

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

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ALACAKLARIN MENKUL KIYMETLEŞTİRİLMESİ
VE
TÜRKİYE UYGULAMASI

EMRAH GENÇ

9625010777

TEZ DANIŞMANI

PROF. DR. HÜLYA TALU

İSTANBUL 2007

ALACAKLARIN MENKUL KIYMETLEŞTİRİLMESİ VE TÜRKİYE UYGULAMASI

EMRAH GENÇ

ÖZ

Finans piyasalarında ortaya çıkarılan yeniliklerden belki de en önemlilerinden bir tanesi menkul kıymetleştirme uygulamasıdır. Kurumların artan sermaye ihtiyaçları ve bu amaçla kendilerini fonlama zorunlulukları menkul kıymetleştirme uygulamalarını üzerinde önemle durulması gereken bir konu haline getirmiştir.

Ülkemizde ise uzun vadeye sahip ve ucuz maliyetli fonların eksikliği ciddi biçimde hissedilmektedir. Yürütölen bu çalışma ile, menkul kıymetleştirme temel mantığıyla ortaya konulmuş, verilen örneklerle de dünya ekonomisi için olduğu kadar Türkiye ekonomisine sağlayacağı katkılar da ortaya konulmaya çalışılmıştır.

ASSET BACKED SECURITIZATION AND TURKEY'S PRACTICE

EMRAH GENÇ

ABSTRACT

Securitization is, maybe one of the most important newness in the finance markets. Instutions have increasing needs of capital and with this purpose needs of funding became the securitization in to the important condition to be researched.

In our country absence of having long redemption dates and economical cost of the fund, needs this kind of applications. With the examples in these applications of the basic sense of securitization the contrubutions of the economy in the countries around the world as well as Turkish economy will tried to be told.

ÖNSÖZ

Kurumların, aktiflerinde bulunan varlıklarının nakit akımlarından faydalanarak bu varlıkları menkul kıymetlere dönüştürmesi süreci olan menkul kıymetleştirme uygulamaları 1970'lerden sonra genel dünya ekonomisi içerisinde söz sahibi olan en önemli finansal yeniliklerdendir. Bu uygulama sayesinde kurumlar ellerinde tuttukları likit olmayan varlıklarını likit hale dönüştürmekte ve bu sayede kullanabilecekleri yeni bir kaynak yaratmış olmaktadır.

Varlıkların menkul kıymete çevrilmesi yani menkul kıymetleştirme süreci içerisinde kendi konularında uzmanlaşmış bir çok kurum da yer almaktadır. Bu sayede menkul kıymetleştirme ile geleneksel kredi ilişkileri, yerini klasik anlamda aracılığın kalktığı birçok kurumun risk paylaşımı yaptığı sürece bırakmıştır.

Menkul kıymetleştirme uygulamalarında ipotekli kredi alacakları, otomobil kredileri, bireysel ve ticari müşteri kredileri, finansal kiralama alacakları, kredi kartı alacakları gibi tahmin edilebilir bir nakit akışı olan pek çok alacak türü konu edilmektedir. Bu çalışmada da menkul kıymetleştirme ile ilgili olarak genel yapı anlatılmış ve konunun daha iyi anlaşılmasına yardımcı olacak, ülkemizde Garanti Finansal Kiralama A.Ş. tarafından yapılmış yurtiçi finansal kiralama alacaklarına dayalı varlık havuzunun menkul kıymetleştirilmesine yönelik örneklerle de sürecin tam olarak anlaşılması sağlanmak istenmiştir.

Menkul kıymetleştirmenin Türkiye'de sağlıklı bir şekilde gelişebilmesi için yasal ve yapısal reformlar hızlıca tamamlanmalı menkul kıymetlerin birinci ve ikinci el piyasalarının geliştirilmesi gerekmektedir. Özellikle Türkiye'de finans sektörünün karşılaştığı temel sorunların ve mali risklerin çözümü için en uygun çözüm yollarından bir tanesi menkul kıymetleştirme uygulamaları olacaktır. Bir model olarak Garanti Finansal Kiralama A.Ş. uygulaması ile kurulması gereken yapı ve izlenilecek süreç bir örnek model olarak verilmeye çalışılmıştır.

Bu çalışmanın hazırlanmasında göstermiş olduğu değerli katkılarından dolayı danışmanlarım Prof. Dr. Bilgtay AKŐİT'e ve Prof. Dr. Hlyta TALU'ya teşekkür ederim.

Başta Prof. Dr. Dursun ARIKBOĞA olmak üzere İstanbül Üniversitesi İktisat Fakültesi İşletme Anabilim Dalı'nın tüm ğretim üyelerine teşekkür ederim.

Çalışma süresince verdikleri destekten ötürü Garanti Finansal Kiralama A.Ő.'den Emre ÖZER ve Altuğ TOKSÖZ'e, değerli yardımlarından dolayı Őiir DOLGUN ve Semih ÇINAR'a teşekkürü borç bilirim. Ayrıca annem Emine SÜTÇÜ'ye gösterdiği sabır ve anlayış için ne kadar teşekkür etsem azdır.

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	iii
ABSTRACT	iii
ÖNSÖZ.....	iv
İÇİNDEKİLER	vi
TABLO LİSTESİ	x
ŞEKİL LİSTESİ.....	xi
KISALTMALAR	xii
GİRİŞ	1
BÖLÜM 1 : MENKUL KIYMETLEŞTİRME	3
1.1. Menkul Kıymetleştirmenin Tanımı.....	3
1.2. Menkul Kıymetleştirme Sürecinde Yer Alan Taraflar.....	4
1.2.1. Kredi Veren Kurum.....	4
1.2.2. Hizmet Veren Firma	5
1.2.3. Özel Amaçlı Kurum	5
1.2.4. Sigorta Kuruluşu	6
1.2.5. Yatırım Bankaları	7
1.2.6. Güvence Mekanizmaları	8
1.2.6.1. İçsel Güvence Mekanizmaları	8
1.2.6.2 Dışsal Güvence Mekanizmaları	9
1.2.7. Kredi Derecelendirme Kuruluşları	10
1.2.8. Güvenilir Kişi - Yedd-i Emin.....	11
1.2.9. Yatırımcılar	12
1.2.10. Süreci Kolaylaştıran Taraflar	13
1.3. Menkul Kıymetleştirme'nin Taşıdığı Riskler	13
1.3.1. Faaliyet Riskleri	13
1.3.2. Finansal Riskler.....	13
1.3.2.1. Kredi Riski	13
1.3.2.2. Pazar ve Fiyat Riski	14
1.3.2.3. Erken Ödeme Riski	14
1.3.2.4. Faiz Oranı Riski	14
1.3.2.5. Kur Riski	15
1.3.2.6. Yeniden Yatırım Riski	15
1.3.3. Ülke ve Transfer Riski	15
1.3.4. Şeffaflık Riski	15
1.3.5. Vergisel Risk.....	16
1.3.6. Bilgilendirme Riski	16
1.4. Menkul Kıymetleştirme Kararının Alınması	16
1.5. Menkul Kıymetleştirmenin Temel Yapısı ve Unsurları.....	20
1.5.1. Alacak Havuzunun Oluşturulması ve Havuzun Özellikleri.....	23
1.5.2. Menkul Kıymetleştirmeye Konu Olan Alacak Türleri ve Özellikleri..	25
1.5.2.1. İpotekli Konut Kredileri.....	25
1.5.2.2. Otomobil Kredileri.....	26

1.5.2.3. Kredi Kartı Alacakları.....	27
1.5.2.4. Finansal Kiralama Alacakları.....	28
1.5.2.5. İhracat Kredileri	29
1.5.2.6. Gelecekte Oluşacak Nakit Akımları.....	30
1.5.2.7. Diğer.....	30
1.6. Menkul Kıymetleştirme Yöntemleri	31
1.6.1. Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler	32
1.6.1.1. Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetlerin Avantajları	36
1.6.1.2. Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetlerin Dezavantajları.....	37
1.6.2. Borçluluk İfade Eden Tahviller.....	37
1.6.2.1. Varlığa Dayalı Tahviller	37
1.6.2.2. Nakit Akımlı Tahviller	39
1.6.2.3. Borçluluk İfade Eden Tahvillerin Avantajları.....	42
1.6.2.4. Borçluluk İfade Eden Tahvillerin Dezavantajları	42
1.7. Menkul Kıymetleştirme Uygulamalarının Yararları	42
1.7.1. Kredi Veren Kurum Açısından Yararları.....	44
1.7.1.1 Oran İyileştirme	44
1.7.1.2. Sermaye Maliyetini Azaltma.....	45
1.7.1.3. Alternatif Fon Kaynağı Yaratma.....	45
1.7.1.4. Varlık Likidite Uyumunu Düzenleme.....	46
1.7.1.5. Risk Yönetimi ve Risk Aktarımı.....	46
1.7.1.6. İşlem Hacmini Genişletme.....	46
1.7.1.7. Risksiz Ücret Geliri Sağlama	47
1.7.1.8. Ucuz Kaynak Sağlama	47
1.7.1.9. Yönetimde Serbestlik Sağlama	47
1.7.2. Kredi Borçluları Açısından Yararları.....	48
1.7.3. Yatırımcılar Açısından Yararları.....	48
1.7.4. Diğer Taraflar Açısından Yararları	49
1.8. Menkul Kıymetleştirmenin Dezavantajları.....	50
1.8.1. Kredi Veren Kurum Açısından Dezavantajları.....	50
1.8.2. Yatırımcılar Açısından Dezavantajları.....	51
1.8.3. Finansal Sistem Açısından Dezavantajları.....	51

BÖLÜM 2 : DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE MENKUL KIYMETLEŞTİRME UYGULAMALARI.....53

2.1. Menkul Kıymetleştirmenin Ortaya Çıkışını ve Gelişimini Etkileyen Sebepler.....	53
2.1.1. Enflasyon ve Faiz Oranlarındaki Dalgalanmaların Artışı.....	56
2.1.1.1. Değişken Oranlı Borç Araçlarının Ortaya Çıkışı.....	57
2.1.1.2. Finansal Piyasalardaki Vadeli İşlem Piyasalarının Varlığı	57
2.1.1.3. Borç Araçları İçin Opsiyon Piyasalarının Ortaya Çıkışı.....	58
2.1.2. Yasal Düzenlemelerdeki Değişiklikler	58
2.1.3. Vergi Kanunlarındaki Değişiklikler	59
2.1.4. Teknolojideki Gelişmeler.....	59
2.1.5. Finansal Piyasaların Globalleşmesi.....	60
2.1.6. Ekonomik Büyümenin Hızlanması	60
2.1.7. Piyasa Etkinliği Üzerinde Yapılan Akademik Çalışmalar	61

2.1.8. Finansal Piyasalarda Görülen Deregülasyon ve Reregülasyon.....	
Olguları	61
2.1.9. Finansal Aracılığın Önemini Kaybetmesi.....	61
2.1.10. Basel Bankacılık Denetim Komitesi Sermaye Denetim Komitesi Sermaye Ölçümü ve Sermaye Standartlarının Uluslararası Düzeyde Uyumlaştırılması	63
2.2. Dünyada ve Türkiye’de Menkul Kıymetleştirme	63
2.2.1. ABD’de Menkul Kıymetleştirme.....	64
2.2.2. Avrupa’da Menkul Kıymetleştirme	66
2.2.3. Japonya ve Çin’de Menkul Kıymetleştirme.....	68
2.2.4. Gelişmekte Olan Piyasalarda Menkul Kıymetleştirme.....	68
2.2.5. Gelişmekte Olan Piyasalarda Menkul Kıymetleştirme Uygulamalarına 2004 Yılında En Başarılı Uygulama Seçilmiş Bir Örnek	69
2.2.6. Türkiye’de Menkul Kıymetleştirme.....	72

