varlıklar (special purpose vehicle) da yoğun bir biçimde gündeme gelmiştir.⁴³ Günümüzde etkileri halen devam eden küresel finansal krizin temelinde ise; ABD’deki riskli ipotek kredileri veren kaynak şirketlerin sadece yeni alacaklar meydana getirmek amacıyla riskli krediler açması ve bu kredileri bilançosundan çıkararak sonraki süreçleri önemsememesi gibi ahlaka aykırı işlemlerin gerçekleştirilmesi yatmaktadır. İşte menkul kıymetleştirme uygulamalarını sınırlayan etmenler ya da bir diğer ifadeyle uygulamaların sakıncaları bu krizlerle ortaya çıkmıştır. Bu sakıncaları “asimetrik bilgi (asymmetric information)” ve “temsil problemi (principal-agent/agency problem)” olarak iki temel başlık altında incelemek mümkündür.

1. Asimetrik Bilgi

Literatürde yaygın olarak kredi piyasasının bir özelliği olarak tanımlanan asimetrik bilgi, finansal krizleri açıklamaya çalışan ve son yıllarda ortaya çıkmış modern bir teoridir.⁴⁴ Finansal piyasalarda katılımcıların bilgi düzeylerinin farklı seviyelerde olması ile sözleşmelerin kontrol ve uygulanma süreçlerinin maliyetli olması asimetrik bilgi sorununu ortaya çıkarmakta ve finansal pazar ile kurumların işlevlerini yerine getirmelerini engellemektedir. Piyasalarda bilginin herkese, her zaman eşit şekilde ulaşmaması piyasaların işleyişini aksatmakta, sonuçta finansal krizler ortaya çıkmaktadır.⁴⁵ Asimetrik bilgi sonucunda piyasalar beklenen ya da

⁴³ B. Artunç, **Özel Amaçlı Varlıklar ve Bilanço Dışı Muhasebeleştirme Yöntemi Olarak Kullanımları**, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü, 2002, s.2.

⁴⁴ A. Şen, “*Asimetrik Bilgi-Finansal Kriz İlişkisi*”, s.1, (Çevrimiçi), <http://sbe.dpu.edu.tr/14/1.pdf>, Erişim Tarihi: 01.10.2010.

⁴⁵ G. Aras, A. Müslümov, “*Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Üzerine Etkileri*”, s.1-2, (Çevrimiçi), <http://www3.dogus.edu.tr/amuslumov/research/Article/Muslumov%20-%20Asimmetry%20-%20IF%20-%202004.pdf>, Erişim Tarihi: 01.10.2010.

istenilen sonucu vermeyecek, “ters seçim (adverse selection)” ve “ahlaki tehlike (moral hazard)” olarak adlandırılan durumlar ortaya çıkacaktır.⁴⁶

Akerlof’un limon problemi⁴⁷ olarak bilinen ters seçim sorunu, bir sözleşmeden önce oluşan, en istekli kredi müşterisinin potansiyel “kötü” borçlu (ödünç aldığı borçları zamanında ve tüm yükümlülükleri ile beraber geri ödeyemeyecek durumda olan güvensiz kredi sahipleri) olduğu asimetrik bilgi sorunudur.⁴⁸

Kredi veren kurumlar asimetrik bilgi sorunu karşısında kredilerin geri dönmeme riskini yüklenmek istemedikleri için çoğu zaman kredi tayinlamasına gitmektedirler. Kredi tayinlaması (credit rationing), ödünç verilen fonların faiz oranının cari olarak kredi arz ve talebini eşitleyememesi durumu olarak tanımlanabilir.⁴⁹ Bir diğer ifade ile kredi piyasasında kredi talebinin kredi arzını aşması durumunda kredi tayinlaması ortaya çıkar. Böyle bir durumda kredi talep edenler, cari faiz oranından istedikleri kadar kredi kullanamayacaklardır. Kredi verenler ise, piyasayı dengeye getirmek amacıyla, kredi talebinde bulunan, aynı zamanda riskten kaçınan, bir grubun kredi havuzundan çıkmaya eğilimli olacağı varsayımı ile kredi faiz oranlarını yükseltmeyi tercih etmeyeceklerdir. Borç verenler, faiz oranlarını yükseltmek yerine verdikleri kredileri kısıtlayarak ters seçim ve ahlaki tehlike sorunlarıyla karşı karşıya kalacaklardır. Sonuç olarak, kredi almaya istekli olanların riski en yüksek yatırımcılar olması (ters seçim sorunu) veya kredi alanların kredi veren açısından kabul edilemeyecek yüksek riskli projelere yatırım yapması (ahlaki tehlike sorunu) kredilerin geri ödenmeme riskini yükseltecek ve finansal istikrarsızlığa yol açacaktır.⁵⁰

ABD’deki ipotek kredileri ters seçim probleminin en tipik özelliklerini taşımaktadır. Şöyle ki; önce ödeme kapasitesi düşük olan kişilere kredi verilmiş ve

⁴⁶ M.Erdoğan, “Bankacılık Sektöründe Asimetrik Bilgi: Sorunlar ve Çözüm Önerileri”, **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 2008, Sayı:20, s.2.

⁴⁷ Bir ekonomik ilişkide, tarafların ilişkinin konusu hakkında farklı bilgilere sahip olması durumu olarak tanımlanabilir. Akerlof modelinde, satıcılar, satışa sundukları 2. el arabaların durumları hakkında tam bilgiye sahipken, alıcıların bu konuda yeterli bilgiye sahip olmadığı varsayılmaktadır. Bu durumda alıcılar, bir arabanın kalitesi hakkında tahmin yapmak ve fiyatı bu tahmine göre belirlemek durumunda kalmaktadır. Bu fiyattan satış yapmak isteyenler, bu fiyatın üstünde olan kaliteli arabaları piyasadan dışlayarak kötü kaliteli arabaları (limon) satacaklardır.

⁴⁸ Aras ve Müslümov, a.g.m., s.2.

⁴⁹ Erdoğan, a.g.m., s.3.

⁵⁰ a.k., s.3.

konut satın almak için başvuranlardan sadece gelirlerini beyan etmeleri istenmiş ancak, bu gelirlerini kanıtlamaları istenmemiştir. Ayrıca kişilerin gelir artışlarına göre uyarlanabilen borçlanmalarda, borç talebinde bulunanlardan finansal durumlarına ilişkin daha az durum bildirim dokümanları istendiği kaydedilmiştir. Sonuçta kredilerin geri dönüşünde sıkıntı yaşayan finans kuruluşları krize girmiş ve piyasalarda zarar yazan mortgage fonları birbirini izlemiştir. Ardından finans kuruluşları birbirlerine olan güveni kaybetmiş ve kredi arzı düşmüştür. Bütün bu zincirleme sorunlar piyasada düşük kalitede kredi isteyenlerin sayılarının artmasına ve kredi verenlerin ters seçimlerde bulunmalarına neden olmuştur.⁵¹

Ahlaki tehlike sorununun en tipik özellikleri de yine ABD’de ipotek piyasalarında ortaya çıkmıştır. Bir menkul kıymetleştirme işleminde ahlaki tehlike işlemin temelindeki “alacağı meydana getir-sonra onu devret alacağı doğru- sonra ondan kurtul (originate-to-distribute) modelinden kaynaklanmaktadır. Bankaların kredilerini bir paket haline getirip diğer yatırımcılara satması sonucunda riskler diğer bankalara, sigorta şirketlerine ve yatırımcılara transfer edilmektedir. Bu durum kaynak şirketi iki farklı ahlak dışı davranış biçimine yöneltmektedir: Bunlardan birincisi, kaynak şirketin gereğinden fazla alacak meydana getirmeye çalışmasıdır. ABD’de kaynak şirketlerin daha fazla alacak yaratmak amacıyla kredi talep edenlerden herhangi bir doküman istenmediğine yukarıda değinilmişti. İkinci ahlak dışı davranış eğilimi ise, kaynak şirketin alacağı devretmesini müteakip alacak havuzunun durumu ile ilgilenmemesi, kredinin geri dönüşünü takip edecek ya da etmesini gerektirecek bir teşvik unsurunun bulunmamasıdır.⁵²

Ahlaki tehlike sadece kaynak şirketin eylemlerinden değil, ikinci el piyasasındaki işleyişte de meydana gelmektedir. Menkul kıymetlerin satışını gerçekleştiren finansal araçlar menkul kıymetlerden yeni türev araçlar türeterek alım satım işlemlerine devam etmektedirler. Ayrıca, söz konusu finansal türev araçlar, zaten karmaşık olan süreci daha da karmaşık hale getirmektedir. Söz konusu türetme işlemi öyle bir noktaya gelmektedir ki alacak havuzu ile türetilen finansal araçlar arasında bir bağ kalmamaktadır. Sonuçta bu finansal araçların gerçekte bir karşılığı kalmamakta ancak, finansal araçlar piyasada işlem görmeye devam ettiği için

⁵¹ Erdoğan, a.g.m., s.3.

⁵² G. Turan, **Menkul Kıymetleştirme ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler**, Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Ticaret Hukuku Anabilim Dalı, 2009, s.21.

piyasanın işlem hacminin arttığı sanılmaktadır. Oysaki ortaya çıkan piyasa köpürtülmüş menkul kıymetlerden oluşan sanal bir içeriğe sahiptir. İşte türetilen bu menkul kıymetlerin gerçekte bir karşılığının bulunmadığı krizle birlikte ortaya çıkmış, yatırımcılara herhangi bir ödeme yapılamamıştır.⁵³

2. Temsil Problemi

Temsil problemi, bir ekonomik ilişkide bir tarafın işlerini yürütmede bir temsilcinin kullanılması sonucunda, o temsilcinin faaliyetlerinin tam olarak kontrol edilememesi veya kontrol sürecinin maliyetli olması olarak ifade edilebilir.⁵⁴

Aktife dayalı menkul kıymetleştirme uygulamalarında temsil problemi, yatırımcıların o yatırımları temsil edenlere göre daha az bilgiye sahip olmaları nedeniyle ortaya çıkar. Yatırımcıların konuyla ilgili yeterli bilgiye sahip olmaması nedeniyle temsilciler, kontrol olanaklarını ellerinde tutmakta ve yatırımları istedikleri şekilde değerlendirebilmektedirler. Böylelikle, temsilcilerin yatırımcılar ile aralarındaki temsil ilişkisine dayalı olarak elde ettikleri ve yatırımcıların çıkarlarına kullanmaları gereken yetkilerini yerine getirmek üzere elde ettikleri hareket serbestisi ve karar verme özgürlüğünün, yatırımcı çıkarları aleyhine kullanılması olasılığı ortaya çıkmaktadır. Temsilcilerin, kendilerine tanınan hareket serbestilerini yatırımcıların zararına kullanmaları “ahlaki tehlike” olarak nitelendirilmektedir.⁵⁵

3. Menkul Kıymetleştirmenin Diğer Sakıncaları

Bir sonraki bölümde anlatılacak menkul kıymetleştirme uygulamalarının taşıdığı riskler, diğer ticari veya finansal faaliyetlerde karşılanması muhtemel risklerden olup bunları menkul kıymetleştirme uygulamalarının sakıncaları olarak ifade etmek doğru olmayabilir. Burada menkul kıymetleştirmenin sakıncaları ile kastedilen; yukarıda yer alan kaynak şirkete, özel amaçlı kuruma, yatırımcılara, kredi borçlularına ve genel ekonomiye sağladığı faydalara karşılık, doğurabileceği

⁵³ Turan, a.g.e., s.21-22.

⁵⁴ Aras ve Müslümov, a.g.m., s.3.

⁵⁵ F.H. Şehirli Çelik, **Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 2008, s. 41-42.

sakıncalı sonuçlardır. Bu durumda genel olarak menkul kıymetleştirmenin sakıncaları aşağıdaki gibidir.⁵⁶

1. Kaynak şirketin sahip olduğu varlıkların bir bölümü bilanço dışı işlemlere tabi olduğu için sağlıklı bir finansal raporlamayı engelleyebilmesi,
2. Geniş bir alacak portföyüne sahip şirketin, kasıtlı olarak aktiflerinin kalitesini yükseltebilmesi (düşürebilmesi) amacıyla yatırımcılar zararına sadece kötü alacaklarını (iyi alacaklarını) menkul kıymetleştirebilmesi,
3. Kredilerin kalitesini arttırmaya yönelik motivasyonların yeterli olmaması,
4. Hileli işlemlerin olanaklı olması ve bazı durumlarda bu hileli işlemlere eğilimlerin artması,
5. Kredi piyasalarında mevcut denetimin ve gözetimin etkinliğinin azalması,
6. Devletin bazı ekonomik göstergeleri kontrol etme olanağının azalması.

Yukarıda yer alan sakıncaların tamamı ABD’de mortgage krizi olarak da ifade edilen son krizin çıkmasına sebep olan etmenlerdir. Burada hemen belirtmek gerekir ki menkul kıymetleştirme uygulamalarının sakıncaları yöntemin uygulanmasında gerekli kurallara uyulmaması sonucunda ortaya çıkmaktadır. Yani sakıncalar yöntemin kendisinde değil, uygulayıcılardadır.⁵⁷

F. MENKUL KIYMETLEŞTİRME UYGULAMALARININ TAŞIDIĞI RİSKLER

Menkul kıymetleştirme süreci; kredi veren kurum ile kredi alan kişi ya da kurum arasında başlar; sonra bu kredilerden kaynaklanan alacaklar ile çok taraflı alım satımı yapılan ve sermaye piyasalarında işlem gören araçlar yaratılır. Böylesine farklı katılımcıların var olduğu bir sistemde riskler paylaşılmakta hatta devredilebilmektedir. Örneğin; kredi veren kurum kredilerden kaynaklanan alacakları devrederse bu kredilerden kaynaklanan kredi riskini de devretmiş olur. Eğer bu alacaklar teminatlı ise bu alacakların kredi riski, normal olarak teminatsız alacaklara göre daha düşük olacaktır. ⁵⁸ Görüldüğü üzere riskler, menkul kıymetleştirme sürecinde yer alan taraflar için farklı şekilde gerçekleşmektedir.

⁵⁶ Turan, a.g.e., s.23.

⁵⁷ a.k., s.24.

⁵⁸ Doğru , a.g.e., s.43.

Süreçte yer alan tarafların maruz kaldığı riskler ve bu riskleri azaltmak için alınan önlemler aşağıda değerlendirilmiştir.

1. Finansal Riskler

a) Kredi Riski

Kredi riski, kısaca alacakların ödenmemesi riski olarak ifade edilebilir. Menkul kıymetleştirmede karşılaşılabilecek en olası risklerden birisi olan kredi riski, menkul kıymetleştirmeye konu olan alacakların tahsil edilememesi durumunda ortaya çıkmaktadır.

Kredi riskini azaltabilmek için farklı yöntemler kullanılmaktadır. Kaynak şirket, kredi riskiyle karşılaşmamak için kredi ödemeleri ile kredi alan kişinin geliri arasındaki oranı (payment-to-income, PTI) ya da kredi, ipotek karşılığında verilmiş ise kredi tutarının ipoteğe konu olan gayrimenkulun değerine oranını (loan-to-value, LTV) değerlendirerek bu oranın düşük olduğu kredilere öncelik verebilir. Ya da alacakların geçmiş yıllardaki geri ödeme oranları üzerinden istatistiksel veriler kullanarak, toplam alacakların ne kadarının geri ödenme riskine sahip olduğunu tahmin edebilir ve bu tahmin doğrultusunda aşırı teminatlandırma yapabilir. Kredi riskinin değerlendirilmesinde, alacakların bir teminat taşıyıp taşımadığı da önem arz etmektedir. Örneğin; alacaklar bir ipotek teminatına sahipse, bu alacakların kredi riski teminatsız alacaklara göre daha düşük olacaktır.

b) Erken Ödeme Riski

Erken ödeme riski, alacakların belirlenen vadeden önce geri ödenmesi ve bu durum sonucunda varlığa dayalı menkul kıymetlere daha erken ödeme yapılması ya da varlığa dayalı menkul kıymetlerin getirisinin düşmesi durumu ile karşı karşıya kalınmasıdır.⁵⁹

Bir menkul kıymetin değeri, nakit akımlarının iskonto edilmiş bugünkü değeridir. Nakit akımları kesin olduğunda menkul kıymetin değerinin hesaplanması

⁵⁹ Doğru, a.g.e., s.44.

kolaydır, ancak nakit akışlarında belirsizlik olması durumunda değerin tespiti oldukça zordur ve bu belirsizlik erken ödeme riskini ortaya çıkarmaktadır.⁶⁰

Erken ödeme riski, kredi veren kurum açısından piyasa faiz oranlarının yüksek olduğu dönemlerde düşük, piyasa faiz oranlarının düşük olduğu dönemlerde ise yüksektir. Piyasa faiz oranlarının düşmesi durumunda kredi alanlar daha düşük bir maliyetle borçlanmayı tercih eder, bu nedenle varolan borçlarını vadesinden önce ödeyip daha düşük bir faizle yeni bir kredi alırlar. Kaynak şirket, değişken faizli krediler vererek erken ödeme riskini azaltabilir.

c) Faiz Oranı Riski

Faiz oranı riski, piyasa faiz oranlarındaki değişime bağlı olarak kredi veren kurumun uğrayacağı zararı ifade eder. Sabit faizli kredilerin verilmesi durumunda para piyasalarındaki faizin yükselmesi durumunda kaynak şirket, parasını daha düşük bir getiriye bağlamış ve zarara uğramış olur. Özellikle ipotek kredilerinin genel olarak uzun vadeli olması faiz oranı riskinin önemini artırmaktadır. Aynı şekilde sabit faizli ve uzun vadeli krediler hem kredi verenler hem de kredi alanlar bakımından bir satın alma gücü riskini de (enflasyon riski) ortaya çıkarmaktadır. Faiz oranı ve satın alma gücü riskleri sabit faiz oranlı kredilere alternatif olarak uygulanan değişken faizli kredi uygulamalarıyla azaltılmaya çalışılmaktadır.

d) Likidite Riski

Likidite riski, beklenen ve programlanandan daha fazla alacağın borçluları tarafından vadesinden önce geri ödenmemesi sebebiyle alacaklardan yapılacak tahsilatın, aynı dönemde varlığa dayalı menkul kıymetler için yapılması gereken ödemeleri karşılamaması riskidir.⁶¹

e) Yeniden Yatırım Riski

Bu risk, yatırım sonunda veya yatırım devam ederken elde edilen kazançlar yeniden yatırılacaksa söz konusudur. Dolayısıyla elde edilen kazanç tüketilecek ise

⁶⁰ Tantan, a.g.e., s.84.

⁶¹ Doğru, a.g.e., s.44.

bu risk yoktur.⁶² Şöyle ki; menkul kıymetleştirme sürecinde özel amaçlı kurumun varlıklardan gelen nakit akımlarını elinde tutması durumunda, bu nakit akımları vadesi gelinceye kadar faiz riskine karşılık başka yatırımlar için kullanılmalıdır. Başka yatırımlar için kullanılan bu nakit akımlarının beklenenden daha az getiri sağlama olasılığı “yeniden yatırım riski” olarak ifade edilebilir. Diğer taraftan aynı risk varlığa dayalı menkul kıymet yatırımcıları için de söz konusudur. Örneğin, faiz oranlarının düşmesi sonucunda yatırımcıya vadesinden önce bir erken ödeme yapılabilir. Böyle bir durumda yatırımcının daha düşük bir faiz oranından sağlayacağı getiriyi kabullenmek durumunda kalması yatırımcı açısından yeniden yatırım riskini ifade eder.

f) Pazar ve Fiyat Riski

Menkul kıymetleştirmede pazar riski, genel olarak, faiz ve kur oranlarındaki hareketlerin özel amaçlı kurumun varlığa dayalı menkul kıymet ödemelerini gerçekleştirme için kullandığı nakit akışı yönetimine olan ters etkileri sebebiyle meydana gelmektedir.⁶³

Fiyat riski ise, piyasa faiz oranlarındaki değişmeye bağlı olarak varlığa dayalı menkul kıymetin cari piyasa fiyatında ortaya çıkabilecek olumsuz değişim olarak ifade edilebilir.

2. Ülke ve Transfer Riski

Varlığa dayalı menkul kıymetlerin uluslararası piyasalarda işlem görmesi durumunda sistemde yer alan tarafların dışında ilgili ülkenin taşıdığı riskler (ekonomik, sosyal ve politik durumla ilişkili olarak) de önem arz etmektedir. Transfer riski ise, ülke riski ile ilişkili olarak, ihraççı kurumun yükümlülüklerini yerine getirmesi için gerekli yabancı parayı sağlayamaması veya ulusal para cinsinden tanımlayamaması durumunda ortaya çıkar.

⁶² İMKB Eğitim Seti, **Menkul Kıymetlere Yatırım**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, (Çevrimiçi), http://www.imkb.gov.tr/Libraries/Egitim_Setleri/menkul_k%C4%B1ymetlere_yat%C4%B1r%C4%B1m.sflb.ashx, Erişim Tarihi: 15.09.2010.

⁶³ J. Andreas, “**Asset Securitisation As A Risk Management And Funding Tool: What Does It Hold In Store For Smes ?**”, (Çevrimiçi), http://www.securitization.net/publications/pdfs/Jobst_AssetSec_Apr05.pdf, Erişim, 15.09.2010.

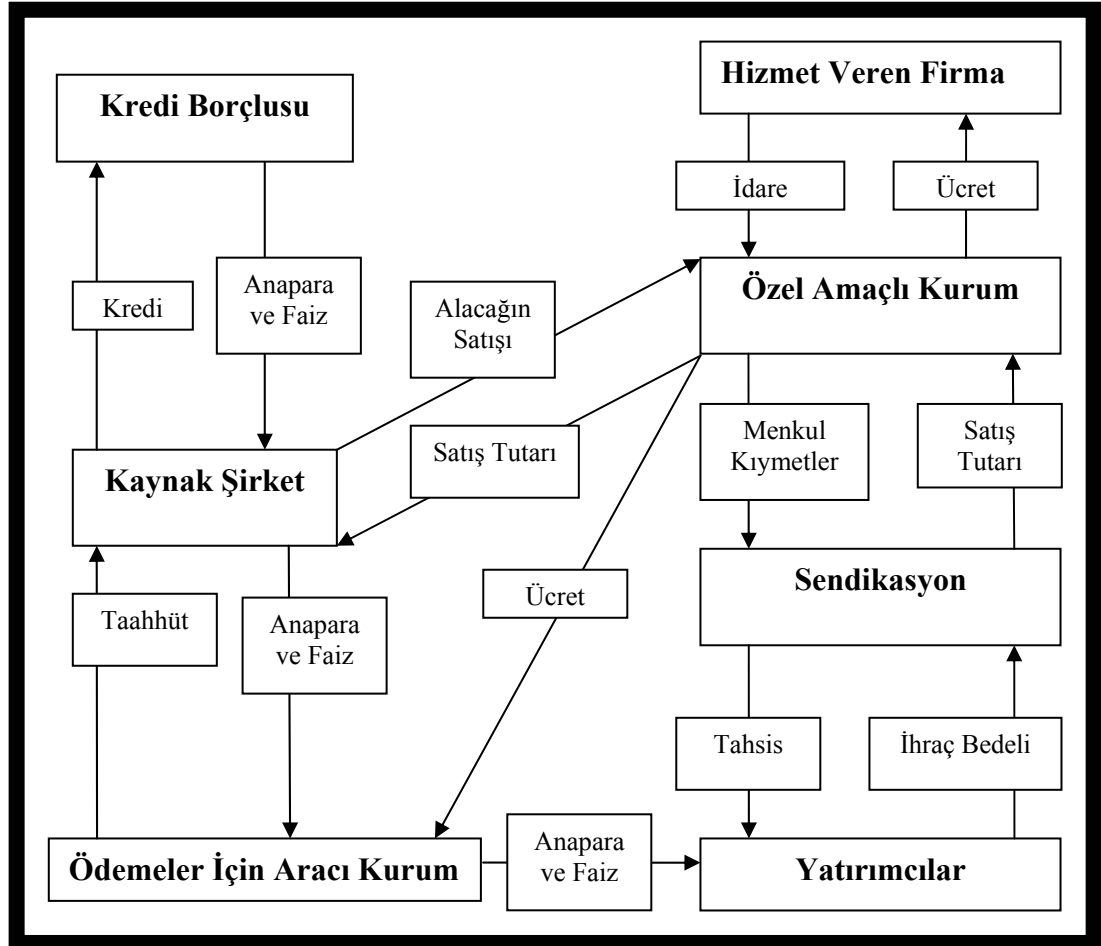
3. Operasyonel Risk

Operasyonel risk, “örgütlenme, iş akışı, teknoloji, insan gücü, mevzuat, yönetim ve faaliyet ortamı çerçevesinde oluşabilecek, maddi ve/veya itibari kayıp yaratabilecek, mutlak kredi ve mutlak piyasa riski dışında kalan her türlü risk” olarak tanımlanır.⁶⁴

G. MENKUL KIYMETLEŞTİRME SÜRECİ

Daha önce de belirtildiği üzere menkul kıymetleştirme uygulamaları, farklı katılımcıların farklı fonksiyonlara sahip olduğu karmaşık bir süreci kapsamaktadır.

Şekil 2 Menkul Kıymetleştirme İşlemi



Kaynak: Bankalarda Risk Yönetimi ve Basel II, H.Candan, A.Özün, İş Bankası Yayınları, 2006, s.394.

⁶⁴ “Risk Yönetimine İlişkin Genel Esaslar”, (Çevrimiçi), http://www.isbank.com.tr/Userfiles/Pdf/riskyonetim_esaslarianapara.pdf, Erişim Tarihi: 15.09.2010.

1. Varlık Havuzunun Oluşturulması ve Havuzun Özellikleri

Menkul kıymetleştirme işlemi, kaynak şirketin belirlediği hedefler doğrultusunda gerekli analizlerin yapılması (derecelendirme kuruluşları aracılığıyla finansal ve hukuki analiz) sonucu varlıklarını menkul kıymetleştirmeye karar vermesi ile başlar.

Alacakların seçimi aşaması çok önemlidir. Çünkü, varlığa dayalı menkul kıymetlere ilişkin anapara ve faiz ödemelerinin yapılması, alacakların ödenebilirliğine bağlıdır.⁶⁵ Kaynak şirketin alacaklarını devretmesi için yapılan analizler gibi menkul kıymetleştirilecek varlıklara ilişkin de bir finansal ve hukuki inceleme (due diligence) aracılığı ile bu alacakların borçluları ve kaynak şirket ile ilgili değerlendirmeler yapılır. Daha sonra bu alacaklardan bir havuz oluşturulur ve bu alacaklar menkul kıymetleştirilir. Menkul kıymetleştirme işleminin başarılı olması için alacakların belirli özelliklere sahip olması gerekmektedir.⁶⁶

Belirli özellikleri taşıyan varlık havuzunun oluşturulmasına, süreçte yer alacak katılımcıların belirlenmesine ve belirlenen amaçlara ulaşmak için nasıl bir yapı kurulması gerektiğine (derecelendirme notu, alacakların bilanço dışına çıkarılması vb.) karar verdikten sonra menkul kıymetleştirmeye konu olacak varlıkların satış fiyatı belirlenir.⁶⁷

2. Ödeme Yapısının Belirlenmesi

Ödeme yapısının belirlenmesi menkul kıymetleştirilen alacakların nasıl bir yapıya sahip olacağı ve nakit akımlarının yatırımcılara ödenmesinde nasıl bir yol izleneceği ile ilgili sürecin belirlenmesidir. Menkul kıymetleştirilen alacaklardan elde edilecek nakit akımlarının yatırımcılara ödenmesinde “nakit aktarmalı menkul kıymetler (pay-through securities)” ve “ödeme aktarmalı menkul kıymetler (pass-through securities)” olarak ifade edilen iki farklı yapı vardır.

⁶⁵ Doğru, a.g.e., s.76.

⁶⁶ Alacakların hangi özelliklere sahip olması gerektiği ile ilgili detaylı bilgiye “1.3. Menkul Kıymetleştirmeye Konu Olacak Varlıklar” başlığı altında yer verilmiştir.

⁶⁷ Doğru, a.g.e., s.80.

Nakit aktarmalı menkul kıymetler kaynak şirketin pasifinde borç olarak görünmeye devam eder. Bu menkul kıymetler varlığa dayalı tahvillere benzer olarak kredi veren kurumun borcu şeklinde yapılandırılmış menkul kıymetlerdir. Bu bakımdan risklerin arınması yönünden tipik bir menkul kıymetleştirme işleminden farklıdır. Diğer taraftan alacaklardan sağlanan nakit akımları doğrudan yatırımcıya ödenmez, yeni yatırımlar için kullanılır. Yatırımcılara belirlenen vadede anapara ve faiz ödemesi yapılır. Kredi veren kurum, alacaklarının anapara ve faiz gelirlerini kendi tercih ettiği biçimde nakit çıkışına neden olacak ödeme planına sahip tahviller şeklinde ihraç ederek alacaklarını verimli değerlendirme imkanına kavuşmaktadır.⁶⁸

Ödeme aktarmalı menkul kıymetlerde, nakit aktarmalı menkul kıymetlerin tam tersine, alacaklardan sağlanan nakit akımları direkt olarak yatırımcılara aktarılır. Bu tür menkul kıymetlerde yatırımcılara vade ve faiz oranı bakımından birbirine benzer özellikler gösteren varlıklardan oluşan bir portföye ya da alacak havuzuna doğrudan ortak olma imkanı sağlanmaktadır.⁶⁹ Yatırımcıların alacak havuzu üzerinde yaptıkları yatırımlar oranında hak sahipliği mevcuttur. Diğer bir ifade ile yatırımcılar, alacaklardan elde edilen nakit akımlarını, sahip oldukları pay oranında talep etme hakkına sahiplerdir. Özetle ödeme aktarmalı menkul kıymetlerde özel amaçlı kurum alacaklardan sağlanan nakit akımlarını doğrudan yatırımcılara aktarır. Ödeme aktarmalı menkul kıymetler kredi veren kurumlara riskli varlıklarını bilanço dışına çıkartma imkanı sağladığı için kurumların bilançoları daha risksiz hale gelmekte, böylelikle kurumlar daha iyi koşullarla ve ucuza fon sağlayabilme imkanına kavuşmaktadır.⁷⁰

3. Özel Amaçlı Kurumun Kurulması

Daha önce de bahsedildiği üzere menkul kıymetleştirmede özel amaçlı kurumun kurulmasının temel amacı, ihraç edilecek varlığa dayalı menkul kıymetlerin kaynak şirketin risklerinden arındırılmasıdır. Menkul kıymetleştirilen varlıkların kaynak şirketin risklerinden arındırmak amacıyla devreye giren özel amaçlı kurumun da varlıklar üzerinde bir risk yaratmaması gerekir. Bu amaç doğrultusunda özel amaçlı kurum, ilgili yasal düzenlemeler çerçevesinde iflasa tabi olmayan (bankruptcy

⁶⁸ P.A.Erdönmez, “Aktif Menkul Kıymetleştirilmesi”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı 57, 2006, s.78.

⁶⁹ a.k., s.76.

⁷⁰ a.k., s.77.

proof), faaliyet konusu varlığa dayalı menkul kıymet ihracı olan ve varlığa dayalı menkul kıymet ihracı haricinde borçlandırıcı işlemler yapması sınırlandırılmış bir şirket olarak kurulmalıdır.⁷¹

Özel amaçlı kurumun kuruluşu yasal düzenlemeler çerçevesinde kaynak şirketin bir yan kuruluşu olarak, yedd-i emin olarak veya bağımsız bir şirket olarak gerçekleştirilebilir.

4. Alacakların Özel Amaçlı Kuruma Devri

Kaynak şirket tarafından analizi yapılan alacakların hangi yapı ile menkul kıymetleştirileceğine karar verildikten sonra ne kadar menkul kıymet ihraç edileceği konusunda hizmet veren firma veya yatırım bankası tarafından bir piyasa araştırması yapılır. Varlığa dayalı menkul kıymetler için yeterli talep ve satış fiyatının uygun olması durumunda alacaklar bir devir sözleşmesi aracılığı ile kaynak şirket tarafından özel amaçlı kuruma devredilir. Özel amaçlı kurum, devir karşılığında alacaklar için ödenmesi gereken bedeli kaynak şirkete öder. Ancak, özel amaçlı kurum, sadece bu ihracı gerçekleştirmek amacıyla araç olarak kurulduğu için sermayesi yok denecek kadar azdır. Bu nedenle alacakların karşılığını ödemek için bir kaynağa gereksinim duyar.⁷² Devir bedelinin ödenmesi konusunda özel amaçlı kurum iki seçeneğe sahiptir. Birinci seçenek, devir bedelinin alacakların menkul kıymetleştirilip ihraç edildikten sonra, ihraçtan elde edilecek satış geliri ile ödenmesi; ikincisi ise başka bir finansman kuruluşundan devir bedelinin ödenmesi için kredi alınması ve ihraç geliri ile bu borcun ödenmesidir. Kredi teminatı olarak devralınan alacaklar gösterilir. Bu kredi alacakların satın alınması ile menkul kıymet ihracı arasında köprü finansmanı (bridge finance) işlevi görür. Varlığa dayalı menkul kıymet ihracı gerçekleştirildikten sonra kredi borcu ödenerek alacaklar üzerinde krediyi sağlayan finans kuruluşu lehine sağlanan teminat (alacak rehni) kaldırılır.⁷³

5. Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı ve Satışı

Kaynak şirketten devralınan alacaklar özel amaçlı kurum tarafından menkul kıymetleştirilerek ihraç edilir ve satışı gerçekleştirilir.

⁷¹ Doğru, a.g.e., s.81.

⁷² a.k., s.83.

⁷³ a.k., s.138.

Yatırım bankası, özel amaçlı kuruluş ile yaptığı sözleşme çerçevesinde varlığa dayalı menkul kıymetlerin satışını yapar. Aracılık yüklenim komisyonu ve diğer ihraç giderleri düşüldükten sonra kalan satış bedeli özel amaçlı kuruluşa alacakların satış bedeli olarak ödenir. Yukarıda daha önce bahsedildiği gibi alacakların bedeli köprü finansmanı ile daha önce özel amaçlı kuruma ödenmişse, menkul kıymetlerin satışından elde edilen hasılat ile kredi borcu ödenir ve menkul kıymetleştirilen alacaklar üzerinde krediyi sağlayan kuruluş lehine kurulmuş rehin kaldırılır.⁷⁴

6. Alacakların Tahsilatı ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Geri Ödenmesi

Alacakların tahsilatı özel amaçlı kurum tarafından değil, kaynak şirket veya hizmet veren firma tarafından gerçekleştirilir. Alacakların tahsilatı ile menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemeleri yapılır. Ancak, anapara ve faiz ödemelerinin vadesi ile alacaklardan sağlanan nakit akımlarının vadesi her zaman birbirine uymayabilir. Eğer alacaklardan yapılan tahsilat ile herhangi bir anapara ve faiz ödemesi yapılmayacaksa yeni alacakların finansmanı için kullanılabilir. Anapara ve faiz ödemelerinin yapılacağı dönemde alacakların tahsilatı gerçekleşmeyecekse, ödemelerin karşılanması için güvence sağlayan kuruluşlara başvurularak kredi alma yoluna gidilir.⁷⁵

H. MENKUL KIYMETLEŞTİRME YÖNTEMLERİ

Menkul kıymetleştirme yöntemleri ihraççı şirketin hukuki yapısına, vergi konusundaki tercihlerine ve zorunluluklarına bağlı olarak farklılıklar göstermektedir. Menkul kıymetleştirme işlemi gerçekleştirilirken uygulanan iki yöntem bulunmaktadır. Bu yöntemler, alacakların satılarak bunlarla ilgili menkul kıymet ihracına dayanan “Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler” ile alacakların şirket bünyesinde bırakılarak, bunlarla ilgili borçluluk ifade eden menkul kıymetlerin ihracına dayanan “Borçluluk İfade Eden Tahviller” dir.⁷⁶

⁷⁴ Doğru, a.g.e., s.84.

⁷⁵ a.k., s.85.

⁷⁶ Öcal, a.g.e., s.17.

Şekil 3 Menkul Kıymetleştirme Yöntemleri

ÖDEME AKTARMALI MENKUL KIYMETLER	BORÇLULUK İFADE EDEN TAHVİLLER	
Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler (Pass-through Securities)	Varlığa Dayalı Tahviller (Asset Backed Securities)	Nakit Akımlı Tahviller (Pay-through Securities)
- Varlıklar kaynak şirketin bilançosundan çıkarılır. - Menkul kıymetler alacak havuzunun sahipliğini temsil ederler. - Anapara ve faiz ödemeleri yatırımcılara aktarılır.	- Menkul kıymetler teminata bağlanır. - Alacaklar kaynak şirketin bilançosunda kalır. - Anapara ve faiz ödemeleri yatırımcılara aktarılır.	- Alacaklar ihraç edilen menkul kıymetlerin teminatı olarak gösterilir. - Alacaklar kaynak şirketin bilançosunda kalır. - Anapara ve faiz ödemeleri yatırımcılara aktarılır.

Kaynak: S.Tantan, Menkul Kıymetleştirme: ABD Uygulamaları ve Bankacılık Sektörüne Etkileri, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No.44, 1996, s.394.

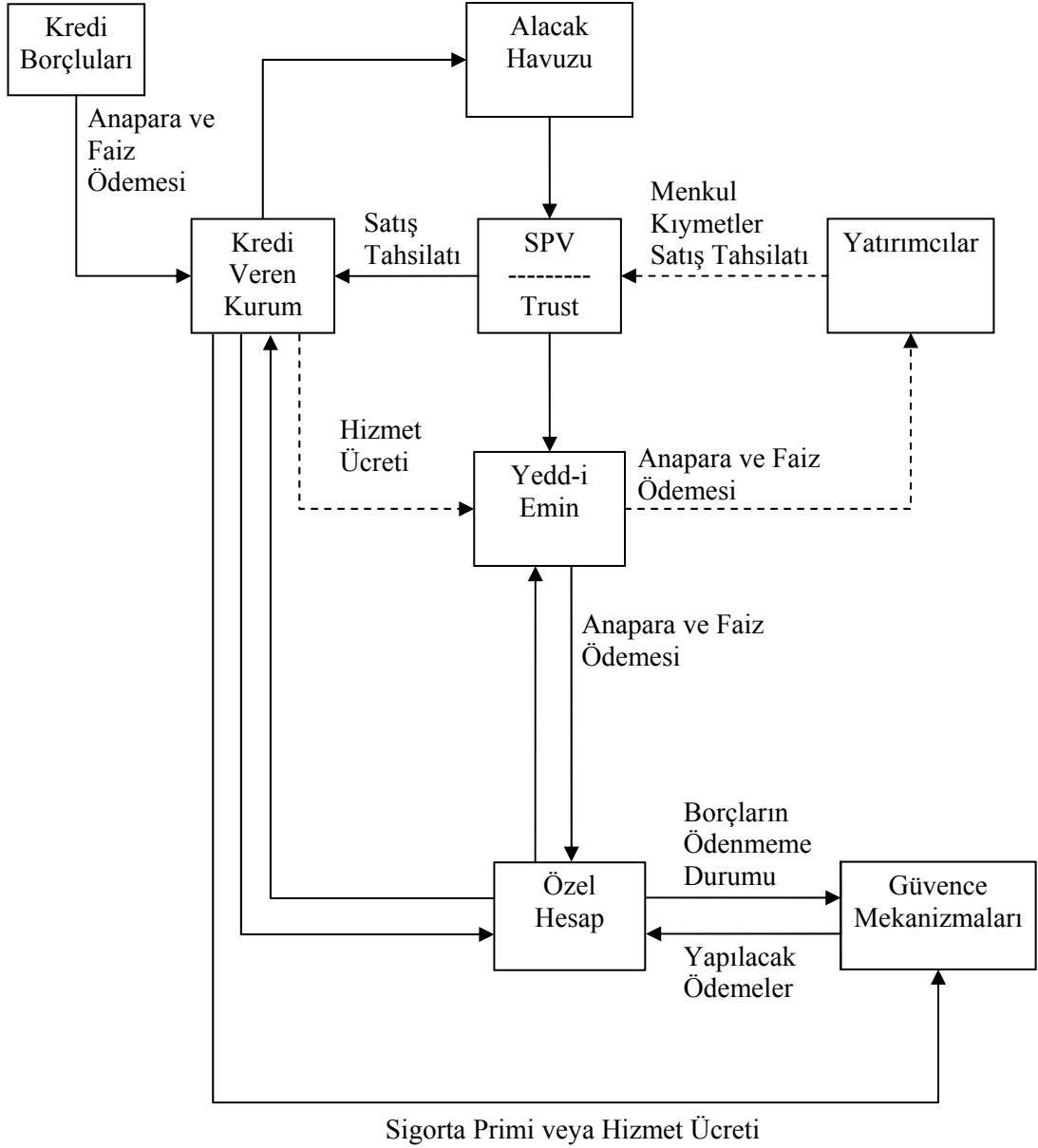
1. Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler (Pass-through Securities)

Bu yöntem; vade, faiz oranı ve kalite bakımından benzer özelliklere sahip bir havuzda toplanmış, ihraççı için herhangi bir borç yükümlülüğü yaratmayan menkul kıymetleştirme yöntemidir. Alacaklar, kaynak şirketin bilançosundan çıkarılarak özel amaçlı kuruma satılmaktadır. Bu sebeple bu alacaklar kaynak şirket için herhangi bir borç yükümlülüğü yaratmazlar. Alacak havuzu yatırım fonu biçiminde oluşturularak katılma belgeleri yatırımcılara satılmaktadır. Yatırımcılar, havuzda bulunan alacakların sağlayacağı nakit akımları üzerinde, satın aldıkları menkul kıymet oranında mülkiyet hakkına sahiplerdir. Özel amaçlı kurum, havuzu yatırımcılar adına yönetmekte, bütün anapara ve faiz ödemelerini borçlulardan toplayarak kendi ücretini düşükten sonra yatırımcılara aktarmaktadır.⁷⁷

Tipik bir ödeme aktarmalı menkul kıymetleştirme ihracındaki nakit akımları Şekil 4’de gösterilmiştir.

⁷⁷ Öcal, a.g.e., s.17.

Şekil 4 Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymet İhracında Nakit Akımları



Kaynak: N. Öcal, Türkiye’de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri, Yayın No:106, SPK Yayınları, 1997, s.15.

Şekilde işleyen süreç ise özetle aşağıdaki gibidir: ⁷⁸

- Kaynak şirket bir alacak havuzu oluşturarak bu havuzu özel amaçlı kuruma satar.

⁷⁸ Öcal, a.g.e., s.18.

- Özel amaçlı kurum, satın aldığı alacak havuzunun dayanak teşkil edeceği menkul kıymetleri ihraç etme sorumluluğunu yedd-i emine verir. Yedd-i emin menkul kıymet ihracını ve satışını gerçekleştirir.