BÖLÜM 3 : TÜRKİYE’DE YAPILMIŞ ÖRNEK UYGULAMA: GARANTİ FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.’NİN FİNANSAL KİRALAMA ALACAKLARI HAVUZU VASITASIYLA YAPTIĞI MENKUL KIYMETLEŞTİRME 81

3.1. Uygulamanın Yapısı ve Süreç.....	81
3.2. Uygulamanın Tarafları	84
3.3. Alacak Havuzunun Oluşturulması	85
3.4. IFC Kredileri	86
3.5. Kredi Derecelendirme Mantığı	87
3.6. International Finance Corporation (IFC)’nin Rolü	89
3.7. Garanti Finansal Kiralama A.Ş.’nin Yapı İçindeki Görevi.....	90
3.8. Garanti Bankası A.Ş.’nin Yapı İçindeki Görevi.	90
3.9. Garanti Leasing IFC Finance Limited ve Hisse Senetleri.....	91
3.10. The Bank Of New York’un Yapı İçindeki Görevi.....	92
3.11. Garanti Finansal Kiralama A.Ş.’de Muhasebe Süreci	92
3.12. Uygulamanın Avantajları	93
3.12.1. Kredi Veren Kurum Olan Garanti Finansal Kiralama A.Ş. Açısından Uygulamanın Avantajları.....	93
3.12.2. Diğer Taraflar Açısından Avantajları.....	95
3.13. Uygulamanın Dezavantajları.....	96
3.13.1. Kredi Veren Kurum Olan Garanti Finansal Kiralama A.Ş. Açısından Uygulamanın Dezavantajları	96
3.13.2. Diğer Taraflar Açısından Dezavantajları	97

SONUÇ VE ÖNERİLER..... 99

KAYNAKÇA 104

EK : THE BANK OF NEW YORK TARAFINDAN HAZIRLANAN BİLGİLENDİRME RAPORU..... i

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1: Menkul Kıymetleştirmede Stratejik Planlama Unsurları.....	19
Şekil 2: Menkul Kıymetleştirme Amaçları	19
Şekil 3: Basit Bir Menkul Kıymetleştirme Yapısı	23
Şekil 4: Menkul Kıymetleştirme Yöntemleri Karşılaştırması.....	31
Şekil 5: Ödeme Aktarmalı Menkulleştirme Yapısı.....	35
Şekil 6: Ödeme Aktarmalı Yapıda Nakit Akışları	36
Şekil 7: Nakit Aktarmalı Menkulleştirme Yapısı.....	41
Şekil 8: Nakit Akımlı Yapıda Nakit Akışları.....	41
Şekil 9: Garanti Finansal Kiralama A.Ş. Tarafından Yapılan Menkulleştirme Süreci	82

KISALTMALAR

A.g.e.	: Adı Geçen Eser
A.e.	: Aynı Eser
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
DCR	: Duff & Phelps Credit Rating Co.
FHA	: Federal Housing Administration
FHLMC	: Federal Home Loan Mortgage Federation (Freddie Mac)
FNMA	: Federal Housing Mortgage Association (Fannie Mae)
GB	: Garanti Bankası A.ř.
GL	: Garanti Finansal Kiralama A.ř.
GNMA	: Government National Mortgage Association (Ginnie Mae)
HOLC	: Home Owner’s Loan Corporation
IAS	: International Accounting Standards
IMF	: International Monetary Fund
IFC	: International Finance Corporation
VA	: Veteran’s Administration
VDMK	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler
VDT	: Varlığa Dayalı Tahviller
VUK	: Vergi Usul Kanunu

GİRİŞ

Finansal piyasalarda, yeniliklerin gelişimi ile birlikte bir çok farklı enstrüman ortaya çıkmıştır. Varlıkların menkul kıymetlere çevrilmesi olan menkul kıymetleştirme uygulamaları da son yıllarda finans piyasasının en çok ilgi gösterdiği yatırım araçlarından birisi olmuştur. Ülkemizde ise 1980'lerden sonra başlayan ekonomik değişimle birlikte finansal yaşamımızda ürün çeşitlemesi artmış bir çok farklı yeni ürün kullanılmaya başlanmıştır. Ancak menkul kıymetleştirme uygulamaları ülkemiz açısından henüz yeteri kadar uygulanan bir ürün değildir. Özellikle IMF tarafından Türkiye'deki şirket bilançolarının güçlendirilmesi gerektiği yönündeki ikazlar, menkul kıymetleştirme uygulamalarının Türk ekonomisi açısından, üzerinde önemle durulması gerektiğini göstermektedir.

Menkul kıymetleştirme konusunun ele alınıp bir tez olarak işlenmesindeki amaç, menkul kıymetleştirme kavramının tanımlamalarını yaparak, sürece dahil kurumları tanıtmak, işleyişini ve çeşitlerini ortaya koymak, verilen örnekler yardımıyla da menkul kıymetleştirmeyi genel olarak tanıtmak ve avantajları ile dezavantajlarını ortaya çıkarabilmektir. Bir yüksek lisans tezinin doğası gereği araştırmalar yapılmış, konu ile ilgili olarak yabancı ve yerli kaynaklar kullanılmış, gelişen internet teknolojisi ile elektronik tarama yoluyla kaynaklardan yararlanılmış, Türkiye ile ilgili bir uygulama örneği olarak geçen olayda süreçte birebir bulunan kişilerle yapı hakkında fikir alışverişi gerçekleştirilmiştir. Yabancı dilden yapılan çevirilerde cümlenin genel anlatımından yola çıkılarak ifadeler yer verilmiş kelimelerin salt anlamlarına bağlı kalınmamıştır.

Tezin oluşturulmasında üç ana bölümden yararlanılmıştır.

Birinci bölümde menkul kıymetleştirme genel yapısıyla ortaya konulmaya çalışılmıştır. Bunun için menkul kıymetleştirme kavramı ile ne ifade edildiği, sürece katılan taraflar, menkul kıymetleştirmeye konu olan alacaklar, menkul kıymetleştirme yöntemleri ile sürecin nasıl başlayıp nasıl devam ettiği konuları anlatılmaya çalışılmıştır.

İkinci bölümde menkul kıymetleştirmenin ortaya çıkışını ve gelişimini sağlayan sebepler ortaya konularak, menkul kıymetleştirmenin neden günümüz dünyasında finansal piyasalarda adından sıkça söz ettiren bir gelişme olduğu tam olarak ortaya konulmaya çalışılmıştır. Konunun dünyada uygulama alanlarını daha iyi ortaya koyabilmek için gelişmiş piyasaların ve gelişmekte olan ülkelerin menkul kıymetleştirme uygulamalarına bakışı değerlendirilmiştir. Aynı bölümde Türkiye uygulamaları ele alınmıştır. Türkiye'deki ekonominin son yıllardaki genel durumu hakkında bir değerlendirme yapılmış, varlığa dayalı menkul kıymetlere ilişkin tebliğler ve varlığa dayalı menkul kıymetler hakkında bilgi verilmiştir.

Nihayetinde üçüncü bölümde Türkiye'deki yurtiçi alacakların yurt dışındaki yatırımcılara satılmasıyla ilgili gerçek bir menkul kıymetleştirme örneği verilmiş ve bu örnekle menkul kıymetleştirmenin, tam olarak avantajlı ve dezavantajlı yönleriyle birlikte ortaya konulması ve anlaşılması amaçlanmıştır.

Bu çalışma ile menkul kıymetleştirme kavramı bir bütün olarak ele alınarak, yapısı, yöntemleri ve uygulanabilirliği, faydalı ve riskli yönleri anlatılmak istenilmiştir.

BÖLÜM 1 : MENKUL KIYMETLEŞTİRME

Günümüz finans dünyasında artan sermaye ve fon ihtiyaçları birçok alternatif yeniliği ortaya çıkarmıştır. Para ve sermaye piyasası araçları arasında çeşitlilik artmış, kaynakların daha etkin ve etkili kullanımı için kurumlar, beklentilerine göre yeni uygulamalardan yararlanma yoluna gitmişlerdir. Özellikle 1970’lerden sonra yoğun bir uygulama alanı bulan menkul kıymetleştirme uygulamaları, sermaye piyasası araçları içerisinde en dikkat çekici yeniliklerden bir tanesi olarak göze çarpmaktadır. Bu bölümde, menkul kıymetleştirmeyi, tanımı, özellikleri, çeşitleri ve sahip olduğu avantajlar ile dezavantajları belirterek incelemeye çalışacağız.

1.1. Menkul Kıymetleştirmenin Tanımı

Sermaye piyasası araçlarından biri olan menkul kıymetleştirme, klasik borçlanma ve kredi verme yöntemlerini değişime zorlayan, özellikle sermaye yetersizliği çeken gelişmekte olan piyasalarda yoğun bir uygulama alanı bulmuş olan finansal bir yeniliktir. Menkul kıymetleştirmenin tanımına bakacak olursak, en basit anlatımı ile menkul kıymetleştirme, varlıklar havuzu oluşturulması, bu havuza dayalı finansal varlıkların satışı ve bu varlıklardan doğan nakit akışlarına dayanarak hisse senedi ihraç etme yöntemidir.¹ Özel olarak menkul kıymetleştirme, değişik kredibilitedeki pazarlanma yeteneği olmayan varlıkların nakit akımlarından bağımsız olarak nakit akımlarına sahip , kredibilitesi oldukça yüksek, likit borçlanma senetleri olarak yeniden paketlenmesidir.²

Oluşturulan bu süreci, bir işletmenin bilançosunda bulunan likit olmayan, ancak, belirli bir getiri sağlayan varlıkların benzer nitelikte olanlarını bir araya toplayarak, kendisinin ya da bu amaç doğrultusunda kurulmuş olan bir kurumun vasıtasıyla alınıp satılabilir menkul kıymetler şekline dönüştürmesi, sermaye piyasalarına bu alacak havuzuna dayalı menkul kıymet ihraç etmesi ve ödemelerin, bu havuzdaki alacakların geri ödemesiyle finanse edilmesi şeklinde özetleyebiliriz. Bu yöntem sayesinde işletmeler, varlıklardan elde edilecek gelecekteki nakit

¹ International Finance Corporation, “**Structured Finance: Securitization**”, (Çevrimiçi), <http://www.ifc.org.ifctext/treasury.nsf/Content/Securitization>, Erişim,30 Temmuz 2006.

² Gürman Tevfik, “**Varlıkları Menkul Kıymet Haline Dönüştürme**”, İstanbul, 1995, İstanbul Üniversitesi Merkez Kütüphanesi, s.1.

akımlara dayalı ekonomik faydalar karşılığında yatırımcılardan doğrudan ve düşük maliyetle fon temin edebilme imkanına kavuşmaktadırlar. Özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki kurumlar kredi derecelerini kendi ülke derecelerine göre daha arttırarak uluslararası sermaye piyasalarından daha kolay fonlama yapma imkanına kavuşurlar.³

Menkul kıymetleştirme sayesinde, finansal kurumlar ve piyasalar arasındaki rekabeti arttırmak, finansal olmayan kurumlarında finansal hizmetler sunmalarına imkan vermek, direkt ve endirekt finansman arasındaki ayrımı ortadan kaldırmak yoluyla fon arzında esaslı etkiler sağlanması gibi yenilikler finans dünyasına girmiştir. Menkul kıymetleştirme ile, borçlanma esnasında, daha az etkili, yüksek maliyetli finansal araçların, çok etkili sermaye piyasaları ile ikame edilmesi olanağı ortaya çıkmıştır.⁴

1.2. Menkul Kıymetleştirme Sürecinde Yer Alan Taraflar

Menkul kıymetleştirme yapısının işleyebilmesi için, bu sürecin içinde yer alan aktif oyunculara gereksinim vardır. Bu oyuncular, kredi veren kurum, hizmet veren firma, özel amaçlı kurum, sigorta kurumu, yatırım bankaları, güvence mekanizmaları, derecelendirme kuruluşları, güvenilir kişi, yatırımcılar ve sistemi kolaylaştıran diğer unsurlardır. Şimdi bu kavramları ayrıntılı bir biçimde inceleyelim.

1.2.1. Kredi Veren Kurum

Kredi veren kurum menkul kıymetleştirme uygulamalarında, menkul kıymetleştirilecek havuzu oluşturan bu havuza hizmet veren bu varlıkları satan veya teminat olarak kullanan kurumdur. Otomobil üreticileri, ticari bankalar, ipotek kurumları, bilgisayar şirketleri, havayolları şirketleri, sigorta firmaları ve menkul kıymet firmaları ile diğer birtakım finansal kurumlar kredi veren kurumlara örnek

³ International Monetary Fund, Finance & Development, “**Securitization of Future Flow Receivables: A Usefull Tool For Developing Countries**”, (Çevrimiçi), <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/03/ketkar.htm>, Erişim, 09 Ekim 2006.

⁴ Değer Alper, “**Uluslararası Menkulleştirme ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulamalar**”, T.C. Uludağ Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi, Bursa 1999 s.5.

olarak gösterilebilirler.⁵ En basit tanımı ile kredi veren kurumlar, elinde varlığa dayalı menkul kıymet olarak kullanılabilir varlıkları bilançosunda bulunduran kurumdur.⁶ Kredi veren kurum zaman içinde açmış olduğu veya ikincil piyasalardan satın aldığı kredilerle varlığa dayalı menkul kıymetlerin dayanağı olan alacak havuzunu oluşturmakta ve bu havuzu, menkul kıymet ihraç etmesi için özel amaçlı kuruma satmakta veya devretmektedir. Böylece varlıkların kredi riski ile kredi veren kurumun kredi riski birbirinden ayrılır. Kredi veren kurum ayrıca sağladığı bu hizmetlerin karşılığında servis ücreti almaktadır.

1.2.2. Hizmet Veren Firma

Kredi veren firma yada kredi veren firmaya bağlı olan, kredilerin satılması ve teminat olarak kullanılmasında servis hizmeti gösteren firmadır. Hizmet veren firma varlıkların yönetiminden ve bu varlıkların gelecekteki nakit akımlarının sağlanmasından yükümlüdür. Havuzun anapara ve faiz ödemelerini sağlamak sorumluluklarıdır ve bu sorumluluk hizmet veren firmaya olası kusurlu alacakların sorunlarını giderme görevini vermektedir. Hizmet veren firmalar güvenilir kişiye ve diğer hisse senedi sahiplerine varlık havuzuna ait aylık ve yıllık raporlar hazırlamak zorundadırlar. Bu raporlar belge sahiplerine gönderilmeden önce güvenilir kişi tarafından havuzun genel şartlarına ve hizmet anlaşmasına uygunluğu denetlenir.⁷

Basitçe hizmet veren firma, menkul kıymetleştirilen aktif portföyünü yöneten taraftır. Portföyün izlenmesinden, portföye ilişkin anapara ve faiz ödemelerinin toplanarak özel amaçlı kuruma iletilmesinden sorumludur.⁸

1.2.3. Özel Amaçlı Kurum

Menkul kıymetleştirme uygulamalarında kullanılacak varlıkları devralıp, bu varlıklar karşılığında menkul kıymet ihraç ederek, menkul kıymetleştirme işlemini gerçekleştirmek amacıyla kurulan kurumdur.

⁵ Christine A. Pavel, “**Securitization**”, Probus Publishing, Chicago, Illinois, 1989, s.22.

⁶ Nizamettin Uçak, “Gelecekteki Nakit Akımlarına Dayalı Menkul Kıymetleştirme”, Sermaye Piyasası Kurulu, Ortaklıklar Finansmanı Dairesi, **Yeterlilik Etüdü**, 2000, s.4.

⁷ Christine A. Pavel, **a.g.e.**, s.23.

⁸ Nurcan Öcal, “**Türkiye’ de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri**”, Sermaye Piyasası Kurulu, 1997, s.13.

Menkul kıymetleştirme uygulamalarında, varlığa dayalı menkul kıymetler genelde yatırımcılara direkt olarak satılmaz. Bu amaçla kanal görevi görecek ve iflas riskinden bağımsız bir finans kurumuna ilkin satışı yapılır. Özel amaçlı kurumlar birçok farklı kurumdan menkul kıymetleri alarak bunları yatırımcılara satarlar. Özel amaçlı kurumlar, şirketlerin tek başlarına paketleyemedikleri varlığa dayalı menkul kıymetlerin satışını yapabilmesi için gereklidirler.⁹

Özel amaçlı kurum, kredi veren kurumdan alacakları iskontolu devir alıp, yatırımcılara da aynı şekilde devrettiği için alacağın nominal değeri ile iskontolu değeri arasındaki farklar, özel amaçlı kurumun ve yatırımcıların brüt gelirlerini oluşturmaktadır.¹⁰

Kredi veren kurumun, bilançosunda bulunan varlıklarını menkul kıymet haline dönüştürüp, bunları doğrudan satması söz konusu olamamaktadır.¹¹ Yatırımcıları korumak ve de kredi veren kurum ile varlıkların kredi risklerini birbirinden ayırmak amacıyla özel amaçlı kuruma ihtiyaç duyulmaktadır. Özel amaçlı kurum iflas riskinden arındırılmış bir yapıya sahiptir ve kaynak firmadan satın veya devir aldığı varlıklar karşılığında menkul kıymet ihraç eder ve yatırımcılara satar. Adından da anlaşıldığı gibi sınırlı bir amacı vardır ve bu amaç, varlığa dayalı menkul kıymeti ihraç etmektir. Bunun dışında herhangi bir faaliyeti yoktur.¹²

1.2.4. Sigorta Kuruluşu

Menkul kıymetleştirilen kredi havuzunun riskini ve menkul kıymetlere ilişkin faizleri sigorta eden kuruluşur.

Sigorta kuruluşlarının menkul kıymetleştirme piyasalarındaki etkinliği iki farklı açıdan ele alınabilir. Birincisi, sigortacılık ürünlerinin piyasalarda kullanılarak, piyasada varolan risklerin ortadan kaldırılmasıdır. Sigorta kurumları kredi alan kişi yada kurumu sigorta ederek kredi ödemelerinin devamlılığını

⁹ Christine A. Pavel, **a.g.e.**, s.25.

¹⁰ Cevat Sarıkamış, “**Sermaye Pazarları**”, Alfa Yayınları 213, Kasım 2000, s.60

¹¹ Pelin Ataman Erdönmez, “Aktif Menkul Kıymetleştirme”, Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılık ve Araştırma Grubu, **Bankacılar Dergisi**, Sayı: 57, s.76.

¹² Nurcan Öcal, **a.g.e.**, s.14.

sağlamaktadırlar. Bu sayede kredi akışlarının sürekliliği sağlanmakta, kredi veren kurumun karşılaşacağı ödenmeme riski ortadan kalkmaktadır. Kredi geri ödemelerindeki sürekliliği sağlamaya yönelik uygulamalardan birisi de kredi veren kurumun sigorta ettirilmesidir. Sigorta şirketlerinin piyasadaki ikinci etkinliği de, piyasa ürünlerine yatırım yapmak suretiyle, piyasaya kaynak sağlayarak, piyasanın likiditesini arttırmaya yönelik fonksiyonlarıdır.¹³

Anapara ve faizlerin ödenmeme riskine karşı sigorta şirketinin hizmet verdiği kuruluş özel amaçlı kurumdur.¹⁴

1.2.5. Yatırım Bankaları

Yatırım bankaları temel olarak servis veren firmaların ajanı gibi davranarak, menkul kıymetleri satan firmayı doğru alıcılarla buluşturma amacını taşırlar.¹⁵

Yatırım bankası fiyatlamadan ve menkul kıymetlerin yatırımcıya pazarlanmasından sorumludur. Bu kurumlar, sahip oldukları sektörel ilişkiler nedeniyle pazarın durumu ve menkul kıymetlerin fiyatları konularında danışmanlık hizmeti verirler.

Özel amaçlı kurum tarafından ihraç sırasında oluşturulması planlanan sınıfların yapılandırılmasında, arzlarının fiyatlandırılmasında ve kurumsal yatırımcıların ihtiyaçlarına uygun menkul kıymetlerin oluşturulmasında yatırım bankalarının oldukça önemli rolü vardır.

Yatırım bankaları menkul kıymetlerin halka arzında aracılık yüklenicisi olarak çalışacaklar ise, özel amaçlı kurumdan menkul kıymetleri halka arz etmek üzere satın alırlar. Yatırım bankaları halka arzda yüklenim riski taşıdıkları için, bunların aracılık komisyonları da yüksektir.

Eğer yatırım bankaları menkul kıymetlerin doğrudan satışında görev alacaklar ise, bu durumda menkul kıymetleri satın alıp yeniden satmak yerine, özel

¹³ Kürşat Yalçınar, “**İpotek Karşılığı Menkulleştirilmiş Krediler**”, Gazi Kitapevi, 2006, s.61.

¹⁴ Nurten Yıldırım, “**Menkul Kıymetleştirme**”, T.C. Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, Ankara 1996, s.6.

¹⁵ Christine A. Pavel, **a.g.e.**, s.25.

amaçlı kurum ile yatırımcıları bir araya getirmek için aracılık yaparlar. Bu yöntemde düşük hacimli satışlar ile az sayıdaki yatırımcıya ulaşmasından ötürü, ihraççı kurum yatırımcılara yüksek faiz primi ödemektedir.

1.2.6. Güvence Mekanizmaları

Güvence mekanizmaları menkul kıymetlerin üzerindeki kredi riskini azaltmak için bir araçtır. Kredi kayıplarına karşın ile menkul kıymetlerin kredi derecesi arttırılmaya çalışılmaktadır ki bu da menkul kıymetlerin fiyatının yükselmesi ve pazarlanabilmesi için önemlidir.¹⁶

Varlığa dayalı menkul kıymet ihracında kredi riskini azaltmak, menkul kıymetin daha yüksek dereceleme almasını sağlamak, pazarlama gücünü arttırmak amacıyla geliştirilmiş bir takım güvence mekanizmaları bulunmaktadır. Bunları içsel güvence mekanizmaları ve dışsal güvence mekanizmaları olarak iki ana grupta toplamak mümkündür.