- Yatırımcıları risklerden korumak ve menkul kıymetlerin pazarlama gücünü arttırmak amacıyla farklı güvence mekanizmaları oluşturulur. Bu güvence mekanizmalarından doğan haklar yedd-i emin bünyesinde yer alır. Menkul kıymet ihracının güvenilirliğini arttırmak amacıyla süreçte derecelendirme kuruluşları da yer alır.

- Menkul kıymetlerin satışından elde edilen hasılat özel amaçlı kurum tarafından kaynak şirkete aktarılır.

- Kredi borçları kaynak şirkete ödenir. Kaynak şirket, bu ödemeleri, belirli bir hizmet ücreti karşılığında, yedd-i emin bünyesindeki özel hesaba aktarır.

- Hesapta biriken paralardan yatırımcılara anapara ve faiz ödemeleri yapılır.

Yedd-i emin de aldığı sorumluluklar karşılığında belirli bir hizmet ücreti alır. Yedd-i emin, ayrıca, yatırımcıların korunması ve bilgilendirilmesi görevini de üstlenmektedir.⁷⁹ Ödemelerde bir aksaklık yaşanması durumunda, güvence mekanizmaları tarafından özel hesaba yatırılacak paralarla yatırımcılara anapara ve faiz ödemesi yapılır.

Ödeme aktarmalı menkul kıymet ihracının en önemli avantajı riskli varlıkların satılarak bilanço dışına çıkarılması ve bu işlemde elde edilen fonlarla satılan varlıkların finansmanında kullanılan yabancı kaynakların tasfiye edilmesidir. Böylelikle borç/öz sermaye ile öz sermaye/toplam aktif oranı iyileşmekte ve kaynak şirket kolay ve ucuz fon temin edebilmektedir. Ayrıca alacakların bilanço dışına çıkarılması sonucu bu alacaklardan elde edilen faiz geliri nedeniyle ödenecek vergiler kaynak şirketi ilgilendirmedikinden, kaynak şirkete vergi avantajı sağlamaktadır.⁸⁰

⁷⁹ Erdönmez, a.g.e., s.77.

⁸⁰ Öcal, a.g.e., s.20.

Bu yöntemin en önemli dezavantajı ise; menkul kıymetlerin dayanağını oluşturan alacak havuzuna yapılan ödemelerin direkt olarak yatırımcıya yansıtılması yani erken ödeme riskidir. Erken ödeme riski, vadelerin belirsiz ve alacaklardan sağlanacak nakit akımlarının değişken olmasına sebep olacaktır. Şöyle ki; kredi borçlularının borçlarını erken ödemeleri durumunda menkul kıymetlere yapılacak ödemelerin de vadesinden önce ödenmesine neden olur.

2. Borçluluk İfade Eden Tahviller

Borçluluk ifade eden tahviller, ödeme aktarmalı menkul kıymetlerin aksine, varlığa dayalı menkul kıymetlerin dayanağını oluşturan alacakların bilanço dışına çıkarılmaması ve sonuçta ihraç edilen menkul kıymetlerin kaynak şirketin bilançosunda borç olarak görünmeye devam etmesidir.

a) Varlığa Dayalı Tahviller

Varlığa dayalı tahviller, kaynak şirketin bilançosundan çıkarılmayan, bilançonun aktifinde durmaya devam eden alacak havuzunun teminat olarak gösterildiği menkul kıymetlerdir. Teminat olarak gösterilen alacak havuzundan elde edilen nakit akımları varlığa dayalı tahvillerin anapara ve faiz ödemelerinde kullanılır.⁸¹ Alacak havuzunun şirketin aktifinde durmaya devam etmesi gibi ihraç edilen menkul kıymetler de pasifinde borç olarak yer alır. Varlığa dayalı tahviller, geleneksel şirket tahvilleri gibi sabit bir getiriye ve belirli bir vade yapısına sahip olup bunların geleneksel tahvillerden farklı yatırımcılara yapılacak anapara ve faiz ödemelerinin kredi veren kurumun alacakları ile oluşturduğu havuzla teminat altına alınmasıdır.⁸² Buna göre varlığa dayalı tahvillerin normal tahvillerden farkı ihraççının varlığa dayalı tahvillere ilişkin anapara ve faiz ödemelerini gerçekleştirememesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Böyle bir durumda yedd-i emin devreye girerek; havuzda yer alan alacakları satar, yatırımcıların anapara ve faiz ödemelerini gerçekleştirir.⁸³

Alacak havuzunda yer alan varlıkların kredi veren kurumun bilançosunun aktifinde bulunmasından ötürü, varlığa dayalı tahvillerde güvence

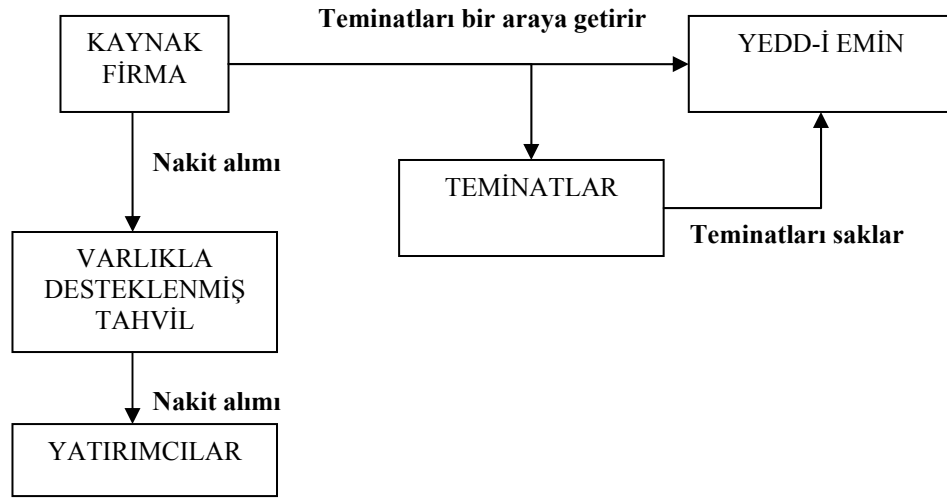
⁸¹ Öcal, a.g.e., s.21.

⁸² Erdönmez, a.g.e, s.77.

⁸³ Öcal, a.g.e., s.21.

mekanizmalarından aşırı teminatlandırma yöntemine başvurulmaktadır.⁸⁴ Yani, alacak havuzunun değeri, ihraç edilen varlığa dayalı tahvillerin değerinden daha fazla olmakta, teminatların değeri belirli aralıklarla kontrol edilerek, tahvillerin değerinin altına düşmesi durumunda teminat artırılmaktadır.⁸⁵ Aşırı teminatlandırma ile yatırımcılar; alacakların tahsil edilememe riskinden, piyasa değerlerindeki düşüşlerden ve bunların vadelerinden önce ödenme riskinden korunmaktadırlar.⁸⁶ Varlığa dayalı tahvil ihracı Şekil 5'teki gibidir:

Şekil 5 Varlığa Dayalı Tahvil İhracı



Kaynak: N. Öcal, Türkiye’de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri, Yayın No:106, SPK Yayınları,1997, s.21.

Varlığa dayalı tahvillerde, menkul kıymetleştirmeye dayanak oluşturan alacak havuzunun kaynak şirketin aktifinde yer alması sonucu faiz gelirlerinin bir vergi borcu oluşturması bir dezavantaj olarak ifade edilebilir. Aynı şekilde menkul kıymetlerin borç şeklinde ihraç edilmesi kaynak şirketin, sermaye yeterlilik hükümleri çerçevesinde, belirli bir miktarda öz sermaye bulundurmasını zorunlu kılmakta, bu durum da şirkete ek bir sermaye maliyeti yüklemektedir.

⁸⁴ Erdönmez, a.g.e, s.77.

⁸⁵ Öcal, a.g.e., s.21.

⁸⁶ Erdönmez, a.g.e, s.77.

b) Nakit Akımlı Tahviller (Pay-through Securities)

Bu yöntem ödeme aktarmalı menkul kıymetler ile varlığa dayalı tahvillerin belirli özelliklerinin birleştirilmesi ile meydana gelmiş bir menkul kıymetleştirme yöntemidir.

Nakit akımlı tahvillerde, aynı varlığa dayalı tahvillerde olduğu gibi, menkul kıymetin dayanağını oluşturan alacak havuzu kaynak şirketin bilançosunda durmaya devam eder. İhraç edilen menkul kıymetler ise bilançonun pasifinde borç olarak yer alır. Bu durum aynı varlığa dayalı tahvillerde olduğu gibi faiz gelirlerinin vergiye tabi olmasına ve sermaye yeterliliği ile ilgili yükümlülüklerin artmasına sebep olur.

Nakit akımlı tahvillerde, aynı ödeme aktarmalı menkul kıymetlerde olduğu gibi, yatırımcılara yapılacak ödemeler bu menkul kıymetlerin dayanağını oluşturan alacak havuzundan sağlanan nakit akımlarıyla gerçekleştirilir. Ancak, ödeme aktarmalı menkul kıymetlerde olduğu gibi alacak havuzunun benzer vade yapısına sahip olmasına gerek yoktur. Tek bir alacak havuzuna bağlı olarak, farklı vadelere sahip birden fazla tahvil sınıfı yaratmak mümkündür. Böylelikle kaynak şirket, alacaklardan sağladığı nakit akımlarını farklı getirilere sahip farklı menkul kıymetler ihraç etmek için kullanabilir. Sonuçta kaynak şirket, ödeme aktarmalı menkul kıymetlerin gerçekleştiremediği, farklı beklentilere sahip farklı yatırımcı tiplerine ulaşabilmektedir. Böylece menkul kıymetlerin pazarlanabilirliği artmaktadır. Ayrıca farklı vadelere sahip farklı menkul kıymet tipleri doğru şekilde yapılandırıldıklarında, tek tip vadede yatırımcılara ödenecek faiz oranından, daha düşük bir ağırlıklı ortalama faiz oranı elde edilebilmekte, daha düşük maliyetle fon sağlanabilmektedir.⁸⁷

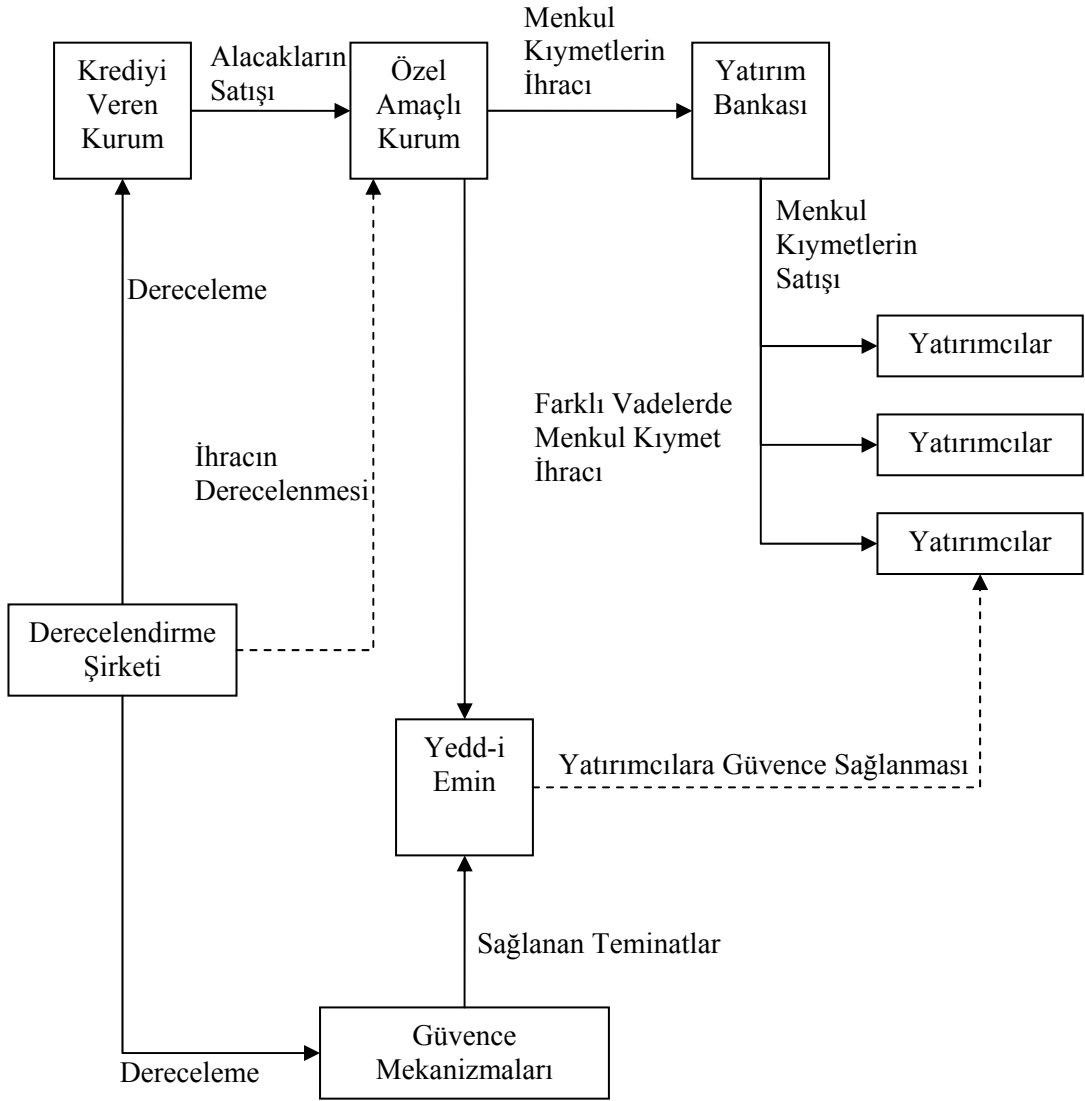
Bu yöntemde de, ödeme aktarmalı menkul kıymetlerde olduğu gibi alacak havuzu karşılığında ihraç edilen nakit akımlı tahviller kaynak şirketin veya bir alt kuruluşu olan özel amaçlı kurumun borcu olarak bilançosunun pasifinde yer almaktadır.⁸⁸ İhraç edilen menkul kıymetler bir yatırım bankası aracılığı ile

⁸⁷ Öcal, a.g.e., s.23.

⁸⁸ Erdönmez, a.g.e, s.77.

yatırımcılara satılır. İhraç edilen menkul kıymetler borçluluk ifade ettiğinden, özel amaçlı kurumun yatırımcılara yaptığı faiz ödemeleri vergiden düşülebilmektedir.⁸⁹

Şekil 6 Nakit Akımlı Menkul Kıymet İhracı



Kaynak: N. Öcal, Türkiye’de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri, Yayın No:106, SPK Yayınları,1997, s.24.

İ. VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLERİN İŞLEM GÖRDÜĞÜ PİYASALAR

Varlığa dayalı menkul kıymet piyasaları, borçlu ve alacaklıların olduğu birincil piyasa ve bu alacakların teminatı altında ihraç edilmiş menkul kıymetlerin alım

⁸⁹ Öcal, a.g.e., s.23.

satımının yapıldığı ikincil piyasanın bir bütünüdür.⁹⁰ Sermaye piyasalarının gelişimine ve fon talebinde bulunanların artışına paralel olarak menkul kıymetleştirme işlemlerine ilişkin piyasa hacmi de bugüne kadar hep artış eğilimi göstermiştir.

1. Birincil Piyasalar

Birincil piyasalar, basit bir ifade ile, kredi arz edenlerle kredi talep edenlerin doğrudan ve ilk kez iletişim içine girdikleri piyasalardır. Menkul kıymetleştirme işleminde birincil piyasalarda yer alan tarafların tek başına işlerliği olmamakla beraber, menkul kıymetleştirmeye konu olacak alacak havuzlarının oluşturulması bu tarafların varlığına bağlıdır. Bu durum ikincil piyasalar için de geçerlidir. Menkul kıymetleştirme uygulamalarından söz edebilmek için her iki piyasanın varlığı gerekli koşuldur. Birincil piyasanın aktörleri kredi talep edenler, kredi arz eden kurumlar ve piyasanın işleyişini düzenleyen kamu kurumlarıdır.

2. İkincil Piyasalar

İkincil piyasalar, birincil piyasadan alınan alacak haklarının menkul kıymetlere dönüştürülerek alınıp satıldığı piyasalardır. İkincil piyasalarda yer alan kuruluşlar doğrudan alacak hakkı doğuracak işlemler yapmazlar. Bunun yerine ihraç ettikleri menkul kıymetlerin alım satımını gerçekleştirerek birincil piyasalarda yer alan kreditorlere devamlı ve istikrarlı bir şekilde fon temin ederler ve daha çok alacak hakkı yaratmalarına katkıda bulunurlar.

Diğer taraftan, finansman kurumları açısından düzenlenmiş olan kredilerin ikincil piyasalarda satılarak fon elde edilmesi, mevduat toplayarak fon elde edilmesinden daha avantajlıdır. Çünkü yapısı gereği uzun vadeli olan konut kredilerini yine yapısı gereği kısa vadeli olan mevduatlarla finanse etmek kredi kurumlarının portföylerinde faiz riski biriktirmesine neden olmaktadır.

⁹⁰ F. J. Fabozzi & F. Modigliani, **Mortgage and Mortgage-Backed Securities Markets**, 1992, s.15.

II. BÖLÜM

II.MENKUL KIYMETLEŞTİRMEDE YASAL DÜZENLEMELER, ÜLKE ÖRNEKLERİ VE MENKUL KIYMETLEŞTİRME UYGULAMALARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

A. MENKUL KIYMETLEŞTİRMEYE İLİŞKİN YASAL DÜZENLEMELER

Menkul kıymetleştirmenin kaynak şirkete sağladığı en önemli avantajlardan biri, ihraç edilen menkul kıymetlerin kaynak şirketin bilançosunda borç olarak görünmemesi ve buna bağlı olarak borç/öz kaynak oranının daha düşük olmasıdır. Ancak menkul kıymetleştirme uygulamalarının bilançoda böyle bir durum yaratması için ilgili muhasebe standartlarında belirlenen kurallara uyulması gerekmektedir. Kaynak şirket tarafından sağlanan fonun bilançoda borç olarak görünmemesinin ve menkul kıymetleştirilen alacakların bilanço dışına çıkarılmasının belirli kurallara göre gerçekleştirilmesi oldukça anlaşılır bir durumdur. Zira gerçekte alacakların tahsil edilememe riskinin devredilmemiş olmasına rağmen alacaklardan sağlanan fonun bilançoda borç olarak görünmemesi ve alacakların bilanço dışına çıkarılması kaynak şirketi olduğundan daha az borçlu gösterecek; bu şirkete yatırım yapan, kredi veren ve ticari ilişkiler kuran üçüncü kişiler yanıltılmış olacaklardır.⁹¹

Alacakların bilanço dışına çıkarılması hususunun belirli kurallara bağlanması ve menkul kıymetleştirilen alacakların değerlemesi küresel finansal krizle beraber daha çok tartışılmaya başlanmış ve özellikle ABD’deki düzenlemeler ile IASB’ın düzenlemeleri arasında uyum sağlanması amacıyla çalışmalar başlamıştır. Uygulamalardaki farklılıklardan ziyade FASB kurallara dayalı bir yaklaşım sergilerken, IASB düzenlemelerinde FASB gibi detaycı bir yaklaşım yerine,

⁹¹ H. Doğru, “Basel II ve IAS 39 Muhasebe Standardı Çerçevesinde Menkul Kıymetleştirme İşleminin Türkiye’de Banka ve Diğer Kaynak Şirketlerin Bilanço ve Sermaye Yeterliliği Yükümlülüklerine Etkileri”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı:62, 2007, s.48.

kullanıcının yorumuna da yer bırakan genel ilkeler verilmesi yoluna gidilmiştir.⁹² Bu kapsamda çalışmanın bu bölümünde menkul kıymetleştirmeye ilişkin düzenlemelere yer verilecektir.

1. IASB’ın Menkul Kıymetleştirmeye İlişkin Düzenlemeleri

Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu, Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (IASB) tarafından düzenlenen Uluslararası Muhasebe Standartlarını Türkçe’ye çevirerek aynen kabul etme ve uygulamaya karar vermiştir. Bu doğrultuda Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu, IASB tarafından düzenlenen muhasebe ve finansal raporlama standartlarını birebir tercüme olarak Türkçe’ye çevirmekte ve yayınlamaktadır. Bu nedenle Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu’nun menkul kıymetleştirmeye ilişkin düzenlemeleri bu çalışmanın Türkiye’de Menkul Kıymetleştirmeye İlişkin Düzenlemeler bölümünde ele alınacaktır.

2. Türkiye’de Menkul Kıymetleştirmeye İlişkin Düzenlemeler

Türkiye’deki yasal düzenlemeler çerçevesinde varlığa dayalı menkul kıymetleri menkul kıymet olarak tanımlama ve ihraç edilen tüm menkul kıymetlere ilişkin şartları belirleme yetkisi Sermaye Piyasası Kurulu’na verilmiştir. Diğer taraftan Avrupa Birliği düzenlemelerine uyum çerçevesinde 15.11.2003 tarihinde Seri:XI, No:25 “Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği” Resmi Gazete’de yayımlanmış, SPK’ya tabi şirketlerin 2005 yılının ilk ara dönemi itibariyle finansal tablolarını Uluslararası Muhasebe/Finansal Raporlama Standartları ile tam uyumlu olarak düzenlenmeleri zorunlu tutulmuştur.⁹³ Daha sonra gerek UMS/UFRS’lerdeki değişimler dikkate alınarak gerekse yeni Türk Ticaret Kanunu tasarısında yer alan hükümler göz önünde bulundurularak hazırlanan ve Seri:XI, No:25 Tebliği’ni yürürlükten kaldıran Seri:XI, No:29 "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" 09.04.2008 tarih ve 26842 sayılı Resmi

⁹² B. Artunç, **Özel Amaçlı Varlıklar ve Bilanço Dışı Muhasebeleştirme Yöntemi Olarak Kullanılması**, Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansmanı Dairesi, 2002, Ankara, s.15.

⁹³ Seri:XI, No: 25 “**Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği**”, 5. madde.

gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.⁹⁴ Böylece finansal raporlama açısından uluslararası düzenlemelere tam uyum sağlanmıştır.

a) Menkul Kıymet ve Borsa Kanunu

Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu, aktifte dayalı menkul kıymetleri kayda alma yetkisinin yanı sıra, menkul kıymetlerin ihraç, arz ve satış koşullarını belirleme yetkisine de sahiptir. 3794 sayılı Kanunla Sermaye Piyasası Kanunu’na eklenen 13/A maddesi⁹⁵ ile genel çerçevesi çizilen varlığa dayalı menkul kıymet ihraç esaslarını düzenlemek üzere SPK tarafından ilk kez 31.07.1992 tarihinde Seri:III No.14 sayılı “Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği” yayınlanmıştır. Tebliğ sadece alacakların karşılık gösterilmesi suretiyle ihraç edilecek varlığa dayalı menkul kıymetleri düzenlemiştir. Menkul kıymetleştirme ihracına konu olacak alacaklar Tebliğin 4. maddesinde açıklanmıştır. Söz konusu alacakları; 1) Bankalarca ihraç edilecek varlığa dayalı menkul kıymetlere dayanak teşkil edecek alacaklar 2) Finansal kiralama kuruluşlarınca ihraç edilecek varlığa dayalı menkul kıymetlere dayanak teşkil edecek alacaklar 3) Diğer varlığa dayalı menkul kıymet ihraçlarına dayanak teşkil edecek alacaklar olmak üzere üç temel grupta ele almak mümkündür.⁹⁶ Aşağıdaki tabloda Türkiye’deki Bankaların 1992 ve 1994 yıllarında varlığa dayalı menkul kıymet ihracında kullanılan alacakların % dağılımına yer verilmiştir:

⁹⁴ Seri: XI, No: 29 "Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği" hakkında basın duyurusu, (Çevrimiçi) <http://www.spk.gov.tr>, Erişim Tarihi: 25 Aralık 2010.

⁹⁵ 3794 sayılı Kanun 13/A maddesi “Alacaklar ve duran varlıklar karşılık gösterilerek varlığa dayalı menkul kıymetler ihraç edilebilir. Bunları ihraç edecek kuruluşlar, ihraç şartları, karşılık gösterilebilecek alacak ve varlık türleri, ihraç limiti, değerlendirme ilke ve esasları, nitelikleri Kurul tarafından çıkarılacak tebliğlerle düzenlenir.” şeklindedir.

⁹⁶ Aksoy, Tamer: **Çağdaş Bankacılıkta Son Eğilimler ve Türkiye’de Uluslarüstü Bankacılık (Sistemik ve Analitik Bir Yaklaşım)**, Ankara , SPK Yayınları, Yayın No:109, 1997, s.34.

Tablo 3 Türkiye’de Bankaların VDMK İhracında Kullandıkları Alacakların Dağılımı (%)

	1992	1994
Finansal Kiralama Sözleşmesi	0,9	0,8
Tüketici Kredileri	58,9	60,6
Konut Kredileri	14,8	14,0
Otomobil Kredileri	1,8	3,42
Kredi Kartları	6,5	6,4
Diğer	0,67	0,9
Tarım Kredi Kooperatifi Alacakları	16,13	13,7
TOPLAM	100	100

Kaynak: AKSOY, Tamer: **Çağdaş Bankacılıkta Son Eğilimler ve Türkiye’de Uluslararası Bankacılık (Sistematik ve Analitik Bir Yaklaşım)**, Ankara, SPK Yayınları, Yayın No:109, 1997, s.37.

Tabloda görüldüğü gibi 1992 ve 1994 yıllarında menkul kıymetleştirmeye konu olan alacaklar içinde tüketici kredileri %58,9 ve 60,6 ile en büyük paya sahiptir. Ayrıca bu yıllarda varlığa dayalı menkul kıymet ihracı toplam menkul kıymet ihraçları içinde %78,46 oranında yüksek bir paya sahip olmuştur.⁹⁷ Düzenlendiği ilk yıllarda, herhangi bir zorunlu karşılığa tabi olmadığı için bankalar bir mevduat alternatifi olarak görülen, yoğun şekilde ihraç edilen bir araç haline gelen, varlığa dayalı menkul kıymetler⁹⁸, I. Bölüm’de açıklandığı varlığa dayalı menkul kıymetlerle birebir örtüşmemesi ve konut finansmanı için yeni düzenlemelere ihtiyaç duyulması sonucunda; 3794 sayılı Kanun’un ilgili maddesi, 5582 sayılı “Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun” ile yürürlükten kaldırılırken, Seri:III No.14 sayılı Tebliğ de Seri:III No.35 sayılı “Varlık Finansmanı Fonlarına ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Tebliği”⁹⁹ ile yürürlükten kaldırılmıştır.¹⁰⁰ Bu düzenlemelere ek olarak Sermaye Piyasası Kanunu 13/A ve 38/B maddeleri gereği ipotek teminatlı menkul kıymetleri düzenlemek amacıyla Seri:III No.33 sayılı “İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” ile ipoteğe dayalı menkul kıymetleri düzenlemek amacıyla Seri:III No.34 sayılı “Konut

⁹⁷ Aksoy, a.g.e., s.37.

⁹⁸ Turan, a.g.e., s.84-96.

⁹⁹ Bkz. 27.08.2008 tarih ve 26980 sayılı RG.

¹⁰⁰ Doğru, 3794 sayılı Kanun ve Seri:III No:14 sayılı Tebliğ çerçevesinde menkul kıymetleştirmenin zorunlu olarak Türkiye’deki tek uygulamasının Türk kaynak şirketlerinin alacaklarının yurtdışı piyasalarda menkul kıymetleştirebileceklerini, Türkiye’de varlığa dayalı menkul kıymet ihracının yapılabilmesi için ilgili Tebliğ’de değişiklik yapılması gerektiğini vurgulamaktadır.

Finansmanı Fonlarına ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği”¹⁰¹ yayınlanmıştır.

Bir konut finansman sistemi oluşturmak amacıyla düzenlenen 5582 sayılı “Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun” temel olarak ipotekli konut kredilerinin ve bunlar dışındaki alacak ve varlık çeşitlerinin menkul kıymetleştirilmesi ve bu suretle menkul kıymetlerden sağlanan fonların yeni konut kredilerinde kullanılması esasına dayanmaktadır. Kanunda menkul kıymetleştirme yoluyla ihraç edilecek varlıklar, “ipoteke ve varlık teminatlı menkul kıymetler” ve “ipoteğe ve varlığa dayalı menkul kıymetler” olarak iki ana kola ayrılmıştır.¹⁰² İpoteke ve varlık teminatlı menkul kıymetlerde ihraççı sahip olduğu varlıkları ve alacakları teminat göstererek, menkul kıymetlere ilişkin anapara ve faiz ödemelerini kendisi üstlenmektedir (bilanço içi menkul kıymetleştirme). İpoteğe ve varlığa dayalı menkul kıymetlerde ise; alacaklar ve varlıklar bir kuruluş tarafından devralınır (bilanço dışı menkul kıymetleştirme). Bu alacak ve varlıklar teminat gösterilerek menkul kıymet ihraç edilir, alacakların ve varlıkların sağladığı nakit akımlarıyla anapara ve faiz ödemeleri yapılır. Görüldüğü üzere Kanun, konut finansman sisteminde verilen kredilerin birincil piyasadaki ve daha sonra devredilmesi suretiyle ikincil piyasadaki işlemlerini düzenleyecek şekilde hazırlanmış, bu anlamda Kanunla getirilen köklü değişiklik ikincil piyasa işlemleri olmuştur. Kanunda düzenlenen ipoteğe dayalı menkul kıymetler, yatırım fonu niteliğindeki konut finansmanı fonları tarafından ihraç edilen, bu bakımdan da ABD ve Fransa’daki trustlar (yedd-i emin) tarafından ihraç edilen, bir alacak hakkı değil, mal varlığına (menkul kıymetleştirilen alacaklara) katılım hakkı sağlayan ve ABD’de pass-through olarak adlandırılan nakit aktarmalı menkul kıymetlere denk düşmektedir.¹⁰³ Yaygın olarak kullanılan standart bilanço dışı menkul kıymet enstrümanları ipotek havuzları ile teminat altına alınmıştır. Kaynak şirketler özel amaçlı kuruluş aracılığı ile ipotek teminatlı menkul kıymet ihraç edebilecekleri gibi, ipotek teminatlı alacak havuzlarını menkul kıymetleştirecek uzman bir kuruluşa satabilirler. Kaynak şirket, bu satıştan nakit sağlayabileceği gibi, nakit yerine riski

¹⁰¹ Seri:III No:33 ve Seri:III No:34 sayılı tebliğler için bkz. 04.08.2007 tarih ve 26603 sayılı RG.

¹⁰² Turan, a.g.e., s.84,96.

¹⁰³ Doğru, a.g.m., s.46.

ayarlanmış menkul kıymetlerden alabilir. Böylelikle uzun vadeli düşük riskli bir nakit akışı da sağlamış olur.¹⁰⁴

5582 sayılı Kanunda menkul kıymetleştirmeye konu olacak alacaklar iki ana kola ayrılmaktadır. Bunlar; ipotek ve varlık teminatlı menkul kıymetler ile ipoteye ve varlığa dayalı menkul kıymetlerdir. İpotek ve varlık teminatlı menkul kıymetlerin ödenmesi ihraççının genel yükümlülüğü altında bilanço içi menkul kıymetleştirme niteliğindedir. İpoteye ve varlığa dayalı menkul kıymetler ise, alacakların devralınması suretiyle ihracın gerçekleştirildiği bilanço dışı bir menkul kıymetleştirme yöntemidir.¹⁰⁵ Sermaye Piyasası Kurulu, 5582 sayılı Kanunda menkul kıymetleştirme yoluyla ihracı öngörülen menkul kıymetlerin nasıl ihraç edileceği ve menkul kıymetlerin kurul kaydına hangi koşullarda alınacağını aşağıdaki tebliğlere göre belirlemiştir:

i. Seri:III No:33 sayılı İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ

Sermaye Piyasası Kanunu 13/A maddesindeki varlığa dayalı menkul kıymetlerle ilgili hükmün tamamı 5582 sayılı Kanun'un 8. maddesi ile değiştirilmiş; 13/A maddesinin son fıkrasında ipotek teminatlı menkul kıymetlerin ihraç limiti, ihraç şartları, teminat havuzundaki varlıkların riskten korunması amacıyla yapılabilecek sözleşmeler, menkul kıymetlerin Kurul kaydına alınmasına ilişkin usul ve esaslar ve ipotek teminatlı menkul kıymetler ile ilgili diğer hususların Sermaye Piyasası Kurulunca düzenleneceği belirtilmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu, ipotek teminatlı menkul kıymetlere ilişkin esasları Seri:III No.33 sayılı tebliğ ile düzenlenmiştir. Tebliğe göre ipotek teminatlı menkul kıymet; ihraççının genel yükümlülüğü niteliğinde olan ve teminat varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen borçlanma senedir. İpotek teminatlı menkul kıymet sabit veya değişken faizli, iskontolu veya primli, nama veya hamiline yazılı olarak ihraç edilebilir.¹⁰⁶ Bu Tebliğ'de yer alan ipotek teminatlı menkul kıymetlere ilişkin hükümlerin büyük

¹⁰⁴ Y.Ayrıçay ve U.Yıldırım, "İpoteye Dayalı Konut Finansmanı Sistemi ve Son Düzenlemeler Işığında Sistemin Türkiye'de İşleyişi", **Selçuk Üniversitesi Karaman İ.İ.B.F. Dergisi**, Sayı 12, 2007, s.51.

¹⁰⁵ Turan, a.g.e., s.98.

¹⁰⁶ Sermaye Piyasası Kurulu, **Seri:III No:33 sayılı İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ**, (Çevrimiçi) <http://www.spk.gov.tr>, Erişim Tarihi: 25 Aralık 2010.

ölçüde Alman ipotekli tahvilleri düzenleyen Alman İpotekli Tahvil Yasası'ndan alındığı anlaşılmaktadır.¹⁰⁷

Tebliğde menkul kıymet olarak ihraç edilebilecek ipotekli kredilerin niteliklerine de yer verilmiştir. Tebliğde bu nitelikler genel olarak;

- Kredinin anapara ve faiz geri ödemelerinin ihraççı tarafından ipotekle teminat altına alınması,
- Kredinin teminatı olan taşınmazın Türkiye Cumhuriyeti sınırları içinde olması ve yapı kullanma izni bulunması,
- Kredinin teminat defterine kaydedildiği tarih itibarıyla vadesi gelmiş tüm ödemelerinin yapılmış olması,
- Kredinin teminatı olan taşınmazın piyasa değerinin hesaplanmış olması

şeklinde ifade edilmiştir.

Tebliğ, ipotek teminatlı menkul kıymet ihraç yetkisini 5411 sayılı Bankacılık Kanununun 3'üncü maddesi ve Sermaye Piyasası Kanununun 39/A maddesinde tanımlanan bankalar¹⁰⁸ ile Sermaye Piyasası Kanununun 39/A maddesinde tanımlanan ipotek finansman kuruluşlarına¹⁰⁹ vermiştir. Tebliğde menkul kıymetlerin ödenmesinin ihraççının yükümlülüğünde olduğu açıkça ifade edilmiştir. Bu anlamda ipotek teminatlı menkul kıymetler, ihraççının bilançosunda borç olarak görünmeye devam eder ve ihraççı menkul kıymetlere karşılık kredilerden doğan alacakları teminat olarak göstererek ödenmeme riskini üzerine alır. Görüldüğü üzere ipotek teminatlı menkul kıymetlerin özel amaçlı kuruluşa devredilmesi suretiyle bilanço dışına çıkarılması ve kaynak şirketin risklerinden izole edilmesi söz konusu değildir. Ancak bu durum yatırımcıların ipotek teminatlı menkul kıymetleri almak suretiyle kaynak şirketin risklerini üstlendiği anlamını taşımaz. Tebliğin 12. maddesinde yatırımcılara koruma sağlayan hükümler yer almaktadır. Bu hükümler aşağıdaki gibidir:

¹⁰⁷ Doğru, a.g.e., s.301.

¹⁰⁸ 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'na göre faaliyet gösteren mevduat bankaları, katılım bankaları ile yatırım ve kalkınma bankalarının arasında ipotek teminatlı menkul kıymet ihraç konusunda bir ayırım yapılmadığı için sözü geçen tüm bankaların ipotek teminatlı menkul kıymet ihraç etmesi mümkündür.

¹⁰⁹ SPK'na eklenen 39/A maddesine göre ipotek finansmanı kuruluşları, münhasıran konut finansmanından kaynaklanan alacakların devralınması, devredilmesi, devralınan alacaklardan oluşan varlıkların yönetimi ve alacakların teminat olarak alınması suretiyle kaynak temini amacıyla kurulan, sermaye piyasası kurumu niteliğini haiz anonim ortaklıklardır.

- İpotek teminatlı menkul kıymetler itfa edilmeye kadar teminat varlıklar teminat amacı dışında tasarruf edilemez, rehnedilemez, teminat gösterilemez, kamu alacaklarının tahsili amacı da dâhil olmak üzere haczedilemez, iflas masasına dâhil edilemez, ayrıca bunlar hakkında ihtiyati tedbir kararı verilemez.

- Teminat varlıklarla ilgili her türlü nakit akışı için bir banka nezdinde ihraççının diğer hesaplarından ayrı olarak bir hesap açılır. Teminat varlıklardan sağlanan nakit, teminat varlıklara dâhil olup ilgili kredi hesaplarından ivedilikle bu hesaba aktarılır.

- İhraççının ipotek teminatlı menkul kıymetlerden kaynaklanan ödeme yükümlülüğünü yerine getirememesi ve teminat havuzlarına dahil edilen varlıkların menkul kıymet sahiplerinin alacaklarını karşılamaya yetmemesi halinde alacağı teminat havuzundaki varlıklarla karşılanmayan ipotek teminatlı menkul kıymet sahipleri, ihraççının diğer malvarlığına başvurabilir.

Ayrıca Sermaye Piyasası Kanunu 13/A maddesi, ihraççının, ipotek teminatlı menkul kıymetlerden kaynaklanan yükümlülüklerini yerine getirememesi, yönetiminin kamu kurumlarına devredilmesi, faaliyet izninin kaldırılması veya iflası halinde teminat havuzundaki varlıklardan elde edilen gelirin öncelikle ipotek teminatlı menkul kıymet sahiplerine ödeneceği hükmü de yatırımcılara koruma sağlamaktadır.

Tebliğ ipotek teminatlı menkul kıymet ihraç edecek bankaların ya da ipotek finansmanı kuruluşlarının risk yönetim sistemini nasıl oluşturacağı konusunda da ilkeler belirlemiştir. Tebliğe göre ihraççı risk yönetim sistemini;

- İpotek teminatlı menkul kıymet ihracı ve teminat varlıkların yönetimi ile ilgili kredi riski, faiz riski, kur riski, diğer piyasa riskleri, karşı taraf riski, operasyonel risk ve likidite riskini de içerecek şekilde risklerin tanımlanması, ölçülmesi, risk politikaları ve uygulama usullerinin oluşturulması ve uygulanması, risklerin analizi ve izlenmesi, raporlanması, araştırılması, teyidi ve denetimini sağlayacak,

- Riskler için belirlenen sınırlar aşıldığında riskin azaltılması için uygulanacak yazılı prosedürleri içerecek,

- Değişen piyasa koşullarına kısa sürede uyarlanabilecek,

- En az yılda bir defa gözden geçirilecek

şekilde oluşturmaktadır.

33 sayılı Tebliğ ile düzenlemesi yapılan bir diğer önemli konu; ipotek teminatlı menkul kıymetlere koruma sağlayan teminatların yani ipotekli kredilerin ihraççının diğer malvarlığından ayrıştırılması amacıyla yazılı veya elektronik olarak takip edebileceği bir kayıt sistemi oluşturarak “Teminat Defteri” adı verilen bir kayıt sistemine tabi tutulması ve teminatlı alacaklar ile ilgili tüm işlem ve ihtilaflarda bu deftere yapılmış kayıtların esas alınacağı ile ilgili düzenlemedir.

Banka ve ipotek finansmanı kuruluşlarının ipotek teminatlı menkul kıymet ihraççısı olabilmeleri için, ihraca uygun mekan, donanım ve organizasyon yapısının oluşturulması ve risklere karşı Tebliğ’de belirtilen esaslar dahilinde bir risk yönetim yapısının kurulmasını müteakip gerekli bilgi ve belgelerle Kurula başvurmak durumundadır. Eğer başvuru sahibi bir banka ise; ilgili bankanın ipotek teminatlı menkul kıymet ihracı yapabilmesi için bir engel bulunup bulunmadığı konusunda BDDK’nın görüşü alınır. Bu görüşün alınmasının ardından Kurul başvuru sahibinin ihraççı niteliğini haiz olup olmadığına karar verir.¹¹⁰

ii. Seri:III No:34 sayılı Konut Finansmanı Fonlarına ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ

5592 sayılı Kanun ile Sermaye Piyasası Kanununun 38/B maddesine dayanılarak düzenlenen 34 sayılı Tebliğin amacı; konut finansmanı fonlarının kuruluş ve faaliyetleri ile ipoteğe dayalı menkul kıymetlere ilişkin esasları düzenlemektir. Tebliğin amacı, ipotek teminatlı menkul kıymetlerden farklı olarak konut finansmanı fonlarının, kaynak şirketin sahip olduğu alacakları devralması suretiyle bilanço dışı menkul kıymetleştirmeyi mümkün kılacak şekilde ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracını düzenlemek olarak ifade edilmektedir.

38/B maddesine dayanılarak düzenlenen 34 sayılı Tebliğe göre konut finansmanı fonu, ihraç edilen ipoteğe dayalı menkul kıymetler karşılığında toplanan paralarla, Türkiye Cumhuriyeti sınırları içinde kurulması zorunlu olan, ipoteğe dayalı menkul kıymet sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre oluşturulan malvarlığıdır. Fonun tüzel kişiliği bulunmamaktadır. Ancak fon malvarlığı,

¹¹⁰ Seri:III No:33 sayılı İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, madde 6.

kurucunun, hizmet sağlayıcının ve diğer kredi verenlerin malvarlığından ayrı olmalıdır. Konut finansmanı fonları, ABD'deki "trust"lara benzer şekilde menkul kıymetleştirmedeki özel amaçlı kuruluş işlevini görmektedir¹¹¹. Fon malvarlığı, ihraç edilen ipoteye dayalı menkul kıymetler itfa edilinceye kadar, başka bir amaçla tasarruf edilemez, rehnedilemez, teminat gösterilemez, kamu alacaklarının tahsili amacı da dahil olmak üzere haczedilemez, ihtiyatî tedbir kararı verilemez ve iflâs masasına dahil edilemez.¹¹² 34 sayılı Tebliğ aynı 33 sayılı Tebliğde düzenlenen teminat havuzu gibi, konut finansmanı fonunu, sahip olduğu malvarlığını koruma altına alarak, ipoteye dayalı menkul kıymet sahipleri hesabına faaliyet gösteren bir kurum olarak düzenlemiştir.