Özel amaçlı kurum tarafından sağlanan içsel güvence mekanizmaları, fazla teminatlandırma, ödeme öncelikli sistem, menkulleştirme katkı payı hesabı ve menkulleştirme yedekleri hesabıdır. Sigorta şirketleri, güçlü işletmeler ya da bankalar tarafından sağlanan dışsal güvence mekanizmaları ise, destekleme kredisi, satıcı garantisi ve kefalet senetleri şeklindedir.¹⁷

Özet olarak belirtilen bu güvence mekanizmaları kavramlarını, ayrıntılı bir şekilde inceleyelim.

1.2.6.1. İçsel Güvence Mekanizmaları

İçsel güvence mekanizmaları menkul kıymetleştirmeye konu olan varlıklardan gelen nakit akımları kullanılarak yapılan değer zenginleştirme yöntemleridir.

¹⁶ Christine A. Pavel, **a.g.e.**, s.29

¹⁷ Turan Korkmaz, Ali Ceylan, “**Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**” ,Ekin Kitapevi, 2006, s.639.

Aşırı teminatlandırma, menkul kıymetleştirme uygulamalarında kullanılan en bilinen zenginleştirme yöntemidir. Menkul kıymetin nominal değerinden daha fazla teminat bulundurulmasıdır. Yatırımcı bu sayede alacakların tahsil edilememe riskinden, bunların vadeden önce ödenme riskinden ve piyasa değerindeki düşüşlerden korunmaktadır.

Ödeme öncelikli sistemde, tek bir varlık havuzundan, havuzun riskinin daha etkili şekilde tahsis edilerek fiyatlanabilmesi için, farklı vade faiz ve anapara vadesine sahip, birincil sınıf ve ikincil sınıf menkul kıymetler yaratılır. Birincil sınıf menkul kıymetler, ödemelerden ilk yararlanırlar. İkincil sınıf menkul kıymetler ödemede ikinci sırada yer alırlar, birincil sınıfları desteklemek için oluşturulmuş daha düşük kredibiliteye sahip varlıklardır. Birincil sınıf hisse senetlerine ödemelerin tamamı yapılmadan, ikincil sınıf hisse senetlerine herhangi bir ödeme yapılmamaktadır.

Menkul kıymetleştirme katkı payı hesabı, menkul kıymetin teminatı olan varlıklardan sağlanan nakit akımlarının yatırımcılara ödenecek tutarın altında kalması durumunda, aradaki farkın karşılanabilmesi amacıyla oluşturulan fondur. Varlığa dayalı menkul kıymetlere ait ödemeler yapıldıktan sonra, kalan tutarın toplandığı hesaptır. Bu hesapta toplanan nakitler, bir sorun ile karşılaşıldığında, yatırımcılara ödemelerin tam ve eksiksiz olarak yapılmasında kullanılmaktadır.

Menkulleştirme özel yedekler hesabı ise, kredi veren kurumun, ihracın başında işlem boyunca oluşabilecek kayıpların karşılanması amacıyla özel bir yedek hesap oluşturmasıdır. Oluşan nakit fazlalıkları ile karşılanmakta ve ödemelerde oluşacak aksaklıklarda devreye girmektedir.¹⁸

1.2.6.2 Dışsal Güvence Mekanizmaları

Dışsal güvence mekanizması kurumları banka ya da sigorta şirketleri ön plana çıkarlar. Dışsal güvence mekanizmaları olarak, destekleme kredisi, bankalar tarafından sağlanan, anaparanın sabit bir oranı veya azalan anapara bakiyesinin bir yüzdesi kadar zararı kapatırlar. Satıcı garantör, güçlü olan işletmeler tarafından

¹⁸ Turan Korkmaz, Ali Ceylan, **a.g.e.**, s.640.

sağlanan, anaparanın sabit bir oranı veya azalan anapara bakiyesinin bir yüzdesi kadar zararı kapatan garantilerdir. Kefalet senedi veya havuz sigortası, ihraççı, kefalet senetleri karşılığında menkul kıymetin dayandığı havuzu sigorta ettirmektedir. Böylece kurum, menkul kıymetin teminatı olan alacaklara ilişkin ödemelerin yapılmama riskini sigorta şirketine aktarabilmekle birlikte, menkul kıymetlere ilişkin anapara ve faiz ödemelerinin tamamını güvence altına alabilmektedir.

1.2.7. Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Menkul kıymetleştirme uygulaması sırasında, menkul kıymetleştirilecek varlıkları değerlendirip, yatırım açısından alabilecekleri dereceyi belirleyerek, yatırımcılara yatırımın riskliliğine ilişkin bilgi veren kuruluşlardır. Kredi derecelendirme kuruluşları, ihraç edilen menkul kıymetlerin yatırım riskliliğinin belirlenmesi konusunda yatırımcılara yardımcı olur.¹⁹

Varlığa dayalı menkul kıymetlere yatırım yapılırken dayanağı oluşturan varlıkların niteliğine, nakit akımlarının uyumuna, faiz oranına ve likiditesine bakılır. Yatırımcıların bunları ayrı ayrı değerlendirmesi çok kolay değildir, bu fonksiyonu kredi derecelendirme kuruluşları devreye girerek yerine getirirler, değerlendirmeleri yaparak menkul kıymetlere derece verirler. Varlığa dayalı menkul kıymetlere yatırım yapılırken kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilen derece, yatırımcılara yol gösterecektir.

Kredi derecelendirme kuruluşları inceledikleri hususları yapının vadesi boyunca da izlerler ve gerek gördükleri durumlarda verdikleri dereceyi değiştirebilirler.²⁰

Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından, varlığa dayalı menkul kıymet ihraçlarında, varlıkların kredi kalitesi, kredi veren kurumun geçmişteki deneyimleriyle ilgili veriler, söz konusu menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemelerini gerçekleştirebilecek yeterli nakit akımı sağlama kapasitelerinin olup

¹⁹ Nizamettin Uçak, **a.g.e.**, s.4.

²⁰ Nurcan Öcal, **a.g.e.**, s.16.

olmadığı gibi konular son derece titizlikle incelenmektedir. Yatırımcılar, bu sayede üstlendikleri kredi riskine karşı korunmaktadırlar.

Derecelendirme için ihtiyaç duyulan verilerin olmaması ya da bu verilerin olumsuz olması, derecelendirme şirketinin daha büyük miktarda güvence mekanizması istemesine neden olmaktadır.

Derecelendirme şirketleri üç ana grup çerçevesinde analiz yapmaktadırlar.

a) Kredi riski analizi kapsamında kaynak kuruluşun genel risk profili, varlıklar portföyünün niteliği ve özellikleri ile hizmet veren aracı kurumun ve fon varlıklarını muhafaza eden güvenilir kişinin yeterliliği ve deneyimi ele alınmaktadır.

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

c) Hukuki yükümlülük analizi, varlık sahipliğinin incelenmesini ve satıcı veya hizmet veren kurumun olası iflasıyla ilgili risklerin değerlendirilmesini içerir. Hukuki yükümlülük ve kredi analizleri birbirleriyle ilgili oldukları için, kaynak kuruluş veya hizmet veren kurumun kredi kalitesi yüksekse hukuki analizler hafifletilebilir.²¹

Derecelendirme şirketleri, kredi veren kurumun alacak portföyündeki varlıkların kalitesini, dönersellik ilkesine göre, coğrafik dağılımda alacağı teşkil eden mal veya hizmetin değerinin % kaçının finanse edildiği konularında da inceler.

Değişik ekonomik koşullarda alacak portföyünün nasıl bir performans göstereceği de test edilmektedir.

1.2.8. Güvenilir Kişi – Yedd-i Emin

Teminat oluşturan varlıkların saklanması, yatırımcıların korunması amacıyla gerektiğinde yatırımcılar adına alacakların tahsili ve dağıtımı, yatırımcıların

²¹ Nursen Vatansver, “Yeni Bir Finansman Tekniği Olarak Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme Uygulaması”, T.C. Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı Para Ve Banka Programı, Yüksek Lisans Tezi, İzmir, 1995, s.27.

korunması ve bilgilendirilmesi gibi görevlerden sorumlu olan kurumdur. Kredi veren kurumun kurumun iflası, kredi veren kurum doğrudan ihracı kendisi yapmışsa, alacakları tahsil ederek anapara ve faiz ödemelerini gerçekleştirme gibi fonksiyonları da yerine getirir²².

Güvenilir kişi, varlığa dayalı menkul kıymet ihracında yukarıda sayılan taraflar arasında aracılık yapmaktadır. Varlıkları kaynak firmadan alarak bunları yatırımcıların alabileceği menkul kıymetler haline getirmek, nakit akımlarını yatırımcılara aktarmak, varlıklara ilişkin raporları yatırımcılara iletmek yükümlülükleridir. Yine sağlanan güvence mekanizmaları güvenilir kişi bünyesinde saklanmaktadır²³.

Özel amaçlı kurum tarafından satın alınan alacak havuzuyla ilgili satın alma ve bunlara dayalı menkul kıymet ihraç etme işlemlerinin sorumluluğu güvenilir kişiye verilmiştir. Ayrıca, hizmet veren firma tarafından kredi borçlularından tahsil edilen anapara ve faiz ödemeleri garantör hesabına yatırılmakta ve güvenilir kişi de bu ödemeleri ilgili hesaptan alarak yatırımcılara aktarmaktadır.²⁴

1.2.9. Yatırımcılar

Varlığa dayalı menkul kıymetlere yatırım yapan özel ve tüzel kişilerdir. Bankalar, sigorta şirketleri, yatırım fonları ve diğerleri de dahil olmak üzere borç enstrümanlarını satın alan kuruluşlardır.²⁵ Yatırımcıların varlığa dayalı menkul kıymetlerden bekledikleri getirilerin belirli standartların üstünde olması gerekmektedir. Yatırımcılar, yasal engellemeler nedeniyle doğrudan yatırım yapamadıkları alanlara bu sayede dolaylı yatırım yapma imkanına kavuşurlar. Bu yatırımlar sayesinde, finans piyasalarında yatırım araçları da çeşitlendirilebilmektedir.

²² Nizamettin Uçak, **a.g.e.**, s.4.

²³ Nurcan Öcal, **a.g.e.**, s.16.

²⁴ Ali Hepşen, “**Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması**”, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 2005-13, İstanbul 2005, s.19.

²⁵ Pelin Ataman Erdönmez, **a.g.e.**, s.76.

1.2.10. Süreci Kolaylaştıran Taraflar

Menkul kıymetleştirme uygulamalarında özel bir rolü olan, aktife dayalı menkul kıymetleştirmeler için tröstler, vergi danışmanları, denetçiler, piyasa yapıcıları gibi diğer taraflardır.

1.3. Menkul Kıymetleştirme'nin Taşıdığı Riskler

Menkul kıymetleştirme doğasında birtakım riskler içermektedir. Varlık menkul kıymetleştirmesi kredi, zamanlama, likidite, faiz oranı ve finansal riskin diğer boyutlarını analiz ederek, risk bölümlenmesini, bu sayede istenmeyen risklerin ve belki de yeni risk varsayımlarının, temel riskten kaçınma felsefesi ile uygulanması yöntemlerini kapsamaktadır.²⁶ Bu riskler, fiyatlama ve getiri açısından önem kazanmaktadır. Temel olarak bu riskleri faaliyet riskleri, finansal riskler, ülke ve transfer riski, yapının saydamlığı riski, vergisel riskler ve bilgilendirme riski olarak inceleyebiliriz. Bu risk kavramları aşağıda belirtilen maddelerde incelenebilir.

1.3.1. Faaliyet Riskleri

İyi kurulmuş ve oturmuş sistemler, hem faaliyet riskini, hem de harcamaları azaltacaktır. Dolayısıyla, sürecin yapılandırılması aşamasında, tüm sistem gerekleri belirlenmeli, bu doğrultuda gerekli düzenleme ve alt yapı çalışmaları tamamlandıktan sonra menkul kıymetleştirme işlemlerine başlanmalıdır.

1.3.2. Finansal Riskler

Tüm menkul kıymetleştirme işlemlerinde, diğer yöntemlerde sözkonusu olabilen finansal risklerle de karşılaşılmaktadır. Bu riskler arasında kredi riski, pazar ve fiyat riski, likidite riski, erken ödeme riski, kur riski, faiz oranı riski, yeniden yatırım riski sayılabilir.

1.3.2.1. Kredi Riski

Kredi riski, en basit anlamıyla, bir kredi müşterisinin ya da bir anlaşmaya taraf olanın anlaşma koşullarına uygun biçimde yükümlülüklerini karşılayamama

²⁶ Gürman Tevfik, a.g.e., s.13.

olasılığıdır. Kredi riski tüm finansal kuruluşların karşı karşıya olduğu temel risk faktörlerinden biridir. Kredi riski yönetimi münferit krediler ve işlemlerin tek tek kontrolüne ek olarak tüm portföy düzeyinde yönetimini kapsar.²⁷

1.3.2.2. Pazar ve Fiyat Riski

Pazar ve fiyat riski, menkul kıymetleştirilecek varlıkların, piyasada oluşan faiz hadlerindeki ve döviz kurundaki değişimlerden kaynaklanan olası değer kayıplarını belirtmektedir.²⁸

1.3.2.3. Erken Ödeme Riski

Erken ödeme riski, borçlunun krediyi planlanan vadeden önce ödemesi riskidir. Benzer türdeki yeni kredilerin faiz oranları, varlık havuzundaki aktiflerin faiz oranlarının altına düştüğünde, erken ödemeler artacaktır. Borçlular, borçlarının başka kuruma devri durumunda, faiz oranları düştüğünde yeniden finansman eğilimine girdikleri için, taksitli ödenen kredilerde mali durumlarına bağlı olarak balon ödemelerle erken ödeme eğilimine girmektedirler.²⁹

1.3.2.4. Faiz Oranı Riski

Menkul kıymetleştirme işlemlerinde faiz oranı riski, varlıkların faiz oranı ile bunlara bağlı fonların faiz oranları arasındaki uyumsuzluklardan kaynaklanan risktir. Finansal kurumların, karşı karşıya olduğu faiz oranı riski, kurumların aktif ve pasiflerinin vade uyumsuzluklarına bağlıdır. Diğer deyişle, faiz oranı duyarlılığı olarak ifade edilebilen, aktif ve pasiflerin vadeleri arasındaki farka dayalıdır. Yatırımcıların karşı karşıya olduğu faiz oranı riski ise, menkul kıymetlerin dayalı olduğu varlıkların vadelerine, yani, finansal aracın sabit faiz oranını, yoksa dalgalı faiz oranını dayalı olduğuna bağlıdır.

²⁷ Türkiye Bankalar Birliği, “**Kredi Riskinin Yönetimine İlişkin İlkeler**”, (Çevrimiçi), http://www.tbb.org.tr/turkce/basle/risk_yonetim.doc., 1999, Erişim 07.04.2007

²⁸ Edward P.M. Gardener, Jack Revell, “**Securitization: History, Forms and Risks**”, Institute of European Finance, United Kingdom, 1998, s.64

²⁹ Değer Alper, **a.g.e.**, s.54.

1.3.2.5. Kur Riski

Menkul kıymetleştirme işlemlerinde kur riski, ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler ile, bu menkul kıymetlerin dayandığı varlıkların farklı döviz cinslerinden oluşması durumunda sözkonusu olacaktır.

Finansal kurumlar için ise kur riski, taşıdıkları döviz cinsinden açık/kapalı pozisyonları ile ilgilidir. Döviz kurundaki değişimlere karşı firmalar taşıdıkları pozisyon itibarıyla hassastırlar.

1.3.2.6. Yeniden Yatırım Riski

Menkul kıymetleştirme sürecinde, varlıklardan gelen nakit akımları, herhangi belirli bir dönem içinde özel amaçlı kurum tarafından elde tutuluyorsa, bu fazla nakit miktarı, oluşabilecek faiz oranı değişimlerine karşı, bu fonlara ihtiyaç duyulacak süreye kadar çeşitli yatırımlara yönlendirilmelidir. Ancak bu yatırımların, beklenenden veya hesaplanandan daha az faiz getirisi sağlaması sözkonusu olabilir. Bunun sonucu olarak da yeniden yatırım riski oluşur. Diğer taraftan, erken ödemeler vb. nedenlerle yatırımcıya gerçek vadesinden önce yapılan ödemeler için de, eğer yatırımcı bu tutarı yeniden yatırıma yönlendirecek ise bu kez yatırımcı açısından bir yeniden yatırım riski sözkonusu olacaktır. Çünkü, bu durumda büyük bir olasılıkla faiz oranlarındaki düşüş sonucu yapılan erken ödeme tutarının bu düşük faiz oranlarından değerlendirilmesi sözkonusu olacaktır.

1.3.3. Ülke ve Transfer Riski

Ülke riski, her ülkenin kendi koşulları doğrultusunda, borçlarını geri ödeme istek ve kabiliyetinin ölçüsüdür. Ülke riskinin bu iki önemli bileşeni, ekonomik risk ve politik risktir. Hükümet ve diğer ekonomik kurumlar nedeniyle uluslararası alanda yeni yatırımcılar bulmak kolay olmayabilir. Ülkede döviz sıkıntısı yaşanırsa, firmanın ödeme kabiliyeti olsa dahi yurtdışına döviz transferi de yapılamayabilir.

1.3.4. Şeffaflık Riski

Bu yapı ile rizikoların tam olarak değerlendirildiği, yapının her aşamada

bütün koşullar için tam ve anlaşılır olarak ortaya konulması ve tüm katılımcıların hiç bir kalemi saklamamasıdır. Bu sayede yapıyla ilgili bütün olasılıklar ortaya konulabilecektir.

1.3.5. Vergisel Risk

Kredi veren kurumun bulunduğu ülkenin vergisel uygulamaları, özel amaçlı kurumun kurulduğu ülkedeki vergisel uygulamalar hem de yatırımcıların kendi ülkelerindeki vergisel uygulamalar menkul kıymetleştirme sürecinde göz önünde tutulacak risklerdir.

1.3.6. Bilgilendirme Riski

Menkul kıymetleştirme ile ilgili kurum, süreç esnasında, elindeki varlıklarla ilgili bilgileri ve bağlı olduğu veya kardeş kuruluşlarla ilgili bilgileri işinin ehli olmayan yetersiz kurumlara verebilir ki, yapıyla ilgisi olmayan veya kötü niyetli üçüncü kişilerin bu bilgileri gereksiz kullanmaları sonucunu doğurabilir.³⁰

1.4. Menkul Kıymetleştirme Kararının Alınması

Menkul kıymetleştirme kararı alınırken sorulacak ilk soru, niye bir kurum bilançosunda sahip olduğu varlıklarını menkul kıymetleştirmeye karar verir, neden varlığa dayalı menkul kıymet çıkarılır ve sahip olmayı arzuladığı yararlar nelerdir ?

Günümüzde finans fonksiyonu, işletmeler açısından büyük önem taşımaktadır. Kurumlar, büyüklüklerini, büyüme hızlarını ve kaynaklarını iyi değerlendirmeli, amaçları bakımından en iyi sonuçları almak için kaynak birikimini çok iyi belirlemelidirler. İşletmelerin kaynak bulması ve bu kaynaklar arasından doğru seçimler yapması firma karlılığı için etkin rol oynar.

Geleneksel kredi yöntemleriyle bir kurumun uzun süreli borçlandığını düşünelim. Borcun işletmeye maliyetinin belli ve sınırlı olması, işletme sahiplerinin işletme üzerinde yetkilerini paylaşmak durumunda kalmaması ve faiz ödemelerinin vergi matrahından indirilebilmesi gibi avantajlarına karşın, sabit bir yük getirmesi,

³⁰ Edward P.M. Gardener, Jack Revell, **a.g.e.**, s.65.

işletmenin satış ve karlarının dalgalanma gösterdiği dönemlerde büyük risk taşınması, alınan borcun süreli de olsa, borçların zamanında ödenmesi için birtakım önlemler alınması gerekliliği, borç alınırken yapılan tahminlerin gerçekleşmemesi olasılığı ve işletme yöneticilerinin borçlarından dolayı rahat edememe durumları da bir gerçektir. Geleneksel yollarla kredi borçlanması, satışlardaki ve karlardaki artışların sürekli büyüyeceği, özsermaye/borç oranının yüksek olması, yeni borçlanmaların finansman riskini arttırmayacak olması ve firmada kontrol ve yönetimin paylaşılması sonucunu yaratacağı durumlarda işletmelere faydalı olacaktır.³¹ Günümüz finans piyasasının belirsizliklerle dolu olması ve işletmelerin yaşanan ekonomik olumsuzluklara çabuk cevap verebilme yeteneğine sahip olması gerekliliği, özellikle gelecekte gerçekleşecek nakit akımlarının likit hale çevrilmesine yol veren yeniliklerden menkul kıymetleştirme uygulamalarının gelişmiş piyasalarda çok büyük ölçüde kullanılmasına yol açmaktadır.

Bir kurumun menkul kıymetleştirmeye yönelmesinde bir çok motivasyon vardır. En önemli ekonomik motivasyon, sahip olduğu alacaklarını satarak, bu kredilerden yüksek likiditeye sahip kaynaklar elde edebilmesidir. Menkul kıymetleştirme uygulaması olmadığı durumda kurum, alacak portföyünün yönetilmesindeki güçlüklerle karşılaşabilecektir. Menkul kıymetleştirme riskin bilanço dışına çıkarılmasına, alacakların bölümlenmesine ve yatırım fonksiyonlarına imkan verir. Ayrıca menkul kıymetleştirmenin, vergisel ve muhasebesel açıdan da kurumlara fayda sağlama fonksiyonu da vardır.³²

Bir finansal kurum veya herhangi başka bir kurum, menkul kıymetleştirme sürecine varlıkların menkul kıymetleştirmesinden sağlanan gelirlerin bu işlemin maliyetinden daha yüksek olması durumunda ya da beklenen net karların diğer fonlama alternatiflerinden daha yüksek olması durumunda menkul kıymetleştirme uygulamasına girer. Menkul kıymetleştirmenin temel maliyetleri, yönetim maliyetleri, yatırımcılara bilgi sağlama maliyetleri ve kredi derecelendirme için

³¹ Mustafa Birdal Çapanoğlu, “**Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları**”, Beta Basım Yayım dağıtım A.Ş., İstanbul, Ağustos 1993, s.71.