5582 Sayılı Kanun ve ilgili Tebliğ hükümlerine göre kaynak şirketlerin konut finansmanı fonlarının kurucusu olmasına engel bir hüküm bulunmamaktadır. Bu sebeple konut finansmanı fonlarının kurucusunun kaynak şirket olması mümkündür. Konut finansman fonunun oluşumu ipoteye bağlı menkul kıymetlerin ihracından elde edilecek gelire bağlı olması nedeniyle, fonun kuruluşuna izin verilmesi ile ipoteye dayalı menkul kıymetlerin kayda alınması eşzamanlı gerçekleşen eylemlerdir.¹¹³

Konut finansman fonlarının işlevinin ne olacağı, hangi şartlarda kurulabileceği ve faaliyetlerini ne şekilde yürüteceğine ilişkin esaslara Tebliğde ayrıntılı bir şekilde yer verilmiştir. Yukarıda yer verilen niteliklerin yanı sıra fona ilişkin önemli maddeler aşağıdaki gibidir:

- Sadece bankalar, finansman şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları ve aracı kurumlar konut finansmanı fonunun kurucusu olabilir.

- Fona ve fondan yapılacak her türlü ödeme ve harcama için bir banka nezdinde kurucunun diğer hesaplarından ayrı olarak fon adına bir hesap açılır.

- Fon süreli veya süresiz olarak kurulur. Fon doğrudan aktarım usulü ile yönetilir. Doğrudan aktarım, fon portföyünde yer alan varlıklardan elde edilen, ödeme planına bağlı olan veya olmayan nakit akımlarının bu Tebliğ kapsamında gerekli kesintiler yapıldıktan sonra ipoteye dayalı menkul kıymet sahiplerine aktarılmasıdır. İpoteye dayalı menkul kıymet ödemeler tamamlandıktan sonra itfa

¹¹¹ Doğru, a.g.m., s.47.

¹¹² 5582 sayılı Kanun madde 39/B.

¹¹³ Turan, a.g.e., s.138.

edilir. Fonun doğrudan aktarılması ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin ödeme aktarmalı (pass-through) yapıda olduğu anlamına gelmektedir. Bu bakımdan ipoteğe dayalı menkul kıymetler, yatırım fonu niteliğindeki konut finansmanı fonları tarafından ihraç edilen bir alacak hakkı değil, mal varlığına (menkul kıymetleştirilen alacaklara) katılım hakkı sağlayan ve ABD’de “pass-through” olarak adlandırılan ödeme aktarmalı menkul kıymetlere denk düşen menkul kıymetlerdir.¹¹⁴

- Kurucu tarafından her fon için atanan 3 kişi fon kurulunu oluşturur. Fon kurulundaki üyelerden en az bir tanesinin bağımsız üye olması zorunludur. Fon kurulu temel olarak, fon içtüzüğü ve izahnamesinin hazırlanmasından ve tescilinden, fon portföyünün oluşturulmasından, değerlendirilmesinden ve fon varlıklarının Tebliğ hükümleri çerçevesinde saklanması, kaydedilmesinden, kayıtların doğru olarak tutulmasından ve izlenmesinden, bunlara ilişkin belge düzeninin kurulup bilgi ve belgelerin muhafazasından, ipoteğe dayalı menkul kıymet sahiplerinin hak ve menfaatlerini koruyacak şekilde, bu Tebliğ, fon içtüzüğü ve izahnamede belirlenen ilke ve yöntemlere uygun olarak temsilinden, yönetiminden ve denetimin gözetiminden, Tebliğ hükümlerine uygun olarak ipoteğe dayalı menkul kıymet sahiplerine Kurulca belirlenen standartlara uygun periyodik raporların hazırlanmasından, hizmet sağlayıcı tarafından ipotekli konut kredilerine yönelik verilen hizmetin uygun bir şekilde yapılmasını sağlamasından sorumludur.

- Fon kurulu kararı ile fonun iç kontrol sistemine ilişkin tüm usul ve esaslar yazılı hale getirilmek zorundadır. İç kontrol sistemi, fonun faaliyetlerinin verimliliğinin ve etkinliğinin, finansal ve idari konulara ait bilgilerin güvenilirliğinin ve zamanında elde edilebilirliğinin sağlanmasını; fon faaliyetlerinin ilgili mevzuata, sözleşmelere, fon içtüzüğüne, izahnameye uygun yürütülmesini; hata, hile ve usulsüzlüklerin önlenmesini ve tespitini; muhasebe kayıtlarının doğru ve eksiksiz olmasını ve finansal bilgilerin doğru ve güvenilir olarak zamanında hazırlanmasını temin etmek amacıyla uygulanan usul ve esaslardır. Fonun faaliyetlerinin denetimi ise fon denetçisinin görevidir. Fon denetçisi denetleme sonuçlarını en az yılda bir kez fon kuruluna sunmakla yükümlüdür.

Fon denetçisi haricinde fonun finansal tablolarının bağımsız denetime tabi tutulması da Tebliğ’in 9. maddesi ile belirlenmiştir. Bu maddeye göre fonun bağımsız denetimi; Kurulun bağımsız denetime ilişkin düzenlemelerine uygun

¹¹⁴ Doğru, a.g.m., s.46.

olarak, Kurulun sermaye piyasasında bağımsız denetime yetkili kuruluşlar listesinde yer alan bir bağımsız denetim kuruluşu tarafından yılda bir kez yapılır. Ayrıca altı aylık finansal tablo dönemleri itibariyle fon varlıklarının mevcudiyetini koruduğuna dair bir rapor hazırlayarak Kurula gönderir.

Konut finansman fonları 34 sayılı Tebliğe göre içtüzüklerinde belirtmek koşuluyla aşağıdaki varlıkları havuza dahil edebilirler:

- İpotekli konut kredileri
- İpoteğe dayalı menkul kıymetler ile Sermaye Piyasası Kanunu'nun 13/A maddesine dayanarak ihraç edilecek ipotek teminatlı menkul kıymetler,
- İpotekli konut kredilerinden elde edilen nakdin değerlendirilmesi amacına yönelik olarak nakit benzeri kısa vadeli yatırımlar,
- Türev araçlardan kaynaklanan haklar ve teminatlar.
- Kurulca uygun görülecek diğer varlıklar.

Tebliğ, ipoteğe dayalı menkul kıymetleri fon portföyünde yer alan varlıkların teminat gösterilerek ihraç edildiği borçlanma senetleri olarak tanımlamıştır. İpoteğe dayalı menkul kıymet ihraçlarını varlıkların vadesi, faiz türü, varlıkların anapara ve faiz ödeme zamanları, anapara veya faiz ödemelerindeki öncelikler ile tasfiye prosedürüne ilişkin haklar gibi kriterlere göre farklı haklara sahip olan sınıflardan oluşturabileceğini öngörmüş, böylelikle menkul kıymetleştirmeye konu olacak alacakların farklı özelliklere sahip olması gerekliliğine Tebliğ'de yer verilmiştir.

Kurul ipotekli konut kredilerinin fon portföyüne alınması halinde; ipoteğin fon hesabına, kurucu adına tapu siciline tescil ettirilmesini zorunlu kılmıştır. Böylelikle kaynak şirket alacaklardan doğan haklarını ve risklerini fona devretmiş olur. Bu düzenleme ile ipoteğe dayalı menkul kıymetleştirilen alacakların kaynak şirketin bilançosundan çıkarılması kanuni bir zorunluluk haline gelmektedir. Bu sebeple konut finansmanı fonlarının ABD'deki özel amaçlı kuruluş (SPE) işlevine sahip olduğunu ifade etmek mümkündür. Özel amaçlı kuruluşun bilanço yapısı gibi konut finansman fonunun aktifinde kredilerden doğan alacaklar, pasifinde ise menkul kıymetler yer almaktadır.

Tebliğ, menkul kıymetleştirilen alacakların oluşturduğu varlık havuzunun idaresinin ne şekilde yapılacağını 8. maddede düzenlemiştir. Bu maddeye göre hizmet sağlayıcı, ipotekli konut kredilerinin günlük idaresinden sorumlu olan, kurucu veya kurucu niteliğini haiz diğer bir kuruluştur. Hizmet sağlayıcı temel olarak ipotekli konut kredilerinin anapara ve faiz ödemelerinin zamanında tahsil edilerek fon hesabına aktarılması, sigorta primlerinin tahsili ve sigorta şirketine ödenmesi, konutlarla ilgili vergilerin tahsili ve vergi otoritelerine ödenmesi, ipotekli kredilerin ödenmemesi durumunda borçlulara gerekli uyarıların yapılması vb. yükümlülüklerle sahiptir. Çalışmanın birinci bölümünde yer alan açıklamalardan hatırlanacağı gibi özel amaçlı kuruluş, alacakların izlenmesi ve tahsilatı için “servicer” olarak adlandırılan bir banka ya da finansal kuruluşla anlaşabileceği gibi, kaynak şirketten de söz konusu hizmeti alması mümkündür. Madde 8 de aynı şekilde hizmet sağlayıcıyı; kurucu veya kurucu niteliğine sahip diğer bir kuruluş olarak tanımlayarak, hizmet sağlayıcının kaynak şirket olabilmesine imkan sağlamıştır.

34 sayılı Tebliğ, fonun yeniden yapılandırılmasının hangi gerekçelerle gerçekleşeceğini belirtmemiş olmasına rağmen, Fon Kurulu’nun SPK onayı ile fonun yeniden yapılandırılmasına olanak sağlamıştır. Fonun yeniden yapılandırılması için Fon Kurulu;

- Tüm varlıkları ve yükümlülükleri ile birlikte diğer bir kurucuya devrine,
- Diğer bir fon ile birleştirilmesine,
- İpotekli konut kredilerinin kalan anapara nominal değerinin ihraç tarihindeki anapara nominal değerinin %10’una veya daha düşük bir değere inmesi halinde, ipoteğe dayalı menkul kıymet sahiplerine karşı tüm yükümlülüklerin yerine getirilmesi koşuluyla, ipotekli konut kredilerinin kurucu veya üçüncü bir tarafa satılması yolu ile tasfiye edilmesine karar verebilir. Fonun 29’uncu maddede belirtilen esaslar çerçevesinde yapılan yeniden yapılandırma işlemlerinde;
- Teşkilatlanmış piyasası olmayan ipotekli konut kredileri ile bu Tebliğ kapsamında fon portföyüne alınabilecek, ipoteğe dayalı menkul kıymet ve ipotek teminatlı menkul kıymetler için, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı yetki belgesi olan aracı kuruluşlar veya bağımsız denetim şirketleri tarafından belirlenecek fiyatlar,

- Borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören fon varlıkları için, değerlendirme gününde bu piyasalarda oluşan rayiç değerler,
- Borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem görmekle birlikte değerlendirme gününde bu piyasalarda alım satıma konu olmayan varlıklar için son işlem tarihinde oluşan rayiç değerler,
- Teşkilatlanmış piyasası olmayan diğer varlıklar için, fon kurulu tarafından yazılı olarak belirlenecek yöntemler esas alınır.

30'uncu madde hükümlerinin varlıkların fon portföyüne alınması aşamasında da uygulanacağı Tebliğ'de belirtilmiştir.

iii. Seri:III No:35 sayılı Varlık Finansmanı Fonlarına ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ

Sermaye Piyasası Kanunu 38/C maddesinin dayanak teşkil ettiği 35 numaralı Tebliğin amacı, varlık finansmanı fonlarının kuruluş ve faaliyetleri ile varlığa dayalı menkul kıymetlerin Kurul kaydına alınmasına, ihracına ve kamunun aydınlatılmasına ilişkin esasları düzenlemektir. Tebliğ, ihraç edilen menkul kıymetlerin niteliği ve menkul kıymetleştirme yöntemleri bakımından 34 sayılı Tebliğ ile farklılıklar gösterse de genel olarak başlıklar ve düzenlemeler benzerlik taşımaktadır. Bu bakımdan çalışmanın bu bölümünde bir anlamda 34 sayılı Tebliğ ile 35 sayılı Tebliğ'in karşılaştırmasına yer verilecektir.

Seri:III No.35 sayılı Tebliğe göre varlık finansman fonu, Türkiye Cumhuriyeti sınırları içerisinde kurulması zorunlu olan, ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler karşılığında toplanan paralarla, varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre oluşturulan malvarlığıdır. Fonun tüzel kişiliği yoktur. Fon malvarlığı kurucunun, hizmet sağlayıcının ve kaynak kuruluşun malvarlığından ayrıdır. Tebliğ'in 1. maddesinde kurulacak fonun diğer özellikleri aşağıdaki şekilde düzenlenmiştir:

- Fona ve fondan yapılacak her türlü ödeme ve harcama için bir banka nezdinde Kurucunun diğer hesaplarından ayrı olarak Fon adına bir hesap açılır.
- Fon süreli veya süresiz olarak kurulur. Fon doğrudan aktarım veya dolaylı aktarım usullerinden biri ile yönetilir. Doğrudan aktarım, fon portföyünde yer alan

varlıklardan elde edilen, ödeme planına bağı olan veya olmayan nakit akımlarının bu Tebliğ kapsamında gerekli kesintiler yapıldıktan sonra Fon bünyesinde bekletilmeksizin doğrudan varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerine aktarılmasıdır. Dolaylı aktarım usulünde ise fon portföyünde yer alan varlıklardan elde edilen, ödeme planına bağı olan veya olmayan nakit akımlarının bu Tebliğ kapsamında gerekli kesintiler yapıldıktan sonra varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerine aktarılmadan önce Fon iç tüzüğü ve izahnamede belirtilen esaslar çerçevesinde Fon bünyesinde bekletilmesi mümkündür. varlığa dayalı menkul kıymet ödemeler tamamlandıktan sonra itfa edilir. Görüldüğü üzere varlık finansman fonu; hem doğrudan (pay-through securities), hem de dolaylı (pass-through securities) aktarımla varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edebilmektedir. 34 sayılı Tebliğ’de düzenlenen Konut Finansman Fonu gibi Varlık Finansman Fonu’nun yapısı da özel amaçlı kuruluş ile aynıdır. Aralarındaki tek fark Konut Finansman Fonu, ipoteğe dayalı menkul kıymetleri doğrudan aktarım usulü ile yönetirken, Varlık Finansman Fonu varlığa dayalı menkul kıymetleri doğrudan veya dolaylı aktarım usulü ile yönetebilmektedir.

34 sayılı Tebliğ’de düzenlendiği gibi 35 sayılı Tebliğ’de de kurucu tarafından her fon için atanan 3 kişinin oluşturacağı fon kurulu, fon denetçisi ve hizmet sağlayıcının sorumluluk ve görev alanları aynı şekilde düzenlenmiştir. 34 sayılı Tebliğ’in 9. maddesi “Fonun Bağımsız Denetimi” ile ilgili esasları düzenlemiş, 35 sayılı Tebliğ’in aynı maddesine fonun yanında hizmet sağlayıcının bağımsız denetimi de öngörülerek maddenin başlığı “Fonun ve Hizmet Sağlayıcının Bağımsız Denetimi” olarak değiştirilmiştir.

Tebliğ’in 16. maddesinde varlığa dayalı menkul kıymetin tanımı yapılmıştır. 16. maddeye göre varlığa dayalı menkul kıymet, Fon içtüzüğünde hüküm bulunmak şartı ile Fon kurulunun talebi ve ilgili borsanın uygun görmesi üzerine menkul kıymet borsalarında işlem görebilen fon portföyündeki varlıklar karşılığında ihraç edilen borçlanma senedir. İhraçların farklı haklara sahip olan varlıklar karşılığında (vade, anapara ve faiz ödeme zamanları, kredi riski vb.) gerçekleştirilebileceği Tebliğ’de öngörülmüştür. Ayrıca farklı vade ve fiyatlarla varlığa dayalı menkul kıymet ihracı mümkündür.

Fon portföyüne dahil edilebilecek varlıklar aşağıdaki gibidir (madde 20):

- Bankaların ve finansman şirketlerinin, ipotekli konut kredileri haricindeki tüketici kredilerinden alacakları,
- İpotekli kredilerden, motorlu kara taşıtları kredilerinden, proje finansmanı kredilerinden ve kurumsal kredilerinden kaynaklanan alacaklar,
- İlgili mevzuat uyarınca finansal kiralama yapmaya yetkili kuruluşların yaptıkları finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar,
- T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığının gayrimenkul satışından kaynaklanan alacakları,
- Fon portföyünde yer alan varlıklardan elde edilen nakdin değerlendirilmesi amacıyla yönelik olarak yapılan nakit benzeri kısa vadeli yatırımlar,
- Bu Tebliğin 23 üncü maddesinde tanımlanan yedek hesaplardaki varlıklar,
- Kurulca uygun görülecek diğer varlıklar.

Aynı 33 ve 34 sayılı Tebliğ’lerde olduğu gibi 35 sayılı Tebliğ’de de fon mal varlığının ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler itfa edilinceye kadar başka bir amaçla kullanılamayacağı belirtilmiş; varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerine olacak hakları bakımından doğrudan öncelik sağlanmıştır. Ayrıca fon portföyüne dahil varlıkların değerinin Fonun varlığa dayalı menkul kıymet (34 sayılı Tebliğ’de ipoteğe dayalı menkul kıymet) sahiplerine olan toplam yükümlülüğünden fazla olması gereklidir.

34 sayılı Tebliğ’de ipotekli kredilerin fon portföyüne hangi koşullarda alınacağı düzenlenirken, 35 sayılı Tebliğ’de ipotekli kredilere ek olarak motorlu kara taşıtları kredilerinin de fon portföyüne hangi koşullarda alınacağı düzenlenmiştir.

Fon portföyünün kalitesini arttırmaya yönelik işlemler her iki Tebliğ’de de aynı şekilde düzenlenmiş¹¹⁵; düzenlenme gerekçesi, bu işlemlerin varlıklardan sağlanacak nakit akımlarının varlığa dayalı menkul kıymet (ipoteğe dayalı menkul kıymet) sahiplerine yapılacak ödemeleri ve yapılabilecek diğer harcamaları karşılayamama riskine karşı varlığa dayalı menkul kıymet (ipoteğe dayalı menkul kıymet)

¹¹⁵ Fon portföyünün kalitesini arttırmaya yönelik uygulamalara ek olarak 34 sayılı Tebliğ’in 24. maddesi “Türev Araçlar”ı düzenlemiş, bu maddeye göre; İDMK’lerden kaynaklanan yükümlülüklerin karşılanabilmesi amacıyla faiz veya kur riskine karşı korunma sağlayacak türev araçların fon portföyüne dahil edilebileceği belirtilmiştir. Ancak 35 sayılı Tebliğ’de böyle bir düzenleme bulunmamaktadır.

sahiplerinin haklarını koruyabilmek şeklinde belirtilmiştir. Fon portföyünün kalitesini arttırmak amacıyla;

- Fon kurulu ile kurucu ve/veya üçüncü bir taraf arasında sigorta, garanti, teminat mektubu veya diğer bir garanti yöntemi kullanılmasını teminen sözleşme yapılabilir,

- Farklı haklara sahip değişik sınıflarda varlığa dayalı menkul kıymet (ipoteğe dayalı menkul kıymet) ihraç edilebilir,

- Varlıkların (ipotekli konut kredilerinin) fonun toplam yükümlülüklerini aşan kısmı, hizmet sözleşmesi ile belirlenecek oran veya miktarda bu amaçla oluşturulacak yedek hesaplara aktarılabilir,

- Kurulca uygun görülecek diğer yöntemlere başvurulabilir.

34 sayılı Tebliğ ile 35 sayılı Tebliğ'in 8. bölümünde yer alan kurul denetimi, fonun geri ödeme gücüne düşmesi, kurucu ve saklayıcının faaliyet izninin iptali, fonun sona ermesi, fonların birleştirilmesi başlıklı düzenlemeler aynıdır.

b) Muhasebe Standartlarına İlişkin Düzenlemeler

Türkiye’de Sermaye Piyasası Kanunu’na tabi olan ve menkul kıymetleri bir borsada işlem gören şirketler ve bazı sermaye piyasası kurumlarının uymakla yükümlü olduğu muhasebe standartları, uluslararası muhasebe standartları esas alınmak suretiyle SPK tarafından belirlenmektedir.¹¹⁶ Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu tarafından yayımlanan UMS/UFRS’ler finansal tabloların hazırlanması ve sunulmasına ilişkin kurallar bütünüdür. Sermaye Piyasası Kanunu’na tabi şirketler Avrupa Birliği tarafından kabul edilen haliyle Uluslararası Muhasebe/Finansal Raporlama Standartlarını uygulalar ve finansal tabloların Avrupa Birliği tarafından kabul edilen haliyle UMS/UFRS’lere göre hazırlandığı hususuna dipnotlarında yer verirler. Bu kapsamda standartlara aykırı olmayan, TMSK’ca yayımlanan TMS/TFRS’ler esas alınır.¹¹⁷ Avrupa Birliği mevzuatı ile uyum sağlamak ve finansal tablolara uluslararası pazarlarda geçerlilik kazandırmak amacıyla Türkiye’de UMS ve UFRS’lerin benimsenmesi kararı alınmıştır. Ancak şu an Türkiye’deki mevcut yasal mevzuat ile UMS/UFRS’ler arasında farklar vardır. Bu

¹¹⁶ Doğru, a.g.e., s.114.

¹¹⁷ 09.04.2008 tarih, 26842 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “Seri: XI No:29 sayılı Sermaye Piyasasında Finansal Raporlamaya İlişkin Esaslar Tebliği” madde 5.

farklılığı gidermek için Türkiye’de atılan önemli adımlardan biri 1 Temmuz 2012 tarihinde yürürlüğe girecek 6102 Sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu’dur. Kanun, 1 Ocak 2013 yılı itibariyle anonim ve limited şirketlerin finansal tablolarını TMS ve TFRS’ye göre hazırlama zorunluluğunu getirmiştir. Yeni Türk Ticaret Kanununun yasalaşmasıyla birlikte, muhasebe standartlarının ülkemiz uygulamasını kolaylaştırmak amacıyla finansal tablo düzenlerinin belirlenmesi ve bir hesap planı geliştirilmesi ihtiyacı ortaya çıkmıştır. Bu amaçla bir çalışma komisyonu oluşturulmuştur. Bu komisyon çalışmalarına halen devam etmektedir.¹¹⁸

Menkul kıymetleştirme işlemlerinin muhasebeleştirilmesi, türev araçlar ve finansal kiralama işlemleri gibi bilanço dışı işlemlere olanak tanımaktadır. Bu nedenle menkul kıymetleştirmede alacakların bilanço dışına çıkarılmasının hangi koşullarda gerçekleşeceği IAS 39’daki kurallara göre belirlenmektedir. IAS 39 birebir tercüme olarak Türkçe’ye çevrilmiş, “TMS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme” adıyla ulusal bir standart haline gelmiş ve Standartta ilk olarak 1 Ocak 2005 veya bu tarihten sonra başlayan yıllık hesap dönemleri için hazırlanan mali tablolar için geçerli olacağı öngörülmüştür. Ancak IASB, finansal araçların raporlanmasına ilişkin hükümlerin geliştirilmesi ve basitleştirilmesi amacıyla, Kasım 2008’de bir proje başlatmıştır. Bu proje kapsamında IASB, “IAS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme” Standardını belli bir zaman dilimi içerisinde değiştirmeye karar vermiş; IAS 39’un değiştirilme projesini üç aşamaya ayırmıştır. Finansal varlıkların sınıflandırılması ve ölçümüne ilişkin ilk aşamanın tamamlanmasının ardından “IFRS 9 Finansal Araçlar” Standardı yayımlanmıştır. Finansal araçların bilanço dışı bırakılmasına ilişkin bağımsız projenin yanı sıra, her bir aşama tamamlandığında IAS 39’un ilgili kısımlarını silinecek ve IAS 39’da yer alan hükümlerin yerini alacak bölümleri IFRS 9’da oluşturacaktır.¹¹⁹

Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu tarafından Nisan 2010’da “TFRS 9 Finansal Araçlara İlişkin Finansal Raporlama Standardı” 172 sıra numaralı Tebliğ ile yayımlanmıştır. TFRS 9’un isteyen işletmeler tarafından erken uygulanması mümkün

¹¹⁸ Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu, **Hesap Planı Projesi**, (Çevrimiçi) http://www.tmsk.org.tr/index.php?option=com_content&view=article&id=254&Itemid=134&lang=tr, Erişim Tarihi: 05 Eylül 2011.

¹¹⁹ Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu, **TMS/TFRS Yönetici Özetleri**, s.82, (Çevrimiçi) http://www.tmsk.org.tr/dosyalar/yoneticiozetleri/TMS_TFRS_Yonetici_Ozetleri.pdf, Erişim Tarihi: 28 Aralık 2010.

olmakla beraber, yürürlük tarihi Yeni Türk Ticaret Kanunu'nun öngördüğü 1 Ocak 2013 olarak belirlenmiştir. Bu standardın erken uygulanmaması durumunda ise işletmeler finansal varlıkların sınıflandırılması ve ölçümüne ilişkin “TMS 39 Finansal Araçlar: Muhasebeleştirme ve Ölçme” hükümlerini uygulamaya devam edeceklerdir. Ancak 4 Ağustos 2011 tarihinde IASB, IFRS 9 Finansal Araçlar Standardının zorunlu yürürlük tarihini 1 Ocak 2013'ten 1 Ocak 2015'e kaydırılmasını öneren bir nihai taslak yayınlamıştır. Kurul finansal araçlara ilişkin projenin tüm aşamalarının (tamamlanan ve devam eden) yürürlük tarihlerini aynı zamana ayarlamaya çalışmaktadır. Önerilen erteleme yalnızca IFRS 9'un uygulanmasının zorunlu olduğu tarihi değiştirmektedir. Bununla birlikte; 2015'ten önce IFRS 9'un uygulanmasının seçilmesi hâla mümkün olmaktadır.¹²⁰

Daha önce de değinildiği üzere, varlığa dayalı menkul kıymetlerin muhasebeleştirilmesinde, alacakların hangi koşullarda bilanço dışına çıkarılabileceği konusu odak noktasıdır. TMS 39 madde 17'ye göre bir kuruluş, alacaklarını aşağıdaki durumlardan birinin gerçekleşmesi durumunda bilanço dışı bırakabilir:

1. Alacakların nakit akışlarına ilişkin sözleşmeden doğan haklarının sona ermiş olması,
2. 18 ve 19 uncu Paragraflarda belirtilen şekilde finansal varlığı devretmesi ve söz konusu devir işleminin 20 nci Paragraf uyarınca finansal durum tablosu (bilanço) dışı bırakılmayı gerektirmesi.

18'inci madde, işletmenin ilgili varlığa ait nakit akışlarını elde etme hakkı sağlayan sözleşmeden doğan haklarını devretmesinin mümkün olacağını belirtmekle beraber bu hakların sona ermemiş olması durumunu da 19'uncu madde ile hükme bağlamıştır. 19'uncu madde; işletmenin sahip olduğu alacaklara ilişkin nakit akışlarının elde edilmesine yönelik sözleşmeye bağlı hakları elinde bulundurmakla beraber, söz konusu nakit akışlarını bir veya birden fazla alıcıya ödeme konusunda sözleşmeden doğan yükümlülüğü bulunması durumunda aşağıdaki üç koşulun sağlanması koşuluyla sözü geçen işlemin devir olarak nitelendirilebileceğini öngörmüştür:

¹²⁰ Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu, **Ağustos 2011 Aylık Bülten**, s.8, (Çevrimiçi) http://www.tmsk.org.tr/dosyalar/TMSK_agustos_bulten.pdf, Erişim Tarihi: 03 Eylül 2011.

1. İşletme, bilanço dışı bırakacağı varlığın tamamından veya bir kısmından eşdeğer tutarda tahsilat yapmazsa, bu varlıklardan elde edeceği tutar karşılığında alıcılara herhangi bir ödeme yükümlülüğü bulunmazsa ve aşağıda yer alan iki koşulu da sağlarsa sözü geçen işlem devir olarak nitelendirilecektir.

2. Bilanço dışı bırakılacak varlığın, ödeme yükümlülüğünden kaynaklanan nakit akışlarına teminat olarak gösterilmediği durumlar haricinde, satılması veya rehin edilmesi transfer sözleşmesi gereği engellenmiştir.

3. İşletmenin, nihai alıcılar adına tahsil ettiği nakit akışlarını önemli bir gecikmeye sebep olmaksızın ilgili alıcılara havale etme yükümlülüğü bulunmaktadır. Buna ek olarak, tahsil edilen tutarların tahsil tarihi ile havale edilmeleri gereken tarihe kadar olan kısa süre içerisinde, nakit veya nakit benzerlerine yapılan ve elde edilen faiziyle birlikte nihai alıcılara aktarılan yatırımlar haricinde, başka bir yatırımda kullanılmaları mümkün değildir.

İşletmenin bir varlığı devretmesi durumunda söz konusu varlığın mülkiyetinden kaynaklanan risk ve yararları ne ölçüde elinde bulundurmaya devam ettiği konusu Standardın 20. maddesinde değerlendirilmektedir. 20. maddeye göre :

1. Eğer işletme, sahip olduğu varlığın mülkiyetinden kaynaklanan bütün risk ve yararları önemli ölçüde devretmişse, söz konusu varlığı bilanço dışı bırakmak ve devir sırasında yaratılan veya elde tutulan her türlü hak ve yükümlülüğü varlık veya borç olarak ayrıca muhasebeleştirmek zorundadır.

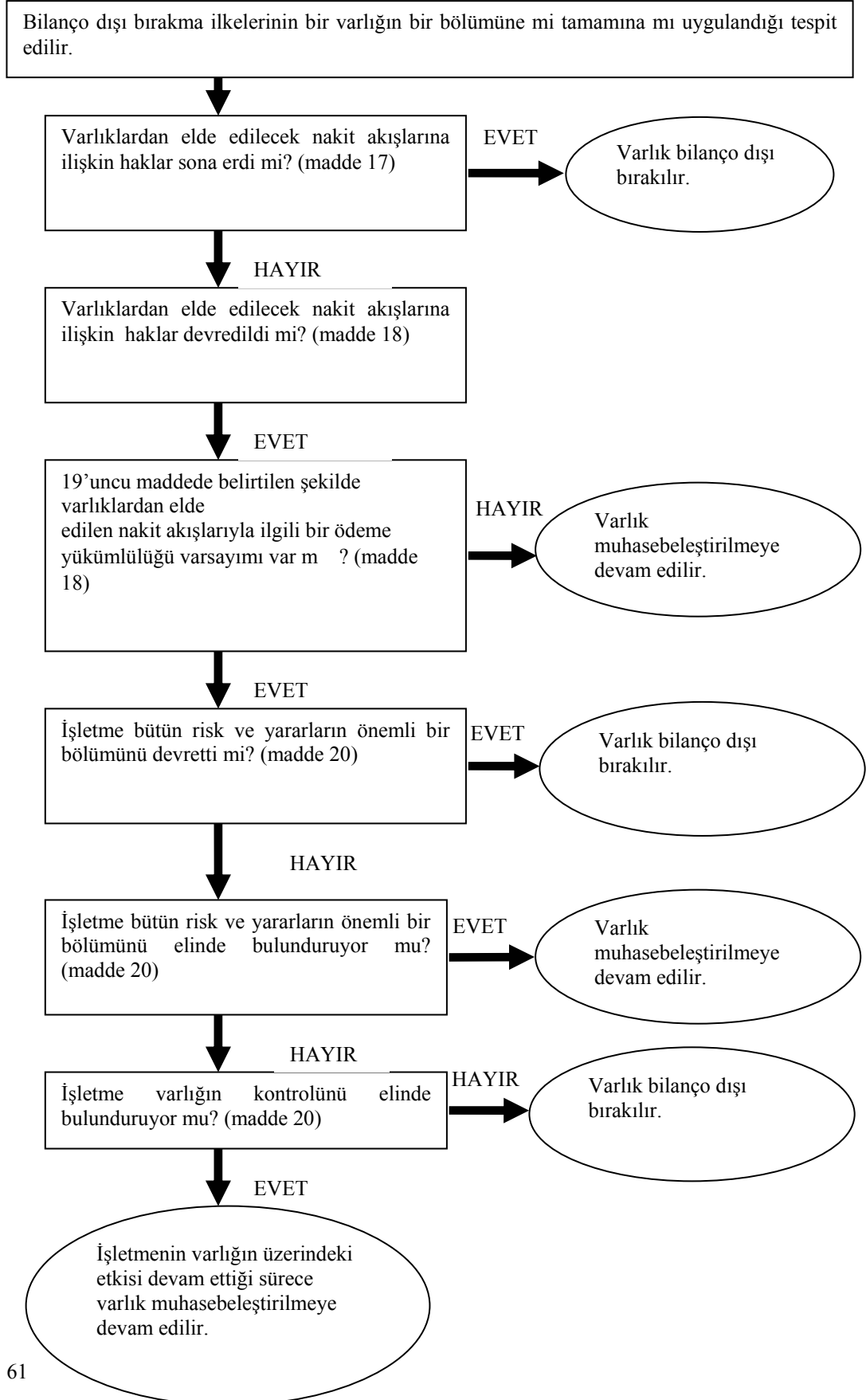
2. Eğer işletme bir varlığın mülkiyetinden kaynaklanan risk ve yararları önemli ölçüde elinde bulundurmaya devam ederse ilgili varlıkla ilgili işlemler bilançoya yansımaya devam eder.

3. Eğer işletmenin sahip olduğu varlığın mülkiyetinden kaynaklanan risk ve yararların bir kısmı devredilmiş, bir kısmı devredilmemiş ise varlığın kimin kontrolünde olduğu tespit edilir. Bu durumda:

i. İşletme ilgili varlık üzerinde kontrol sahibi olmadığını belirlerse, varlık bilanço dışı bırakılır ve devir işlemi sırasında yaratılan veya elde tutulan her türlü hak ve yükümlülük, varlık veya borç olarak ayrıca muhasebeleştirilir.

ii. İşletmenin kontrol sahibi olduğunu belirlemesi durumunda, ilgili varlık işletmenin varlık üzerinde devam eden ilgisi ölçüsünde bilançoda yansıtılmaya devam edilir.

TMS 39, bir finansal varlığın bilanço dışı bırakılıp bırakılmadığını ve ne kadarının bilanço dışı bırakıldığının değerlendirilmesi sürecini bir akış çizelgesinde aşağıdaki gibi göstermiştir:



Şekilden de anlaşılacağı üzere TMS 39 bir finansal varlığın veya yükümlülüğün bilanço dışı bırakılması konusundaki şartları belirler. Yukarıdaki şekli özetlemek gerekirse, Standart, işletmenin varlıkla ilgili riskleri ve kazanımları büyük ölçüde elinde bulundurması ya da varlık üzerinde kontrol sahibi olması durumunda ilgili varlığın bilanço dışı bırakılmasına izin vermemektedir.¹²¹

IASB, IAS 39'un yeniden düzenlemesi yoluyla bu standardı iyileştirmeyi, daha açık bir hale getirmeyi ve aşamalı olarak IAS 9 standardı ile değiştirmeyi hedeflemektedir. Bu hedefler doğrultusunda IAS 9'un finansal araçların ölçümü ve sınıflandırılmasıyla ilgili olan ilk kısım Kasım 2009'da yayınlanmıştır. Standart, 1 Ocak 2013 tarihinde veya bu tarihten sonra başlayan yıllık hesap dönemlerinde hazırlanacak mali tablolar için geçerli olan bu standardın erken uygulanması da mümkündür. Bu standardın uygulanmaya başlandığı tarihte IAS 39'a ilişkin bazı açıklama gereklilikleri yürürlükten kaldırılacaktır.¹²²

IAS 39'un mevcut halinde IAS 39 kapsamında olan muhasebeleştirilen varlıkları itfa edilmiş maliyeti ya da gerçeğe uygun değeri üzerinden sınıflandırılmaktadır. IFRS 9'a göre sınıflandırma ise bir işletmenin finansal varlıklarını yönetme şekline (işletme modeli) ve finansal varlıkların sözleşmeye dayalı nakit akış özelliklerine dayanmaktadır. Yeni standart aynı zamanda IAS 39'da yer alan birçok farklı değer düşüklüğü yöntemini değiştirerek tek bir değer düşüklüğü yönteminin kullanılmasını gerektirmektedir. Dolayısıyla, IFRS 9 karşılaştırılabilirliği arttırmakta ve finansal tabloların yatırımcılar ve diğer kullanıcılar tarafından daha kolay anlaşılmasını sağlamaktadır.¹²³ TFRS 9, finansal tablo kullanıcılarına işletmenin finansal varlıklarının tutarını, zamanını ve gelecekteki nakit akışlarının belirsizliğini değerlendirmelerinde, finansal varlıklara ilişkin ihtiyaca uygun ve faydalı bilgiyi sunacak finansal raporlama ilkelerini belirlemektedir. Bu kapsamda bu Standart işletmelerin, melez (karma) sözleşmeler dahil finansal varlıkları nasıl sınıflandıracağını ve ölçeceğini açıklamaktadır.¹²⁴ TFRS 9'un eklerinde yer alan tablolarda, yönetim modelinin amacının finansal

¹²¹ **UFRS Cep Kitapçığı**, (Çevrimiçi) <http://www.denetimnet.net>, Erişim Tarihi: 28 Aralık 2010.

¹²² a.k., s.52.

¹²³ **IASB'nin Finansal Krizden Doğan Konulara Yanıtı**, s.3, (Çevrimiçi) <http://www.tmsk.org.tr>, Erişim Tarihi: 15 Ocak 2011.

¹²⁴ Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu, **TMS/TFRS Yönetici Özetleri**, s.31, (Çevrimiçi) http://www.tmsk.org.tr/dosyalar/yoneticiozetleri/TMS_TFRS_Yonetici_Ozetleri.pdf, Erişim Tarihi: 28 Aralık 2010.

varlıkları sözleşmeye bağlı nakit akışlarını tahsil etme niyetiyle elde tutmak olabileceği durumlara ilişkin örnek ve analizlere yer verilmiştir.

TMS 39'a göre bir finansal varlığın gerçeğe uygun değer farkı kâr veya zarara yansıtılarak ölçülen olarak sınıflanması mümkündür. Böyle bir sınıflama için, bu sınıflamanın yapılmaması durumunda varlığın farklı yöntemlerle ölçülmesinin veya varlığa ilişkin risk ve yararların farklı esaslardan muhasebeleştirilmesinin yaratacağı ölçüm veya muhasebe tutarsızlığını tamamen veya büyük oranda ortadan kaldırması gerekir (4.5 Paragraf). 4.5 Paragrafının uygulandığı durumlar haricinde finansal varlık aşağıdaki iki koşulu birlikte sağlıyorsa itfa edilmiş maliyet üzerinden ölçülür:

1. Varlığın, sözleşmeye bağlı nakit akışlarının tahsilini amaçlayan bir yönetim modeli kapsamında elde tutulması.
2. Finansal varlığın sözleşme hükümlerinin, belirli tarihlerde sadece anapara ve anapara bakiyesine ilişkin faiz ödemelerinin yapılmasına yönelik nakit akışlarına yol açması.

Bir finansal varlık, yukarıdaki iki koşulu sağlayarak, itfa edilmiş maliyeti üzerinden ölçülmediği sürece gerçeğe uygun değerinden ölçülür.¹²⁵ Gerçeğe uygun değer, “karşılıklı pazarlık ortamında, bilgili ve istekli gruplar arasında bir varlığın el değiştirmesi ya da bir borcun ödenmesi durumunda ortaya çıkması gereken tutardır.”¹²⁶ Bu tanım sermaye piyasalarının etkin çalıştığı varsayımına dayanmakta, piyasada oluşan varlık fiyatlarının belirleyici fiyatlar olduğu kabul edilerek bu fiyatlar bilançoya yansıtılmaktadır. Ancak varlık fiyatlarının her zaman piyasa koşullarında belirlenemediği ve bu durumun bilançolara yanlış bir şekilde yansıdığı yaşanan krizle anlaşılmıştır. Bu doğrultuda Mayıs 2009 tarihinde IASB tarafından gerçeğe uygun değer ile ilgili taslak yayınlanmış, taslak üzerinde yapılan çalışmalar neticesinde 2010 yılında nihai metin ortaya çıkarak “IFRS-7 Finansal Araçlar: Açıklamalar” yayınlanmıştır.¹²⁷ IFRS-7'nin 27. maddesine göre¹²⁸ gerçeğe uygun değerle ilgili sınıflandırma aşağıdaki gibi olmalıdır:

¹²⁵ **Finansal Araçlara İlişkin Türkiye Finansal Raporlama Standardı (TFRS 9) Hakkında Tebliğ**, Sıra No:172, 4. 1-4.5 Paragrafları, (Çevrimiçi) <http://www.tmsk.org.tr> , Erişim Tarihi: 15 Ocak 2011.

¹²⁶ Türkiye Muhasebe Standartları **2 No'lu Stoklar Standardı** 6.3 Paragraf, (Çevrimiçi) <http://www.tmsk.org.tr> , Erişim Tarihi: 15 Ocak 2011.

¹²⁷ S.Terzi ve İ.K.Şen, “Gerçeğe Uygun Değer Muhasebesi ve Finansal Kriz”, (Çevrimiçi) <http://www.izsmmo.com/DergiResimler/110.pdf> , Erişim Tarihi: 15 Ocak 2011.

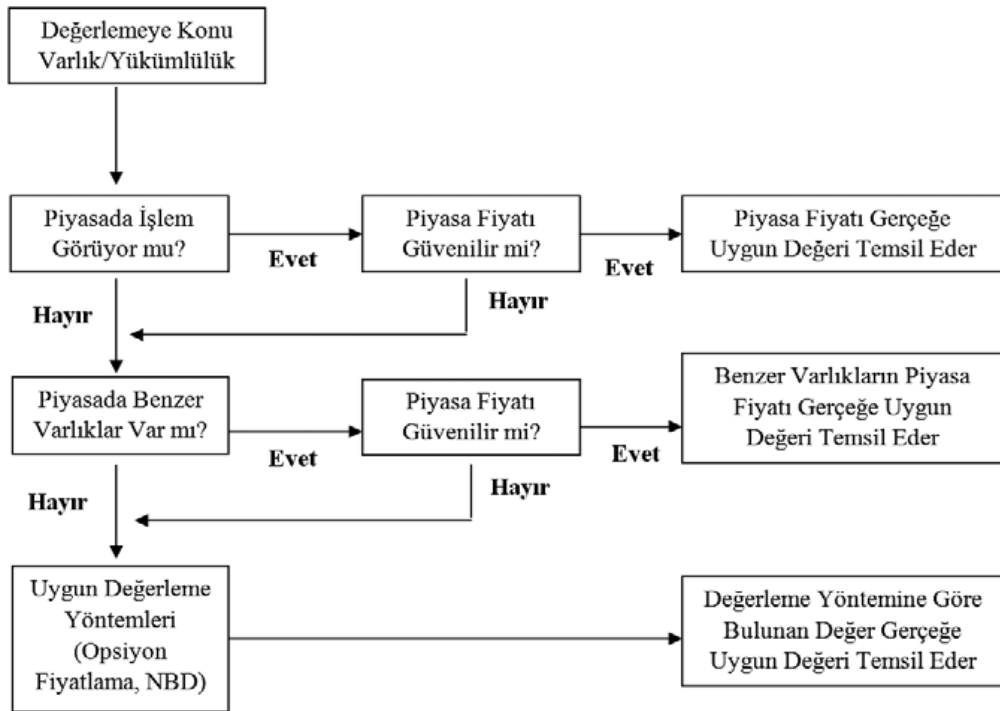
1. Özdeş varlıklar ya da borçlar için aktif piyasalardaki kayıtlı (düzeltilmemiş) fiyatlar (1. sıra);
2. 1 inci sırada yer alan kayıtlı fiyatlar dışında kalan ve varlıklar ya da borçlar açısından doğrudan (fiyatlar aracılığıyla) ya da dolaylı olarak (fiyatlardan türetilmek suretiyle) gözlemlenebilir nitelikteki veriler (2. sıra);
3. Varlık ya da borçlara ilişkin olarak gözlemlenebilir piyasa verilerine dayanmayan veriler (gözlemlenebilir nitelikte olmayan veriler – 3. sıra).