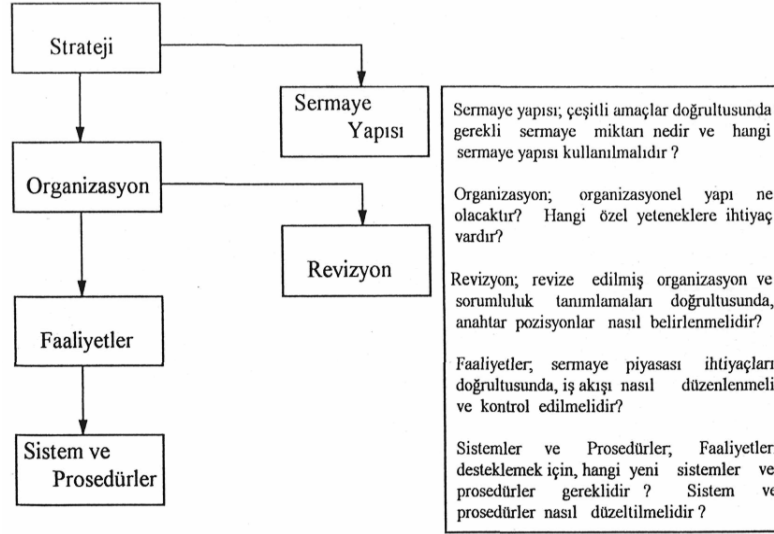
³² Andrew S. Davidson, “**Securitization: Structuring and Investment Analysis**”, John Wiley & Sons, 2003, s.9

katlanan maliyetler ile özel sigorta maliyetleridir. Buna karşılıklıta beklenen ana kazançlar şunlardır; faiz riskine karşı koruma, likidite oranını yükseltmek, daha etkili bir sermaye akımı sağlamak, yeni ve daha ucuz fonları borç verenlerden sağlamaktır.

Varlığa dayalı menkul kıymet çıkarma, firmalara, tüm alanlarda faaliyet göstermektense, karmaşık iş ortamının kendisine özel avantajlar sunabilen belirli kısımlarında uzmanlaşmasını sağlar. Varlıkların menkul kıymetleştirme ile satılması, firmanın en iyi yaptığı ve kendisine en çok katma değer sağlayan alana odaklanmasına olanak sağlamaktadır. Varlıkların satılması aynı zamanda menkul kıymet çıkaranların risk profillerini değiştirmelerini sağlar. Firmalar, sermaye gereklerini azaltmayı isteyebilirler. Bir varlığın menkul kıymetleştirilmesi, firmaya sözkonusu varlığı kısmen veya tamamen bilançosundan çıkarma ve böylece sermayeyi başka amaçlar için kullanma fırsatı verir. Menkul kıymetleştirilmiş varlıkların satışı, halk tarafından fiyatlar hakkında bilgi edinilmesini sağlar. Ayrıca varlığa dayalı menkul kıymetlerin ticareti, sözkonusu menkul kıymetleri oluşturan varlıkların teker teker ticaretinden ve alınıp satılmasından daha kolaydır.³³

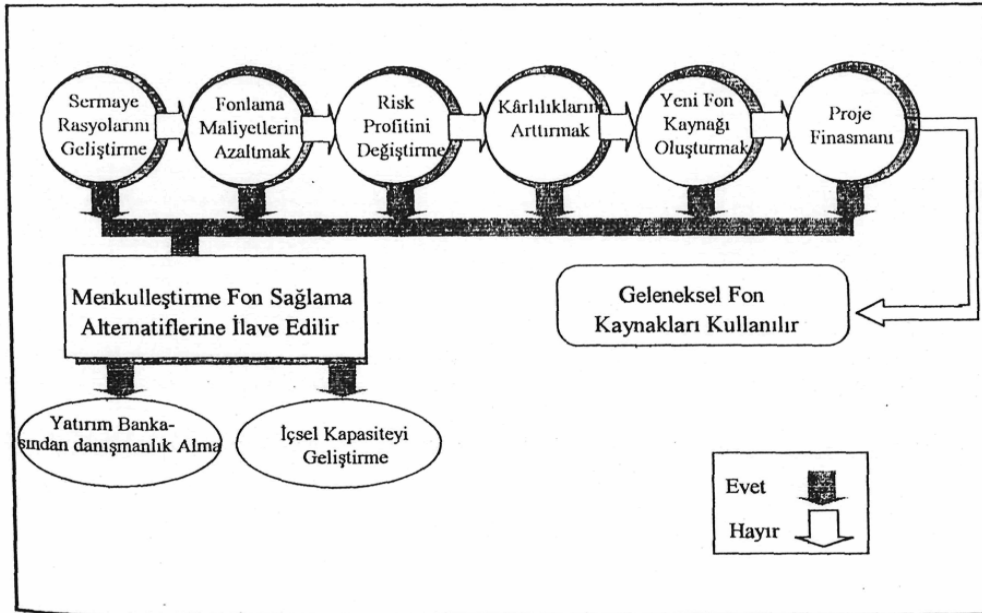
Menkul kıymetleştirme kararı, işletmeler için stratejik bir karardır. Potansiyel borçlular, finansal kurumlar, yatırım bankaları, yatırımcılar ve diğer taraflar ile ilişkiler ve yapılması gerekli sözleşmeler, pazar analizi, finansal modelleme, yapılandırma gibi konularda teknik bilgi ve deneyim, konu olacak varlıklara ilişkin özellik taşıyan bilgiler ve veri tabanı, varlıkların oluşumu, servis verilmesi, varlık yönetimi, fon yönetimi v.b. konulardaki operasyonel ve sistem kapasiteleri önemlidir. Stratejik planlama, öncelikle menkul kıymetleştirme amaçlarının belirlenmesi ile başlar. Bunun yanında, diğer temel işletme elemanlarının etraflı şekilde incelenmesi ve bir işletme stratejisi olarak menkul kıymetleştirilmeyi destekleyecek şekilde planlanması gereklidir. Altındaki şekillerde basitçe, menkul kıymetleştirme uygulamaları sırasında gözönünde bulundurulması gereken stratejik planlama unsurları belirtilmeye çalışılmıştır.

³³ Marc Levinson, “**Finansal Piyasalar Kılavuzu**”, Liberte Yayınları, Şubat 2007, s.138.



Şekil 1: Menkul kıymetleştirmede Stratejik Planlama Unsurları

Kaynak: Değer Alper, **Uluslararası Menkulleştirme ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulamalar**, T.C. Uludağ Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi, Bursa, 1999, s.58.



Şekil 2: Menkul kıymetleştirme Amaçları

Kaynak: Değer Alper, **Uluslararası Menkulleştirme ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulamalar**, T.C. Uludağ Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi, Bursa, 1999, s.59

Sermaye yapısı ile ilgili sınırlamaları olmayan işletmeler, menkul kıymetleştirmeyi, karlılıklarını arttırmak amacı ile kullanabilirler. Bu amaçla hareket

edildiğinde, menkul kıymetleştirilmiş varlıklar bilançodan çıkarılır. Böylelikle, sermayenin bir kısmı serbest bırakılmış olur. Serbest bırakılan sermaye, daha etkin bir şekilde, daha fazla varlığı desteklemek amacıyla yeniden düzenlenebilir. Eğer, kaynak kuruluş, bu sermayeyi ilave kazancı sağlayacak varlıklara yatırım yaparak daha etkili şekilde kullanırsa, hem özkaynak hem de toplam sermaye karlılığını arttırabilecektir.

Menkul kıymetleştirme ile ilgili sayılan amaçlara ilave olarak, gelişmekte olan piyasalardaki kurumların, çok yeni bir fon kaynağından, ucuz maliyetli fon sağlamak yanında, uluslararası piyasalara ulaşabilmek, yüksek finansal aracılık maliyetlerinden korunmak, bir projeyi finanslamak amaçları da sayılabilir.

Stratejik planlama doğrultusunda, belirli amaçlara yönelik olarak gerçekleştirilecek menkul kıymetleştirme işlemleri, kaynak kuruluşun finansal planlarına uygun olması yanısıra, kaynak kuruluş için bir değer ve rekabet avantajı yaratmalıdır.

Menkul kıymetleştirme uygulamaları kararı verilme aşamasında ve karar verildikten sonra da bütçeleme ve kontrol çalışmaları yapılmalıdır. Bütçeleme çalışmaları için fonların maliyetini piyasa koşullarında sürekli gözlemleyerek, hesaplayarak, fonların erimesini engelleyici, ürünlerin fiyatlamasında ise alternatif yatırım araçlarının bulunduğu düzeyin altına düşmemek için koruma tekniklerinden yararlanılmalıdır. Kontrol kalemleri olarak, iç denetim yapılmalı, kaynak maliyeti-kredi getirisi, kredi kalitesi-kredi getirisi gibi dengelerin ne durumda olduğunun sürekli kurum içi raporlarla izlenmesi sağlanmalıdır.³⁴

1.5. Menkul Kıymetleştirmenin Temel Yapısı ve Unsurları

Menkul kıymetleştirme uygulaması yapısına baktığımızda, menkul kıymetleştirilen havuzun bilanço dışına çıkarılması yöntemi olduğunu, buna bağlı olarak kredi veren kuruma risk transferi mekanizmasını işletme olanağı sayesinde güçlü bir bilanço yönetimi imkanı sağladığını, düşük değerli varlıklardan yüksek

³⁴ İlhan Uludağ, Erişah Arıcan, “**Finansal Hizmetler Ekonomisi: Piyasalar, Kurumlar, Araçlar**”, Beta Basım A.Ş., 2001, İstanbul, s.408.

kredi dereceli menkul kıymetler yaratılmasına olanak sağladığını, menkul kıymetleştirmeyi yapacak kurumun gereksinimlerine bağlı olarak yerel para birimi veya yabancı para birimlerine bağlı olarak yapılabildiğini, gelişmekte olan piyasalarda, borç alanlar için hızlı büyüyen bir kaliteli ve karlı kaynak yarattığını görebiliriz.

Menkul kıymetleştirme uygulamasında, genel olarak iflas riski olmayan bir yapı kurulur ve bu kurum üzerinden, oluşturulan havuzun geleceğe dönük nakit akımları baz alınarak, hisse senetleri yatırımcıya satılır. Menkul kıymetleştirmeye konu olan havuz seçilirken, kredi veren kurumun riskinden bağımsız, genelde kredi kalitesi yüksek varlıklar seçilir.

Kredi veren kurum, bu yönteminde riskini azaltmak için riskini dilimlere böler. Oluşturulan varlık havuzunun olası kayıp risklerine karşı, ilk önce bir birincil sınıf varlıklar yaratabilir. Bu sınıfa ait varlıklar bu yapının devamı ve moral açısından da önemlidir. Beklenmeyen diğer olası kayıplar için de ikincil sınıf varlıklar oluşturularak havuzun göreceli riski ve beklenen zarar olasılığı düşürülebilir. Bu da yatırımcılar için cazibe merkezidir.³⁵

Basitçe menkul kıymetleştirme süreci şu şekilde açıklanabilir;

a) Zaman içinde birçok kredi anlaşması yapmış olan kredi kurumu bilançosunda bulunan, aynı veya benzer koşullar taşıyan kredilerden bir alacak havuzu oluşturur.

b) Kredi veren kurum, oluşturduğu alacak portföyünü ihraç amaçlı özel kuruma güvenilir kişi gözetiminde devreder.

c) Menkul kıymetleştirme uygulamalarını teşvik etmek amacıyla kurulmuş olan özel amaçlı kurum, genellikle kendi portföyünde tutmak üzere satın aldığı alacaklara bağlı olarak aracı kuruluşlar vasıtasıyla, yatırım bankaları, menkul kıymet ihraç eder.

³⁵ International Finance Corporation, “**Securitization**”, (Çevrimiçi), <http://www.ifc.org/structuredfinance>, Erişim 30 Temmuz 2006.

d) İhraç edilen menkul kıymetleri satın alan yatırımcılara yapılacak ödemeler için, menkul kıymetin bağlı olduğu alacak havuzundan düzenli olarak gelen faiz ve ana para ödemeleri kaynak olarak gösterilir.

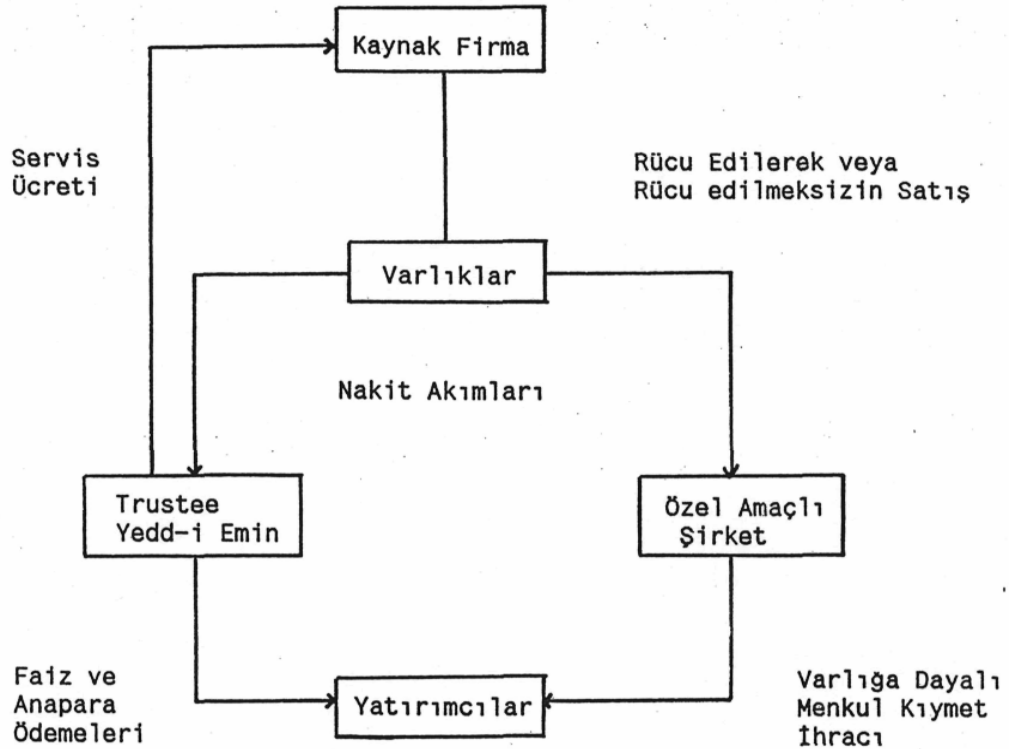
e) İhraç edilen menkul kıymetler, özel amaçlı kurumun portföyüne aldığı alacak havuzu teminat gösterilerek yatırım bankaları vasıtasıyla, kurumsal yatırımcılara ve tasarruf sahiplerine satılır. Menkul kıymet ihracını organize eden özel amaçlı kurum, menkul kıymetlerin güvenilirliğini ve pazarlanabilirliğini artırmak için, ödemelerin düzenli yapılacağına dair yatırımcılara çeşitli güvenceler sunar. Bu hizmet sigortalama yoluyla verilir.

f) Alacak havuzundaki sözleşmelerin borçluları anapara ve faiz ödemelerini krediyi aldıkları kuruma yaparlar, ödemeleri toplama, bunları kredi kurumuna iletme, zamanında ödenmeyen alacakları izleme hizmeti bazen kredi veren kurumun içinde oluşturulan hizmet kuruluşundan tarafından yerine getirilir.

g) Önce krediveren kuruma gelen nakit akımları, sonra güvenilir kişinin nezdindeki bir hesaba aktarılır. Daha sonra güvenilir kişi, bunları yatırımcılara aktarır.

Bu süreçte hedeflenen yatırımcıları çekmek için alacak havuzunda yer alan varlıklardan sağlanan nakit akımlarının zamanında ve düzenli bir biçimde yatırımcılara aktarılması gerekmektedir. Kredi veren kurumun oluşturduğu havuza sağlanacak güvence mekanizmaları, menkul kıymetleştirme işleminde hayati bir öneme sahiptir. Sağlanan güvence mekanizmaları sayesinde oluşabilecek kredi riski ortadan kaldırılmaya ya da düşük tutulmaya çalışılmaktadır. Tüm menkul kıymetler yasal kontratlardır. Kredi veren kurumun iflasının veya ödeme gücüne düşmesinin, yatırımcılara zamanında ve düzenli yapılması gereken ödemeleri aksatmaması gerekmektedir. Bu amaç doğrultusunda kredi veren kurum, oluşturduğu alacak havuzunu özel amaçlı kuruma satar veya devreder. Bu işlem sayesinde alacaklara ilişkin mülkiyet hakları da özel amaçlı kuruma geçmektedir. Yapılan işlem tahvil ihraç etmek yoluyla menkul kıymetleştirme ise, alınan teminatlar sayesinde yatırımcılar iflas olasılığına karşı korunmaktadır. Menkul kıymetleştirme sürecinde

yer alan tüm taraflar açısından işlemlerin sağlıklı yürütülebilmesi için standart kontratların oluşturulması son derece önemlidir. Bu sayede dereceleme işleminin daha sağlıklı yapılması, sağlanan güvence mekanizmalarının büyüklüğünün belirlenmesi gibi konularda güvenilirlik daha rahatlıkla sağlanabilmektedir.³⁶ Alttaki şekilde basit bir menkul kıymetleştirme yapısı belirtilmiştir.



Şekil 3: Basit Bir Menkul kıymetleştirme Yapısı

Kaynak: Nurcan Öcal, "Türkiye'de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri", Sermaye Piyasası Kurulu, 1997, Türkiye Sigorta Ve Reasürans Şirketleri Birliği Kütüphanesi, s.13.

1.5.1. Alacak Havuzunun Oluşturulması ve Havuzun Özellikleri

Menkul kıymetleştirmede, genellikle, belirli bir tahmin edilebilir nakit akımı olan varlıklar menkul kıymetleştirilebilir. En yaygın olarak kullanılan varlıklar,

³⁶ Ali Hepşen, a.g.e., s.25.

ipoteke kredileri, kredi kartları, otomobil ve müşteri kredileri, kooperatif borçları, gelecekte oluşacak nakit akımları ve diğer uygulamalardır.³⁷

Alacak havuzu, sözleşmeye dayalı ve gelecekte nakit akışı sağlayacak alacaklardan oluşmakta olup, bu alacakların, gerekli özelliklerin tamamını veya bir kısmını taşıması gerekmektedir. Menkul kıymetleştirmeye konu olan alacaklara dayalı havuzun özelliklerini şu şekilde sıralayabiliriz;

Alacak havuzu, riskleri dağıtabilmek için ürün çeşidi fazlalaştırılmış ve farklı borçlanıcılarla oluşturulmalıdırlar. Havuzu oluşturan varlıkların kazanç ve kayıplarına ilişkin istatistiksel veriler elde olmalı, böylece vadesi gelmiş ve geçmiş alacakların tahsil edilememe yüzdesi yardımıyla nakit akımlarından beklenen kayıp düşürülebilir. Homojen bir yapıda kurulmalıdırlar. Genel olarak varlıklar ödemelerde ve vade yapılarında uyumlu olmalı, alacaklardan sağlanan nakit akımlarının tahsil edilme zamanları arasında büyük farklılıklar bulunmamalıdır ve alacak havuzunun oldukça likit olması gerekmektedir.³⁸ Varlıklar standart kredi özellikleri taşımalıdırlar. Alacak havuzunu oluşturan varlıkların iyi tanımlanmış bir ödeme planı ve tahmin edilebilen nakit akımları olması gerekmektedir. İyi bir ödeme planı üçüncü kişilerin menkul kıymete olan güvenini de arttırmaktadır. Havuzu oluşturan varlıkların en az bir yıllık ortalama vadeleri olmalıdır. Vadesi geçmiş ödeme ve geri dönmeme oranları düşük olmalıdır. Toplam borç anapara ve taksitlerinin ödenmesi gereklidir. Havuzu oluşturan varlıkların teminat yapılarının yüksek olması ve yüksek derecelendirmeye sahip olması gerekmektedir. Teminat olarak kullanılacak varlıkların nakit akımı ile menkul kıymet ödemeleri arasında büyük zaman farkı olmamalıdır.³⁹ Alacaklar miktar ve sayı olarak menkul kıymetleştirmeyi ekonomik kılacak büyüklükte olmalıdır. Sürekli bir menkul kıymetleştirme programının uygulanması halinde vadesi dolan alacaklar yenilenebilmelidir. Vadede anaparanın tamamının ödenmesi gerekmektedir.

³⁷ International Finance Corporation, “**Securitization**”, (Çevrimiçi), <http://www.ifc.org/structuredfinance>, Erişim, 30 Temmuz 2006.

³⁸ John Henderson , Jonathan P. Scott, “**Securitization**”, Woodhead-Faulkner, London, 1988, s.82.

³⁹ Nursen Vatansever, **a.g.e.**, s.35

Varlığa dayalı menkul kıymet çıkarımına esas teşkil eden alacaklar, vadelerine göre gruplara ayrılarak, menkul kıymetlerin vadeleri ile alacakların vadeleri eşleştirilir. Böylece, menkul kıymetlerinde geri ödenmeleri için gerekli nakit, teorik olarak sağlanmaya çalışılır.⁴⁰

1.5.2. Menkul Kıymetleştirmeye Konu Olan Alacak Türleri

Alacak havuzunda bulunan ve menkul kıymetleştirmeye konu olan alacak türleri ipotekli konut kredileri, otomobil kredileri, kredi kartı alacakları, finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar, ihracat işlemlerinden doğan alacaklar, gelecekteki nakit akımları ve diğer uygulamalardır.

Bu alacak türlerinin özellikleri altta ayrıntılı olarak ortaya konulmuştur.

1.5.2.1. İpotekli Konut Kredileri

İpotek, borcun ödenmesini teminat altına almak amacıyla bir malın, özellikle de gayrimenkullerin, rehin edilmesi işlemidir. Gayrimenkulün alıcısı kredi veren kuruma gerekli ödemeyi yapmadığı takdirde, kredi veren kurum gayrimenkule el koymakta ve bu yolla krediyi tahsil etmeye çalışmaktadır.

İpotekli krediler menkul kıymetleştirme uygulamalarında en çok kullanılan kredi biçimidir. Artan konut talebini karşılamak için bankalar veya diğer diğer kreditorler yoğun olarak kredi ipotek karşılığı kredi vermişler bu da kredi veren kurumların bilanço yüklerini hafifletmek için menkul kıymetleştirme uygulamalarına gitmelerine yol açmıştır. Sistem genelde alacakların bilanço dışına çıkarılması ve finansmanın sağlanması şeklinde çalışmaktadır ancak özellikle kıta Avrupa'sı gibi pazarlarda ipoteklerin sahip olduğu faiz yapıları nedeniyle ve tüketiciler ile yatırımcıların talepleri dorultusunda ipoteğe dayalı tahviller ve teminatlî ipotek tahvilleri de kullanılmaktadır.⁴¹

⁴⁰ Cevat Sarıkamış, **a.g.e.**, s.60.