Tablo 4 Gerçeğe Uygun Değer Tespiti

1. Sıra	Belirleyici piyasa fiyatıdır.
2. Sıra	Piyasa fiyatına ulaşılamıyorsa benzer varlıkların piyasa değerleri belirleyicidir.
3. Sıra	Piyasa fiyatı güvenilir veri değilse gerçeğe uygun değerlendirme yöntemleri (NBD, opsiyon fiyatlaması vb.) belirleyicidir.

Aşağıdaki şekil gerçeğe uygun değer belirleneceğini göstermektedir:

Şekil 7 Gerçeğe Uygun Değer Tespiti



Kaynak: S.Terzi; İ.K.Şen, “Gerçeğe Uygun Değer Muhasebesi ve Finansal Kriz”, (Çevrimiçi) <http://www.izsmmmo.com/DergiResimler/110.pdf>, Erişim Tarihi: 15 Ocak 2011.

¹²⁸ Bkz. 03.07.2010 tarih ve 27630 sayılı RG.

Menkul kıymetleştirme uygulamalarının muhasebeleştirilmesi konusunda bilanço dışı işlemlerden sonra tartışmalı ikinci konu finansal varlıkların gerçeğe uygun değer üzerinden ölçülmesidir. Bu anlamda gerçeğe uygun değer muhasebesinin finansal krizde belirleyici bir rol oynadığına dair eleştiriler getirilmiştir. Bu konuya ilerleyen bölümlerde ayrıntılı olarak yer verilecektir.

c) Sermaye Yeterliliğine İlişkin Düzenlemeler

Bankaların varlık dağılımında sermaye yeterliliğine ilişkin düzenlemeler etkili olmaktadır. Diğer taraftan menkul kıymetleştirme uygulamalarının banka bilançosu üzerindeki temel etkilerinden bir tanesi risk yapısı ve sermaye yeterliliği üzerindeki etkileridir.

Basel Komitesi kredi kuruluşlarının risklerinin ölçülmesinde genel ölçütler belirlemek ve farklı kuralların uygulanmasının yol açtığı rekabetteki eşitsizliği azaltmak amacıyla, varlıkları sermayenin risklerine göre ağırlıklandırmayı temel alan bir yaklaşım benimsemiştir. Yaklaşım bankaların farklı risklerdeki varlıklara yaptıkları yatırımlardan doğabilecek zararlara karşı sermayenin destek olarak kullanılması esasına dayanmaktadır. BASEL II'ye göre, sermaye yeterliliği oranının (sermaye tabanı (öz kaynak)/toplam ağırlıklandırılmış varlık¹²⁹) en az % 8 olması gerekmektedir.¹³⁰ Örneğin; X ve Y bankalarının aktif toplamlarının 1.000.000 TL olduğu; her iki bankanın da 200.000 TL'lik sabit değerlere yatırım yaptığı; X Bankası'nın kalan 800.000 TL'sinin 500.000 TL'sinin tüketici kredilerinden, 300.000 TL'sinin hazine bonosundan Y Bankasının ise varlıklarının 400.000 TL'sinin ipotekli konut kredilerinden¹³¹ ve 400.000 TL'sinin hazine bonosundan oluştuğu varsayılırsa; her iki bankanın riske dayalı sermaye yeterliliği aşağıdaki gibi olacaktır:

¹²⁹ Toplam ağırlıklandırılmış varlık; kredi riskine esas tutar, piyasa riskine esas tutar ve operasyonel riske esas tutarın toplamından oluşmaktadır. BASEL I'de operasyonel riske esas tutar toplam ağırlıklandırılmış varlığa dahil değildir.

¹³⁰ Doğru, a.g.m., s.52.

¹³¹ Basel II'ye göre konut ipoteği karşılığında verilen krediler %50 risk ağırlığına tabidir.

Tablo 5 X ve Y Bankası'nın Riske Dayalı Sermaye Yeterliliği

Banka	Varlıklar	Defter Değeri	Risk Ağırlığı	Riske Dayalı Varlığın Değeri	Asgari Sermaye Yükümlülüğü (Riske Dayalı Varlığın DeğeriX0.08)
X BANKASI	Hazine Bonosu	300.000 TL	0%	0	0
	Tüketici Kredileri	500.000 TL	100%	500.000 TL	40.000 TL
	Sabit Kıymetler	200.000 TL	100%	200.000 TL	16.000 TL
	TOPLAM	1.000.000 TL	TOPLAM	700.000 TL	56.000 TL
Y BANKASI	Hazine Bonosu	400.000 TL	0%	0	0
	İpotekli Konut Kredileri	400.000 TL	50%	200.000 TL	16.000 TL
	Sabit Kıymetler	200.000 TL	100%	200.000 TL	16.000 TL
	TOPLAM	1.000.000 TL	TOPLAM	400.000 TL	32.000 TL

Tabloda görüldüğü üzere X Bankasının toplam riske dayalı varlık değeri 700.000 TL iken, ipotekli konut kredilerinin risk ağırlığı %50 olduğu için bu değer 400.000 TL'ye düşmüştür. Bu nedenle X Bankası'nın kredi riskine karşı daha açık olduğu ifade edilebilir. Risk ağırlıklı varlığın %8 oranı ile çarpılması sonucunda asgari sermaye yükümlülüğüne ulaşılmış, X Bankası'nın 56.000 TL, Y Bankası'nın ise 32.000 TL asgari sermaye bulundurma yükümlülüğüne sahip olduğu tespit edilmiştir.

Yukarıdaki örnekte gerek X Bankası sahip olduğu tüketici kredilerini, gerekse Y Bankası sahip olduğu ipotekli kredilerini menkul kıymetleştirmek suretiyle bilanço dışına çıkarırsa bu alacaklar için sermaye bulundurma yükümlülüğü ortadan kalkacak, dolayısıyla bankaların sermaye yükümlülükleri azalacaktır. Ancak nasıl muhasebe standartlarında bilanço dışı işlemler belirli koşullar altında gerçekleşiyorsa, Basel II kapsamında da menkul kıymetleştirilen alacakların söz konusu sermaye yükümlülüğüne tabi olmaması için aşağıdaki şartları yerine getirmesi gerekmektedir.¹³²

- Menkul kıymetleştirilen alacaklara ilişkin riskin büyük bir kısmı üçüncü kişilere devredilmiş olmalıdır.

- Kaynak şirketin, devredilen alacaklar üzerindeki fiili veya dolaylı kontrolü devam etmemelidir. Devredilen alacaklar, hukuken kaynak şirketten ve kaynak şirketin risklerinden izole edilmeli, böylelikle iflas durumunda kaynak şirket veya

¹³² Doğru, a.g.m.,s.55.

kaynak şirketin alacaklıları menkul kıymetleştirilen alacaklar üzerinde bir hak iddia etmeleri mümkün olmamalıdır.

- Kaynak şirketin (i) devrettiği alacaklardaki değer artışlarını elde etmek amacıyla bu alacakları geri satın alma imkanına sahip olması veya (ii) kaynak şirketin devrettiği alacakların risklerinden sorumlu olmaya devam etmesi halinde kaynak şirketin devrettiği alacakların fiili kontrolünü elinde bulundurmaya devam ettiği kabul edilecektir. Eğer kaynak kuruluşa tedavülde kalan menkul kıymetlerin erken itfasına sebep olacak şekilde alacakların geri satın alınması hakkı (Clean-up calls) tanınırsa bu hak aşağıdaki koşullarda uygulanmalıdır.

1. Clean-up calls kullanılması zorunlu değil, kaynak şirketin inisiyatifine bırakılmış olmalıdır.

2. Clean-up calls, güvence sağlama fonksiyonunu yerine getirme ve yatırımcıların sahip olduğu güvencelere ilişkin risklerden kaçınma amacıyla kullanılmamalıdır.

3. Clean-up calls ancak menkul kıymetleştirilen orijinal alacak ya da ihraç edilen menkul kıymet tutarının %10 veya daha azının geri kalmış olması durumunda kullanılabilir.

4. İhraç edilen menkul kıymetlerin geri ödenmesi kaynak şirket tarafından taahhüt edilmiş olmamalıdır.

5. Alacakları devralan bir özel amaçlı kuruluş olmalı ve bu özel amaçlı kuruluşta hak sahibi olanlar alacaklar üzerinde de hak sahibi olmalıdırlar.

Yukarıdaki bütün şartlar yerine getirilmiş olsa dahi bir banka mevcut sözleşme yükümlülüklerini aşarsa menkul kıymetleştirilen alacaklar, hiç menkul kıymetleştirilmemiş gibi sermaye yeterliliği hükümlerine tabi olacaktır.¹³³

Basel II'nin yaşanan küresel kriz sonrası gözlemlenen eksikliklerinin tamamlanması amacıyla Basel III kapsamında ek düzenlemelerle ilgili çalışmalar halen devam etmektedir. Yeni düzenlemeler setinde, mevcut özkaynak ve sermaye yeterliliği hesaplamasında önem arz eden sermayenin niteliğinin ve niceliğinin

¹³³ Doğru, a.g.m.,s.56.

artırılmasına ilişkin standartlar ile dönemselliğe bağlı olarak kullanılacak ilave sermaye tamponu oluşturulması gibi bağılıklar mevcuttur.¹³⁴

d) Vergi Mevzuatına İlişkin Düzenlemeler

Türkiye’de ve dünyada sermaye piyasalarının gelişimi vergi teşvikleriyle doğrudan ilişkilidir. Ancak sermaye piyasasında araçların, kurumların ve yapılan işlemlerin karışıklığı vergilendirmede de sorunlar ortaya çıkarmaktadır.

Türkiye’de genel olarak menkul kıymetleştirme sürecinde yer alan tarafların tabi olduğu vergiler aşağıdaki gibidir:

1. Gelir vergisi
2. Kurumlar Vergisi
3. Banka ve Sigorta Muamelesi Vergisi (BSMV)
4. Damga Vergisi
5. Harçlar

Ancak, belirtmek gerekir ki varlığa dayalı menkul kıymet ile ilgili ilk düzenlemelerden günümüze kadar yukarıda yer alan vergi türlerinin bazılarına istisnalar getirilmiş, bazılarının ise oranları değiştirilmiştir. Özellikle 5582 sayılı Konut Finansman Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun yürürlüğe girmeden önce Konut Finansmanı Sistemi’ni teşvik etmek amacıyla uygulanacak vergiler için istisnalar öngörülmüş, Kanun’un yürürlüğe girmesiyle de öngörülen bu istisnalar uygulanmaya başlamıştır. Getirilen bu istisnalar aşağıdaki gibidir:

1. Gelir Vergisi Kanunu 75. maddesinde, sermaye geliri tanımlanmış ve daha sonra sermaye gelirlerinin neler olduğu ayrı ayrı belirtilmiştir. 75. maddeye göre Sermaye Piyasası Kanunu’na göre kurulan konut finansman fonlarını temsilen ihraç edilen ipoteğe dayalı menkul kıymetlere ve varlık finansman fonlarını temsilen ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetlere ödenen faiz, kâr payı veya benzeri gelirler menkul sermaye geliri sayılmaktadır. Bu doğrultuda 01.01.2006 tarihinden sonra

¹³⁴ BDDK, **Sorularla Basel III**, (Çevrimiçi)
http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Basel/8742sorularla_basel_iii_29_11_2010_.pdf , Erişim Tarihi: 15 Şubat 2011.

ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetlerden elde edilen özel sektör faiz gelirleri üzerinden sermaye şirketleri için %0, diğer kurumsal yatırımcılar için ise %10 gelir vergisi ve bu tutarın %10'u oranında da fon kesintisi yapılır. Kurumsal yatırımcılar bu kesintileri daha sonra ödeyeceği kurumlar vergisinden (%20) mahsup eder.¹³⁵

2. Gelir vergisinin yanı sıra kaynak şirketin, banka gibi Banka ve Sigorta Muamelesi Vergisi'ne tabi bir finansal kuruluş olması durumunda yapılan işlem BSMV'ye tabi olacak ve bu nedenle KDV Kanunu'nun 17.4.e bendi uyarınca KDV'den istisna olacaktır.¹³⁶ Diğer taraftan 6802 sayılı Gider Vergileri Kanunu 29. Maddesi ipotek finansmanı kuruluşlarının, konut finansmanı kuruluşlarının ve konut finansmanı fonlarının 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 38/A maddesinin birinci fıkrasında tanımlanan konut finansmanı kapsamında yaptıkları tüm işlemler dolayısıyla lehe alınan paralar Banka ve Sigorta Muamelesi Vergisi'nden de müstesnadır.¹³⁷

3. 492 sayılı Harçlar Kanunu'nun 59'uncu maddesinde konut finansmanı kuruluşları ve ipotek finansmanı kuruluşları tarafından 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 38/A maddesi kapsamında tesis olunacak ipotek işlemleri harçtan müstesna kılınmıştır.

4. 5582 sayılı Kanunun 34. maddesiyle, 488 sayılı Damga Vergisi Kanunu'na ekli (2) sayılı tablonun "IV-Ticari ve medeni işlerle ilgili kağıtlar" başlıklı bölümüne (36) numaralı fıkra olarak eklenen, sermaye piyasası araçlarının ihracına ilişkin olarak düzenlenen makbuz ve kağıtlar, konut finansmanı kuruluşlarının konut finansmanı işlemleri ve bu kuruluşların ipotekli sermaye piyasası araçları, varlık teminatlı menkul kıymetler ve varlık finansmanı fonlarını temsilen menkul kıymet ihracı ve bu ihraca konu teminatlarla ilgili olarak düzenlenen makbuz ve kağıtlar damga vergisinden istisna edilmiştir.¹³⁸

¹³⁵ **Menkul Sermaye Gelirlerinin 2010 Yılı Vergi Rehberi**, (Çevrimiçi) http://www.verginet.net/UserFiles/File/Menkul_Sermaye_Gelirleri_Rehberi_2010.pdf, Erişim Tarihi: 20 Şubat 2011.

¹³⁶ Doğru, a.g.e.,s.191.

¹³⁷ 13/7/1956 tarihli ve 6802 sayılı Gider Vergileri Kanununun 29 uncu maddesinin (i) ve (u) bendi yukarıdaki şekilde değiştirilmiştir.

¹³⁸ Bkz. 28.06.2007 tarih ve 26566 sayılı RG.

3. FASB’ın Menkul Kıymetleştirmeye İlişkin Düzenlemeleri

ABD’de muhasebe standartlarını belirleme yetkisi konusunda yasal yetkiye sahip olan “Securities and Exchange Commission” (SEC), bu yetkisini “Financial Accounting Standards Board”a devretmiştir.¹³⁹ Ayrıca SEC tarafından FASB ile IASB’nin eşgüdümlü çalışarak yüksek kaliteli tek bir global standart seti hazırlanması desteklenmiştir. Bu hedef doğrultusunda yakınsama çalışmaları günümüzde de devam etmektedir.¹⁴⁰

Menkul kıymetleştirmede devredilen alacakların bilanço dışına çıkarılması ile ilgili kurallar ABD’de Finansal Muhasebe Standartları Kurulu tarafından çıkarılan FAS 140 muhasebe standardı içinde düzenlenmiştir.

FAS 140’a göre menkul kıymetleştirilen alacakların bilanço dışına çıkarılması için ilk şart, alacak devrinin “gerçek satış” olarak yapılmasıdır. Alacağın devrinin “gerçek satış” olarak değerlendirilmesi için, kaynak şirketin alacağın üzerindeki kontrolünü yitirmiş olması gerekmektedir. Kaynak şirketin alacaklar üzerindeki kontrolünü yitirmesi için gereken koşullar ise aşağıdaki gibidir.¹⁴¹

1. Kaynak şirketin iflası durumunda, alacağın temlikinin “satış” olarak kabul edilmesi,
2. Özel amaçlı kuruluşta hak sahibi olanların, alacaklar üzerinde de hak sahibi olmaları,
3. Kaynak şirketin, menkul kıymetleştirilen alacakları tek yanlı olarak özel amaçlı kuruluştan geri satın alma hakkına sahip olmaması.

FAS 140, özel amaçlı kuruluş ile kaynak şirketin ortaklık niteliğine sahip olması durumuna da yer vermiştir. Böyle bir durumda özel amaçlı kuruluşun niteliği ya da özel amaçlı kuruluşun bulunduğu faaliyetler aşağıdaki şartlara göre düzenlenmelidir:

1. Özel amaçlı kuruluş, alacakları devraldığı kaynak şirketten bağımsız olmalıdır. FAS 140’a göre SPE’nin kaynak şirketten bağımsız bir kuruluş olarak

¹³⁹ Doğru, a.g.e.,s.205.

¹⁴⁰ IASB Work Plan, (Çevrimiçi),

<http://www.iasb.org/IASCFCMS/Templates/Admin/WorkPlan.aspx>, Erişim Tarihi: 20 Aralık 2010.

¹⁴¹ Doğru, a.g.e.,s.205.

nitelendirilebilmesi için, alacak devrini yapan kaynak şirketin veya ilişkili kuruluşlarının SPE'yi tek taraflı olarak feshetme yetkilerinin bulunmaması şartına ek olarak, SPE'den elde edilebilecek faydaların gerçeğe uygun değerinin en az %10'unun ilişkili olmayan üçüncü taraflarda olması ve devir işleminin "ipoteğe dayalı garantili menkul kıymetleştirme" olması şartlarından birisinin mevcut olması gerekmektedir.¹⁴²

2. SPE'nin faaliyet alanını önceden belirlemiş olması gerekmektedir.

3. SPE'nin başka faaliyetlerde bulunması (özellikle borçlanmalar) sınırlandırılmıştır.

4. SPE, sadece menkul kıymetleştirilen alacakları ve bu alacaklardan yapılan tahsilatları aktifinde bulundurmalıdır.¹⁴³

5. Belirli olayların ortaya çıkmasına bağlı olarak istisnaen tanınan alacakların otomatik olarak elden çıkarılması durumu hariç, SPE'nin vadesi gelmemiş alacakları elden çıkarmaması gerekmektedir.¹⁴⁴

6. Satışla ilgili olarak satışa konu olan varlıkların neler olduğu, satış sonrasında ortaya çıkabilecek yükümlülükler ve varlıkların satış günündeki gerçeğe uygun değeri kaynak şirketin finansal tablolarına yansıtılmalıdır.¹⁴⁵

ABD'de gerçeğe uygun değerle ilgili düzenlemeler FAS 157 standardı içinde düzenlenmiş, piyasa fiyatını temel alarak hazırlanacak bilançoların, bankaların finansal yetersizliklerini ortaya koyabileceğini belirterek bütün bankaların finansal varlıklarını piyasa fiyatı ile değerleyip raporlamasını öngörmüştür.¹⁴⁶ Standart gerçeğe uygun değeri "Piyasada aralarında danışıklı bir ilişki bulunmayan bilgili ve istekli taraflar arasında bir varlığın satışında ya da yükümlülüğün yerine getirilmesinde ortaya çıkan fiyattır." şeklinde tanımlamıştır.¹⁴⁷ Standart gerçeğe uygun değerın hesaplanması için yeni hiyerarşik bir düzenleme getirmiştir. Bu düzenleme, gerçeğe uygun değerin tespiti için her bir seviyedeki karakteristik özellikleri farklı olan girdilerin esas alındığı üç seviyeden oluşmuş bir hiyerarşidir.¹⁴⁸

¹⁴² Artunç, a.g.e.,s.21.

¹⁴³ Doğru, a.g.e., s.207.

¹⁴⁴ a.k., s.207.

¹⁴⁵ Artunç, a.g.e.,s.19.

¹⁴⁶ Terzi ve Şen, a.g.m., s.9.

¹⁴⁷ FAS 157, "Fair Value Measurements", (Çevrimiçi) <http://www.fasb.org>, Erişim Tarihi: 15 Ocak 2011.

¹⁴⁸ Terzi ve Şen, a.g.m., s.12.

Tablo 6 FASB Gerçeğe Uygun Değer Hiyerarşisi

1. Seviye	Girdiler, aktif bir piyasada işlem gören ve tanımlanan varlıklar ve yükümlülükler için tespit edilen fiyatlardır. ▪ Bilanço tarihinde tanımlanan varlık ve yükümlülükler için aktif piyasada oluşan fiyatlar (kote fiyatlar) kullanılmaktadır. ▪ Gerçeğe uygun değerın hesaplanmasında, kote fiyatların oluşma zamanlarında düzeltme yapılmaz. ▪ Eğer varlık ve yükümlülükler için kote fiyatlar kullanılamaz ise işletme alternatif fiyatlama modeli kullanılmalıdır. ▪ Eğer kote fiyatlar gerçeğe uygun değeri yansıtmıyorsa işletmenin düzeltme yapması gerekmektedir.
2. Seviye	Girdiler, bağımsız piyasa verilerine bağlı olarak elde edilmektedir. ▪ İşletme benzer kalemlere (varlık ve yükümlülükler) göre piyasada kote olan fiyatları düzeltmektedir. ▪ Eğer tanımlanan veya benzer kalemler mevcut değilse, işletme bağımsız girdileri içeren bir model kullanılmalıdır. Örneğin faiz oranları, sapmalar, verim eğrisi gibi. ▪ İşletme, aktif bir piyasası olmayan tanımlanan veya benzer varlık veya yükümlülüklerin kote fiyatlarını düzeltebilmektedir. ▪ İşletme, piyasanın ilişkili verilerinden oluşturulacak girdileri kullanabilmektedir.
3. Seviye	Girdiler, gözlemlenemeyen veriler ve işletme varsayımlarına bağlı olarak elde edilmektedir. ▪ Tanımlanan veya benzer kalemler için aktif bir piyasa mevcut değildir; fakat piyasa fiyatı veya satış (çıkış) fiyatı gereklidir. ▪ İşletme sahip olduğu risk modeli ve piyasa katılımcılarının varsayımlarını kullanabilmektedir. ▪ İşletme kendi girdi datalarını geliştirmelidir. Örneğin nakit akım tahminleri gibi. Bunun şartı ise, uzun dönemde bağımsız bilgilere makul maliyetlerde ulaşma imkanının olmamasıdır. ▪ Eğer işletme seviye 1 ve 2’den bir girdi kullanırsa kalemlerin gerçeğe uygun değeri seviye 3’e göre hesaplanmalıdır. Ancak modelin gözlemlenebilir önemli verileri içermemesi gerekmektedir.

Kaynak: S.Terzi; İ.K.Şen, “Gerçeğe Uygun Değer Muhasebesi ve Finansal Kriz”, (Çevrimiçi) <http://www.izsmmmo.com/DergiResimler/110.pdf>, Erişim Tarihi: 15 Ocak 2011.

Yukarıdaki tabloda görüldüğü üzere FAS 157 ile IFRS 7 arasında gerçeğe uygun değerle ilgili temel ilkeler birbiriyle örtüşmektedir. Ancak FAS 157’de, gerçeğe uygun değer ölçümü daha detaycı bir yaklaşımla düzenlenmiştir.

B. MENKUL KIYMETLEŞTİRMEDE ÖRNEK ÜLKE UYGULAMALARI

1970’li yıllarda konut finansmanını desteklemek üzere ortaya çıkan menkul kıymetleştirme uygulamaları nakit akımı yaratan her türlü alacağa uyarlanarak ülkelerin, şirketlerin ihtiyaçlarına göre fon yaratmak için kullandığı bir yöntem olmuştur. Menkul kıymetleştirme işlemleri 1980’li yıllardan itibaren hız kazanmış ve karmaşık bir hal almıştır. Ancak şimdiki ipoteğe dayalı menkul kıymetleştirme yapısına benzer bir yapı Avrupa’da 1880’li yıllarda uygulanmaya başlanmıştır. 1929 Büyük Buhran sonrası çöken konut piyasasını desteklemek ve böylelikle finans

kuruluşlarının, mevduatlar dışındaki diğer kaynaklardan da fon temin etmesi amacıyla ABD Kongresi tarafından 1934 yılında “National Housing Act” (Ulusal Konut Edindirme Kanunu) yürürlüğe konulmuştur. Daha sonra konut kredilerinin sürekliliğini sağlamak amacıyla 1938 yılında bir kamu kuruluşu olarak “Federal National Housing Administration” (Fannie Mae) kurulmuştur. Fannie Mae, konut kredisi veren kurumların kaynak sıkıntısına girmesi durumunda ipotekli kredileri satın alarak piyasaya fon sağlar, kaynak sıkıntısı olmadığı dönemlerde ise ipotekli kredileri satarak piyasadan fon toplardı. Ancak II. Dünya Savaşı’nın sonrasında artan konut ihtiyacını karşılamada yapılan düzenlemeler yetersiz kalınca konut sektörünü desteklemesi amacıyla ABD Hükümeti tarafından “Government National Mortgage Association” (Ginnie Mae) kurulmuştur. Ginnie Mae ilk kez 1970’li yıllarda ipoteye dayalı menkul kıymet ihraç etmiş ve böylelikle konut finansmanı için gerekli olan fonu sermaye piyasalarından temin ederek geleneksel yapının dışına çıkmıştır. Bu yıllarda, henüz menkul kıymetleştirme uygulamaları yeni başlamışken, bazı finansçılar, menkul kıymetleştirme yönteminin tüm katılımcılar açısından, geleneksel bankacılığın gereksizleşmesine neden olacak kadar faydalı olduğunu iddia etmişlerdir.¹⁴⁹

Avrupa’da menkul kıymetleştirme uygulamaları ABD’ye göre daha yavaş ve geç kullanılmış, yaygınlık kazanmıştır. Bu durumun kültürel ve ekonomik nedenleri olmakla beraber, en önemli sebebi Avrupa ve ABD’deki hukuk yapılarının farklı özelliklere sahip olmasıdır.(Anglo Sakson-Avrupa Hukuku). Ayrıca Avrupa’da konut finansmanını desteklemek üzere kurulmuş köklü kurumların varlığı (Almanya’da Pfandbrief Modeli, İngiltere’de Yapı Toplulukları vb.) nedeniyle kredi veren kurumlar menkul kıymetleştirme uygulamalarını ABD’deki kadar tercih etmemişlerdir. Avrupa’da 1987 yılında ipotekli konut kredisi alacaklarının ilk kez menkul kıymetleştirilmesi, ABD uygulamalarını daha ilgili takip eden İngiltere’de gerçekleşmiştir. Daha sonra 1990 yılında İsveç, İtalya, Almanya ve İspanya’da ilk menkul kıymetleştirme işlemleri yapılmıştır. Avrupa’da günümüzde menkul kıymetleştirme uygulamalarında en çok işlem hacmine sahip ülke olarak İngiltere

¹⁴⁹ Doğru, a.g.e., s.56.

gelmekte, onu İspanya ve Fransa izlerken, İtalya ve Hollanda da bu alanda aktif ülkeler arasında yer almaktadır.¹⁵⁰

1970'lerden bu yana finans kuruluşlarının fon temin etmede kullandığı araçlar daha çeşitli ve karmaşık bir hal almıştır. 1980'lerden itibaren ipotekli kredilere ek olarak taşıt ve özel tüketici kredilerinden doğan alacaklar ile finansal kiralamadan doğan alacaklar menkul kıymetleştirmeye konu olan alacaklar arasında yer almıştır. Ancak daha önce de belirtildiği üzere menkul kıymetleştirme uygulamalarının temelinde konut finansmanını desteklemek vardır. Bu doğrultuda dünyada menkul kıymetleştirmeye konu olan alacakların başında ipotekli konut kredileri gelmektedir. Tarihsel süreçte değerlendirilirse ülkelerin konut ve konut finansmanı ihtiyaçlarının artmasına paralel olarak menkul kıymetleştirmeye ilişkin yasal düzenlemeler yapılmış, menkul kıymetleştirme hacimleri de zaman içinde artış göstermiştir. 2007 yılına kadar istikrarlı bir artış gösteren menkul kıymetleştirme hacmi 2007'den sonra bazı ülkelerde azalmaya başlamıştır.

Çalışmanın bu bölümünde menkul kıymetleştirmede örnek ülkeler olarak ABD, İngiltere, Avustralya, Japonya ve Almanya uygulamalarına yer verilmiştir. ABD'nin menkul kıymetleştirme sürecinde lider konumda olması, Almanya ve İngiltere'nin Avrupa Birliği kurucu ülkeleri olması ve menkul kıymetleştirme uygulamalarında Avrupa'ya öncülük etmesi, Avustralya ve Japonya da farklı kıta örnekleri olarak menkul kıymetleştirmeyi destekleyen düzenleme ve katılımcılara sahip olması nedeniyle örnek ülke uygulamalarında bu ülkeler değerlendirilmiştir. Ayrıca, dünyada en çok menkul kıymetleştirme hacmine sahip olan ülkelerin (ABD, İngiltere) süreci nasıl yönettiği, yasal açıdan menkul kıymetleştirme ile ilgili olarak ne gibi farklı düzenlemelere sahip olduğu (Anglo-Sakson Hukuk sistemini benimseyen ABD, Avustralya ile Avrupa Hukuk sistemini benimseyen İngiltere ve Almanya), bu ülkelerin menkul kıymetleştirme uygulamaları nedeniyle krizden ne kadar etkilendiği ve krizden sonra ne gibi ek düzenlemeler yapıldığı gibi kriterler göz önünde bulundurularak örnek ülke uygulamaları seçilmiştir. Aşağıdaki tabloda seçilen örnek ülkelerin 2000-2010 yılları arasındaki menkul kıymetleştirme hacimleri yer almaktadır.

¹⁵⁰ Turan, a.g.e., s.12.

Tablo 7 Örnek Ülkelerin 2000-2010 Toplam Menkul Kıymetleştirme Hacmi (Milyon USD)

	Yıllar	ABD	İngiltere	Almanya	Avustralya	Japonya
\$ Millions	2000	1.012.338,70	37.790,30	5.103,10	25.428,00	13.742,70
	2001	2.052.632,90	43.291,60	5.299,00	32.330,10	18.422,80
	2002	2.741.201,40	53.911,80	10.209,00	41.776,10	24.163,30
	2003	3.709.097,10	75.399,80	7.007,00	55.406,30	22.147,10
	2004	2.684.426,30	97.658,20	8.366,30	77.343,70	32.896,80
	2005	3.183.493,50	134.091,60	27.649,60	91.780,10	56.453,80
	2006	3.282.860,30	195.769,10	45.740,10	110.499,50	70.192,80
	2007	3.047.584,40	212.171,50	27.870,90	118.149,70	57.720,30
	2008	1.559.642,40	331.356,70	92.433,30	106.164,30	35.592,30
	2009	2.225.952,30	95.216,10	19.926,80	87.241,10	28.318,90
	2010	2.046.828,70	138.130,40	18.164,40	80.067,40	23.251,10
TOPLAM		27.546.058,00	1.414.787,10	267.769,50	826.186,30	382.901,90

Kaynak : SIFMA, “Global Securitization Update 2010”, (Çevrimiçi) <http://www.sifma.org>, 16 Aralık 2011.

Tabloda da görüldüğü üzere menkul kıymetleştirmede ABD en yüksek hacme sahiptir ve dünyada menkul kıymetleştirmede ikinci sırada olan İngiltere ile arasındaki fark neredeyse 20 katı bulmaktadır. Bu durumun sebepleri ülke örneklerinde detaylı olarak değerlendirilecektir.

2008 yılı menkul kıymetleştirme hacimleri incelendiğinde ülkelerin krizi farklı şekillerde ve koşullarda yönettiği sonucu çıkarılabilir. 2007’den sonra (Almanya ve İngiltere için 2008 yılı hariç) krizin bir sonucu olarak menkul kıymetleştirme hacimleri düşmeye başlamıştır. Bununla beraber Ortak Forum (Basel Komitesi, IOSCO, IAIS) tarafından 13 Temmuz 2011’de varlıkların menkul kıymetleştirilmesini teşvik eden unsurlar hakkında bir rapor yayımlanmıştır. Rapor Avrupa, ABD ve Avustralya’daki menkul kıymetleştirme işlemlerinde kaynak şirketler (originators), ihraççılar (issuers), hizmet veren firmalar (service providers) ve yatırımcılarla yapılan görüşmelere dayanmaktadır. Raporla ilgili önemli bulgular aşağıdaki gibidir:¹⁵¹

1. Rapor kriz öncesinde, menkul kıymetleştirme kurucusu ve ihraççılarının menkul kıymetleştirme işlemlerini yapmalarını teşvik eden en önemli unsurların; fon çeşitlendirmesi, risk transferi, gelir elde etme ve yasal sermaye uygulamalarından faydalanma olduğunu teyit etmektedir. Yatırımcılar menkul kıymetleştirmeyi, yüksek

¹⁵¹ BDDK, Ekim 2012 Risk Bülteni, s. 18-19, (Çevrimiçi), http://www.bddk.org.tr/WebSitesi/turkce/Raporlar/Risk_Bultenleri/10256risk_bulteni_ekim11_s12.pdf, Erişim Tarihi: 11.01.2012.

kredi kalitesine sahip varlıklara, portföy çeşitlendirmesine ve riske göre ayarlanmış gelire kaynak olarak görmüştür.

2. Menkul kıymetleştirme piyasasına katılımındaki teşvik edici en önemli unsurlar krizden önce olduğu gibi bugün de aynıdır. Yatırımcılar hala sağlıklı varlıklara ve fiyatlandırmalara yatırım yapmak isterken kurucular menkul kıymetleştirmeyi bir fon kaynağı olarak görmeye devam etmektedirler.

3. Genellikle her görüşme yapılan piyasa katılımcısı tarafından, menkul kıymetleştirme piyasalarından, krizden önceki elde edilen geri dönüş oranlarının önemli derecede altında olan geri dönüş oranlarının elde edilmesi beklenmektedir.

Raporda görüldüğü üzere krizden sonra menkul kıymetleştirme hacmi gibi menkul kıymetleştirme ile ilgili beklentiler de azalmış ancak uygulamadan vazgeçilmemiştir.

1. Amerika Birleşik Devletleri

Menkul kıymetleştirmenin doğuşu ABD ipotek piyasalarının gelişimine dayanmaktadır. Gelişmiş sermaye piyasaları, para, üretim ve hizmet sektörüne sahip olması nedeniyle ilk menkul kıymetleştirme uygulamaları 1970’lerde ABD’de ortaya çıkmıştır. Ayrıca dünyada ikincil piyasaların en gelişmiş olduğu ülke ABD’dir. Bu durumun temel sebebi konut finansmanı ve menkul kıymetleştirme uygulamalarında kamunun sponsor olma, garanti ve sigorta sağlama fonksiyonlarına sahip olmasıdır.

a) Kurumsal Yapı ve Yasal Düzenlemeler

ABD’de birincil piyasalarda kredi veren şirketler; ticaret bankaları, ipotek bankacılığı şirketleri ve tasarruf kurumları yer almaktadır. İpotek bankacılığı şirketleri, mevduat toplama yetkisine sahip olmamakla beraber, varlıkları büyük oranda ipoteklerden oluşan şirketlerdir. Bu şirketler yeterli miktarda ipotekli varlık havuzuna sahip olunca bu havuzu ikincil piyasalara satmaktadır. En büyük ipotek şirketlerinin çoğuna ticaret bankaları sahip olmakla beraber, General Motors, Sears, Roebuck gibi firmalar ile Saloman Brothers, Morgan Stanley, Goldman Sachs gibi yatırım bankacılığı firmaları da varlığa dayalı menkul kıymet piyasasında yer almaktadır.¹⁵²

¹⁵² Tantan, a.g.e.,s.41.

1929 Buhranı sonrasında bankacılık sektörünün bireylerin konut ihtiyaçları için kaynak sağlayamaz duruma gelmesi devlet kontrolünde ipotek uygulamalarının başlamasına ortam hazırlamıştır. İpotek piyasasının gelişimini sağlamak amacı ile ABD hükümeti tarafından uygulamaya konan destekleme programlarına bakıldığında “agency” olarak adlandırılan üç temel kurumun ortaya çıktığı görülmektedir. Bu kurumlar sırasıyla Federal Konut İpotek Kredisi Şirketi (Federal Home Loan Mortgage Corporation, Freddie Mac- FHLMC), Federal İpotek Birliği (Federal National Mortgage Association, Fannie Mae- FNMA) ve Hükümet İpotek Birliği (Government Mortgage Association, Ginnie Mae- GMA)’dır. Söz konusu kurumlar mülkiyet artışını teşvik etmiştir. ABD’de hükümet tarafından ipotek kredisi sistemine para akışının devamlılığının sağlanması için ikincil bir ipotek piyasası yaratılması için kurulan Fannie Mae’nin kurulma amacı, hükümet garantisi taşıyan FHA (Federal Housing Administration) ¹⁵³ ve VA ¹⁵⁴ (Veterans’ Administration) tarafından sigortalı olmuş ipotek kredilerini satın alma yoluyla bu kredilere ikincil bir piyasa yaratmaktır. 1968 yılında Fannie Mae, etkinliğini artırmak için Fannie Mae ve Ginnie Mae olarak ikiye bölünmüştür. Fannie Mae kendi öz sermayesi ile işleyen bir özel şirket olarak tüketicilere doğrudan kredi sağlamamış ancak, tüketicilere doğrudan kredi sağlayan kuruluşların başvurduğu bir kaynak olarak faaliyetlerine devam etmiştir. Fannie Mae, ABD’nin aktif büyüklüğü bakımından üçüncü büyük, ipotek kredisi sektörüne sağladığı kaynak bakımından ise en büyük firmasıdır.¹⁵⁵ Tamamen ABD hükümetinin kontrolünde olan Ginnie Mae’nin asıl fonksiyonu, ipotek piyasasını desteklemek ve piyasaya yönelik likiditeyi arttırmak amacıyla ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç etmek olup, bu amaç doğrultusunda sadece FHA ve VA tarafından sigorta edilmiş ipotek kredilerini bir havuzda toplayarak bunları ödeme aktarmalı bir yapıda menkul kıymete dönüştürmektedir. Bu çerçevede, ilk defa 1970 yılında, hükümet garantili ipoteğe dayalı ödeme aktarmalı menkul kıymetler (pass-through securities), Ginnie Mae tarafından ihraç edilmiştir. Ginnie Mae ihraçlarında kullanılan menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemelerinin tam ve zamanında

¹⁵³ Federal Housing Administration; ipotek kredisi veren kurumları, borçluların krediyi geri ödeyememelerine karşı sigortalamak görevini üstlenmiştir. Aynı zamanda FHA sağlıklı konutların yapımında ve konut standartlarını iyileştirmede yardımcı olmuştur.

¹⁵⁴ Veterans Administration; ipotek kredilerini garanti eden diğer bir hükümet kuruluşudur ve 2. Dünya Savaşı’ndan dönen savaş gazilerinin konut edinmelerinde finansal destek sağlamak için kurulmuştur. VA ayrıca garantili veya sigortalı ipotek kredilerinin bulunmadığı bölgelerde yaşayan eski muhariplere direkt ipotek kredisi vermektedir.

¹⁵⁵ Gulamov, S., **İpotek Sisteminin Türkiye Sermaye Piyasasına Muhtemel Etkileri**, Yüksek Lisans Tezi, Bursa, 2007, s.47.

yapılması (the timely payment of principal and interest) ABD Hükümeti'nin tam güveni ve kredisi (full faith and credit of the United States) ile garanti altındadır. Bu nedenle Ginnie Mae kağıtlarına olan yatırımcı güveni de son derece yüksektir.¹⁵⁶

Başlangıçta konut kredileri için fon sağlamak ve daha çok kişiye kredi vermek amacıyla başlayan menkul kıymetleştirme uygulamaları, 1980'lerden sonra finansman kurumlarının diğer alacaklarının da menkul kıymetleştirmesine öncü olmuş, özel sektörün katılımı ile yepyeni bir finansman yöntemine dönüşmüştür. ABD'de üç büyük otomobil üreticisinin kurmuş olduğu finans şirketleri (taşıt kredileri ile finansal kredilerden doğan), ticari bankalar (taşıt kredileri ve kredi kartlarından doğan), mevduat ve kredi kuruluşları (ipotekli konut kredilerinden doğan) ve hayat sigortası şirketleri (sigortalılara verilen kredilerden doğan) alacaklarını menkul kıymetleştiren özel sektör şirketleri arasında yer almaktadır.¹⁵⁷

ABD'de menkul kıymetleştirme işleminin kendisine ilişkin özel bir düzenleme bulunmamakla beraber, menkul kıymetleştirme neticesinde ihraç olan varlığa dayalı menkul kıymetlerin halka arz ve satışı menkul kıymet ve borsa düzenlemelerine tabi olmaktadır. Menkul kıymetleştirmeyi etkileyen menkul kıymet ve borsa düzenlemeleri:

1. 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act of 1933)
2. 1934 tarihli Borsalar Kanunu (Securities-Exchange Act of 1934)
3. 1940 tarihli Yatırım Şirketleri Kanunu (Investment Company Act of 1940)
4. Securities Exchange Commission (SEC) tarafından anılan kanunlar çerçevesinde yapılan düzenlemelerdir.¹⁵⁸

5. SEC, Vadeli İşlemler Ticaret Komisyonu, Federal Mevduat Sigorta Şirketi ve Wall Street Reformu ve Board of Governors of the Federal Reserve System gibi denetleme ve düzenleme yetkisine sahip kurumlarca hazırlanan Tüketici Koruma Yasası (Dodd-Frank).

ABD'de ipoteye dayalı menkul kıymetlerin denetiminden sorumlu olan federal ve eyalet ajansları mevcuttur. Bu ajanslar ve yetki alanları aşağıdaki gibidir.¹⁵⁹

¹⁵⁶ Hepsen, A., “İpotek Piyasası ve Karşılaşılan Riskler”, (Çevrimiçi), http://www.alomaliye.com/2007/ali_hepsen_ipotek.htm, Erişim Tarihi: 15 Nisan 2010.

¹⁵⁷ Doğru, a.g.e., s.199.

¹⁵⁸ a.k., s.200.

- **Para ve Mali İşler Dairesi (Office of the Comptroller of the Currency-OCC):** Ulusal bankalara kuruluş ruhsatı verir. Ulusal bankalar ile şubelerini ve yabancı bankaların federal düzeydeki temsilciliklerini denetler. Temmuz 2010’da çıkan “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection” yasası (Dodd – Frank Act) ile, OCC ayrıca federal tasarruf kurumlarını da denetleyecektir.

- **Board of Governors of the Federal Reserve System (FRB):** FRB, banka holdingleri ile bu bankaların mevduat hesabı olmayan iştiraklerini, Federal Rezerv Sistemi’ndeki lisanslı bankalar ile bu bankaların iştiraklerini, yabancı bankaların şube ve temsilciliklerini ve yabancı bankaların sahip olduğu veya kontrol ettiği ticari kredi şirketlerini denetlemektedir. Dodd-Frank Yasası kapsamında FRB aynı zamanda tasarruf şirketleri ile mevduat hesabı bulunmayan iştiraklerini de denetlemeye başlamıştır.

- **Federal Tasarruf Mevduatı Sigorta Kurumu (Federal Deposit Insurance Corporation- FDIC):** FDIC, FRB’ye kayıtlı olmayan lisanslı bankalar ile bu bankaların iştiraklerini denetlemektedir. Dodd-Frank Yasası kapsamında FDIC aynı zamanda eyalet tasarruf kurumlarını da denetleyecektir.

- **İdare Denetim ve Gözetim Ofisi (Office of Thrift Supervision-OTS):** OTS, Dodd-Frank Yasası kapsamında lağvedilmiş, bu kurumun yetki ve sorumlulukları OCC, FRB ve FDIC’e aktarılmıştır.

- **Ulusal Kredi Birliği Yönetimi (National Credit Union Administration-NCUA):** NCUA, federal sigortalı kredi birliklerini denetlemekle görevlidir.

- **Çiftlik Kredisi Yönetimi (Farm Credit Administration - FCA):** FCA, kırsal kesimde yaşayan insanlara ipotekli konu kredisi veren kurumları denetler.

- **Federal Ticaret Ofisi (Federal Trade Commission-FTC):** FTC; bankalar, tasarruf dernekleri, ve federal lisanslı kredi birlikleri dışında kalan bütün kişi, ortaklık veya şirketlerin ticari uygulamaları etkileyecek adil olmayan veya aldatıcı uygulamalarının üzerinde yargı yetkisine sahiptir. FTC’nin yargılama yetkisi 1) OCC, FRB, FDIC ve OTS’nin mevduat hesabı olmayan kuruluşları denetleme yetkisi, 2) NCUA eyalet lisanslı kredi birliklerini denetleme yetkisi, 3) FCA kredi sistemi yer alan kuruluşları denetleme yetkisi ile birlikte eş zamanlı olarak yürütülmektedir. Dodd-Frank yasasına göre FTC’nin yetkilerinin bazıları yeni

¹⁵⁹ **Thematic Review on Mortgage Underwriting and Origination Practices**, s.54-55-56, (Çevrimiçi), http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110318a.pdf , Erişim Tarihi: 19.12.2011.

Tüketici Finansal Koruma Bürosu (Bureau of Consumer Financial Protection.) ile örtüşmektedir.

-Tüketici Finansal Koruma Bürosu (Consumer Financial Protection Bureau - CFPB): CFPB, Dodd-Frank yasası kapsamında oluşturulan kurum ipotekli konut finansman sistemi ile ilgili faaliyetleri, Yasa tarafından belirlenen finans pazarındaki büyük katılımcıları, tüketicilere finansal araçlar ve servisler bakımından risk oluşturduğunu tespit ettiği belirli mevduat hesabı olmayan kurumları ve federal tüketici finans yasalarına göre varlıklarının değeri 10 milyar USD’yi geçen mevduat kurumları ve kredi birliklerini denetlemekten sorumludur. CFPB’nin denetleme yetkisi FCA haricinde yukarıda bahsedilen kurumlar ile bazı durumlarda örtüşmektedir. Bu kurum mevduat hesabı olmayan kurumların sağladığı finansal ürünler ve servisler arasında kısmen algılanan denetim boşluklarını kapatmak için kurulmuştur. Çiftlik kredi sistemi üzerinde denetleme yetkisine sahip değildir.

-Federal Konut Finansman Ajansı (Federal Housing Finance Agency-FHFA): FHFA, Fannie-Mae ve Freddie Mac ile 12 adet ipotekli konut kredisi sağlayan bankanın kontrolörü ve düzenleyicisidir. FHFA 2008 yılında kurulmuştur. Kurum, Federal Konut Yatırımlarını Denetleme Dairesi (Office of Federal Housing Enterprise Oversight -OFHEO), Federal Konut Finansmanı Kurulu (Federal Housing Finance Board-FHFB), ve Konut ve Kentsel Gelişme Bakanlığı’nda (Department of Housing and Urban Development-HUD) bulunan kamu destekli kurumlar (Government Sponsored Entities-GSE) bürosunun çalışanlarından oluşmaktadır.

-Finansal İstikrar Gözetim Konseyi (Financial Stability Oversight Council-FSOC): Dodd-Frank yasası kapsamında kurulan FSOC riskleri tanımlama ve ABD’de finansal istikrarı sağlamak için kurulmuştur. ABD finans pazarının istikrarı için tehdit oluşturabilecek ve ortaya çıkabilecek riskleri tanımlayarak önlem alması bu kurumun sorumluluğundadır. Kurum ayrıca pazar disipliniyi sağlamayı da hedeflemektedir.

2007 yılında yaşanan ipotek krizi, ABD’de ipotek piyasalarında büyük bir denetim ve gözetim belirsizliğini ortaya çıkarmış; yukarıda adı geçen kurum ve yasaların çoğunluğu bu belirsizliğin giderilmesi amacıyla oluşturulmuştur.

ABD’de menkul kıymetleştirme ile ilgili finansal raporlama kuralları “FASB’in Menkul Kıymetleştirmeye İlişkin Düzenlemeleri” başlığı altında değerlendirilmiştir.

ABD, Basel Bankacılık Denetim Komitesi tarafından hazırlanan Sermaye Ölçümü ve Sermaye Standartlarının Uluslararası Düzeyde Uyumlaştırılması Bankacılık Denetim Komitesi tarafından hazırlanan Sermaye Ölçümü ve Sermaye Standartlarını temel almaktadır. Kriz sonrası Avrupa’da CRD II’nin 122a paragrafında düzenlenen menkul kıymetleştirmede % 5 tutma kuralları (five percent retain rules) olarak bilinen uygulamadan hareketle ABD’de bulunan federal kurumlar 29 Mart 2011’de bu %5’in nasıl belirleneceğine ilişkin önerdikleri kurallarını yayınladı. Bu öneriler menkul kıymetleştirmeye dayanak teşkil eden alacakların kredi riskinin en az %5’ini alacak havuzunu devreden kurumun bünyesinde tutmasını gerektirecek seçeneklerden oluşmaktadır. Bu seçeneklere ilişkin düzenlemeler nihai kurallar belirlendikten 1 yıl sonra yürürlüğe girecektir.¹⁶⁰

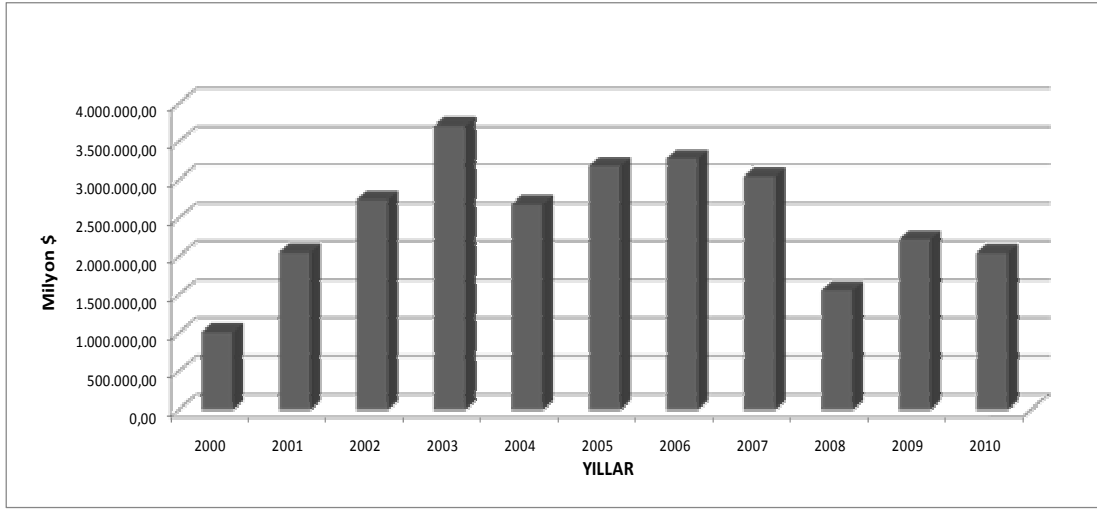
Mevcut düzenlemelere göre sermaye yeterliliği bakımından alacakların devredilmesi bankalar açısından avantaj oluşturmaktadır. Avrupa’da uygulanmaya başlanan ve ABD’de de önümüzdeki yıl yürürlüğe girmesi beklenen düzenlemeler sonucunda menkul kıymetleştirme sürecinde kredi veren kurumlar kredilerden kaynaklanan risklerin tamamını devredemeyecektir. Bu düzenlemeler şüphesiz menkul kıymetleştirme sürecinde kredi veren kurumları alacakların kalitesini arttırmak konusunda teşvik edecektir.

b) Piyasa Özellikleri

Aşağıdaki tabloda ABD’deki toplam menkul kıymetleştirme hacminin 2000-2010 dönemindeki gelişimine yer verilmiştir. Özellikle 2001 yılından itibaren artış gösteren menkul kıymetleştirme hacmi 2007 yılına kadar ortalama 2.500 Milyar USD seviyesinde gerçekleşmiştir. 2007 yılında başlayan ipotek krizi ile birlikte 2008, 2009 ve 2010 yıllarında toplam hacimde azalma meydana gelmiştir.

¹⁶⁰ **Securitisation: United States**, (Çevrimiçi), http://www.practicallaw.com/5-501-4117?q=* &qp=&qo=&qe=#a810272 , Erişim Tarihi: 06.01.2012.

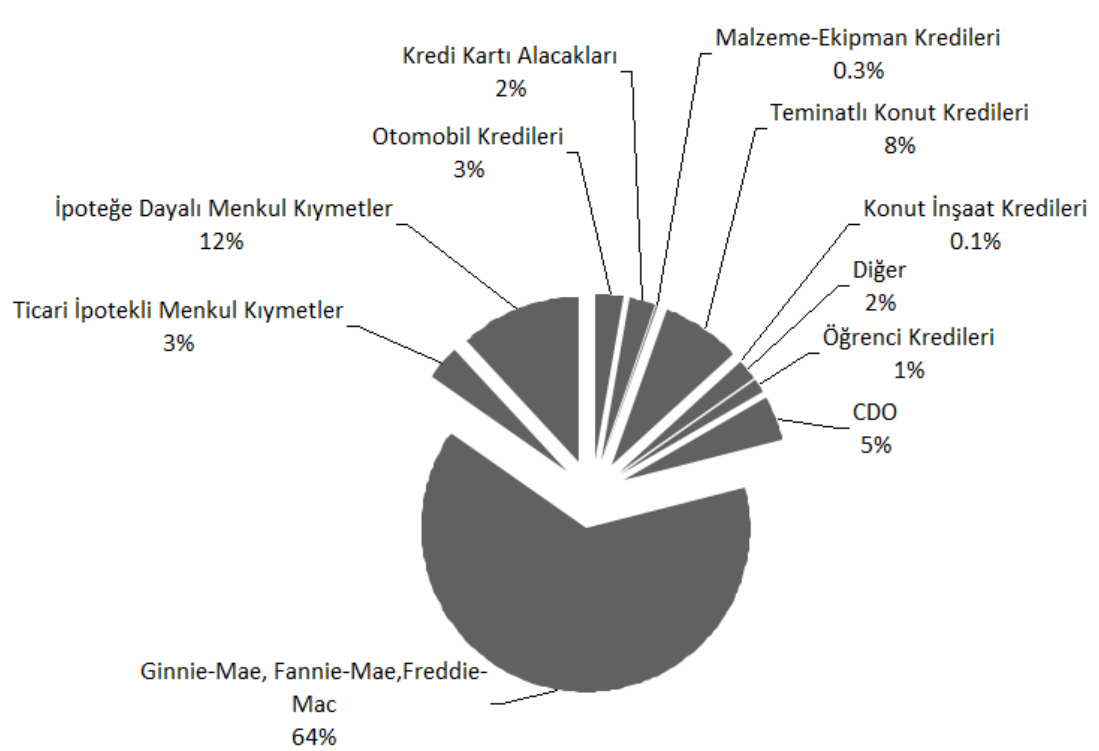
Tablo 8 ABD’de Toplam Menkul Kıymetleştirme Hacmi (Milyon USD)



Kaynak : SIFMA, “Global Securitization Update 2010”, (Çevrimiçi) <http://www.sifma.org>, 16 Aralık 2011.

Aşağıdaki tabloda ise 10 yıllık menkul kıymetleştirme hacminin dağılımına yer verilmiştir.

Tablo 9 ABD’de Menkul Kıymetleştirmeye Konu Olan Alacaklar



Kaynak : SIFMA, “Global Securitization Update 2010”, (Çevrimiçi) <http://www.sifma.org>, 16 Aralık 2011.

ABD'deki en fazla menkul kıymetleştirme hacmi “agency” olarak nitelendirilen ipotek kredileri karşılığındaki işlemlerden oluşmaktadır. İpotek kredilerinin büyük bölümü sabit faiz oranlıdır.¹⁶¹ Kredilerin erken ödenmesi durumunda sadece değiştirilebilir oranlı krediler için %5'e kadar (genellikle %3) kredi kullananlar ceza öderler.¹⁶² ABD'de ipotek kredilerinin yanında kredi kartları, taşıt kredileri, öğrenci kredileri gibi alacaklar da menkul kıymetleştirmeye konu olan alacaklar arasında yer almaktadır.

c) Uygulanan Modelin Başarılı ve Başarısız Yönleri

Menkul kıymetleştirme, son 40 yılda ABD sermaye piyasalarında özellikle kredi veren kurumların likidite sağlaması bakımından önemli bir rol oynamıştır. Ayrıca bilanço dışı menkul kıymetleştirme uygulamaları ilk kez ABD'de ortaya çıkmıştır. Gelişmiş bir sermaye piyasasının varlığı ile menkul kıymetleştirme uygulamalarıyla ilgili yöntemlerin ve güvence mekanizmalarının tamamı ABD'de kullanılmaktadır. Dolayısıyla genel anlamda menkul kıymetleştirmenin yararları, sakıncaları ve taşıdığı risklerin tamamı ABD'de ortaya çıkmıştır.

i. Başarılı Yönleri

Başlangıçta konut finansman sistemini desteklemek amacıyla ortaya çıkan menkul kıymetleştirme uygulamaları sistemde kamunun garanti, sponsor, sigorta sağlama fonksiyonunu da kapsayacak şekilde bütün kurumları ve bütün yöntemleriyle ABD'de hızlı bir gelişim göstermiş ve diğer ülkelerin konut finansmanını ve başka ticari faaliyetlerden kaynaklanan fon gereksinimini desteklemek için ihtiyaç duydukları modelin genel anlamda belirleyicisi olmuştur.

ii. Başarısız Yönleri

Son 30 yılda menkul kıymetleştirme uygulamalarına ilişkin yöntemler, sermaye piyasaları gibi hızlı bir gelişim göstermiştir. Ancak 2007 yılına gelindiğinde menkul kıymetleştirme, risk ve sakıncalarının tamamının ortaya çıkmasıyla, bütün dünyayı etkileyen bir krize sebep olmuştur. Kriz, sistemdeki risk ve sakıncaların giderilmesine ilişkin yasal düzenlemeler ile denetim yetersizliğinin bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Bu anlamda düzenleyici ve denetleyici kuruluşların sistemdeki hızlı

¹⁶¹ Thematic Review on Mortgage Underwriting and Origination Practices, s.46.

¹⁶² M. Lea, “*International Comparison of Mortgage Product Offerings*” s.21, (Çevrimiçi), http://www.housingamerica.org/RIHA/RIHA/Publications/74023_10122_Research_RIHA_Lea_Report.pdf, Erişim Tarihi: 19.12.2011.

gelişime uyum sağlamamış olması ile bazı katılımcıların bu durumu kendi çıkarlarını gözeterek şekilde kullanmaları ABD'deki menkul kıymetleştirme uygulamalarının en olumsuz tarafı olarak ifade edilebilir.

Menkul kıymetleştirme uygulamaları için 2007 yılı bir milat olarak kabul edilebilir. Bu tarihten sonra gerek ABD'de gerekse diğer ülkelerde hem ulusal hem de küresel düzeyde tedbirler alınmış ve yeni düzenlemeler yapılmıştır.

2. İngiltere

İngiltere, özellikle ipoteğe dayalı menkul kıymetleştirme uygulamalarında Avrupa ülkeleri içinde lider bir konuma sahiptir. Menkul kıymetleştirmede kamu desteği olmamasına rağmen gelişen bir varlığa dayalı menkul kıymet piyasasına sahip İngiltere, ABD'den sonra en büyük pazara sahip ülkedir. Ancak ipotekli menkul kıymetleştirme uygulamaları haricindeki menkul kıymetleştirme uygulamaları daha yavaş bir gelişim göstermektedir.¹⁶³ İngiltere'de 1991 yılına kadar ihraç edilen sabit getirili ipoteğe dayalı menkul kıymetler yatırımcılar tarafından talep edilmemiştir. Bu tarihten sonra uzman konut finansmanı kuruluşlarının (Specialist Mortgage Lenders-SMLs) faaliyete geçmesiyle genellikle değişken faizli ve daha çok ipotekli konut kredilerinin dayanak teşkil ettiği alacak havuzlarının ödeme aktarmalı yapıda menkul kıymet ihraçları gerçekleşmiş, menkul kıymetleştirme hacmi ve bilanço dışı menkul kıymetleştirme uygulamaları artmaya başlamıştır.¹⁶⁴ İngiltere'de özel amaçlı kurum genellikle ABD'deki gibi yedd-i emin olarak ortaya çıkan bir yapılanmaya sahiptir.¹⁶⁵

a) Kurumsal Yapı ve Yasal Düzenlemeler

İngiltere'de menkul kıymetleştirmede kamunun sponsor olma ya da garanti ve sigorta sağlama fonksiyonu yoktur.¹⁶⁶ Konut finansmanında ve ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracında ülkede Yapı toplulukları, bankalar ve uzman konut finansmanı kuruluşları (Specialist Mortgage Lenders-SMLs) rol almaktadırlar. Ayrıca özel finansman şirketleri ve herhangi bir alanda faaliyet gösteren şirketler de menkul kıymetleştirme yoluyla piyasalardan fon temin edebilmektedir. Ülkedeki bütün

¹⁶³ T. Baums, "Securitization in Europe", s.8, (Çevrimiçi), http://www.jura.uni-frankfurt.de/ifawz1/baums/Bilder_und_Daten/Arbeitspapiere/a0294.pdf, Erişim Tarihi: 06.01.2012.

¹⁶⁴ B. Adıgüzel, **İpotekli Sermaye Piyasası Araçları**, Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Hukuk Anabilim Dalı Özel Hukuk Bilim Dalı, 2007, s.59.

¹⁶⁵ a.k., 60.

¹⁶⁶ a.k., s.14.

ipotekli kredi veren kurumlar Concil of Mortgage Lenders-CML etrafında birleşerek varlığa dayalı menkul kıymet piyasasında bir güç oluşturmuşlardır.¹⁶⁷

Yapı Toplulukları 1986 yılında yürürlüğe giren Yapı Toplulukları Kanunu'na göre ipoteye dayalı menkul kıymet ihraç etmektedir. Ülkenin en büyük yapı birliği Nationwide Building Society'dir. Kanun kapsamında toplulukların düzenlenmesi ve denetlenmesi Yapı Toplulukları Komisyonu'nun sorumluluğundadır.¹⁶⁸

Mali Hizmetler Kurumu (Financial Services Agency – FSA) ipoteye dayalı menkul kıymet pazarını düzenleme, denetleme, tüketicilerin korunması, pazarın güvenilirliğinin sağlanması, kredi veren kurumların yükümlülüklerini belirleme gibi yetki ve sorumluluklara sahiptir.¹⁶⁹ 2012 yılı itibarıyla İngiltere Hükümeti yapacağı değişikliklerle finansal düzenlemeleri değiştirip, mevcut sistemi lağvetmeyi planlamaktadır. Bu değişiklikler sonucunda FSA tasviye edilecek ve böylelikle İngiltere Merkez Bankası'nın düzenleyici rolü artacaktır.¹⁷⁰

İngiltere'de menkul kıymetleştirmeye ilişkin özel bir yasal düzenleme bulunmamasına rağmen diğer Avrupa ülkeleriyle karşılaştırıldığında uygun bir altyapının varlığı ile piyasaların daha hacimli olduğu ve geliştiği gözlenmektedir. Bu durum düzenleyici otoritelerin menkul kıymetleştirme uygulamalarını destekleyen bir altyapı oluşturmaktan kaynaklanmaktadır.¹⁷¹ Menkul kıymetleştirmeye ilişkin İngiliz Hukuku'ndaki genel kurallardan yararlanılmaktadır.

Yedd-i emin İngiliz yasalarınca tanımlanmıştır. Varlığa dayalı menkul kıymetler özel amaçlı kurumun ödeme anlaşmasını, belirli anlaşmaları, garanti ile vekaletleri içeren ve özel amaçlı kurum tarafından yatırımcıların faydası için verilen yedd-i emin sözleşmesi ile oluşturulmaktadır.¹⁷² Özel amaçlı kurumun varlık ve yükümlülüklerinin konsolidasyonun, bir havuzda toplanmasının ve başka şirketin varlıkları ve yükümlülükleri ile birleştirilmesinin engellenmesi açısından şirketin tüzel kişiliğinin korunması önemlidir. Özel amaçlı kurumun tüzel kişiliğinin korunması için aşağıdaki kurallar uygulanmaktadır.¹⁷³

¹⁶⁷ Adıgüzel, a.g.e., s.60.

¹⁶⁸ Baums, a.g.e., s.9.

¹⁶⁹ Lea, a.g.e.,s.53.

¹⁷⁰ **Securitisatıon: UK**, (Çevrimiçi), http://www.practicallaw.com/1-501-1955?q=* &qp=&qo=&qe , Erişim Tarihi: 06.01.2012.

¹⁷¹ Baums, a.g.e., s.8.

¹⁷² **Securitisatıon: UK**, (Çevrimiçi), http://www.practicallaw.com/1-501-1955?q=* &qp=&qo=&qe , Erişim Tarihi: 06.01.2012.

¹⁷³ a.k.

1. Özel amaçlı kurumun faaliyetleri ayrı tutulmaktadır. Böylelikle varlıkların havuzlanması veya birbirine karışması mümkün olmamaktadır.

2. Şirket tüzel kişiliği suç teşkil eden faaliyetlerin gizlenmesi, özel amaçlı kurumun yükümlülüklerinden kaçınma gibi uygun olmayan amaçlar için kullanılamaz.

3. Özel amaçlı kurumun bağımsız bir yapısı vardır. Böylece özel amaçlı kurum asla başka bir özel amaçlı kurum veya şirket için temsilci gibi davranamaz.

İngiltere’de menkul kıymetleştirme sermaye yeterliliği düzenlemelerine tabi olduğu için bu işlemlerin yapısı çoğunlukla finansal kuruluşların kredileri transfer etme kabiliyetine dayanmaktadır. Alacakların transferinde ise genel olarak üç yöntemden biri kullanılmaktadır.¹⁷⁴ Alacak havuzunun anlaşmadaki diğer tarafların onayıyla devredilmesi (novation), diğer tarafların onayı olmaksızın devredilmesi (assignment) ve kaynak şirketin alacak havuzunu bir alt şirketi olan kuruma devretmesi (sub-participation).¹⁷⁵

Özel amaçlı kurum açısından iflas riskinden arındırılmış olmak temel husustur. İngiltere gibi Common Law’ın geçerli olduğu ülkelerde özel amaçlı kurumlar yedd-i eminler tarafından sahiplenilmiştir. Bu yedd-i eminlerin ortak sermayesi ise kaynak şirketle hiçbir bağlantısı olmayan üçüncü şahıs şirketleri tarafından sahiplenilmiştir.

İngiltere Merkez Bankası bankaları sermaye yeterliliği gereksinimi bakımından sıkı bir denetime tabi tutmaktadır. Böylelikle satılan kredilerin riskli olmaması durumunda bankalar daha az sermaye gereksinimine ihtiyaç duymaktadır. Bu durum Yapı Toplulukları Komisyonu’nca denetlenen Yapı Toplulukları için de geçerlidir.¹⁷⁶ 2007 yılında ABD’de baş gösteren krizin etkileri ile İngiltere Merkez Bankası 2007 yılında Özel Likidite Programı’nı hazırlamıştır. Bu planın amacı kaliteli olduğu düşünülen varlıkların desteklenmesi yoluyla piyasaya likidite sağlamaktır. Bu plan kapsamında 2008 yılının başında yüksek kaliteli hazine bonolarının, menkul kıymetlerin ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin bankaların takas etmesine izin verildi. 2009 yılında ise İngiltere Varlığa Dayalı Garanti Programı’nı hazırladı. Bu programla Hazine’nin İngiltere’de yer alan ipoteğe dayalı menkul kıymetlere garantör olması öngörülüyordu. Bu garanti iki şekilde sağlanabilirdi. Kredi garantisi olarak adlandırılan birinci garanti türü, koşullara uygun ipoteğe dayalı menkul

¹⁷⁴ Baums, a.g.e., s.8.

¹⁷⁵ (Çevrimiçi) <http://www.vinodkothari.com/glossary/Novation.htm> ve <http://www.vinodkothari.com/glossary/Subparti.htm>, Erişim Tarihi: 06.01.2012.

¹⁷⁶ Baums, a.g.e., s.8.

kıymetlere ait anlaşmaya bağlı olarak ödenecek bütün tutarlar için koşulsuz ve geri dönüşü olmayan bir garantidir. İkinci tür garanti şekli ise likidite garantisi olarak adlandırılmakta; koşullara uygun olan ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraççısının ödeme çağrısı yapıldığında sıkıntı yaşamaması durumunda veya ihraççının garantili ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin sahiplerinin tercihine bağlı olarak bu menkul kıymetleri alırken sıkıntı yaşamaması durumunda sağlanmaktadır. Uygun ipoteğe dayalı menkul kıymetler bu garanti seçeneklerinin yalnızca bir tanesinden yararlanma hakkına sahiplerdir.¹⁷⁷

Varlığa Dayalı Garanti Programı'na göre ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin uygun olarak nitelendirilmesi için aşağıdaki koşulları sağlaması gerekir:¹⁷⁸

1. İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin bağımsız işlemlerle veya varolan ya da yeni kurulan master trustlar¹⁷⁹ tarafından ihraç edilmesi gerekir.

2. İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin Sterlin, Euro, Amerikan Doları, Japon Yeni, Avustralya Doları, Kanada Doları ve İsviçre Frangı veya İngiltere tarafından onaylanmış bir başka para biriminden oluşması gerekmektedir. Sterlin olarak ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetlerin haricinde ihraç edilen para birimleri için ekstra bir vergi uygulanabilir.

3. İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin en az iki uluslararası kredi derecelendirme kurumu tarafından AAA veya dengi bir derecelendirmeye tabi olması gerekmektedir.

4. İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin yüksek kalitede olması gerekir.

İngiltere Merkez Bankası tarafından yürürlüğe konulan bu planlar 31 Aralık 2009'a kadar olan dönemi kapsamıştır.¹⁸⁰ ABD'de yaşanan krizden etkilenmemek ya da zararları minimuma indirmek amacıyla bu dönemde bankaların kredi verme işlevlerini sürdürebilmesi için İngiltere Hazinesi'nin garantisi altında varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edebilmesi sağlanmıştır.

2008 yılı itibariyle menkul kıymetleştirme ile ilgili yapılan düzenlemelerin artışı, menkul kıymet pazarlarının daha kontrollü olmasını sağlamıştır. Avrupa

¹⁷⁷ **Summary of Government Interventions in Financial Markets United Kingdom**, s.2-3, (Çevrimiçi), <http://www.mayerbrown.com/london/article.asp?id=7851&nid=369> , Erişim Tarihi: 06.01.2012.

¹⁷⁸ a.k., s.2.

¹⁷⁹ Master trust olarak ifade edilen kişisel yatırımların bir araya getirilerek havuz şeklinde oluşturulduğu bir yedd-i emin şeklidir. Bu şekilde normal yatırımcılar için mümkün olmayan toptan satış fiyatları ve faiz oranlarını elde etmeyi amaçlamaktadır. Bkz. <http://www.investopedia.com/terms/m/mastertrust.asp> .

¹⁸⁰ **Summary of Government Interventions in Financial Markets United Kingdom**, s.2.

Birliğı Sermaye Yeterliliğı Direktifi (Capital Requirements Directive-CRD), Basel II, 1060/2009 numaralı Derecelendirme Kuruluşları Düzenlemesi¹⁸¹, Avrupa Birliğı'nin yaptığı düzenlemeler, Dodd-Frank yasası ve Tüketici Koruma Kanunu gibi düzenlemeler menkul kıymetleştirmede yüksek kaliteli, şeffaf ve basitleştirilmiş bir uygulama ile derecelendirme kuruluşlarına daha az bağılılığı teşvik etmiştir.¹⁸²

İngiltere'de finansal araçlar ile ilgili kullanılan standartlar “Finansal Raporlama Standartları (Financial Reporting Standards- FRS)” olarak adlandırılmakta ve Muhasebe Standartları Kurulu (Accounting Standards Board-ASB) tarafından düzenlenmektedir. ASB, IASB çalışmalarını yakından izlemekte ve genel kabul görmüş İngiliz muhasebe ilkeleri ile IASB'ın yayınladığı standartların yakınsama çalışmalarını sürdürmektedir. Bu kapsamda 2004 yılında FRS-25 (IAS-32 Finansal Araçlar: Sunum Standardı) ile FRS-26 (IAS-39 Finansal Araçlar: Ölçümleme Standardı) ve 2005 yılında FRS 29 (IFRS-7 Finansal Araçlar Açıklama Standardı) ASB tarafından yayımlanmıştır.¹⁸³

Sermaye yeterliliğı bakımından İngiltere menkul kıymetleştirme işlemlerini CRD'ye göre düzenlemek durumundadır. Basel Bankacılık Denetim Komitesi tarafından hazırlanan Sermaye Ölçümü ve Sermaye Standartlarının Uluslararası Düzeyde Uyumlaştırılması ile ilgili düzenleme Avrupa Birliğı mevzuatına eklenerek Bankacılık Konsolidasyon Direktifi ve Sermaye Yeterliliğı Direktifi olarak yürürlüğe konulmakta; bu direktifler CRD olarak adlandırılmaktadır.¹⁸⁴ CRD'lerde yapılan son düzenleme kapsamında 01 Ocak 2011 tarihi itibarıyla kaynak şirketin menkul kıymetleştirme sürecinde alacaklara ilişkin %5 net ekonomik faiz (net economic interest) bulundurma yükümlülüğü getirilmiştir. %5 net ekonomik faiz bulundurma yükümlülüğü ile ilgili ayrıntılar ilgili düzenlemenin 122a paragrafında yer almaktadır. Net ekonomik faiz oranının 2015 yılı itibarıyla %10'a çıkarılması

¹⁸¹ 1060/2009 numaralı Derecelendirme Kuruluşları Düzenlemesi, 07 Aralık 2009'da yürürlüğe girmiş olmakla beraber Avrupa Komisyonu bu düzenlemelerde yeni değişiklikler üzerinde çalışmalarına devam etmektedir. Düzenlemenin amacı derecelendirmeye konu olan menkul kıymetlerin derecelendirmesinde merkez bankalarının daha çok sorumluluk alması ve yüksek kaliteli menkul kıymetlerin ihracına yönelik düzenlemeler yapmasıdır. Daha detaylı bilgi için bkz. Securitisation: UK, (Çevrimiçi), http://www.practicallaw.com/1-501-1955?q=* &qp=&qo=&qe, Erişim Tarihi: 06.01.2012.

¹⁸² Securitisation: UK, (Çevrimiçi), http://www.practicallaw.com/1-501-1955?q=* &qp=&qo=&qe, Erişim Tarihi: 06.01.2012.

¹⁸³ <http://www.frc.org.uk/asb/technical/projects/project0073.html>, Erişim Tarihi: 10.01.2012.

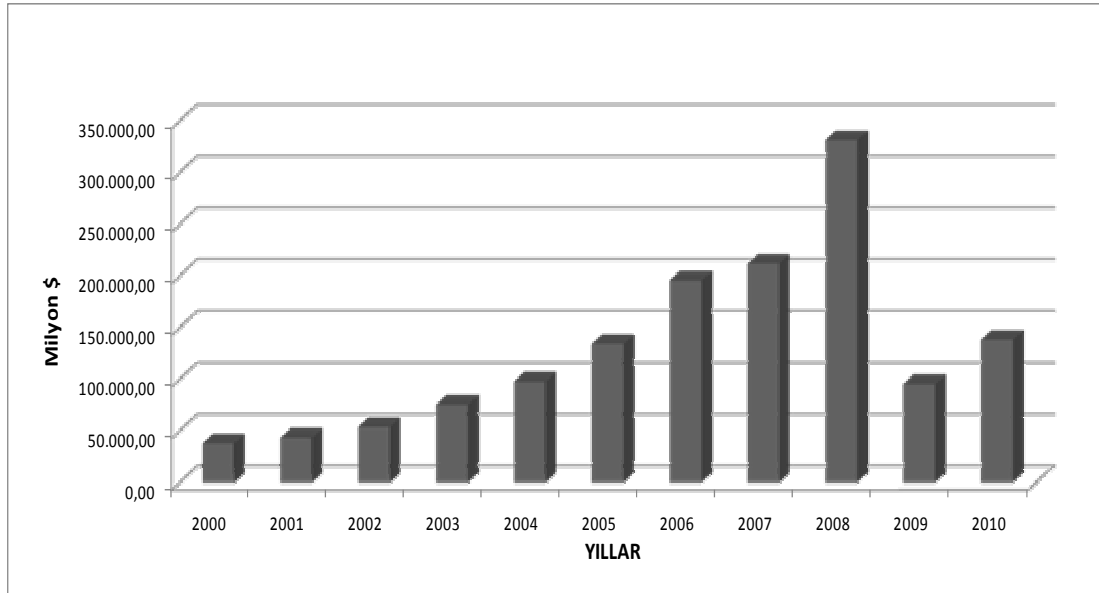
¹⁸⁴ C.Roberts, C.Downey, R.Lanning, D. Shin, “Retention Requirements for ABS — The New Regulatory Landscape in the U.S. and Europe”, s.1, (Çevrimiçi), <http://www.paulhastings.com/assets/publications/1641.pdf>, Erişim Tarihi: 06.01.2012.

planlanmaktadır.¹⁸⁵ Yapılan bu düzenleme özellikle kaynak şirketin “alacağı meydana getir-sonra onu devret (originate-to-distribute)” modeli ile krediden kaynaklanan risklerin kolaylıkla devredilmesini engelleyecek, bankalar kredilerini devretse bile kredilerden kaynaklanan risklerin tamamını devredemeyecektir. Bankaların da devredilecek kredilerin risklerini taşıması özellikle bilanço dışı işlemlerde motivasyonu azaltabilir. Diğer taraftan bankalar alacaklarını devretse bile kredilerden kaynaklanan risklerin bir bölümünü taşımaya devam edeceği için kredilerin devrinde bankaları ahlak dışı davranışlara yönelten etmenler sınırlandırılmış olacaktır.

b) Piyasa Özellikleri

Varlığa dayalı menkul kıymet ihracı bakımından Avrupa Birliği’nde en büyük pazara sahip, dünyada ise ikinci büyük piyasa İngiltere’dedir. Menkul kıymetleştirilen varlıkların içinde, ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracı en fazla olsa da (2010 yılı itibariyle 119 milyar USD) ipotek kredilerinden doğan alacakların çok az bir kısmı menkul kıymetleştirilmektedir.¹⁸⁶ Konut kredilerinin değişken faizli olması nedeniyle kredi veren kurumlar bu kredileri bilançolarında tutmayı tercih etmektedirler.

Tablo 10 İngiltere’de Yıllara Göre Menkul Kıymetleştirme Hacmi (Milyon USD)



Kaynak : SIFMA, “Global Securitization Update 2010”, (Çevrimiçi) <http://www.sifma.org>, 16 Aralık 2011.

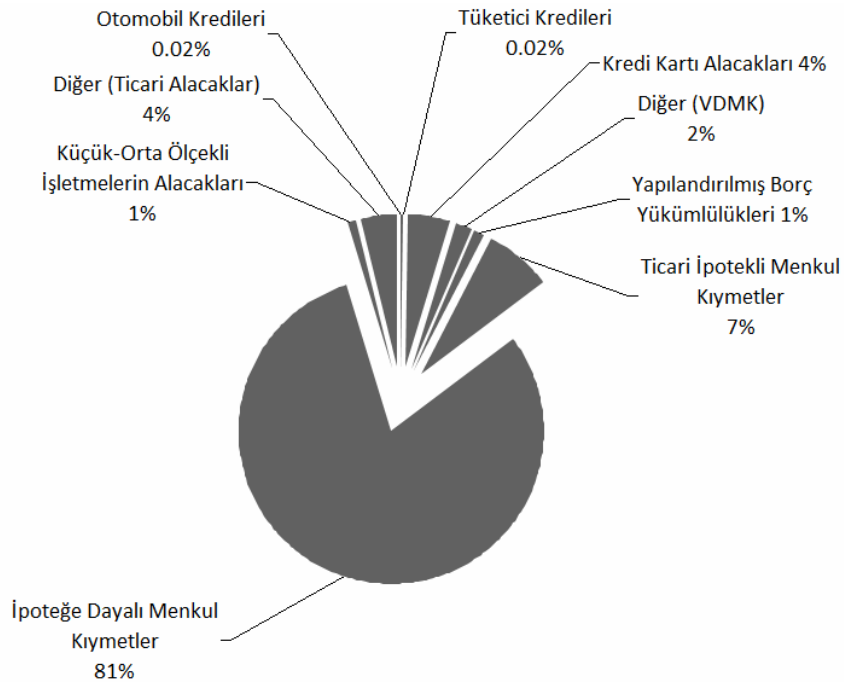
¹⁸⁵ C.Roberts, C.Downey, R.Lanning, D. Shin, a.g.e., s.3.

¹⁸⁶ Doğru, a.g.e., s.208.

2000 yılından itibaren menkul kıymetleştirme hacmi tabloda görüldüğü üzere artış göstermiştir. 2007 yılında ABD’de baş gösteren krizin yarattığı domino etkisiyle İngiltere’nin en büyük 5 bankasından biri olan Northern Rock iflasın eşiğinden dönerek İngiltere Hükümeti tarafından kamulaştırılmıştır. 2007 yılının son çeyreğinde İngiltere Merkez Bankası (BoE), piyasaya likidite sağlamak amacıyla gerçekleştirilecek ihalelerle ipotek teminatları da dahil olmak üzere farklı teminatları kabul etmeye karar vermiştir.¹⁸⁷ Aynı dönemde İngiltere Merkez Bankası’nın yanında Avrupa Merkez Bankası’nın da piyasaya likidite sağlamasıyla menkul kıymetleştirme hacminde büyük bir artış yaşanmıştır (331 milyar USD).¹⁸⁸ 2009 yılında düşen menkul kıymetleştirme hacmi 2010 yılından itibaren tekrar artmaya başlamıştır. Bu artış kriz sonrasında menkul kıymetleştirmeye ilişkin alınan tedbirlerin bir sonucudur.

İngiltere’de menkul kıymetleştirmeye konu olan alacakların dağılımı ise aşağıdaki tablodaki gibidir:

Tablo 11 İngiltere’de Menkul Kıymetleştirmeye Konu Olan Alacaklar



Kaynak : SIFMA, “Global Securitization Update 2010”, (Çevrimiçi) <http://www.sifma.org>, 16 Aralık 2011.

¹⁸⁷ F.Demir, A.Karabıyık, M.Karakoyunlu, “Küresel Krizde İngiltere Tecrübesi”, s.33, (Çevrimiçi), http://www.bddk.org.tr/websitesi/turkce/Raporlar/Calisma_Raporlari/6624Kuresel_Krizde_Ingiltere_Tecrubesi_020709.pdf, Erişim Tarihi: 21.12.2011.

¹⁸⁸ **Securitisatıon 2009**, (Çevrimiçi), <http://www.thecityuk.com/assets/Uploads/Securitisatıon-2009.pdf>, Erişim Tarihi: 16.12.2011.

Diğer ülke örneklerinde olduğu gibi menkul kıymetleştirmeye konu olan alacakların arasında en büyük paya ipotekli konut kredileri sahiptir. İpotekli konut kredilerinin büyük bir bölümü değişken oranlı kredilerden oluşmaktadır.¹⁸⁹ Kredi kullananların erken ödeme yapması durumunda kredi tutarının %2-5'i kadar bir ceza ödenmesi öngörülmektedir.¹⁹⁰ Menkul kıymetleştirmeye konu olan diğer alacak türleri ise; araba, tüketici, ticari amaçlı kullanılan ipotek kredileri ve uygulaması ilk kez İngiltere'de 1999'da yapılan ve finansmana ihtiyaç duyan şirketlerin (ilaç, müzik, fast-food vb.) ticari alacakları için kullandığı bir yöntem olan WBS (Whole Business Securitization)'dir.

c) Uygulanan Modelin Başarılı ve Başarısız Yönleri

İngiltere'de menkul kıymetleştirme yöntemlerinin tamamı kullanılmakla beraber Almanya'da olduğu gibi en yaygın olarak kullanılan yöntem sentetik menkul kıymetleştirmedir. Menkul kıymetleştirme sürecinde hangi güvence mekanizmasının kullanılacağı menkul kıymetleştirme yöntemine bağlı olmakla beraber genel olarak aşağıdaki mekanizmalardan yararlanılmaktadır:¹⁹¹

1. Menkul kıymetleştirilen alacaklar üzerinde ödeme öncelikli sistemin kurulması.
2. Özel amaçlı kurumca ihraç edilecek büyük miktardaki varlıkların faiz ve anapara ödemeleri için aşırı teminatlandırmanın sağlanması.
3. Varlığa dayalı menkul kıymetlere yapılacak faiz ve anapara ödeme taahhütlerinin yerine getirilememesi gibi durumlar için banka veya likidite sağlayacak kurumun teminat mektubu sağlaması.

Dünyanın ikinci büyük pazarı olsa da ABD'ye kıyasla İngiltere'de menkul kıymetleştirme hacmi oldukça düşük kalmaktadır. Menkul kıymetleştirme hacminin düşük seviyelerde kalmasının temel nedenleri menkul kıymetleştirmede kamu desteğinin olmaması ve kredilerin değişken faizli olmasıdır. Normal koşullarda menkul kıymetleştirme sürecinde İngiltere'de kamunun herhangi bir desteği yoktur. Sadece 2007'de yaşanan krizin banka iflaslarına ve likidite sıkıntısına yol açmaması

¹⁸⁹ Thematic Review on Mortgage Underwriting and Origination Practices, s.46.

¹⁹⁰ Lea, a.g.e.,s.21.

¹⁹¹ Securitisation: UK, (Çevrimiçi), http://www.practicallaw.com/1-501-1955?q=* &qp=&qo=&qe , Erişim Tarihi: 06.01.2012.

için geçici olarak o dönemde ihraç edilen menkul kıymetlere garanti desteği sağlanmıştır.

i. Başarılı Yönleri

ABD’de ve diğer ülkelerde olduğu gibi finansal krizden sonra İngiltere’de mali sistemle ve menkul kıymetleştirme ile ilgili çok fazla düzenleme yapılmıştır ve yapılmaktadır. Bu düzenlemelerden en önemlisi sermaye yeterliliği düzenlemeleridir. Çünkü yapılan son değişiklik sonrası kaynak şirket alacaklardan kaynaklanan risklerin tamamını devredemeyecek, bu durumda bankaların bilanço dışı menkul kıymetleştirme tercihleri değişecek, menkul kıymetleştirilen kredilerin kalitesinde artış olacaktır. Uygulama çok yeni olduğu için sürecin bu düzenlemeden somut olarak nasıl etkileneceği ilerleyen yıllarda ortaya çıkacaktır.

Menkul kıymetleştirme uygulamalarının şirketlerin ihtiyaçlarına göre şekillenen bir sistem olduğu İngiltere’de gözlemlenmektedir. Menkul kıymetleştirmeye konu olan alacaklar bakımından İngiltere’de David Bowie’nin gelecekteki albüm satışlarından elde edilecek alacakların menkul kıymetleştirilmesi gibi ilginç örneklerle rastlanmakta, bu uygulamalar da fon gereksinimi duyan farklı sektörlerle model olabilmektedir.

ii. Başarısız Yönleri

Kredilerin çoğunluğunun değişken faizli olması menkul kıymetleştirmede motivasyonları azaltan bir etkiye sahiptir. Değişken faizli krediler, erken ödeme riski ve faiz oranı riskini azalttığı için bankalar bu kredileri devretmek yerine bilançolarında tutmayı tercih etmektedirler.

3. Almanya

Almanya’da ipotek kredilerinin finansmanı için kullanılan Pfandbrief Modeli Avrupa tahvil piyasalarında kaliteli ve güvenilir araçlar olarak nitelendirilmektedir. Bu model, Alman finans kurumları için ikincil piyasalardan fon toplayan iki asırlık bir modeldir. Modelde konut finansman sisteminde faaliyetlerde bulunan bankalar verdikleri kredilere fon temin etmek amacıyla ipotekli tahviller ihraç ederler. Daha önce belirtildiği üzere ipoteğe dayalı tahviller, bilanço içi menkul kıymetleştirme yöntemiyle ihraç edilmektedir. Bu modelin varlığı nedeniyle Almanya’da 2003 yılına kadar özel amaçlı kurum ve bilanço dışı menkul kıymetleştirme ile ilgili yasal bir

düzenleme yapılmamıştır. Küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin fon gereksinimlerini karşılamak amacı ile bilanço dışı işlemlere olanak tanıyan ve özel amaçlı kuruluşa izin veren yasal düzenlemeler 2003'ten sonra yapılmıştır.¹⁹²

a) Kurumsal Yapı ve Yasal Düzenlemeler

Almanya'da kamunun varlığa dayalı menkul kıymetlere sponsor olma ya da garanti ve sigorta sağlama fonksiyonu yoktur.¹⁹³ Federal Finans Denetleme Kurumu (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin) ve Alman Merkez Bankası (Deutsche Bundesbank) ipotekli konut kredilerini veren ve teminat sağlayan finans kurumlarının gözetiminden sorumludur.¹⁹⁴ Bankalar tarafından satılan alacakların denetlenmesinden sorumlu olan kurum ise Federal Bankacılık Denetleme Ajansı (Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen – BAKred)'dir.¹⁹⁵

Almanya'da ipotekli tahvillere ilişkin 1899 yılında yapılan ilk yasal düzenleme Alman İpotek Bankaları Yasası ("hypothekbankengesets" veya "HGB")'dır. Bu yasa 2005 yılında ipotekli tahvilleri yeniden düzenleyen İpotekli Tahvil Yasası'nın ("PfandBG") yürürlüğe girmesiyle yürürlükten kalkmıştır.¹⁹⁶ İpotekli tahviller haricinde diğer menkul kıymetleştirme yöntemleriyle ilgili olarak kapsamlı yasal bir düzenleme bulunmamakta ancak menkul kıymetleştirme genel hukuk kuralları çerçevesinde uygulanabilmektedir. Menkul kıymetleştirme: genel olarak özel kanunlar ile düzenlenen ve belirli standartları içeren düzenleyici yasalara ve vergi yasalarına konu olmaktadır. Özellikle kaynak şirketler, Almanya'da banka ve finans kurumlarının denetimi ve düzenleyicisi olan BaFin'in hazırladığı düzenleyici kurallar ile yasalar ve rehberleri takip etmek durumundadırlar.¹⁹⁷

Almanya'da ipoteye dayalı menkul kıymetleştirmenin tarihi gelişimi ve yasal yapısı göz önünde bulundurulursa Almanya'nın sentetik menkul kıymetleştirmeyi neden daha çok kullandığı açıklanabilir. ABD'deki gibi menkul kıymetleştirme uygulamalarının Almanya'da gelişmemesinin temel nedeni Alman yasalarının kaynak şirketin alacaklarını özel amaçlı kuruma devretmesini engellemesidir.

¹⁹² C. Rusznak, **The Use of Mortgage-backed Securities in International Comparative Perspective: Lessons and Insights**, Vanderbilt Journal of Transnational Law, 2010, s. 841.

¹⁹³ a.k., s.14.

¹⁹⁴ Thematic Review on Mortgage Underwriting and Origination Practices, s.50.

¹⁹⁵ **Securitization : Germany**, (Çevrimiçi), http://www.practicallaw.com/6-501-1000?q=* &qp=&qo=&qe=#a816188 , Erişim Tarihi: 07.01.2012.

¹⁹⁶ Doğru, a.g.e., s.222.

¹⁹⁷ **Securitization : Germany**, (Çevrimiçi), http://www.practicallaw.com/6-501-1000?q=* &qp=&qo=&qe=#a816188 , Erişim Tarihi: 07.01.2012.

Almanya'daki kaynak şirketler bu durum için iki seçenek geliştirmişlerdir: Bunlardan birisi yabancı özel amaçlı kurumların kullanılmasıdır. Bir diğer seçenekleri de sentetik menkul kıymetleştirmedir.¹⁹⁸ Sentetik menkul kıymetleştirmede, alacaklar özel amaçlı kuruma devredilmemekte, kaynak şirketin aktifinde kalmaya devam etmektedir. Ancak alacaklara ilişkin risk ve yararlar (getiriler) özel amaçlı kuruma bir sözleşme ile devredilmektedir. Özel amaçlı kurum bu risk ve yararları üstlenerek varlığa dayalı menkul kıymet ihraç etmekte, kaynak şirket ise alacakların ödenmeme, erken ödeme riskleri ile getirilerini özel amaçlı kuruma devretmektedir. Alacaklar kaynak şirketin bilançosunda olduğu için kaynak şirket tarafından tahsil edilir ve anlaşma hükümleri çerçevesinde özel amaçlı kuruma aktarılır. Yani sentetik menkul kıymetleştirmede hizmet veren firmanın alacakları tahsil edip özel amaçlı kuruma aktarma yükümlülüğünü kaynak şirket yürütmektedir.

Almanya'da kaynak şirketler finansal tablolarını IFRS veya Alman genel kabul görmüş muhasebe ve denetim ilkelerine (German GAAP) göre hazırlamaktadır. Ancak finansal tablolar vergilendirme amacıyla Alman GAAP'a uygun olarak hazırlanmalıdır. Almanya'da uluslararası bir grubun parçası olan şirketler ise grubun konsolidasyonunu kolaylaştırmak amacıyla hem IFRS hem de Alman GAAP'a göre finansal tablolarını hazırlamaktadırlar.¹⁹⁹

Geçmişte alacakların menkul kıymetleştirme amacıyla transfer edilmesi ile ilgili bir düzenleme Alman GAAP'ta yer almadığı için ticari vergi yükümlülüklerinin azalmasına neden olmuş bu durum da menkul kıymetleştirme açısından motive edici bir durum yaratmıştır. Ancak 2008 yılında vergi reformu kapsamında ticari vergi amaçlarına yönelik ilaveler yapılmış, menkul kıymetleştirmenin yarattığı vergi avantajı ortadan kalkmıştır.²⁰⁰

Menkul kıymetleştirme bankalar açısından özellikle alacağı yarat-sonra onu devret modeli aracılığıyla bankaların sermaye gereksinimini azaltmakta bu durum da bankalara sahip olduğu alacakları devretmek konusunda motivasyon sağlamaktadır. Almanya'da bankaların sermaye yeterliliği düzenlemeleri Basel II ile CRD'ye tabi olarak yürütülmekte ve CRD'de yapılan güncellemeler sonucunda İngiltere'de ve

¹⁹⁸ Rusznak, a.g.e., s.837.

¹⁹⁹ Securitization : Germany, (Çevrimiçi), http://www.practicallaw.com/6-501-1000?q=* &qp=&qo=&qe=#a816188 , Erişim Tarihi: 07.01.2012.

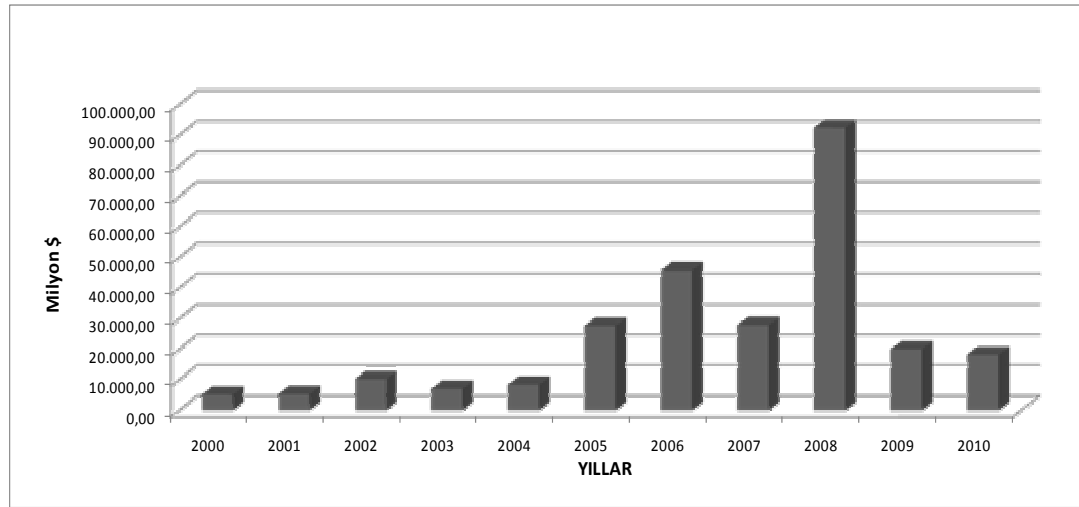
²⁰⁰ a.k.

diğer Avrupa Birliği ülkelerinde olduğu gibi kaynak şirketlerin %5 net ekonomik faiz tutması, tutmazsa menkul kıymetleştirme yapamayacağı öngörülmektedir.²⁰¹

b) Piyasa Özellikleri

Özel amaçlı kuruluşla ilgili yasal düzenlemeler daha geç yapıldığı için Almanya’da menkul kıymetleştirme uygulamaları diğer ülkelerle karşılaştırıldığında her zaman daha düşük hacimlerde kalmıştır.

Tablo 12 Almanya’da Yıllara Göre Menkul Kıymetleştirme Hacmi (Milyon USD)



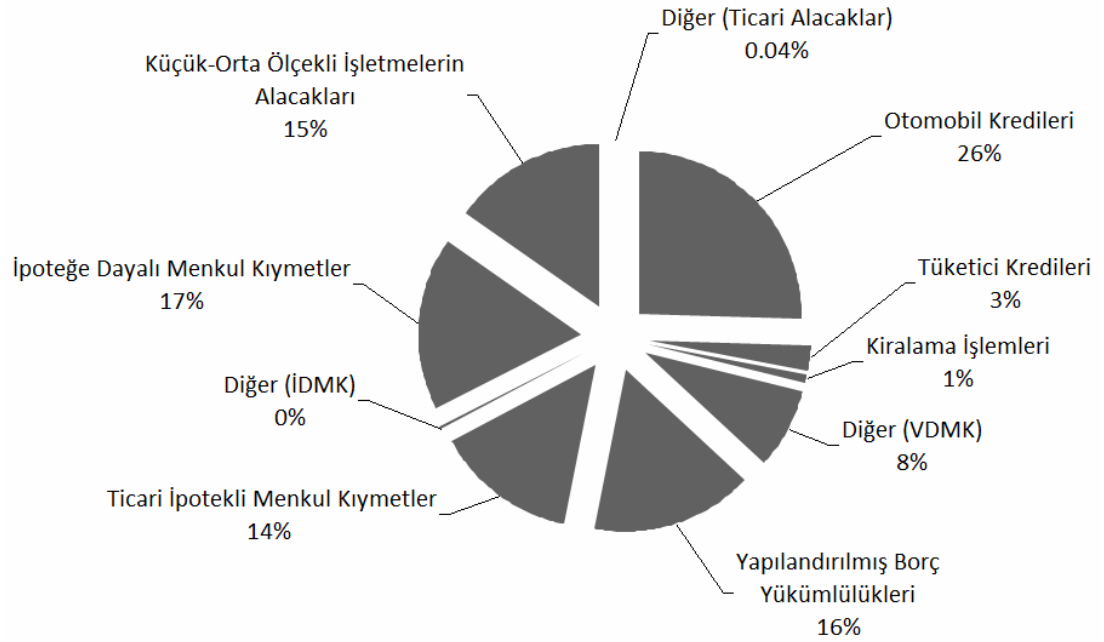
Kaynak : SIFMA, “Global Securitization Update 2010”, (Çevrimiçi) <http://www.sifma.org>, 16 Aralık 2011.

Tabloda görüldüğü üzere Almanya’da menkul kıymetleştirme hacmi 2008 yılı haricinde küçük hacimlerde kalmıştır. 2008 yılında Almanya, İngiltere ve Fransa’da; ABD, Japonya ve Avustralya’nın aksine menkul kıymetleştirme hacminde gözle görülür bir artış olmuştur. ABD’deki krizin etkisiyle İngiltere’de olduğu gibi 2007 yılında Almanya’da da IKB Deutsche Industriebank AG, kamu ve özel sektör bankalarının likidite temin etmesiyle iflastan kurtulmuştur. Ayrıca İngiltere Merkez Bankası ve Avrupa Merkez Bankasının, likiditeyi arttırmak amacıyla Avrupa piyasalarına fon sağlaması ile menkul kıymetleştirme hacmi 92 milyar USD ile on yılın ve tarihinin en yüksek hacmine ulaşmıştır.²⁰²

²⁰¹ Securitization : Germany, (Çevrimiçi), http://www.practicallaw.com/6-501-1000?q=* &qp=&qo=&qe=#a816188, Erişim Tarihi: 07.01.2012.

²⁰² Securitisation 2009, (Çevrimiçi), <http://www.thecityuk.com/assets/Uploads/Securitisation-2009.pdf>, Erişim Tarihi: 16.12.2011.

Tablo 13 Almanya’da Menkul Kıymetleştirmeye Konu Olan Alacaklar



Kaynak : SIFMA, “Global Securitization Update 2010”, (Çevrimiçi) <http://www.sifma.org>, 16 Aralık 2011.

Menkul kıymetleştirmenin konut finansmanı sistemini desteklemek amacıyla dizayn edilen bir sistem olduğunun istisnasına Almanya’da rastlanmaktadır.²⁰³ Yukarıda menkul kıymetleştirmeye konu olan alacakların dağılımı yer almaktadır. İpotekli konut kredileri, alacak dağılımında büyük bir paya sahip olmakla beraber diğer ülkelerden farklı olarak ilk sırada otomobil kredileri yer almaktadır. Ayrıca Almanya’da menkul kıymetleştirmeye konu olan alacak türleri arasında KOBİ (Small and Medium Sized Enterprises Securitization- SME) alacakları vardır ve neredeyse ipotekli menkul kıymetler kadar hacme sahip olduğu görülmektedir.

Almanya’da ipotekli konut kredilerinin büyük bir bölümü sabit faiz oranlı kredilerdir.²⁰⁴ Kredi kullananların erken ödeme yapması durumunda faiz oranı farkı kadar ya da kredi veren kurumun yeniden yatırım kaybı kadar ceza uygulanır. Eğer krediye konu olan mülk satılmışsa bu ceza uygulanmaz.²⁰⁵

Almanya’da piyasaların etkisiyle 2008 yılında ciddi bir artış gösteren menkul kıymetleştirme hacmi 2010 yılı itibariyle 18 milyar USD’ye düşmüştür.

²⁰³ True Sale International, “ABS Market in Germany”, (Çevrimiçi) <http://www.tsi-gmbh.de/> , Erişim Tarihi: 15 Aralık 2011.

²⁰⁴ Thematic Review on Mortgage Underwriting and Origination Practices, s.42.

²⁰⁵ Lea, a.g.e., s.21.

c) Uygulanan Modelin Başarılı ve Başarısız Yönleri

Almanya’da genel olarak ödeme öncelikli sistem, aşırı teminatlandırma, nakit teminat hesabının yaratılması, krediler için sigorta sağlanması gibi hem içsel hem de dışsal güvence mekanizmalarından yararlanılmaktadır.²⁰⁶ Ayrıca CRD’de yapılan değişiklikler kaynak şirketin menkul kıymetleştirmeye konu olan alacaklarla ilgili risklerin devrine sınırlamalar getirmiş, böylelikle süreçte daha yüksek kaliteye sahip olan menkul kıymetlerin yaratılması konusunda kaynak şirket sorumluluk almak zorunda kalmıştır. Bu düzenlemeler çok yeni olduğu için Almanya’da zaten çok da hacimli olmayan menkul kıymetleştirme uygulamalarını nasıl etkileyeceği ilerleyen yıllarda ortaya çıkacaktır.

Ülkede köklü bir konut finansman sisteminin varlığı nedeniyle, yaygın olan yöntem bilanço içi menkul kıymetleştirme şeklinde ihraç edilen ipotekli tahvillerdir. Bilanço dışı uygulamalar ise ipoteğe dayalı konut kredilerinin bir bölümü ile ipotekli diğer alacakların devrinde Alman yasalarının izin verdiği yöntem olan sentetik menkul kıymetleştirme uygulamaları ile sınırlı kalmaktadır. Konut finansman sisteminin köklü bir yapıya sahip olması nedeniyle diğer ülkelerin aksine menkul kıymetleştirmeye konu olan alacaklar otomobil sektörünün ve KOBİ’lerin fon gereksinimi doğrultusunda şekillenmektedir. KOBİ’ler Alman bankalarının sponsorluğunda varlığa dayalı ticari kağıtlarını (asset-backed commercial paper) yurt dışı piyasalara ihraç edebilmektedirler.²⁰⁷

i. Başarılı Yönleri

Almanya’da ipotek kredilerinin finansmanı için kullanılan Pfandbrief Modeli Avrupa tahvil piyasalarında kaliteli ve güvenilir araçlar olarak nitelendirilmektedir. Böyle köklü ve güvenilir bir sistemin varlığı sebebiyle konut finansmanının desteklenmesinde bilanço dışı menkul kıymetleştirme uygulamalarına çok fazla ihtiyaç duyulmamaktadır. Bu nedenle Almanya’da bilanço dışı menkul kıymetleştirme uygulamaları farklı bir ihtiyaç doğrultusunda (KOBİ’lerin ve otomobil piyasasının) şekillenmiş, diğer ülkelerin farklı fon gereksinimlerine de model olabilecek bir sistem ortaya çıkmıştır.

²⁰⁶ Securitization : Germany, (Çevrimiçi), http://www.practicallaw.com/6-501-1000?q=* &qp=&qo=&qe=#a816188 , Erişim Tarihi: 07.01.2012.

²⁰⁷ a.k.

ii. Başarısız Yönleri

Sentetik menkul kıymetleştirme yoluyla bankalar alacaklardan kaynaklanan riskleri özel amaçlı kuruma devredebildikleri için alacakların kalitesinin yükseltilmesi konusundaki motivasyonları yetersiz kalabilir.

Almanya’da menkul kıymetleştirme ile ilgili başarısız olarak nitelendirilebilecek bir diğer etmen kredi piyasasının yapısıdır. Kredi piyasasında her türlü finansal ürünü sunabilen köklü ve sisteme hakim kredi kurumlarının varlığı düşük kredi marjları yaratmakta, bu durum da menkul kıymetleştirme ile ilgili işlem giderlerinin karşılanmasını zorlaştırmakta, küçük şirketlerin piyasaya girmesine engel olmaktadır. Bu engellerin giderilmesi ya da azaltılması amacıyla araba kredileri, kiralama firmaları ve büyük miktarda ticaret alacağı olan firmaların menkul kıymetleştirme uygulamaları için daha çok teşvik olabilir.²⁰⁸

4. Japonya

Japonya’da menkul kıymetleştirmenin başlangıcı 1998’dir.²⁰⁹ Menkul kıymetleştirmede kaynak şirketin alacak havuzunu özel amaçlı kuruma devretmesi yani pass-through yapının mümkün olmasına rağmen 2000 yılına kadar daha çok bilanço içi menkul kıymetleştirme uygulamalarına rastlanmaktadır. 2000’den sonra özel amaçlı kurumla ilgili yasal düzenlemelerin de yapılmasıyla pass-through olarak ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler artış göstermiştir.²¹⁰ Özel amaçlı kurum aynı zamanda yedd-i emin de olabilmektedir.²¹¹

a) Kurumsal Yapı ve Yasal Düzenlemeler

Japonya’da kamunun varlığa dayalı menkul kıymetlere sponsor olma ya da sigorta sağlama fonksiyonu yoktur. Ancak ABD’deki Ginnie-Mae gibi garanti fonksiyonu sağlayan ve tamamı Japon Devleti’nin mülkiyetinde olan Japan Housing Finance Agency (JFA) isimli bir kurum mevcuttur. JFA’nın işlevi aynı Ginnie-Mae’de olduğu gibi ipotek piyasasını desteklemek ve piyasaya yönelik likiditeyi

²⁰⁸ Baums, a.g.e., s.15.

²⁰⁹ U. Takashi, “*The Financial Crisis and Real Estate Investment in Japan*”, s.1, (Çevrimiçi), http://www.tokiomarine-pim.com/en/market/report/e_report_090513.pdf, Erişim Tarihi: 16.12.2011.

²¹⁰ J. Ujiie, **Japanese Financial Markets**, Woodhead Publishing, 2002, s.427.

²¹¹ I. Hirokazu, “*Securitization in Japan*”, s.109, (Çevrimiçi), http://www.globalsecuritisation.com/08_GBP/GBP_GSSF08_109_116_Japan.pdf, Erişim Tarihi: 16.12.2011.

arttırmak amacıyla ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç etmektir.²¹² JFA'nın yanı sıra bankalar ve özel finansman şirketleri de ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç etmektedir.²¹³

Japonya Mali Hizmetler Kurumu (The Japan Financial Services Agency - JFSA) hem JHF'nin hem de diğer ipotekli konut kredisi sağlayan kurumların denetlenmesinden ve düzenlenmesinden sorumludur.²¹⁴

Japonya'da menkul kıymetleştirme ile ilgili temel kanunlar aşağıdaki gibidir:

1. Menkul Kıymetleştirme Yasası (Law Concerning Liquidation of Assets - Securitisation Law),
2. Yatırım Ortaklıkları ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Hakkında Kanun (Law Concerning Investment Trusts and Investment Corporations),
3. Finansal Araçlar ve Borsa Kanunu,
4. Yeni Özel Amaçlı Şirketler Kanunu (New Special Purpose Companies Law).

Özel amaçlı kurumca ihraç edilecek menkul kıymetlere ilişkin ilk yasal düzenleme ("Special Purpose Companies Law") 1998 yılında yürürlüğe girmiştir. Bu kanun 2000 yılında "New Special Purpose Companies Law" ile değiştirilmiş; yeni kanun, özel amaçlı kurumun her türlü alacağı satın alabileceği şekilde düzenlenmiştir.²¹⁵ Tipik bir menkul kıymetleştirmede alacak havuzunun kaynak şirketin risklerinden izole olması amacıyla özel amaçlı kuruma devredilmesi durumu, Japonya'da 4 temel iflas yasası ile düzenlenmiştir.²¹⁶ İflas yasası, bilanço dışı işlemlerin daha pratik bir şekilde gerçekleşmesini sağlamak amacıyla yapılan düzenlemelerin yanı sıra²¹⁷ menkul kıymetleştirmeye konu olan alacak havuzunun BB veya daha yüksek bir derecelendirmeye tabi olması ve menkul kıymetleştirilen alacakların 3 yıl vadeli olması ile ilgili yasal zorunluluklar da mevcuttur.²¹⁸

²¹² Japan Housing Finance Agency, (Çevrimiçi), <http://www.jhf.go.jp/english/> , Erişim Tarihi: 16.12.2011.

²¹³ N. Odaira, S.Takado, "Update on Japan's Securitization Market Initiatives to Enhance the Transparency and Traceability of Information", s.15, (Çevrimiçi), <http://www.crefc.org/assetlibrary/e5961271-ea58-430f-9942-f3fb222f2d3a/918b4f2e8f2342778832abbbfd3b1e064.pdf> , Erişim Tarihi: 03.01.2012.

²¹⁴ Thematic Review on Mortgage Underwriting and Origination Practices, s.43.

²¹⁵ H. Akama, "Asset-backed Securities Market in Japan" , s.8, (Çevrimiçi), http://siteresources.worldbank.org/INTEAPREGTOPFINFINSECDEV/Resources/5897481144293317827/EA_Finance_select_issues.pdf , Erişim Tarihi: 03.01.2012.

²¹⁶ a.k., s.110.

²¹⁷ Current State of Japan's Securitization Market, s.3, (Çevrimiçi), <http://www.nri.co.jp/english/opinion/lakyara/2008/pdf/lkr200845.pdf> , Erişim Tarihi: 16.12.2011.

²¹⁸ Principal Terms and Conditions for the Outright Purchases of Asset-Backed Securities, (Çevrimiçi), http://www.boj.or.jp/en/mopo/measures/term_cond/yoryo27.htm/ , Erişim Tarihi: 16.12.2011.

Menkul kıymetleştirmeye ilişkin muhasebe düzenlemeleri Japon GAAP'a göre yürütülmektedir. Ancak Japonya Muhasebe Standartları Kurulu'nun IASB ile yakınsama çalışmaları devam etmektedir. Bu çalışmalar altında Japonya'daki şirketlere tercihlerine bağlı olarak Mart 2010'dan itibaren IFRS ya da IAS'ları kullanabilme izni verilmiştir.

Bankalar ile diğer mevduat kurumlarının sermaye yeterliliğine ilişkin düzenlemeler Basel kapsamında Japon Bankacılık Kanunu'na uyarlanmaktadır. Avrupa ve ABD'de yapılan risk bulundurma zorunluluğuna ilişkin son düzenlemelerin Japonya'da yapılması beklenmemektedir. Sermaye yeterliliğine ilişkin yeni düzenlemelerin Basel III ile açıklanması planlanmıştır.²¹⁹

b) Piyasa Özellikleri

Japonya'da 2007 yılına kadar hızlı bir gelişim gösteren varlığa dayalı menkul kıymet piyasaları ABD ile karşılaştırıldığında küçük hacimlerde kalmaktadır. Bu durumun en önemli sebepleri Japonya'nın ABD'ye kıyasla genç bir varlığa dayalı menkul kıymet pazarına sahip olması ve varlığa dayalı menkul kıymetlerin ikincil piyasalarda işlem görmemesidir. Ancak 2006 yılında şirket tahvillerinin kayda alınması ile ilgili yapılan bir düzenleme ile varlığa dayalı menkul kıymetlerin işlem maliyetlerinin azalması sonucunda özellikle JFA'nın ihraç ettiği menkul kıymetler ikincil piyasalarda az da olsa işlem görmeye başlamıştır.²²⁰

Japonya'da ikincil piyasaların yeterince gelişmemiş olmasının bazı temel nedenleri vardır. Öncelikle varlığa dayalı menkul kıymetlerin vadesi kısadır ve ihraç edilen bu menkul kıymetlere ilişkin bilgiler kısa vadeyi kapsamaktadır.²²¹ Ayrıca ABD ile karşılaştırıldığında Japonya'da menkul kıymetleştirme süreci tek aşamalı ve karmaşık olmayan bir süreci ifade etmekte özellikle dışsal güvence mekanizmalarına nadiren rastlanılmaktadır.²²²

Aşağıdaki tabloda 2000-2010 yılları arasında Japonya'daki menkul kıymetleştirme hacimleri yer almaktadır.

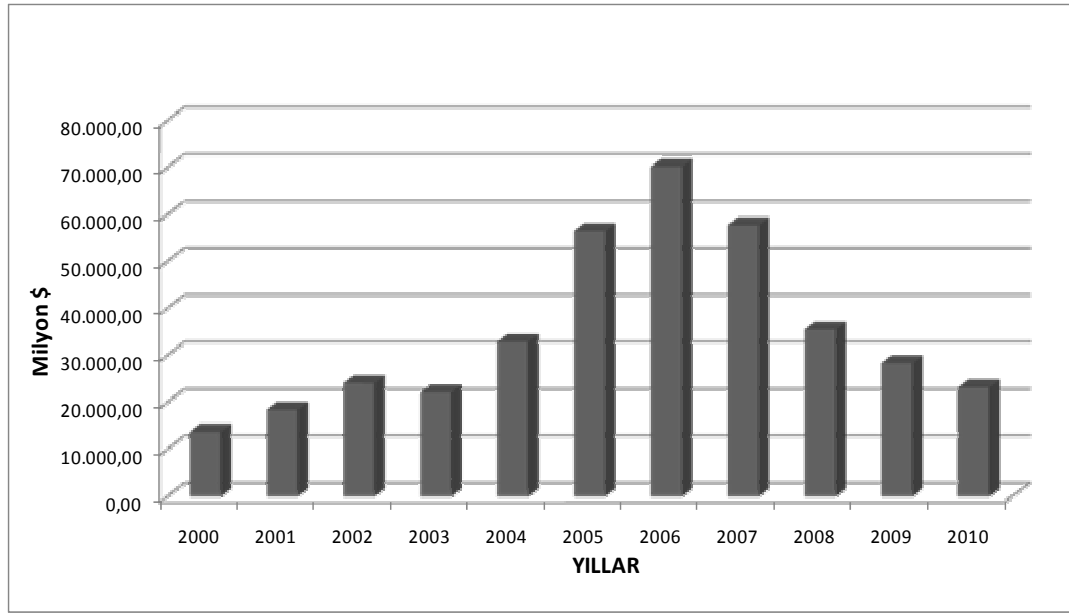
²¹⁹ **Securitization : Japan**, (Çevrimiçi), <http://www.practicallaw.com/6-500-8432?source=relatedcontent> , Erişim Tarihi: 10.01.2012.

²²⁰ Akama, a.g.e., s.28.

²²¹ Ujiie, a.g.e., s.439.

²²² Current State of Japan's Securitization Market, s.6,

Tablo 14 Japonya’da Yıllara Göre Menkul Kıymetleştirme Hacmi (Milyon USD)



Kaynak : SIFMA, “Global Securitization Update 2010”, (Çevrimiçi) <http://www.sifma.org>, 16 Aralık 2011.

Tablodan da görüldüğü üzere menkul kıymetleştirme ile Japonya’da ipotek piyasaları 2007’ye kadar istikrarlı bir gelişim göstermiş, 2007’de ABD’de başlayan ipotek krizi ile bazı gayrimenkul şirketleri (Kondo Sangyo, Re-plus, Lcreate, Noel, Azel) iflaslarını açıklamak durumunda kalmışlardır ve menkul kıymetleştirme hacmi 2002 yılındaki hacme kadar gerilemiştir.²²³

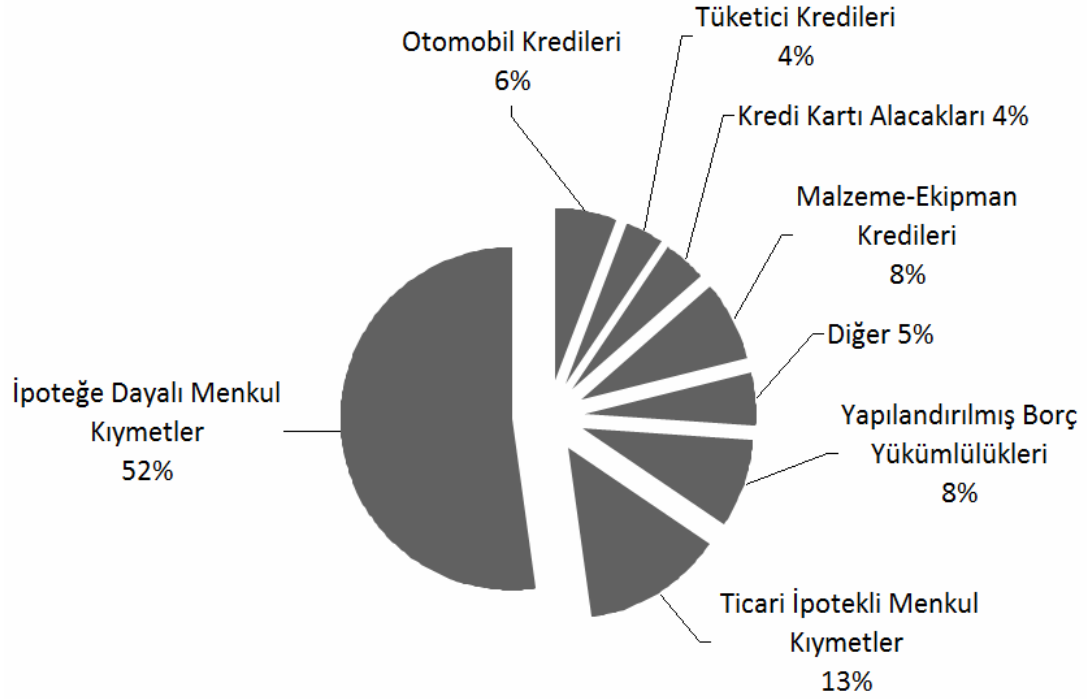
Aşağıdaki tabloda ise menkul kıymetleştirmeye konu olan alacaklar yer almaktadır ve bu alacakların en başında konut kredileri gelmektedir. Konut kredilerinin büyük bir payı ya hem değişken hem de sabit faiz oranlı dönemler içeren hibrid ya da değişken oranlı kredilerden oluşmaktadır.²²⁴ Kredi kullananların erken ödeme yapması durumunda herhangi bir ceza uygulanmamaktadır.²²⁵ Japonya’da menkul kıymetleştirmeye konu olan diğer alacaklar ise otomobil, tüketici kredileri, kredi kartı alacaklarıdır.

²²³Current State of Japan’s Secritization Market, s.3.

²²⁴Thematic Review on Mortgage Underwriting and Origination Practices, s.51.

²²⁵Lea, a.g.e., s.21.

Tablo 15 Japonya’da Menkul Kıymetleştirmeye Konu Olan Alacaklar



Kaynak : SIFMA, “Global Securitization Update 2010”, (Çevrimiçi) <http://www.sifma.org>, 16 Aralık 2011.

c) Uygulanan Modelin Başarılı ve Başarısız Yönleri

Japonya’da menkul kıymetleştirme sürecinde ödeme öncelikli sistem yaratılması, varlığa dayalı menkul kıymetlere ilişkin anapara ve faiz ödemeleri için nakit karşılık ayrılması gibi içsel güvence mekanizmalarından yararlanılırken, teminat mektubu, sigorta, garanti ve kredi türevleri gibi dışsal güvence mekanizmalarından da yararlanılmaktadır. Varlığa dayalı menkul kıymetlere ödenen anapara ve faiz ödemeleri basit bir yapıya sahiptir ve bu ihraçlara dayanak teşkil eden alacak havuzundan yatırımcıların hepsi aynı koşullarda yararlanırlar. Alacak havuzundan elde edilen ödemelerin tek tip bir ödeme yapısıyla yatırımcılara aktarılmasının sebebi derecelendirme ile ilgili yasal düzenlemelerdir.²²⁶

i. Başarılı Yönleri

Japonya, ABD haricindeki diğer örnek ülkelerin aksine menkul kıymetleştirme sürecinde ABD gibi kamu garantisi sağlayan bir kuruma sahiptir. Japan Housing Finance Agency (JFA) isimli bu kurumun ihraç ettiği varlığa dayalı menkul kıymetler hükümet garantisi taşıdığı için yatırımcılar açısından kaliteli ve güvenli

²²⁶ Securitization : Japan, (Çevrimiçi), <http://www.practicallaw.com/6-500-8432?source=relatedcontent> , Erişim Tarihi: 10.01.2012.

araçlar olarak nitelendirilmektedir. Aynı zamanda Japon Merkez Bankası'nın yaptığı düzenlemeler bütün kurumların ihraç ettiği menkul kıymetlerin yüksek bir derecelendirmeye sahip olması kuralını getirdiği için bütün araçların güvenli ve kaliteli olduğu sonucu da çıkarılabilir.

Japon Merkez Bankası'nın varlığa dayalı menkul kıymetlerin ihracında derecelendirmeye bir sınırlama getirmesi bu menkul kıymetlere yapılacak anapara ve faiz ödemelerinin güvenilirliğini arttıracaktır. Ayrıca alacak havuzu tekli basit bir yapıya sahip olduğu için yatırımcılara havuzla ilgili karmaşık olmayan bir bilgi seti sunulacaktır. Menkul kıymetleştirmeye konu olan alacakların 3 yıl vade ile sınırlandırılması vade riskini azaltıcı bir etkiye sahip olabilir.

ii. Başarısız Yönleri

Alacak havuzunun yüksek derecelendirmeye tabi olması kuralı ödeme öncelikli bir yapının oluşturulmasını sınırlamakta, alacak havuzu tek aşamalı bir yapıya sahip olmaktadır. Alacak havuzunun aynı anapara ve faiz ödemelerine sahip bir yapıda olması finansal araç çeşitliliğini sınırlandıracak, ihraççılar farklı yatırımcı tercihlerine ulaşamayacaktır.

İhraç edilen menkul kıymetlerin vadelerinin en fazla 3 yıla kadar olması menkul kıymetleştirmeyi sınırlayacak bir diğer etmendir. Özellikle ipotekli konut kredileri yapısı gereği yüksek tutarlı olduğu için ödenebilirlik açısından uzun vadeli. Uzun vadeli olan konut kredileri kısa vadeli varlığa dayalı menkul kıymetlerle fonlanınca bilançolarda vade uyumsuzluğu ortaya çıkacaktır. Konut kredileri açısından alacakların 3 yıl vade ile sınırlandırılması uzun vadeli fon arz ve talebini kısıtlayabilir.

Japonya'da konut kredilerinin değişken faizli ya da hibrid kredilerden oluşması menkul kıymetleştirme motivasyonlarını azaltmaktadır. Kredi faiz oranlarının değişken ya da değiştirilebilir olması bankalar için bu kredilerden kaynaklanan faiz riskini ortadan kaldırmaktadır. Dolayısıyla bankalar bu kredileri bilançolarında tutmayı tercih etmektedirler.

5. Avustralya

Likit olmayan varlıkların bir havuz oluşturularak menkul kıymetleştirilmesi Avustralya'da 1995'ten 2004'e kadar 16 kat artış göstermiştir.²²⁷ Diğer ülke örneklerinde olduğu gibi bu artışın temel sebebi konut finansman sistemini desteklemektir.

Avustralya'da özel amaçlı kuruluş, sadece ihraççı pozisyonunda olan bir kurum olarak kurulabileceği gibi aynı zamanda ihraçlara güvence sağlayan yedd-i emin olarak da kurulabilir.²²⁸ Özel amaçlı kuruluşlar yasal kolaylıklar sebebiyle varlığa dayalı menkul kıymetleri küresel pazarlara ihraç etmektedirler. Böylece ihraç edilen menkul kıymetler daha etkin fonlama kaynakları olan daha likit piyasalara ulaşabilmektedir.²²⁹

a) Kurumsal Yapı ve Yasal Düzenlemeler

Avustralya, dünyanın en eski varlığa dayalı menkul kıymet pazarlarından birine sahip olmasına rağmen menkul kıymetleştirme ile ilgili özel bir yasaya sahip değildir. Ancak menkul kıymetleştirilen varlıklar da dahil tüm kurumlar sahip oldukları varlıkları Privacy Act 1988'e göre düzenlemek ve açıklamak durumundadır.²³⁰ Özel amaçlı kuruma ilişkin özel bir düzenleme olmamakla beraber, menkul kıymet faiz gelirlerine ilişkin güvenlik ve mülkiyet çıkarları ile tüketici kredilerinin düzenlendiği son reformlar özel amaçlı kuruma ve kaynak şirkete bağlayıcı yükümlülükler getirmektedir.²³¹

Avustralya'da menkul kıymetleştirme ile ilgili iki düzenleyici kurum mevcuttur. Avustralya Menkul Kıymetler ve Yatırımlar Komisyonu (ASIC) , krediler de dahil olmak üzere yatırımcılar ile tüketicileri koruma ve piyasa kurallarını düzenlemekle sorumludur. Australian Prudential Regulation Authority (APRA) ise

²²⁷ K.Bailey, M.Davies and L. Dixon Smith, "Asset Securitization in Australia", s.48, (Çevrimiçi), <http://www.rba.gov.au/publications/fsr/2004/sep/pdf/0904-1.pdf> , Erişim Tarihi: 17 Aralık 2011.

²²⁸ **Licensing: Securitizations**, Australian Securities and Investment Commission, s.4, (Çevrimiçi), [http://www.asic.gov.au/asic/pdf/lib.nsf/LookupByFileName/Securitisation_consultation_paper.pdf/\\$file/Securitisation_consultation_paper.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdf/lib.nsf/LookupByFileName/Securitisation_consultation_paper.pdf/$file/Securitisation_consultation_paper.pdf) , Erişim Tarihi: 17.12.2011.

²²⁹ B. Cox ve J. Green, "Securitization in Australia", s.3, (Çevrimiçi), http://www.globalsecuritisation.com/08_GBP/GBP_GSSF08_091_098_Australia.pdf , Erişim Tarihi: 18 Aralık 2011.

²³⁰ B. Dawson, "The International Comparative Legal Guide to: Securitisation in Australia" s.50, (Çevrimiçi), <http://www.iclg.co.uk/khadmin/Publications/pdf/4450.pdf> , Erişim Tarihi: 10.01.2012.

²³¹ **Securitization : Australia**, (Çevrimiçi), http://www.practicallaw.com/3-501-1624?q=*-&qp=&qo=&qe= , Erişim Tarihi: 10.01.2012.

banka, sigorta kuruluşları, kredi kuruluşlarının düzenlenmesi ve denetlenmesinden sorumludur.²³²

Avustralya’da kamunun varlığa dayalı menkul kıymetlere sponsor olma ya da garanti ve sigorta sağlama fonksiyonu yoktur.²³³

Avustralya’daki şirketler 1 Ocak 2005’ten itibaren finansal tablolarını IFRS ve IAS’lara göre hazırlamaktadırlar. Bu doğrultuda menkul kıymetleştirme sürecinde ilgili kurumlar finansal raporlarını bilanço dışı işlemlerin ve ölçümlemenin düzenlendiği IAS 39 ile IFRS 9’a göre hazırlarlar.

Avustralya’da sermaye yeterliliği ile ilgili düzenlemeler ve kurallar APRA tarafından düzenlenir. APRA’nın hazırladığı “Prudential Standard APS 120” adlı düzenleme yetkili mevduat toplayan kurumların hem sentetik hem de bilanço dışı menkul kıymetleştirme faaliyetlerinde üstleneceği riskleri yönetmesi için tedbirli yöntemlere adapte olmasını ve yeterli sermayeye sahip olmasını sağlar. APS 120, Basel II Sermaye Ölçümü ve Sermaye Standartlarının Uluslararası Düzeyde Uyumlaştırılması ile ilgili düzenleme Avustralya’ya uyarlanarak Ocak 2008’de yayınlanmıştır.²³⁴ Yani APS-120 olarak bilinen düzenleyici kurallar Basel Komitesi tarafından hazırlanan ve Basel II olarak bilinen sermaye standartlarının bir uygulamasıdır.²³⁵

b) Piyasa Özellikleri

Aşağıdaki tabloda görüldüğü üzere Avustralya’da menkul kıymetleştirme hacmi 2007 yılına (118 milyar USD) kadar artış göstermiş, 2007’den sonra düşmeye başlamıştır.

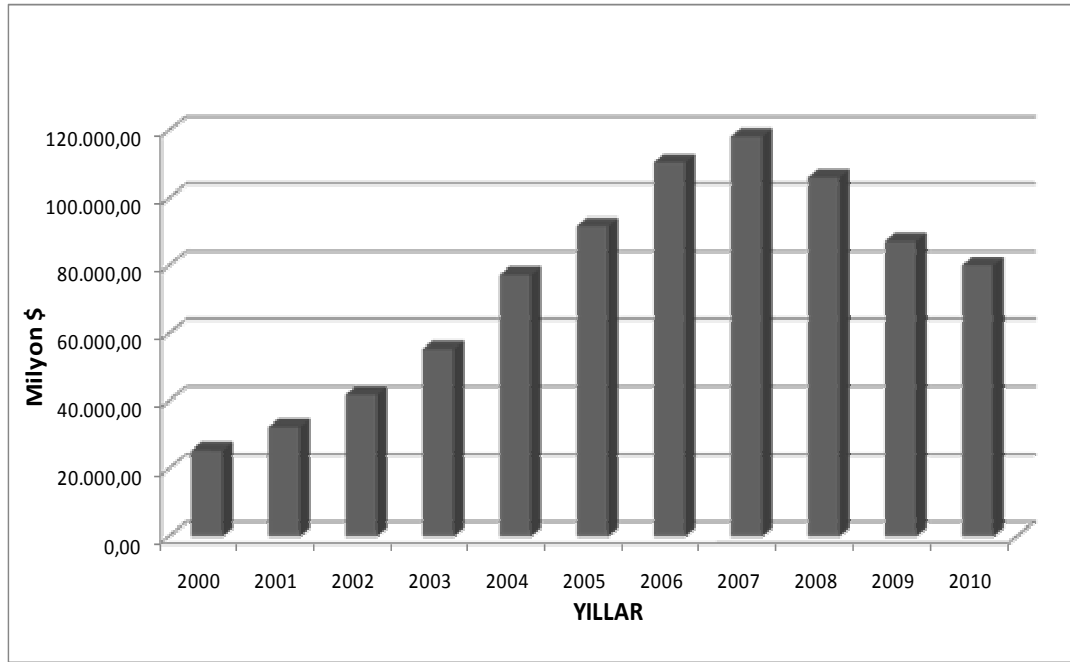
²³² Thematic Review on Mortgage Underwriting and Origination Practices, s.49.

²³³ Lea, a.g.e., s.21.

²³⁴ B. Cox ve J. Green,, a.g.e., s.95.

²³⁵ A.Gorajek ve G. Turner, “*Australian Bank Capital and the Regulatory Framework*”, s.3, (Çevrimiçi), <http://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2010/sep/pdf/bu-0910-6.pdf> , Erişim Tarihi: 10.01.2012.

Tablo 16 Avustralya’da Yıllara Göre Menkul Kıymetleştirme Hacmi (Milyon USD)



Kaynak : SIFMA, “Global Securitization Update 2010”, (Çevrimiçi) <http://www.sifma.org>, 16 Aralık 2011.

Yıllara göre menkul kıymetleştirme hacminden görüldüğü üzere ABD’de başlayan ipotek krizinden az da olsa Avustralya da etkilenmiştir. Hükümet bu etkileri azaltmak ya da gidermek amacıyla aşağıdaki adımları atmıştır.²³⁶

1. Avustralya Finansal Yönetim Ofisi, bankalar ve banka dışı ihraç kurumlarının ihraç ettiği 14.6 milyar USD değerinde ipotekle dayalı menkul kıymete yatırım yapmıştır.

2. Avustralya’daki 4 büyük bankanın ve hükümetin desteğiyle otomobil sektöründe faaliyet gösteren The OzCar’ın karmaşık varlık sınıfı menkul kıymetleştirilmiştir.

3. Avustralya Merkez Bankası varlığa dayalı menkul kıymetler için kabul edilen zorunlu karşılıkları genişletmiştir.

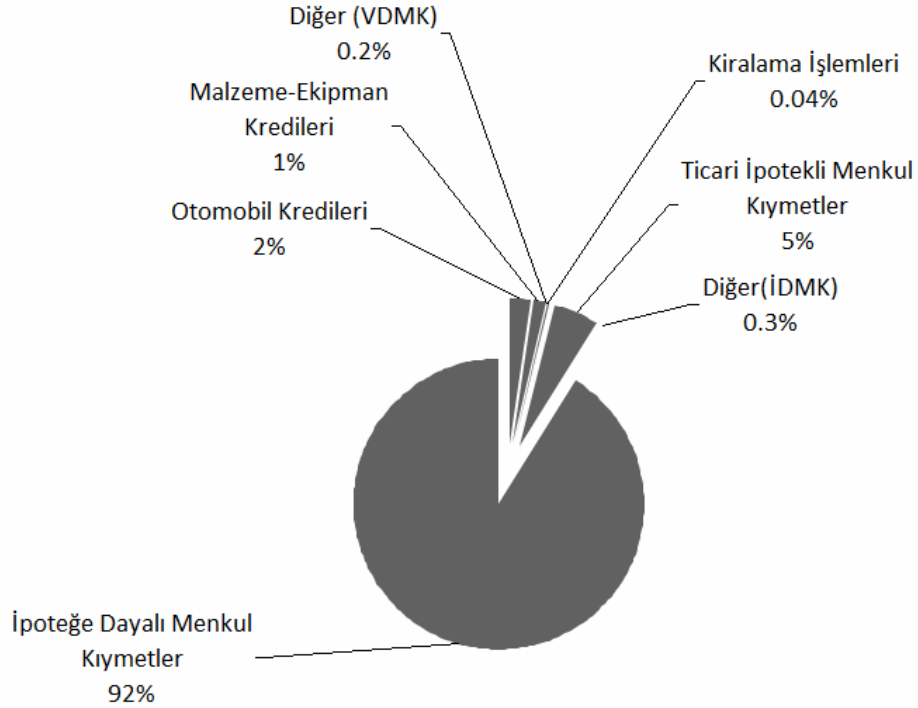
Menkul kıymetleştirmeye konu olan alacakların dağılımının yer aldığı aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi Avustralya’da da ilk sırada ipotekli konut kredileri yer almaktadır. İpotekle dayalı kredilerin büyük bölümü değişken faizlidir.²³⁷

²³⁶ Securitization : Australia, (Çevrimiçi), http://www.practicallaw.com/3-501-1624?q=* &qp=&qo=&qe= , Erişim Tarihi: 10.01.2012.

²³⁷ Thematic Review on Mortgage Underwriting and Origination Practices, s.40.

Kredilerin erken ödenmesi durumunda fon değerlerindeki değişim göz önünde bulundurularak kredi kullananlara ceza verilmektedir.²³⁸

Tablo 17 Avustralya’da Menkul Kıymetleştirmeye Konu Olan Alacaklar



Kaynak : SIFMA, “Global Securitization Update 2010”, (Çevrimiçi) <http://www.sifma.org>, 16 Aralık 2011.

Menkul kıymetlere konu olan alacakların dağılımında ipotekli konut kredileri çok büyük bir paya sahip olmakla beraber küçük hacimlerde de olsa araba kredileri, kiralama işlemleri ve diğer alacaklar da menkul kıymetleştirilmektedir.

c) Uygulanan Modelin Başarılı ve Başarısız Yönleri

Avustalya’da menkul kıymetleştirme sürecinde bütün güvence mekanizmalarından yararlanılsa da ipoteğe dayalı menkul kıymetler için en yaygın olarak kullanılan güvence mekanizması borçların ödenmeme riskine karşı sigortalanmasıdır. Kredi pazarı ipotekli konut kredilerinin hakimiyetinde olduğu için en yaygın menkul kıymetleştirme ipoteğe dayalı menkul kıymetleştirmedir. Ülkede ayrıca sentetik menkul kıymetleştirme uygulamaları da mümkündür.²³⁹ Menkul kıymetleştirmeye konu olan alacak havuzu, yatırımcıların aynı anapara ve faiz ödemelerine sahip olduğu tekli bir yapıya veya farklı tutarlarda faiz ve anapara

²³⁸ Lea, a.g.e., s.21.

²³⁹ B. Cox ve J. Gren, a.g.e., s.91.

ödemelerinin olduğu ödeme öncelikli sistemin yaratıldığı çoklu bir yapıyla oluşturulabilmektedir.²⁴⁰

Avustralya’da menkul kıymetleştirmede kullanılan özel amaçlı kurumların içinde en yaygın form yedd-i emin olarak kurulan özel amaçlı kurumlardır.

i. Başarılı Yönleri

Alacak havuzunun tek veya çok aşamalı şekilde yapılandırılması çeşitliliği arttırmakta, farklı riskleri ve getirileri tercih eden daha çok yatırımcıya ulaşabilme imkanı sağlamaktadır.

ii. Başarısız Yönleri

Alacak havuzunun tekli veya çoklu yapıda oluşturulması çeşitliliği arttırmasına rağmen menkul kıymetleştirme sürecini daha karmaşık hale getirmektedir. Bu da alacak havuzunun yapısı hakkında yatırımcılara daha karmaşık bir bilgi seti sunulmasına sebep olmaktadır.

6. Türkiye

Türkiye’de menkul kıymetleştirme ile ilgili ilk yasal düzenlemeler, 13.05.1992 tarihinde 21227 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu 13/A maddesinin dayanak teşkil ettiği Seri:III No.14 Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği’nde yer almıştır. Menkul kıymetleştirme ile ilgili son düzenleme ise 27.08.2008 tarihinde yayımlanarak yürürlüğe giren Seri:III No.35 sayılı Varlık Finansmanı Fonlarına ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Tebliği’dir. Bu çalışmanın önceki bölümünde ayrıntılı olarak yer verilen 35 numaralı Tebliğ ile 1992 yılında yayımlanan 14 numaralı Tebliğ arasındaki temel farklılıklar aşağıdaki gibidir:

1. SPK Seri: III No.14 Tebliğinde “Kanunun 13/A maddesinde düzenlenen varlığa dayalı menkul kıymetlerden alacaklar karşılık gösterilerek çıkarılacak menkul kıymetlerin” bu Tebliğ ile düzenlendiği belirtilmektedir. Oysa Kanunun 13/A maddesinde varlığa dayalı menkul kıymetlerin “alacaklar” ve “duran varlıklar”

²⁴⁰ Securitization : Australia, (Çevrimiçi), http://www.practicallaw.com/3-501-1624?q=* &qp=&qo=&qe= , Erişim Tarihi: 10.01.2012.

karşılık gösterilerek ihraç edileceği belirtilmiştir. Dolayısıyla 14 numaralı Tebliğ ile sadece alacaklar karşılık gösterilerek ihraç edilecek menkul kıymetler düzenlenmiş, duran varlıkların karşılık gösterilmesi suretiyle ihraç edilecek menkul kıymetlere ilişkin bir düzenleme yapılmamıştır. Duran varlıklar, bir yılda veya işletmenin normal faaliyet döneminde paraya çevrilmeyen veya tüketilmesi öngörülmeyen, hizmetlerinden bir hesap döneminden daha uzun süre yararlanan uzun vadeli varlıkları ifade eder. Oysa menkul kıymetleştirmeden söz edilebilmesi için menkul kıymetleştirilecek varlığın mutlaka menkul kıymetin geri ödemesinde kullanılacak bir nakit akımı yaratması gerekir. Örneğin bir işletmenin sahip olduğu bina duran varlıktır ama bu binanın menkul kıymetleştirmeye konu olması için bir nakit akımı sağlaması gerekir. Yani binanın satışından elde edilecek alacaklar veya binanın kira gelirleri menkul kıymetleştirmeye konu olabilir.²⁴¹ Görüldüğü üzere 14 numaralı Tebliğ menkul kıymetleştirmeye konu olacak varlıkların neler olduğunu açıklamak konusuna yeterince açıklık getirememiştir. Oysa 35 numaralı Tebliğ'in 20. maddesi hangi varlıkların menkul kıymetleştirilebileceğini açıkça belirlemiştir. Sözü geçen maddede menkul kıymetleştirilecek alacakların tamamı nakit akımı yaratmaktadır.

2. 14 numaralı Tebliğ, varlığa dayalı menkul kıymet ihraç limitini belirlemede ihraççının ödenmiş sermayesi ya da diğer öz kaynaklarının büyüklüğünü değil, menkul kıymetleştirme ihracına konu olan alacaklara bir sınır getirmiştir. Buna göre ihraç edilecek menkul kıymetlerin toplamı, bu menkul kıymetler için dayanak gösterilen alacakların %90'ından fazla olamaz. Görüldüğü üzere alacakların ödenmeme riskine karşılık “aşırı teminatlandırma” Tebliğ tarafından zorunlu bir kural olarak getirilmiştir.²⁴² 34 ve 35 numaralı Tebliğlerde ise menkul kıymetleştirmeye konu olan alacaklara bir sınırlama getirmek yerine fon kurucularının sermaye yeterliliği tabanı tutarlarına bir sınırlama getirmiş ve bu tutarın olması gerekenden en az %30 fazla olması gerektiği öngörülmüştür.

3. Menkul kıymetleştirme sürecinde özel amaçlı kurum işlevini görecektir şirket 34 numaralı Tebliğ'de “Konut Finansmanı Fonu”, 35 numaralı Tebliğ'de ise “Varlık Finansmanı Fonu” olarak adlandırılmıştır. Oysa 14 numaralı Tebliğ, özel amaçlı kurum olmadan bir şirketin kendi aktifinde bulunan alacakların karşılık gösterilmesi suretiyle ihraç sürecini, menkul kıymetleştirme işlemi olarak ifade etmektedir. Bu süreç varlığa dayalı menkul kıymetleri diğer menkul kıymetlerden ayıran en önemli

²⁴¹ Doğru, a.g.e., s.249-250.

²⁴² a.k., s.255.

özellik olan alacakların özel amaçlı kuruma devri ve varlığa dayalı menkul kıymetin bu özel amaçlı kurum tarafından çıkartılması gereği ile çelişmektedir. Türkiye’de bugüne kadar özel amaçlı kurum tarafından yapılan herhangi bir varlığa dayalı menkul kıymet ihracı yoktur.²⁴³

1999 yılında yatırımcıların menkul kıymetleştirmeye konu olan alacaklar üzerindeki haklarını korumak ve bu alacaklar üzerinde 3. şahısların hak iddia etmelerini engellemek amacıyla 13/A maddesine; “Varlığa dayalı menkul kıymetler itfa edilinceye kadar bunların karşılığını oluşturan alacak ve duran varlıklar başka bir amaçla tasarruf edilemez, rehnedilemez, teminat gösterilemez, haczedilemez.” hükmü eklenmiştir.

3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile beraber Türkiye’de çeşitli bankalar varlığa dayalı menkul kıymet ihracına başlamış, SPK kayıtlarına göre 4.250 Milyon TL’lik ilk menkul kıymet ihracı İnterbank A.Ş.’nin finansal kiralama alacakları karşılığında yapılmıştır. İnterbank’ın ardından Pamukbank, tüketici ve konut kredisi alacaklarına karşılık 100 Milyar TL’lik varlığa dayalı menkul kıymet ihracı yapmıştır. Daha sonra Yapı Kredi Bankası’nın konut kredisi ile kart alacaklarını dayanak göstermek suretiyle ihraç ettiği 1.061 Milyar TL’lik varlığa dayalı menkul kıymet Kurul kaydına alınmıştır.²⁴⁴ Bu dönemde bankalar dışındaki diğer finans kuruluşları, bankalara göre daha maliyetli bir sürece katlanmak zorunda oldukları için çok düşük bir seviyede menkul kıymet ihracı gerçekleştirmişlerdir. Bu durumun temel nedeni; mevzuat gereği bankalar dışındaki finans kurumlarının, ihraç edilen menkul kıymetler için banka garantisi alma zorunluluğunun bu kurumlara ek maliyetler getirmesidir. 1993 yılında çıkarılan bir kararname ile varlığa dayalı menkul kıymetlerin disponibilitate ve munzam karşılıklara tabi olmaması, maliyet avantajı sağlaması nedeniyle bankaların menkul kıymet ihraçları artmıştır. Bu artış menkul kıymetlerin tekrar mevduat kapsamına alındığı 1995 yılına kadar devam etmiştir. Gerekli yasal düzenlemelerin yapılmaması ve ikincil piyasaların yeterince gelişmemesi sonucunda Türkiye’de 1998 yılından sonra varlığa dayalı menkul kıymet ihracı yapılmamış, 1998’den günümüze kadar menkul kıymetleştirme

²⁴³ Doğru, a.g.e., s.252-253.

²⁴⁴ a.k., s.78.

uygulamaları Türk şirketlerinin alacaklarını yurtdışı piyasalarda menkul kıymetleştirmesi ile sınırlı kalmıştır.²⁴⁵

2000’li yıllardan itibaren gerek artan konut ihtiyacını desteklemek gerekse finans kurumlarının konut talebini karşılamak amacıyla vereceği kredilerin fonlamasını sağlamak amacıyla, bir çok kuruluşu etkileyecek ve sisteme yeni kuruluşları eklemeyecek düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemelerin sonucunda 5582 sayılı “Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkındaki Kanun” yürürlüğe girmiş ve Türkiye’de menkul kıymetleştirmeye ilişkin yasal mevzuat ikincil piyasaların da devreye girebileceği şekilde düzenlenmiştir. 5582 sayılı Kanun ile;

1. Sermaye Piyasası Kanunu
2. Gelir Vergisi Kanunu
3. Banka ve Sigorta Muameleleri Kanunu
4. Damga Vergisi Kanunu
5. Harçlar Kanunu
6. Gider Vergileri Kanunu
7. Katma Değer Vergisi Kanunu’nda

değişiklikler yapılmıştır. Bu değişiklikler sonucunda;

1. Menkul kıymetleştirme ihracında yer alacak kurum ve kuruluşların faaliyet izinleri, yükümlülüklerine ilişkin esaslar,
 2. Konut finansmanını teşvik etmek amacıyla menkul kıymet ihracına vergi mevzuatında hangi koşullarda istisnalar getirileceği,
 3. Menkul kıymetleştirmeye konu olacak alacaklar ve alacak havuzunun özellikleri,
 4. Menkul kıymetleştirme yöntemleri ve menkul kıymetlerin satış fiyatının nasıl tespit edileceği
- belirlenmiştir.

Ülkemiz sermaye piyasası mevzuatında menkul kıymetleştirme uygulaması 5582 sayılı Kanun ile düzenlenmiş ve genel olarak menkul kıymetleştirme için

²⁴⁵ Vatansever, a.g.e., 271-272.

gerekli koşullar yaratılmış olsa da menkul kıymetleştirme uygulamaları, Türk bankaları ile bazı özel kurumların sahip olduğu varlıkları yurt dışındaki piyasalarda menkul kıymetleştirilmesi ile sınırlı kalmıştır. Bu durumun sebepleri çalışmanın son bölümünde ele alınacaktır.

C. TÜRKİYE’DEKİ ve DÜNYADAKİ GELİŞMELER IŞIĞINDA MENKUL KIYMETLEŞTİRME UYGULAMALARINDA KARŞILAŞILAN SORUNLAR ve ÇÖZÜM ÖNERİLERİ

Gerek Türkiye’de gerekse dünyada menkul kıymetleştirme uygulamalarının gelişiminde temel motivasyonun konut finansmanını desteklemek olduğu gözlenmektedir. Ancak daha önceki bölümlerde de değerlendirildiği gibi uygulamanın tam anlamıyla işlerlik kazanabilmesi sermaye piyasalarının etkinlik ve gelişmişlik düzeyi ile doğrudan ilişkilidir. Bu anlamda menkul kıymetleştirme uygulamaları Türkiye için yeni bir kavramdır ve konuyla ilgili düzenlemeler yapılmaya devam etmektedir.

Uygulamanın en çok hacme sahip olduğu ABD’de ise 2007 yılında özellikle ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin risklerinin yanlış ölçülmesi, doğru şekilde fiyatlandırılmaması, düzenleyici ve denetleyici yapıdaki eksiklikler, şeffaflık konusunda gösterilen zafiyet bütün finansal kurumları etkilemiş ve sonuçta mortgage krizi olarak adlandırılan durum küresel bir finans krizine dönüşmüştür.

Krizin Kronolojisi (Temmuz 2008-Mart 2009)

Temmuz 2008

- ABD’nin en büyük iki konut finansman şirketi olan Fannie Mae ve Freddie Mac’in iflasın eşiğinde olduklarının ortaya çıkması, mali sektördeki firmaların durumları hakkındaki endişelerin artmasına ve buna bağlı olarak da uluslararası borsalarda düşüşlere neden oldu. Yatırım Bankası Lehman Brothers tarafından hazırlanan bir raporda, sermaye yeterliliğiyle ilgili hazırlanan yeni yasal düzenlemelerin, kamu kontrolündeki iki konut finansman şirketi Fannie Mae ve Freddie Mac için 75 milyar dolarlık sermaye artırımını gerektireceği duyuruldu. ABD Hazine Başkanı Henry Paulson ve FED Başkanı Bernanke konu ile ilgili açıklamalarda bulundular.

- Independent National Mortgage Corp'un iştiraki olan Indymac Bank (ABD'nin TMSF'si olan) FDIC'in (Federal Mevzuat Sigorta Şirketi) gözetimine alındı. Bu ABD finans tarihindeki dördüncü büyük banka iflasıydı.

- Başkan Bush, Federal Konut İdaresi'nin (FHA) eşik-altı ipotek borçlularına 300 milyar dolara kadar garanti verilmesine yetki veren Konut ve Ekonomik İyileşme Kanunu'nu onayladı.

Ağustos 2008

- ABD'nin 2. büyük konut finansman şirketi Freddie Mac tarafından yapılan açıklamaya göre, şirket yılın 2. çeyreğinde 821 milyon dolar zarar açıkladı. Şirket böylece 4 çeyrektir üst üste zarar etmiş oldu. Şirket önceki yıl 2. çeyrekte 729 milyon kâr ederken, bu yıl ilk çeyrekteki düzeltilmiş zararı 151 milyon dolar olmuştu. Açıklamada ayrıca sermaye artırımına gitme konusunda kararlı olduğu belirtildi.

- ABD Merkez Bankası (FED), gösterge faiz oranlarını değiştirmede ve yüzde 2 düzeyinde bıraktı. Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve İngiltere Merkez Bankası (BOE) de faiz oranlarını değiştirmediler.

Eylül 2008

- ABD Hükümeti, hem konut piyasasına destek sağlamak hem de dünya finans piyasalarında daha fazla çalkantının önüne geçmek için ABD'nin en büyük konut finansman şirketleri Fannie Mae ve Freddie Mac'e el koyduğunu açıkladı.

- ABD Hükümeti, ABD'nin 12 trilyon dolar hacmindeki ipotekli konut piyasasının yaklaşık yüzde ellisine sahip (veya garanti eden) Fannie Mae ve Freddie Mac'i kamulaştırdı.

- FED, American International Group'un (AIG) iflasını önlemek için bu şirkete 85 milyar dolar ödünç verdi ve hisselerinin yüzde 80'ine sahip oldu.

- ABD Hazine Bakanı Paulson'un finansal kurtarma planı açıklandı.

- Washington Mutual'ın (WaMu) yönetimi FDIC'e geçti, WaMu'nun bankacılık kesimindeki varlıkları JP Morgan Chase'e satıldı.

Ekim 2008

- ABD'de ekonomik krizden kurtuluş umudu olan ve daha önce Temsilciler Meclisi'nde reddedilen 700 milyar dolarlık mali kurtarma planı, genişletilmiş haliyle Senato'da kabul edildi. Plana eskisine ilave olarak vergi indirimi içeren ve bankacılık sektörüne güvenin artırılmasını amaçlayan çeşitli önlemler eklendi. Kurtarma planı, orta gelir düzeyi başta olmak üzere, halk için vergi indirimleri sağlanarak daha cazip

hale getirildi. Ayrıca banka mevduatlarındaki güvence üst sınırının 100 bin dolardan 250 bin dolara yükseltilmesi, böylelikle bankacılık sektörüne olan güvenin artırılmasını amaçlayan madde de plana dâhil edildi.

- ABD'nin en büyük dördüncü yatırım bankası olan Lehman Brothers'ın iflas etmesi, Merrill Lynch'in Bank of America tarafından satın alınması ve sigorta şirketi AIG'nin üzerindeki baskıların artması ABD finans sistemiyle ilgili kaygıları artırdı.

- ABD hükümeti zor durumdaki finansal kuruluşlar için 250 milyar dolarlık yeni bir destek planı hazırladığını açıkladı. Söz konusu tutarın yarısının, 9 büyük finansal kuruluşa verileceğini açıklayan ABD Hazinesi, ikinci dilimin ise daha küçük ölçekli 20-22 finans şirketi arasında paylaştırılacağını duyurdu.

Kasım 2008

- FED, 29 Ekim tarihinde yaptığı faiz konulu toplantıda aldığı kararla, gösterge faiz oranlarını beklentilerle paralel olarak 50 puan indirerek %1 seviyesine indirdi.

- ABD'de yapılan G-20 zirvesinde dünya liderleri, ABD ile dünya mali krizinin aşılması için etkin biçimde birlikte çalışma kararı aldı. Toplantıda üzerinde anlaşmaya varılan konular şunlardır: Mali sistemin reformdan geçirilmesi ve kalkınmanın sağlanması, mali sisteme güveni yeniden tesis etmek için muhasebe kayıtlarının tam şeffaf ve uyumlu hale getirilmesi, yasaları güçlendirirken sistemle ilgili risklerin azaltılması ve şirket yöneticilerinin maaşlarının gözden geçirilmesi, IMF ve Dünya Bankası'nın işleyişinin hızlandırılarak görev alanlarının genişletilmesi, gelişmekte olan ülkelerin IMF ve Dünya Bankası'ndaki görevlerinin daha geniş biçimde uygulama alanına geçirilmesi.

Aralık 2008

- ABD Hükümeti, ülkenin ikinci büyük bankası olan ve çoğunluğu mortgage kaynaklı 306 milyar tutarında borcu bulunan Citigroup'a destek vereceğini açıkladı. Buna göre hükümet, Citigroup'un 306 milyar dolarlık "toksik" varlığına garanti vererek, 40 milyar dolar ek sermaye sağlamak amaçlanıyordu. Öngörülen yardım ile Citigroup'un zehirli (toksik) varlıklarından doğan zararların bir kısmının hükümet tarafından karşılanması ve bankanın sermaye ihtiyacının giderilmesi hedeflenmiştir.

Ocak 2009

- ABD Hazine Bakanlığı yaptığı açıklamada, General Motors'un hayatta kalabilmesi için büyük öneme sahip ABD otomotiv ve mortgage finans şirketi

GMAC'ten 5 milyar dolar değerinde %8 temettü payı ödeyen imtiyazlı hisse alınacağını belirtti. Bakanlık ayrıca, GMAC'in banka holding şirketi statüsüne ulaşması için yeniden yapılanması sürecine destek olunması amacıyla General Motors'un GMAC'ten yapacağı hisse alımına da 1 milyar dolara kadar krediyle katkıda bulunacağını belirtti.

Şubat 2009

- Ocak ayı sonunda ABD Kongresi'nin alt kanadı Temsilciler Meclisi'nden 819 milyar dolar olarak geçen ekonomiyi canlandırma paketi, Cumhuriyetçilerin muhalefeti nedeniyle Senato'da 1 trilyon dolara yaklaştı. Kongre'nin üst kanadı olan Senato'da, Cumhuriyetçilerin daha fazla vergi indirimi talep etmesi sonucunda paketin büyüklüğü 6 Şubat tarihi itibarıyla 937 milyar dolara ulaştı. ABD Başkanı Barack Obama, Senato'daki görüşmeler devam ederken yaptığı açıklamada, 800 milyar dolarlık rakamın yeterli olduğunu belirterek, paketin bir an önce onaylanması gerektiğini söyledi.

- Dünya Bankası, mali krizin insani krize dönüşeceği endişesini taşıyan hükümetler için 2009'un büyük ekonomik zorlukların yaşanacağı bir yıl olacağını bildirdi.

- ABD Temsilciler Meclisi, Başkan Barack Obama'nın sunduğu 787 milyar dolarlık ekonomik teşvik paketini onayladı. Senato ve Temsilciler Meclisi tarafından uzlaşmayla miktarı belirlenen paket, Temsilciler Meclisi'ndeki oylamada kabul edildi.

Mart 2009

- ABD'de Senato, Bankacılık Komitesi finansal düzenleme yasa tasarısını onayladı. Yasa, hükümete, ekonomiyi tehdit ettiği düşünülen finansal şirketleri parçalama ve finans müşterilerinin haklarını koruyacak yeni tüketiciyi koruma kurulu oluşturulması yetkisi vermiştir. Yasa tasarısı FED'e sigorta şirketi gibi bankacılık faaliyeti göstermeyen büyük finansal şirketleri denetlemesi yetkisi ile bankaların "hedge" fonlara ve özel sermaye fonlarına yatırımlarına sınırlama getiren kuralları da kapsamaktadır. ABD Başkanı Barack Obama, Senato Bankacılık Komitesi'nin finansal düzenleme yasa tasarısını onaylamasından memnun olduğunu açıkladı. Önlemleri güçlendirmek için mücadele sözü veren Obama, senatörlere, yasa tasarısının etkisini azaltma çabalarına direnme çağrısında bulundu.

Kaynak: Türkiye Kalkınma Bankası Ekonomik Gelişmeler Özet Değerlendirme Aylık Raporları (Temmuz 2008-Haziran 2009), (Çevrimiçi), <http://www.kalkinma.com.tr/>, Erişim Tarihi: 31.03.2009.

Menkul kıymetleştirme, ABD Hükümetinin konut sektörüne finansman sağlamak üzere desteklediği ve başlattığı ipoteğe dayalı menkul kıymetleştirme, farklı kredilere ve alacaklara uyarlanarak özel sektörün de sürece dahil olmasıyla yeni bir finansman yöntemine dönüşmüştür. Bu dönüşüm, 2007 yılında başlayan ve etkileri halen hissedilen “Küresel Finansal Kriz” ile daha hızlı bir süreçte bugün de devam etmektedir. Özellikle ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin yer aldığı ABD Mortgage Piyasası’nın yapısı, tarafları ve denetim eksiklikleri ile izlenen politikalar sonucu ortaya çıkan sorunlar nedeniyle başlayan kriz hızla ABD dışına da çıkarak küresel bir krize dönüşmüştür.²⁴⁶

Krizle beraber menkul kıymetleştirme uygulamalarına çok ciddi eleştiriler getirilmiştir:

“Kuşkulu muhasebe sistemleriyle şirket aktiflerinin değerleri şişirilip hisse fiyatları yukarı çekilirken, aktiflerin finansal araçlarla yeniden paketlenip piyasaya sunulması Wall Street’i kâr seline boğdu. Yüksek aktif fiyatları, Wall Street’de sözüm ona kesintisiz bir servet artışıyla birlikte borç düzeylerinin yükselmesini, daha fazla işlem yapılmasını ve daha fazla ücret alınmasını sağladı.”²⁴⁷

“11 Eylül 2001 terör saldırısının ertesinde de gündeme gelen faiz oranlarının aşağıya çekilme amacı 2008 yılında dibe vurdu. 2008 yılında ABD’de kısa vadeli faiz oranları neredeyse yüzde 0’a kadar düştü. Faiz oranları bu kadar düşük olunca, kredi almanın kolay ve uygun olabilirliği arttı ve borca dayalı yatırımlar arttı. En muazzam miktarlarda borç kullanılan yatırımın konut sektörü olması nedeniyle varlığa dayalı menkul kıymetlerin ihracı da tetiklenmiş ve anlaşılabilir boyutlarda çeşitlendirilmiş oldu. 1990’larda internet hisse senedi piyasasındaki şişme 2000’lerde konut piyasasına kaymıştır.”²⁴⁸

“Son 100 yıl boyunca konut fiyatları yılda ortalama yüzde 3 oranında bir artış gösterdi. Oysa 2002’de ortalama değer artışı yüzde 15’e yükseldi. Hisse senedi piyasasındaki bu devasa durgunluk ortamında, konut menkul kıymetleri ve konut değerleri tam bir ilaç gibi geliyordu. “Konut fiyatları, azıcık dahi olsa, her zaman

²⁴⁶ F.Demir, A.Karabıyık, E.Ermişoğlu ve A.Küçük, **ABD Mortgage Krizi**, BDDK Çalışma Tebliği, Sayı:3, 2008, s.1.

²⁴⁷ P.Krugman, **Bir Liberalin Vicdanı**, Literatür Yayınları, 2009, s.xii.

²⁴⁸ D.Kansas, **Wall Street’in Sonu**, İş Yayınları, 2009, s.16.

yükselecek.” Bu söz, 11. emir olarak benimsendi ve bundan çok az kişi kuşku duydu.”²⁴⁹

“2008 küresel krizi, altında emlak fiyatlarının şişkinliği de olsa, kredinin değil ona dayanılarak yapılan işlemlerin yarattığı bir çeşit kredi krizi olarak tanımlanıyor. Sorunu yaratan şey, kredinin elden ele inanılmaz bir ölçekte el değiştirmesinden kaynaklanıyordu. Bu el değiştirme türev ürünler denilen bir finansal buluşla yapılıyordu. Türev ürün, şirketlerin başka işlemlerden doğan risklerini alışverişe konu edebilmelerini sağlayan sözleşmelerdir. Bu sözleşmeler, mortgage kredisini verenin bu krediyi kullanan tarafından geri ödenmeme riskini üçüncü kişilere, örneğin hedge fonlara devretmeye yarıyordu. Riski devreden kredi kuruluşları çok daha büyük risklere girebiliyor ve krediler ile doğal olarak türev ürünler çığ gibi büyüyordu. Başlangıçta riski devretmeye yarayan ve bu anlamda sistemde bir sigorta işlevi gören türev ürünler giderek kendileri birer risk unsuru olmaya başlamışlardı.”²⁵⁰

“ ABD Merkez Bankası Başkanı Alan Greenspan, menkul kıymetleştirme ve opsiyon fiyatlaması gibi finansal yeniliklerin, riski dağıtan ve daha iyi yollar ürettiğini ve aynı anda, konut gibi geleneksel olarak likit olmayan varlıkları daha likit hale getirdiğini sıkça iddia ediyordu. Böylelikle, riskli varlıklar için yüksek ve daha yüksek fiyatlar mazur gösterilmiş oluyordu.”²⁵¹

Krizin kronolojisinde ve yapılan eleştirilerin temelinde; menkul kıymetleştirmenin en yaygın türü olarak kullanılan ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin ihracındaki artış, karmaşa ile denetim yetersizliği yer almaktadır. Yaşanan süreçte muhasebe standartlarının kural koymaktan öte yorumlamaya açık ve esnek olması yanıltıcı ve karmaşık finansal raporların hazırlanmasına neden olmuş, nihayetinde karar vericiler doğru öngörülerde bulunamamış; büyük finans şirketlerinin bazıları iflasını açıklamış, bazıları ise büyük oranda değer kaybetmiştir. Yaşanan kriz adeta ekonomi ile muhasebe arasındaki ilişkinin tekrar gözden geçirilmesini gerekli kılmıştır. Bu kapsamda iflas eden büyük şirketlerin muhasebe uygulamaları incelendiğinde;

²⁴⁹ D.Kansas, a.g.e., s. 17.

²⁵⁰ M. Eğilmez, **Küresel Finans Krizi**, Remzi Kitabevi, 2009, s.67-68.

²⁵¹ C.M.Reinhart, K.S.Rogoff, **Bu defa Farklı Finansal Çılgınlığın 800 Yıllık Tarihi**, NTV Yayınları, 2009,s.268.

-Muhasebe organizasyon ve süreçlerinde tüm toplum çıkarları gözetilmeyerek sosyal sorumluluk kavramından,

-İşletme kasası ile işletme sahip ve/veya ortaklarının cebini ayırmayarak kişilik kavramından,

-Aşırı kâr hırsıyla yüksek riskli projelere, spekülâtif davranışlara ve yatırımlara yönelerek şirket varlığını tehlikeye atarak işletmenin sürekliliği kavramından,

-Kur farklılıklarını ve arbitraj yöntemlerini kullanarak para ölçüsü kavramından,

-Gerçeğe uygun değer yöntemi ile varlıkların gerçeği yansıtmayan değerlerle ölçülmesi ile maliyet esası kavramından,

-İşletme yönetiminin finansal raporları manipüle etmesiyle tarafsızlık kavramından,

-Şeffaf olmayan uygulamalar ile tam açıklama kavramından uzaklaştığı gözlemlenmiştir.²⁵²

Yapılan gözlemler sonucunda muhasebe standartları ve kurumları da sorgulanmaya başlanmış; özellikle IASB ile FASB tarafından yapılan düzenlemelere ciddi eleştiriler getirilmiştir. Ancak belirtmek gerekir ki yaşanan süreçte yapılan her şey muhasebe kurallarına ve standartlarına uygun gibi görünmektedir. Ancak bu uygunluk yalnızca biçimsel düzeyde kalıyor ise hiçbir anlam ifade etmiyor demektir.²⁵³ Yaşanan aksaklıkların nedenini sadece muhasebeleştirme ile ilgili kural ve standartlarla ilişkilendirmek buzdağının sadece görünen bir parçasıdır. Muhasebe kural ve standartları ile muhasebenin temel kavramlarından uzaklaşmak ahlaki tehlikeyi doğuran asimetrik bilgi ve temsil probleminin bir sonucudur. Gerek menkul kıymetleştirme sürecini gerekse finansal piyasaları etkileyen birçok parametre vardır ve süreçteki tüm katılımcıların birbirlerini etkileyen sorumluluk alanları vardır. Bu sebeple yaşanan krizden ders almak için finansal düzenlemelerin yanı sıra süreçte yer alan kurumların rolleri, sorumluluk alanları, kullandıkları metodoloji ve varsayımları da gözden geçirilmeli ve sistem buna göre şekillendirilmelidir.

ABD'deki uygulamaları bakımından günümüzde tüm dünyayı etkileyen bir sistemle ilgili düzenlemelerin Türkiye'deki gelişimi çok yenidir. Türkiye'de menkul

²⁵² Can, A.V, “*Krizin Muhasebesi ve Muhasebenin Krizi*”, (Çevrimiçi), http://www.tmsk.org.tr/makaleler/Diger/krizin_muhasebesi_ve_muhasebenin_krizi.pdf , Erişim Tarihi: 15 Mart 2011, s.42.

²⁵³ a.k., s.31.

kıymetleştirme ile ilgili yapılan düzenlemelerin temelinde konut finansmanı sistemini desteklemek olduğu daha önceki bölümlerde açıklanmıştı. Bu amaçla 5582 sayılı Kanun yürürlüğe girmiş, Kanunun yürürlüğe girmesi ile süreçte yer alacak taraflara, menkul kıymetleştirme yöntemlerine, ikincil bir piyasanın oluşturulması için olması gereken kurumlara, vergi uygulamalarına, sözleşmelere ilişkin Maliye Bakanlığı, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı, Merkez Bankası, SPK tarafından tebliğler ve ikincil düzenlemeler hazırlanmıştır. Ancak kanuni düzenlemelerin yapılması sistemin işlerlik kazanabilmesi açısından gerekli olmakla beraber yeterli değildir. Yukarıda sözü geçen gerekli koşulların yanı sıra uygulamanın tam anlamıyla işlerlik kazanabilmesi için bankacılık sektörü ve sermaye piyasasının mevcut yapısı ile gereksinimleri ve ülkenin makroekonomik durumu önem arz etmektedir.

Menkul kıymetleştirmeye konu olan alacakların başında krediler gelmektedir. Ancak gerek kurumların gerekse bireylerin kredi talebini etkileyen faktörler vardır. Bu faktörlerden en önemlisi kredilerin faiz oranları ile vade yapısıdır. Kredi kullanan taraflar açısından düşük faiz oranları ve kabul edilebilecek geri ödeme yapısına sahip uzun vadeli krediler caziptir. Aşağıdaki tabloda Türkiye’de 2002-2010 yılları arasındaki enflasyon oranları yer almaktadır.

Tablo 18 Türkiye’deki 2002-2010 Yılları Arasındaki Tüketici Fiyat Endeksi

Yıllar	Tüfe Oranı (%)
2002	29.75
2003	18,36
2004	9,32
2005	7.72
2006	9.65
2007	8.39
2008	10.06
2009	6,53
2010	6,40

Kaynak : TCMB, “Enflasyon Verileri”, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/>, Erişim Tarihi: 20 Ocak 2011.

Tablodan görüldüğü üzere enflasyon oranları 2004 yılından itibaren tek haneli rakamlara ulaşmıştır. Ülkemizin ekonomik yapısının en kronik özelliği uzun yıllar süren yüksek enflasyon oranları olmuştur. Enflasyonun yüksek olduğu bir ortamda yüksek faiz oranlarının varlığı ile kredi talebinde bulunan taraflar, uzun vadeli krediler kullanmaktan çekinmişlerdir. Enflasyon oranlarına bağlı olarak aynı

dönemde Türkiye’de kullanılan tüketici kredileri²⁵⁴ ise aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 19 Türkiye’de Bankaların 2002-2010 Yılları Arasında Verdiği Tüketici Kredileri (Milyon TL)

Yıllar	Tüketici Kredileri (Milyon TL)
2002	2.270
2003	5.813
2004	12.731
2005	29.593
2006	47.511
2007	67.605
2008	83.190
2009	92.557
2010 ²⁵⁵	128.991

Kaynak :BDDK, “Türk Bankacılık Sektörü İnteraktif Aylık Bülten”, (Çevrimiçi) <http://www.bddk.org.tr>, Erişim Tarihi: 20 Şubat 2011.

Konut kredileri ile enflasyon oranlarını gösteren tablolardan anlaşıldığı üzere enflasyonun düşmeye başladığı 2004 yılından itibaren konut kredi talebi de artış eğilimi göstermeye başlamıştır. Söz konusu dönemde kullanılan krediler menkul kıymetleştirilmiş olsaydı bankaların kredi hacmi daha da artabilirdi.

5582 sayılı Kanun erken ödeme riskini göz önünde bulundurarak, birçok ülkede olduğu gibi, kredi kullananların erken ödeme yapması durumuna bir ceza ve ceza tutarına da bir sınırlama getirmiştir. Kanuna göre faiz oranının sabit olarak belirlenmesi halinde, sözleşmede yer verilmek suretiyle, bir ya da birden fazla ödemenin vadesinden önce yapılması durumunda konut finansmanı kuruluşu tarafından tüketiciden erken ödeme ücreti talep edilebilir. Erken ödeme ücreti gerekli faiz indirimi yapılarak hesaplanan ve tüketici tarafından konut finansmanı kuruluşuna erken ödenen tutarın yüzde ikisini geçemez. Oranların değişken olarak belirlenmesi halinde tüketiciden erken ödeme ücreti talep edilemez.

Kredi vadesinin uzaması, kredi kullanan taraflar açısından olumlu olmakla beraber, bankalar için de uzun vadeli kredi arzının değerlendirilmesi gerekir. Bankacılık sektörü için vade uyumsuzluğu riskinin azaltılması açısından verilen kredilere paralel olarak pasifin vadesinin uzaması da önem arz etmektedir.²⁵⁶ 2010

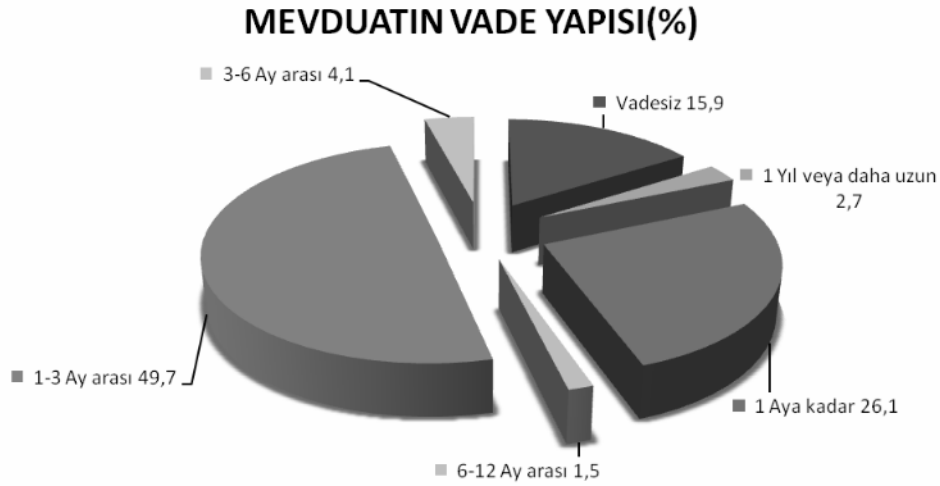
²⁵⁴ Tabloda yer alan tüketici kredisi türleri; konut, taşıt, ihtiyaç ve diğer kredilerden oluşmaktadır.

²⁵⁵ Tüketici kredileri içinde en fazla paya %47,1 ile konut kredileri sahiptir.

²⁵⁶ TCMB, **2010 Yılı Finansal İstikrar Raporu**, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/>, Erişim Tarihi: 25 Şubat 2011.

yılı itibariyle kredilerdeki artışın mevduattaki artıştan daha yüksek gerçekleşmesinden dolayı mevduatın krediye dönüşüm oranında geçmiş dönemlere kıyasla artış gözlenmektedir. Ayrıca Aralık 2010 itibarıyla bankacılık sektöründe pasifin %61,2'sini oluşturan mevduatın %91,6'sının vadesiz ve 3 aya kadar vadede toplanması, sektördeki aktif/pasif vade uyumsuzluğunun temel sebebi olarak değerlendirilmektedir.²⁵⁷

Şekil 8 Bankacılık Sektöründe Mevduatın Vade Yapısı



Kaynak : BDDK, “Aralık 2010 Türk Bankacılık Genel Görünümü”, (Çevrimiçi) <http://www.bddk.org.tr>, 20 Şubat 2011.

Kredilerin kaynağını büyük oranda mevduatların oluşturması bu koşullarda aktif/pasif uyumsuzluğunu daha da arttırıcı bir etkidir. Böyle bir durumda Türkiye’de bankaların kredilerden kaynaklanan alacaklarını menkul kıymetleştirmesi aktif/pasif uyumsuzluğunu diğer bir ifadeyle vade uyumsuzluğunu azaltacaktır.

TCMB, bu çalışma hazırlanırken en son 21 Nisan 2010 tarihinde 1 Nisan 2011 tarihinde geçerli olacak şekilde zorunlu karşılık oranlarını vadesiz ve kısa vadeli mevduatlar/katılım fonları ile diğer yükümlülükler için basamaklandırılmış oranları artırma kararı almıştır. Karar sonucunda oluşan mevduat faiz oranları aşağıdaki tablodaki gibidir:

²⁵⁷ BDDK, Aralık 2010 Türk Bankacılık Genel Görünümü, (Çevrimiçi) <http://www.bddk.org.tr>, Erişim Tarihi: 20 Şubat 2011.

Tablo 20 Türkiye’deki Bankaların 21 Nisan 2011 Tarihindeki Zorunlu Karşılık Oranları (TL)

TL Yükümlülükler	Zorunlu Karşılık Oranları (%)
Vadesiz, ihbarlı mevduatlar ve özel cari hesaplar	16
1 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları(1 ay dâhil)	16
3 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları (3 ay dâhil)	13
6 aya kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları (6 ay dâhil)	9
1 yıla kadar vadeli mevduatlar/katılma hesapları	6
1 yıl ve 1 yıldan uzun vadeli mevduatlar/katılma hesapları ile birikimli mevduatlar/katılma hesapları	5
Özel fon havuzları	Vadesine karşılık gelen oranlar
Mevduat/katılım fonu dışındaki diğer yükümlülükler	13

Kaynak : TCMB, **Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu**, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/>, Erişim Tarihi: 21 Nisan 2011.

Görüldüğü üzere özel fon havuzları için zorunlu karşılık oranları vadesine karşılık gelen mevduatla eşittir. Zorunlu karşılık ayrılması bakımından da kredilerden doğan alacakların menkul kıymetleştirilmesi bankalara ek bir maliyet ya da kaynak eksikliği yaratmayacaktır.

Türk bankaları için tutturulması zorunlu asgari sermaye yeterliliği oranı (Özkaynak / Risk Ağırlıklı Varlıklar, Gayri Nakdi Krediler ve Yükümlülükler) yüzde 8 olarak belirlenmiştir.²⁵⁸ Türkiye’de bankacılık sektörünün, diğer ülkelerle karşılaştırıldığında, yüksek sermaye yeterlilik oranı ile çalıştığı aşağıdaki tabloda da görülmektedir:

Tablo 21 Türkiye’de Bankacılık Sektörünün Sermaye Yeterliliği Oranları

Yıl	Özkaynak / Risk Ağırlıklı Kalemler Toplamı (%)
2002	0
2003	30,93
2004	28,24
2005	23,73
2006	21,9
2007	18,94
2008	17,99
2009	20,62
2010	18,96

Kaynak : BDDK, “Türk Bankacılık Sektörü İnteraktif Aylık Bülten”, (Çevrimiçi) <http://www.bddk.org.tr>, Erişim Tarihi: 20 Şubat 2011.

²⁵⁸ BDDK, **Bankaların Sermaye Yeterliliğinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik**, 18. madde, (Çevrimiçi) <http://www.bddk.org.tr>, Erişim Tarihi: 20 Şubat 2011.

Bununla beraber kredilerdeki hızlı büyüme kriz döneminde artış eğiliminde olan sermaye yeterlilik oranının gerilemesine neden olmuştur.²⁵⁹ Ancak menkul kıymetleştirme uygulamaları, sermaye yeterliliği düzenlemelerinde ele alındığı şekliyle risk ağırlığını düşürücü etkiye sahip olduğu için, sermaye yeterliliği oranlarını yükseltecektir.

Menkul kıymetleştirme uygulamalarının etkinliği sistemdeki tüm tarafların katılımıyla yani ikincil bir piyasanın varlığı ve etkinliği ile doğrudan ilişkilidir. Bu anlamda Türkiye’deki sermaye piyasası çok yenidir ve etkin bir piyasa niteliğine sahip değildir. Menkul kıymetleştirmeye ilişkin ilk düzenlemeler 1992 yılında yapılmış, ancak yapılan ilk düzenlemeler ikincil bir piyasanın varlığını düzenleyici şekilde olmamıştır. SPK verilerine göre 2002-2010 arası dönemde Türkiye’deki menkul kıymet stokları aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Tablo 22 Türkiye’de 2003-2010 Arası Menkul Kıymet Stokları

YILLAR	MİLYON TL							
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ÖZEL SEKTÖR MENKUL KIYMETLERİ	243,94	21.142	26.107	30.088	36.124	40.942	42.695	47.191
KAMU KESİMİ MENKUL KIYMETLERİ	2.655,12	189.723	201.211	184.940	176.599	175.844	199.326	197.176
TOPLAM	2.899	210.865	227.318	215.029	212.724	216.787	242.021	244.367

Tabloda görüldüğü üzere özel sektörün ihraç hacmi kamu kesiminin ihraç hacmine göre oldukça düşüktür ve SPK verilerine göre 2003-2010 yılları arasında varlığa dayalı menkul kıymet ihracı yapılmamıştır. İhraç edilen menkul kıymetlerin büyük bölümünü hisse senetleri oluşturmuş, tahvil, finansman bonosu gibi diğer borçlanma araçlarının ihracı da çok düşük hacimlerde seyretmiştir. Bu durumun en önemli sebebi Türkiye’de borçlanma gereksinimi duyan bir kamu kesiminin varlığıdır. Özel sektör borçlanma araçları kamu kesimi borçlanma araçları ile getiri yönünden rekabet edecek güce sahip değildir. Varlığa dayalı menkul kıymetler kamu kesimi borçlanma araçlarına göre daha riskli olduğu için ihraçların maliyeti her zaman kamu kesimi risksiz faiz oranından yüksek olacaktır. Ayrıca yatırımcıların

²⁵⁹ TCMB, **2010 Yılı Finansal İstikrar Raporu**, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/>, Erişim Tarihi: 25 Şubat 2011.

bankalar gibi finansal kurumlar olması durumunda bu kurumlar sermaye yeterliliği düzenlemelerine tabi olacak, sermaye bulundurma yükümlülüğü 0 olan kamu kesimi borçlanma araçlarına yatırım yapmayı tercih edeceklerdir. Böyle bir durumda ABD ya da Japonya’da olduğu gibi varlığa dayalı menkul kıymetlere yapılacak faiz ve anapara ödemelerinin kamu garantisi sağlayacak şekilde oluşturulması Türkiye’deki menkul kıymetleştirme uygulamalarını destekleyecek en önemli adımdır. Ancak bugün itibariyle böyle bir uygulama mevcut değildir.

Sonuç olarak, Türkiye’de menkul kıymetleştirme uygulamalarının başlaması ile bankalar kaynak temini seçeneklerini arttıracak, kredi talebinde bulunan taraflar tercihlerine bağlı olarak uzun vadeli krediler kullanabileceklerdir. Ancak sağlıklı bir menkul kıymetleştirme uygulamasının yapılabilmesi için muhasebe, bağımsız denetim organları ve düzenleyicilerine ilişkin yapılan düzenlemelerin yanı sıra sistemin ikincil piyasa ayağının oluşturulması makroekonomik göstergelerin belirlenmesinde etkili olan para ve maliye politikaları da önem arz etmektedir.

SONUÇ

Hem şirketlerin hem de yatırımcıların değişen ihtiyaçları ve beklentileri, küreselleşen piyasalar, finansal kriz ve daha birçok ekonomik parametre piyasalarda yeni düzenlemeleri gündeme getirmiştir. Menkul kıymetleştirme, yatırımcılar açısından alternatif bir yatırım aracı iken finans şirketleri bakımından ise alternatif bir finansman aracı özelliğine sahip geleneksel yöntemlerden farklı avantajlara sahip bir uygulamadır. Ancak, 2007 yılında başlayan krizin temel nedeni olarak gösterilmiş, sonuçta, menkul kıymetleştirme uygulamalarının değil, uygulamalara ilişkin büyük düzenleme yanlışlarının krizi tetiklediği konusunda uzlaşmıştır. Yaşanan bu süreçte özellikle menkul kıymetleştirme uygulamalarının finansal tablolara nasıl yansıtılacağı, nasıl değerlendirileceği ve uygulamada yer alan tarafların doğru ve tam bilgiye ulaşması için şeffaflığın nasıl sağlanacağı konusunda çalışmalar başlatılmıştır ve süratle sonuçlandırılmaya çalışılmıştır. Bu kapsamda çalışmanın birinci bölümünde menkul kıymetleştirmenin teorik olarak nasıl işlediği incelenmiş, kriz sürecinde asimetrik bilginin yarattığı ahlaki tehlike ile ters seçim sorunu ve temsil probleminin yarattığı sonuçlar değerlendirilmiştir.

İkinci bölümde ise menkul kıymetleştirme uygulamalarına ilişkin düzenlemeler ve uygulamalara yer verilmiş gerek kriz öncesi düzenlemelerin yetersizliği ve yanlışları gerekse kriz sonrasında yapılan ve planlanan düzenlemeler ele alınmıştır.

Menkul kıymetleştirme uygulamaları şirketler bakımından vazgeçilmez bir finansman yöntemi olarak günümüzdeki geçerliliğini sürdürmektedir. Sağlıklı bir sistemin kurulması sonucunda menkul kıymetleştirme uygulamalarından birçok tarafın fayda sağlaması mümkündür. Böyle bir sistemin varlığı ancak gerekli düzenlemelerin yapılması ile mümkündür. Küreselleşen piyasaların olduğu bir dünyada yapılan düzenlemelerin de eşgüdümlü olması gerekmektedir. Oysa menkul kıymetleştirmenin gelişimini göz önünde bulundurduğumuzda özellikle ABD ile Avrupa ülkeleri uygulamaları arasında büyük farklılıklar olduğunu söyleyebiliriz. ABD’de menkul kıymetleştirme ilk uygulanmaya başladığı andan itibaren kamu tarafından desteklenmiş hatta kriz öncesinde işlem hacmini ve likiditeyi arttırmak amacıyla piyasalar kuralsızlaştırılmıştır. Avrupa Birliği ülkelerinin çoğunda ise kamunun desteklediği bir sistemden söz etmek mümkün değildir. Sistemin en motive

edici parçası olan konut finansmanı genellikle klasik yöntemlerle gerçekleşmektedir. Bununla beraber kriz sonrasında özellikle muhasebe uygulamaları bakımından ABD (FASB) ile Avrupa (IASB) arasında sistemin yakınsaması için çalışmalar başlatılmıştır.

1990'lı yıllarda yapılan düzenlemelerle Türkiye'de menkul kıymetleştirme uygulamaları bilanço içi yöntemlerle sınırlı kalmıştır. 2000'li yıllardan itibaren konut sistemini desteklemek amacıyla uzun vadeli ipotekli kredilerinin fonlanması amacıyla çalışmalar yapılmaya başlanmıştır. Bu çalışmalar krizin başlangıcına kadar hızla devam etmiş, bu süreçte konut arzı da bu hıza paralel olarak artış gösterilmiştir. SPK, Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu gibi sistemle ilgili kurumlar tarafından gerekli düzenlemeler kısmen yapılmış olmakla beraber sürecin en önemli ayağını oluşturan ikincil bir piyasanın yokluğu ve kamunun borçlanma gereksinimi herhangi bir şirketin menkul kıymetleştirme yoluyla fon temin etmesini engellemiştir.

Sonuçta 2007 yılından itibaren menkul kıymetleştirme uygulamaları ile ilgili tartışmalar hız kazanmıştır. Uygulamalarla ilgili beklentiler azalmış ancak özellikle konut finansmanı sistemini desteklemek açısından sağladığı avantajlar nedeniyle sistem işlerliğini kaybetmemiştir. Ülkeler bir anlamda 2007 ABD ipotek krizinden dersler çıkarmış; sağlıklı bir menkul kıymetleştirme sürecini sağlayabilmek için hem teşvik eden hem de olası riskleri öngörebilen ve bu risklere karşı tedbirler alabilecek düzenlemeler yapmışlardır. Sermaye piyasalarının küreselleşmesinin bir sonucu olarak yapılan düzenlemeler birbirini etkilemiş, özellikle sermaye yeterliliği ve muhasebe düzenlemeleriyle ilgili yakınsama çalışmaları hız kazanmıştır.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

AKSOY, Tamer: **Çağdaş Bankacılıkta Son Eğilimler ve Türkiye’de Uluslararası Bankacılık (Sistemik ve Analitik Bir Yaklaşım)**, Ankara, SPK Yayınları, Yayın No:109, 1997.

ALTUĞ, Osman: **Banka İşlemleri ve Muhasebesi**, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 2000.

ATAY, Serdar: **Banka Muhasebesi**, Isparta, 2003.

CANDAN, Hasan / ÖZÜN, Alper: **Bankalarda Risk Yönetimi ve Basel II**, İstanbul, İş Bankası Yayınları, 2. Baskı, 2009.

ÇITAK, Serdar: **ABD Finans Sistemi İçinde Aracı Kurumlar Düzenleme-Organizasyon-Denetim**, Ankara, SPK Yayınları, Yayın No:121, 1998.

DOĞRU, Halil: **Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage**, İstanbul, Doğru Yayınevi, 2007.

EĞİLMEZ, Mahfi: **Küresel Finans Krizi**, İstanbul, Remzi Kitabevi , 2008.

ELMGREN, Kenneth N.: **An Overview of Securitizations, International Asset Securitization**, London, Joseph J. Norton / Mithell S. Dumper / Paul R. Spellman (Ed.), Lloyd’s of Press, 1995.

FABOZZİ, Frank J. / CHOUDHRY, Moorad: **The Handbook of European Structured Financial Products**, New Jersey, John Wiley and Sons, 2004.

UjIIE, Junicci: **Japanese Financial Markets**, Woodhead Publishing, 2002.

KANE, Mary E.: **An Introduction to the Asset-Backed Securities Market**, Salomon Smith Barney Guide to Mortgage-Backed and Asset-Backed Securities, New York 2001.

KANSAS, Dave: **Wall Street'in Sonu**, İstanbul, İş Bankası Kültür Yayınları, 2009.

KOTHARI, Vinod: **Securitization The Financial Instrument of the Future**, Singapore, John Wiley and Sons, 2006.

LEDERMAN, Jess: **The Handbook of Asset-Backed Securities**, New York Institute of Finance, 1990.

ÖCAL, Nurcan: **Türkiye'de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunları ve Çözüm Önerileri**, Ankara, SPK Yayınları, No:106, 1997.

PARASIZ, İlker: **Modern Bankacılık Teori ve Uygulamaları**, Bursa, Ezgi Kitabevi, 2. Baskı, 2007.

PAVEL, Christine: **Securitization**, Probus Publishing, Chicago 1989.

REINHART, Carmen M. / ROGOFF, Kenneth S.: **Bu defa Farklı Finansal Çılgınlığın 800 Yıllık Tarihi**, NTV Yayınları, 2009.

RUSZNAK, Csaba: **The Use of Mortgage-backed Securities in International Comparative Perspective: Lessons and Insights**, Vanderbilt Journal of Transnational Law, 2010.

SCHWARCZ, Steven L.: **Structured Finance: A Guide to the Principles of Asset Securitization**, New York, Practising Law Institute, 3rd Edition, 2002.

ŞEHİRALİ ÇELİK, Feyzan H.: **Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler**, Ankara 2008.

SEVİLENGÜL, Orhan: **Banka Muhasebesi**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2. Baskı, 1999.

TANTAN, Saadet: **Menkul Kıymetleştirme: ABD Uygulamaları ve Bankacılık Sektörüne Etkileri**, Ankara, SPK Yayınları, No:44, 1996.

TELPNER, Joel: **A Securitisation Primer For First Time Issuers, Global Securitisation and Structured Finance**, 2003.

VATANSEVER, Nursen: **Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Uygulaması**, Muğla Üniversitesi SBE Dergisi, Cilt:1, Sayı:1, 2000.

YILDIRIM, Mesut: **Banka Muhasebesi**, İstanbul,Türkiye Banka Birliği, Yayın No: 258, 2008.

ZWEİGH, Philip. L.: **The Asset Securitization Handbook**, Dow Jones-Irwin, 1989.

MAKALELER ve ÇALIŞMA TEBLİĞLERİ

AKAMA, Hiroshi: “**Asset-backed Securities Market in Japan**”, http://siteresources.worldbank.org/INTEAPREGTOPFINFINSECDEV/Resources/589748-1144293317827/EA_Finance_select_issues.pdf , (Erişim Tarihi: 03.01.2012).

ARTUNÇ, Burak: **Özel Amaçlı Varlıklar (Special Purpose Entities) ve Bilanço Dışı Muhasebeleştirme Yöntemi Olarak Kullanımları**, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 2002.

AYRIÇAY, Yücel / YILDIRIM, Uğur: “**İpoteğe Dayalı Konut Finansmanı Sistemi ve Son Düzenlemeler Işığında Sistemin Türkiye’de İşleyişi**”, Selçuk Üniversitesi Karaman İ.İ.B.F. Dergisi, Sayı 12, Konya, 2007.

BAILEY, Kirk / DAVIES, Michael / DIXON SMITH, Liz: “**Asset Securitization in Australia**”, <http://www.rba.gov.au/publications/fsr/2004/sep/pdf/0904-1.pdf> , (Erişim Tarihi: 17.12.2011).

BAUMS, Theodor: “**Securitization in Europe**”, http://www.jura.uni-frankfurt.de/ifawz1/baums/Bilder_und_Daten/Arbeitspapiere/a0294.pdf , (Erişim Tarihi: 06.01.2012).

CAN, Ahmet V.: “**Krizin Muhasebesi ve Muhasebenin Krizi**”, http://www.tmsk.org.tr/makaleler/Diger/krizin_muhasebesi_ve_muhasebenin_krizi.pdf , (Erişim Tarihi:15.03.2011).

CLARK, Judith / COURCHANE, Marsha / HOLMES, Cynthia / SOMERVILLE, Tsur: “**The Subprime Crisis Weathering the Storm in the U.S., Canada and**

Australia”,http://cuer.sauder.ubc.ca/download/research/working/201003_subprime%20Tsur.pdf, (Erişim Tarihi:18.12.2011).

COX, Berkeley / GREEN, Jeremy: **“Securitization in Australia”**,
http://www.globalsecuritisation.com/08_GBP/GBP_GSSF08_091_098_Australia.pdf
(Erişim Tarihi:18.12.2011).

DAWSON, Blake: **“The International Comparative Legal Guide to: Securitisation in Australia”**,
<http://www.iclg.co.uk/khadmin/Publications/pdf/4450.pdf> , (Erişim Tarihi: 10.01.2012).

DEMİR, Faruk / KARABIYIK, Ayşe / ERMİŞOĞLU, Emine / KÜÇÜK, Ayhan: **“ABD Mortgage Krizi”**, Sayı:3, 2008, <http://www.bddk.org.tr> , (Erişim Tarihi:15.09.2010).

DEMİR, Faruk / KARABIYIK, Ayşe / KARAKOYUNLU, Murat: **“Küresel Kriz İngiltere Tecrübesi”** , Sayı:4, 2009, <http://www.bddk.org.tr> , (Erişim Tarihi:15.12.2011).

DOĞRU, Halil: **“Basel II ve IAS 39 Muhasebe Standardı Çerçevesinde Menkul Kıymetleştirme İşleminin Türkiye’de Banka ve Diğer Kaynak şirketlerin Bilanço ve Sermaye Yeterliliği Yükümlölüklerine Etkileri”**, İstanbul, Bankacılar Dergisi, s.44-58, Sayı:62, 2007.

DWIGHT, Jaffee: **“Securitization in European Mortgage Markets”**,
www.facultv.haas.berkeley.edu , (Erişim Tarihi:10.10. 2009).

ERDOĞAN, Meltem: **“Bankacılık Sektöründe Asimetrik Bilgi: Sorunlar ve Çözüm Önerileri”**,s.-1-20, Sayı:20, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 2008.

ERDÖNMEZ, Pelin A.: **“Aktif Menkul Kıymetleştirmesi”**, İstanbul, Bankacılar Dergisi, Sayı:57, 2006.

GORAJEK, Adam / TURNER, Grant: **“Australian Bank Capital and the Regulatory Framework”**

<http://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2010/sep/pdf/bu-0910-6.pdf>, (Erişim Tarihi: 10.01.2012).

HEPŐEN, Ali: “İpotek Piyasası ve Karşılaşılan Riskler”, 2007 http://www.alomaliye.com/2007/ali_hepsen_ipotek.htm (Erişim Tarihi: 15.04.2010).

HEPŐEN, Ali: “Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması”, İstanbul Ticaret Odası Yayın No: 13, 2005.

INA, Hirokazu: “Securitization in Japan”, http://www.globalsecuritisation.com/08_GBP/GBP_GSSF08_109_116_Japan.pdf , (Erişim Tarihi: 16.12.2011).

LAKSMAN, Alles: “Asset Securitization and Structured Financing: Future Prospects and Challenges for Emerging Market Countries”, www.imf.org (Erişim Tarihi: 10.11.2009).

LEA, Michael: “International Comparison of Mortgage Product Offerings” , http://www.housingamerica.org/RIHA/RIHA/Publications/74023_10122_Research_RIHA_Lea_Report.pdf , (Erişim Tarihi: 19.12.2011).

ODAIRA, Noritsugu / TAKADO, Shuichiro: “Update on Japan’s Securitization Market Initiatives to Enhance the Transparency and Traceability of Information”, <http://www.crefc.org/assetlibrary/e5961271-ea58-430f-9942-f3fb222f2d3a/918b4f2e8f2342778832abbbfd3b1e064.pdf> , (Erişim Tarihi: 03.01.2012).

PARLAKKAYA, Raif / ÇETİN, Hüseyin: “Gerçeğe Uygun Değer Muhasebesi Finansal Krizlerin Sebebi mi Yoksa Habercisi mi?”, http://www.asmmmo.org.tr/asmmmo/files_yayinlar/file_5.pdf , (Erişim Tarihi: 30.08.2011).

ROBERTS, Charles / DOWNEY, Conor / LANNING, Ron / SHIN, Diego: “Retention Requirements for ABS — The New Regulatory Landscape in the

U.S. and Europe” , <http://www.paulhastings.com/assets/publications/1641.pdf> , (Erişim Tarihi: 06.01.2012).

ROSENBLATT, Marty / JOHNSON, Jim: **“Securitization Accounting Under FASB 140”**, http://www.securitization.net/pdf/acc_fasb140.pdf ,(Erişim Tarihi: 20.11.2009).

MÜSLÜMOV, Alövsat / ARAS, Güler: **“Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Üzerine Etkileri”**, <http://www3.dogus.edu.tr/amuslumov/research/Article/Muslumov%20-%20Asimmetry%20-%20IF%20-%202004.pdf> , (Erişim Tarihi: 01.10.2010).

ÖZKAN, Mehmet / TERZİ, Serkan: **“Gerçeğe Uygun Değer Ölçümünün Uluslar arası Muhasebe Standartları ve Amerikan Muhasebe Standartları (SFAS) Açısındanİncelenmesi”**,<http://www.tmsk.org.tr/makaleler/FINANSAL%20ARACLAR/MEHMET%C3%96ZKAN-SERKANTERZ%C4%B0.pdf> (Erişim Tarihi: 02.12.2009).

ŞEN, Ali: **“Asimetrik Bilgi-Finansal Kriz İlişkisi”**, <http://sbe.dpu.edu.tr/14/1.pdf>, (Erişim Tarihi: 01.10.2010).

ŞİMGİ MUGAN, F.N.Can / HACİHASANOĞLU, Erk: **“Gerçeğe Uygun Değer ve Kriz: Tartışmalı İlişki”**, <http://www.ba.metu.edu.tr/~soytas/MARC%20WP/2010/Papers/MARC20101.pdf> , (Erişim Tarihi: 30.08.2011).

TAKASHI, Uematsu: **“The Financial Crisis and Real Estate Investment in Japan”**, http://www.tokiomarine-pim.com/en/market/report/e_report_090513.pdf , (Erişim Tarihi: 16.12.2011).

TERZİ, Serkan / KIYMETLİ ŞEN, İlker: **“Gerçeğe Uygun Değer Muhasebesi ve Finansal Kriz”**, (Çevrimiçi) <http://www.izsmmmo.com/DergiResimler/110.pdf> , (Erişim Tarihi: 15.01.2011.)

VINK, Dennis: **“Securitization: 10 lessons to remember”**, 2007, <http://www.google.com.tr/#hl=tr&source=hp&biw=1276&bih=597&q=Securitization>

[n%3A+10+lessons+to+remember&aq=f&aqi=&aql=&oq=&gs_rfai=&fp=bdfa763ef9e8dc69](http://www.spk.gov.tr/yayin.aspx?type=yay02) (Erişim Tarihi:20.10.2010).

UÇAK, Nizamettin: “**Gelecekteki Nakit Akımlarına Göre Menkul Kıymetleştirme**”, Ankara, SPK Yeterlik Etüdü, 2000.
<http://www.spk.gov.tr/yayin.aspx?type=yay02> , (Erişim Tarihi: 20.11.2009).

TEZLER

ADIGÜZEL, Burak: **İpotekli Sermaye Piyasası Araçları**, Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Hukuk Anabilim Dalı Özel Hukuk Bilim Dalı, İstanbul, 2003.

GULAMOV, Serdar: **İpotek Sisteminin Türkiye Sermaye Piyasasına Muhtemel Etkileri**, Yüksek Lisans Tezi, Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe ve Finansman Bilim Dalı, Bursa, 2007.

TURAN, Gökçe: **Menkul Kıymetleştirme ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler**, Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı, Ankara, 2009.

İNTERNET KAYNAKLARI

Association for Financial Markets in Europe, **Securitisation Data Report Q3:2010**, <http://www.afme.eu>, (Erişim Tarihi: 20.01.2011).

Australian Securities and Investment Commission, **Licensing: Securitizations**, [http://www.asic.gov.au/asic/pdf/lib.nsf/LookupByFileName/Securitisation_consultation_paper.pdf/\\$file/Securitisation_consultation_paper.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdf/lib.nsf/LookupByFileName/Securitisation_consultation_paper.pdf/$file/Securitisation_consultation_paper.pdf) , (Erişim Tarihi: 17.12.2011.)

Bank of Japan, **Principal Terms and Conditions for the Outright Purchases of Asset-Backed Securities**, http://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2003/data/mok0306b1.pdf , (Erişim Tarihi: 16.12.2011).

BDDK, **Bankaların Sermaye Yeterliliğinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik**, <http://www.bddk.org.tr>, (Erişim Tarihi: 20.02.2011).

BDDK, **Türk Bankacılık Sektörü İnteraktif Aylık Bülten**, <http://www.bddk.org.tr>, (Erişim Tarihi: 20.02.2011).

FASB, **Statement of Financial Accounting Standards No.157: Fair Value Measurements**, <http://www.fasb.org> , (Erişim Tarihi: 12.01.2011).

FASB, **Statement of Financial Accounting Standards No.140: Accounting for Transfers of Financial Assets**, <http://www.fasb.org> , (Erişim: 05.01.2011).

Financial Stability Board, **Thematic Review on Mortgage Underwriting and Origination Practices**, http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110318a.pdf , (Erişim Tarihi: 19.12.2011).

IASB Work Plan, <http://www.iasb.org> , (Erişim Tarihi: 20.12.2010).

International Finance Corporation, “**Securitizations**”, <http://www.ifc.org/ifcext/treasury.nsf/Content/Securitization>, (Erişim Tarihi: 11.09.2010).

İMKB Eğitim Seti, **Menkul Kıymetlere Yatırım** , İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, http://www.imkb.gov.tr/Libraries/Egitim_Setleri/menkul_k%C4%B1ymetlere_yat%C4%B1r%C4%B1m.sflb.ashx, (Erişim, 15.09.2010).

Japan Housing Finance Agency, <http://www.jhf.go.jp/english/> , (Erişim Tarihi: 16.12.2011).

Nomura Research Institute, **Current State of Japan’s Secritization Market**, <http://www.nri.co.jp/english/opinion/lakyara/2008/pdf/lkr200845.pdf> , (Erişim Tarihi: 16.12.2011).

Menkul Sermaye Gelirlerinin 2010 Yılı Vergi Rehberi, http://www.verginet.net/UserFiles/File/Menkul_SermayeGelirleri_Rehberi_2010.pdf (Erişim Tarihi: 20.02.2011).

TCMB, **2010 Yılı Finansal İstikrar Raporu**, <http://www.tcmb.gov.tr/>, (Erişim Tarihi: 25.02.2011).

TCMB, **Enflasyon Verileri**, <http://www.tcmb.gov.tr/>, (Erişim Tarihi: 20.01.2011).

TCMB, **Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın Duyurusu**, <http://www.tcmb.gov.tr/>, (Erişim Tarihi: 20.01.2011).

True Sale International, ABS Market in Germany, <http://www.tsi-gmbh.de/> , Erişim Tarihi: 15.12.2011.

Türkiye Kalkınma Bankası Ekonomik Gelişmeler Özet Değerlendirme Aylık Raporları (Temmuz 2008-Haziran 2009), <http://www.kalkinma.com.tr/> (Erişim Tarihi:31.03.2009).

Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu, **TMS/TFRS Yönetici Özetleri**, s.82, (Çevrimiçi),http://www.tmsk.org.tr/dosyalar/yoneticiozetleri/TMS_TFRS_Yoneticii_Ozetleri.pdf, (Erişim Tarihi: 28.12.2010).

Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu, **IASB'nin Finansal Krizden Doğan Konulara Yanıtı**, <http://www.tmsk.org.tr/>, (Erişim Tarihi: 15.01.2011).

Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu, **TMS 2: Stoklara İlişkin Türkiye Muhasebe Standardı**,
http://www.tmsk.org.tr/index.php?option=com_content&task=view&id=126&Itemid=69 , (Erişim Tarihi : 20.12.2010).

Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu, **TFRS 7: Finansal Araçlar: Açıklamalara İlişkin Türkiye Finansal Raporlama Standardı**,
http://www.tmsk.org.tr/index.php?option=com_content&task=view&id=126&Itemid=69 (Erişim Tarihi : 20.12.2010).

Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu, **TFRS 9: Finansal Araçlara İlişkin Türkiye Finansal Raporlama Standardı**,
http://www.tmsk.org.tr/index.php?option=com_content&task=view&id=126&Itemid=69 (Erişim Tarihi : 20.12.2010).

Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu, Finansal Araçlar: **TMS 39 Muhasebeleştirme ve Ölçmeye İlişkin Türkiye Muhasebe Standardı**,
http://www.tmsk.org.tr/index.php?option=com_content&task=view&id=126&Itemid=69 (Erişim Tarihi : 20.12.2010).

Risk Yönetimine İlişkin Esaslar,
http://www.isbank.com.tr/Userfiles/Pdf/riskyonetim_esaslarianapara.pdf, (Erişim Tarihi : 15.09.2010).

Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), **Global Securitization Update 2010**,
<http://www.sifma.org/research/item.aspx?id=8589934715> , (Erişim Tarihi : 16.12.2011).

Seküritizasyon ile İlgili Terimler,
http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/media/SF_Turkish_Glossary.pdf
(Erişim Tarihi: 02.12.2009).

Securitisatıon 2009, <http://www.thecityuk.com/assets/Uploads/Securitisatıon-2009.pdf> , (Erişim Tarihi: 16.12.2011).

Sorularla Basel III, <http://www.bddk.org.tr>, (Erişim Tarihi: 15.03.2011).

Structured Finance and Securitisation,
<http://www.practicallaw.com/crossborderhandbook5-500-0016> , (Erişim Tarihi: 10.01.2012).

ÖZET

Gerek bireysel gerekse kurumsal anlamda ihtiyaçların karşılanması, faaliyetlerin sürdürülmesi için optimum maliyetle kaynak sağlama fonksiyonu her zaman en temel belirleyici olmuştur. Türkiye ve dünyadaki gelişmeler ışığında, bireylerin ve toplumların ihtiyaçları, ekonominin gelişimine paralel olarak değişim göstermiştir. Özellikle 1970’li yıllardan sonra teknolojinin hızla değişmesi, sermaye piyasalarının gelişmesi ve küreselleşmesi sonucunda ihtiyaçlar farklılaşmış, bu ihtiyaçlar doğrultusunda finansal anlamda farklı türde araçlar ortaya çıkmıştır. Zaman zaman ekonomik krizlerin bir nedeni olarak gösterilse ve tartışılrsa da; finansal kurumlara kaynak temin etmesi, bireylerin kredi talebini karşılaması ve yatırımcılara daha az riskle daha yüksek getiri sağlayan bir araç olması gibi avantajlar sağlaması nedeniyle menkul kıymetleştirme uygulamalarına halen devam edilmektedir.

Menkul kıymetleştirme, en basit tanımıyla, likit olmayan ancak nakit akımı sağlayacak varlıkların alınıp satılabilir menkul kıymetlere dönüştürülmesi sürecidir. Bu süreçte şirketler yeni projeleri için fon temin ederken, yatırımcılar da tahvil veya hisse senedi gibi klasik menkul kıymetlerden farklı özelliklere sahip alternatif bir finansal araca yatırım yapmış olurlar. Süreçte varlık havuzuna sahip şirket ile bireysel ve kurumsal yatırımcıların yanı sıra kredi talebinde bulunanlar, özel amaçlı kurum, bağımsız denetim ve derecelendirme kuruluşları, sigorta şirketleri, bankalar gibi birçok aktör yer almaktadır. Uygulamada yer alan tarafların çokluğundan da anlaşılacağı üzere menkul kıymetleştirme uygulamaları, tarafların her birinin sistemde ayrı bir işleve sahip olduğu karmaşık bir süreçtir. Ayrıca sistemin işleyişi ile ilgili farklı yöntemler de mevcuttur.

Finansal piyasaların küreselleşmesiyle ve yaşanan son krizle standardize edilmeye çalışılan muhasebe düzenlemelerine rağmen menkul kıymetleştirme uygulamaları ülkelerin yasal düzenlemelerine, yatırım alışkanlıklarına, sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyine göre farklılıklar taşımaktadır. Bu farklılıkların en önemlilerinden birisi sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyidir. Bunun nedeni menkul kıymetleştirme uygulamalarında yer alan tarafların ve menkul kıymetleştirilen varlıkların sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ekonomilerde bu

gelişmişliğe paralel olarak çeşitlilik göstermesidir. Sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ekonomilerde menkul kıymetleştirme uygulamalarında rol oynayan tarafların sayısı artmakta ve bu doğrultuda işletmeler yeni fon yaratmak amacıyla bilanço dışı menkul kıymetleştirme uygulamalarını daha çok tercih etmektedir. Diğer taraftan sermaye piyasalarının etkin olmadığı ekonomilerde ikincil bir piyasanın bulunmaması ve bazı hukuki kısıtlamalar nedeniyle şirketler menkul kıymetleştirdikleri varlıkları bilançosundan çıkaramamaktadırlar.

Farklı taraflar, yöntemler ve farklı yapıya sahip sermaye piyasalarının olduğu bir uygulamada tüm tarafların çıkarlarının korunması için doğru kararların alınması da daha karmaşık bir hal almaktadır. Bu karmaşık süreci doğru yorumlamak ve doğru karar verebilmek açısından uygulamaların finansal tablolara doğru, tutarlı ve hatta standart bir şekilde yansımaları son derece önemlidir. Özellikle 2007 yılında ipotek krizi olarak başlayıp daha sonra küresel finans krizi haline dönüşen süreçte bu karmaşık uygulamaların finansal tablolara yansımaları daha fazla sorgulanmaya başlanmış; uygulamadaki sorunlarla ilgili tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de düzenlemeler yapılmıştır ve yapılmaya devam edilmektedir.

ABSTRACT

The function of providing a source with optimum cost is always the main determinant for meeting both individual and institutional needs and sustaining of the activities. In the light of developments in Turkey and the world, the needs of individuals and societies change in parallel with development of economy. Especially after the 1970s, as a result of rapid changes in technology, development and globalization of capital markets needs have become different and according to these needs, different types of tools have emerged in financial sense. Although, from time to time it is demonstrated and discussed as a result of economic crisis; securitization practices are still continuing, because it provides advantages such as resource for financial institutions, meeting the demand of individuals for credits and being a tool for investors that provide higher returns with less risk.

Securitization, with the simplest definition, is the process of converting the assets which are not liquid but provide cash flows, into marketable securities. In this process, while companies are obtaining funds for their new projects, investors are investing in an alternative instrument different than classic instruments such as bond and equity securities. In the process, besides companies with pool assets, individual and institutional investors, there are lots of actors such as those credit demand, special-purpose entities, independent auditors and rating agencies, insurance companies and banks. As can be understood from the large amount of parties in the practice, securitization is a complicated process, in which each party has a separate function. Also there are different methods available about the processing of the system.

In spite of globalization of financial markets and the attempt of standardizing the accounting regulations with the latest crisis, the securitization practices vary according to countries' legal arrangements, investment habits and development level of capital markets. One of the most important speciality of these differences is the development level of capital markets. This is because of the parties in the securitization practices and securitized assets vary in the economies with developed capital markets according to this development level. In the economies with developed capital market, the number of parties, which play role on securitization

practices, increases and in these direction enterprises, prefer off-balance sheet securitization practices more in order to create new fund. On the other hand, in the economies, in which capital markets are not efficient, because of the absence of a secondary market and some legal restrictions companies cannot write off securitized assets from their balance sheet.

In a practice, which has different parties, different methods and differently structured capital markets, making the right decision to protect the interests of every party would become more complicated. In terms of interpreting this complicated process correctly and being able to make the right decision, it is extremely important to reflect the applications consistently and even in a standard way in the financial tables. Especially after the crisis in 2007 which has started as a mortgage crisis and expanded to the global financial crisis, the reflection of these complicated applications in the financial tables is started to be discussed more; arrangements were made about the application problems in Turkey as well as all over the world and these arrangements are still continuing.