⁴¹ Salman Yılmaz, "**Menkul Kıymetleştirme ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler**", T.C. Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, s.34.

İpotek karşılığı verilen kredilerin büyük bir kısmı konut finansmanına yönelik olup, bunlar genelde uzun vadeli ve düşük faizli krediler niteliğindedirler. Bu tür krediler, finans kurumları açısından önemli bir mali yük ve riski beraberinde getirmekte, geri ödenme sürelerinin uzunluğu nedeniyle de kredi veren kurumun kredi limitlerini zorlamaktadırlar. Bu doğrultuda kurumlara yeni krediler için fon sağlanması amacıyla menkul kıymetleştirme gibi yeni bir uygulama alanına ihtiyaç duyulmuştur.⁴²

1.5.2.2. Otomobil Kredileri

Otomobil kredileri, binek araçların satın alınmasında kullanılan bir finansman türüdür. Daha çok düz faiz ve sabit aylık ödemeli, vadesi iki ila beş yıl arasında değişen bir kredi türüdür.

Otomobil kredilerine dayalı alacak havuzunun vadesi uzadıkça riski büyür, borcun yaşı büyüdükçe riski azalır. Havuzun sahip olduğu borç/değer oranı büyüdükçe risk artar. Havuz kullanılmış araba kredileri, ucuz, kalitesiz veya spor arabaları kredilerinden oluşuyorsa risk fazladır. Kredi borçlularının borcu ödeyememe durumunda malın satıcıya iadesi hakkı varsa risk daha düşüktür. Aynı yöredeki krediler çoksa risk artar. Havuz oluşturulurken, gecikmesiz ödeme yapan borçlular arasından rastgele seçimle portföy oluşturulması riski azaltacaktır.⁴³

Otomobil kredilerine dayalı menkul kıymetler, taşıdıkları riskler yanında birtakım faydalar da sağlamaktadırlar. Otomobil finans şirketlerini varlığa dayalı menkul kıymet ihracına teşvik eden etmenler, kredi veren kuruma bilanço dışı finansman, sermayesini başka alanlarda kullanma, faiz oranı riskini elemine etme şansı ve primin varlığıdır. Ayrıca otomobil kredilerine dayalı menkul kıymetler, sözkonusu finans şirketleri için ek fon kaynağı yaratır.⁴⁴

⁴² Ali Hepşen, **a.g.e.**, s.42.

⁴³ Hüda Başaran, “**Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı ve Türkiye Uygulamasının Değerlendirilmesi**”, İ.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Fakültesi Finans Anabilim Dalı, İstanbul 1992, s.33.

⁴⁴ Saadet Tantan, “**Menkul Kıymetleştirme: ABD Uygulaması ve Bankacılık Sektörüne Etkileri**”, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, Mayıs 1996, s.86.

Menkul kıymetleştirmenin otomobil finans şirketleri yanında ticari bankalar, tasarruf ve kredi birlikleri için de faydaları ortaya çıkar. Bu durum, sözkonusu tasarruf kurumları için ek sermaye artışına gitmeksizin kredi portföyünü fonlama olanağı yaratır. Ayrıca, kredi çeşitlendirilmesi sağlanmaktadır.

1.5.2.3. Kredi Kartı Alacakları

ABD ve Avrupa’da ipoteğe dayalı olmayan menkul kıymetler içerisinde en büyük yer kredi kartlarına aittir. Pek çok büyük banka, sermayelerini daha karlı işlere yönlendirmek amacıyla, kredi kartı portföylerinin bir kısmını veya tamamını menkul kıymetleştirme yolunu seçmişlerdir. 2001 yılında ABD’de yaklaşık 59 milyar USD’lik değişken faiz oranlı kredi kartı menkul kıymetleştirilirken, Avrupa’da bu rakam birkaç milyar dolardır.⁴⁵

Kredi kartı sahipleri tarafından yapılan ödemeler ya minimum bir rakam ya da bakiyenin belli yüzdesi şeklinde olmaktadır. Müşterinin istediği anda borç bakiyesini kapatma hakkının bulunması, kredi kartı alacaklarının ufak meblağlardan oluşması ve diğer alacaklara kıyasla vadelerinin kısa olması bunların menkul kıymetleştirilmelerinde sorun yaratmaktadır. Bu yüzden, kredi kartı alacaklarına dayalı menkul kıymetler, menkul kıymet sahiplerine yapılacak ödemelerin aksamaması için fazla teminata bağlanmışlardır. Bu, işlemin başarısı için önemlidir. Teminatın miktarını, alacak havuzunun ortalama vadesi ve alacaklara ilişkin yapılan ödemeler etkilemektedir.⁴⁶

Kredi kartlarının birincil ihraççı kurumları arasında ticari bankalar, perakendeciler, petrol şirketleri ve tasarruf kurumları yer almaktadır.

Kredi kartı alacaklarının varlığa dayalı menkul kıymetleştirilmesi sonucu ortaya çıkan kredi kartı alacağına dayalı menkul kıymetler standart bir yapıya sahip değildir. Bununla birlikte, kredi kartı alacağına dayalı menkul kıymetler teminatlı borç veya varlık havuzundaki katılma sertifikaları şeklinde yapılandırılır.

⁴⁵ Marc Levinson, **a.g.e.**,s152.

⁴⁶ Ali Hepşen, **a.g.e.**, s.44.

Tahsil edilmemiş bakiyelerin önemli ölçüde değişmesi halinde yatırımcılar, dolanımdaki kredi kartı hesapları değerinin dolanımdaki menkul kıymetlere ilişkin anapara bakiyesinin altına düşmesini görmek istemezler. Bu nedenle, özel amaçlı kuruma satılan alacakların değeri veya tröste geri dönen kredi kartı alacağına dayalı menkul kıymetlerin değeri, ihraç edilen menkul kıymetlerin değerini aşar. Kredi kartı alacağına dayalı menkul kıymetler, ihraççı kurumun borcu olarak yapılandırıldığında menkul kıymetler aşırı teminatlandırılır; yatırımcılar teminat olarak rehnedilen tüm alacaklardan alacaklardan gelecek nakit akımlarına göre getiri elde eder.⁴⁷

1.5.2.4. Finansal Kiralama Alacakları

Bilindiği gibi iki tür kiralama vardır, finansal kirama ve faaliyet kiralaması. Bu uygulamalardan sadece finansal kiralama, menkul kıymetleştirme uygulamasına konu olabilmektedir. Finansal kiralama süresinin uzun dönemli olduğu, kira sözleşmesinin iptalinin ancak gerekirse kiralayan tarafından iptal edildiği ve kira süresi sonunda kiralanan varlığın küçük bir bedel karşılığında kiracı tarafından devralınmasının mümkün olduğu bir kiralama biçimidir.⁴⁸

Finansal kiralama alacaklarına ilişkin yapılan ödemeler düzenli ve önceden tahmin edilebilir olmaktadır. Bu özelliklerinden ötürü finansal kiralama sözleşmelerinden kaynaklanan alacaklar, menkul kıymetleştirmeye uygun bir varlık türüdür. Finansal kiralamada menkul kıymetleştirmeye konu olacak varlıklar ise finansal kiralamanın alacak havuzunu temsil etmektedirler.⁴⁹

Sorunlu kredilerin mutlak ve oransal şekilde artması ve bankacılık sisteminin sermaye yeterliliği oranlarının da zorlaması sonucu finansal kiralama şirketlerinin fonlama yapma olanakları azalmaya başlamıştır. Finansal kiralama şirketleri bu sorunu çözmek amacıyla finansal kiralama alacaklarına dayalı menkul kıymetler ihraç etmişlerdir.

Finansal kiralama alacaklarının genel özelliklerini şu şekilde sıralamak mümkündür. Belirli nakit akımlarına sahip olma, finansal kiralama yoluyla finanse

⁴⁷ Nursen Vatansever, **a.g.e.**, s.48.

⁴⁸ Saadet Tantan, **a.g.e.**, s.87.

⁴⁹ Ali Hepşen, **a.g.e.**, s.45.

edilen ekipmanın makul değerde bir teminat içermesi, yeterli ekonomik büyüklükte olması, derecelendirme Şirketleri tarafından belirlenen yatırım dereceli kredilere sahip kiracıların varlığıdır.⁵⁰

Bir yıldan kısa vadeli fon sağlamada kullanılan en yaygın varlığa dayalı menkul kıymet Őekli, kiralama bonusu olmaktadır. Kiralama bonusu büyük işlem hacmine sahip finansal kiralama Şirketlerinin, pazarlanabilir varlıkları tekrar satarak elde ettikleri fonlarla diğer yatırımları finanse etmesine işaret eder. Bununla birlikte, kiralama bonusu orta ve uzun vadeli fon kaynağı talep eden finansal kiralama Şirketlerine daha az uygun düŐmektedir.

Finansal kiralama alacağına dayalı menkul kıymet yatırımcıları, kredi riski ve hkmetten kaynaklanan riskler yanında anaparanın erken ödenme riskiyle de karŐılaŐabilmektedir. Finansal kiralama Şirketlerinin karşılaştığı diğer riskler ise; alacakların ödenmeme riskinin yüklenilmesi, alacaklar karşılığında n ödeme yapılması yoluyla finansman sağlanması, söz konusu alacaklarla ilgili tüm muhasebe kayıtlarının tutulması ile gerekli raporlamanın yapılmasıdır.⁵¹

1.5.2.5. İhracat Kredileri

Bu tür garantili krediler işletmelerin yüksek kaliteli alacakları olup, bunların menkul kıymetleştirme uygulaması ise ancak uluslararası borçlanmanın riskini azaltmak ve düşük maliyetli bir finansman sağlaması durumunda anlamlıdır. Ayrıca ihracat kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi, ihracatçının ihracat faaliyetlerini sürdürme performansına bağlıdır.⁵²

Menkul kıymetleştirmeye konu olan garantili ihracat kredileri, büyük meblağlı olmaları, ihracat kredi garantisinin olmasından dolayı kredi geri dönmeme riskinin olmaması yani yüksek derecede kredi kalitesi, düzenli ve tahmin edilebilir nakit akışları ile orta ve uzun vadeli olmaları özelliklerini taşırlar.⁵³

⁵⁰ James A. Rosenthal, Juan M. Ocampo, “**Securitization Of Credit**”, John Wiley & Sons, 1988,s.157

⁵¹ Nursen Vatansver, **a.g.e.**, s.52.

⁵² Ali Hepşen, **a.g.e.**, s.45.

⁵³ Saadet Tantan, **a.g.e.**, s.90.

1.5.2.6. Gelecekte Oluşacak Nakit Akımları

Sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde menkul kıymetleştirme uygulamaları zamanla sermaye piyasalarının ihtiyaçlarına uygun olarak yeni boyutlar kazanmış ve gelecekte oluşacak alacaklara dayalı yeni bir menkul kıymetleştirme türü ortaya çıkmıştır. En önemli özelliği öngörülen nakit akımlarının gerçekleşip gerçekleşmeyeceği hususudur. Söz konusu menkul kıymetin anapara ve faiz ödemelerinin güvencesini, gelecekte oluşacak alacaklara ilişkin yapılan ödemeler teşkil eder. Bu da yatırımcılar açısından bir risk faktörüdür.⁵⁴

Gelecekteki nakit akımlarına dayanan menkul kıymetleştirmenin, geleneksel yöntem menkul kıymetleştirmeden ayrıldığı noktalara inceleyecek olursak, alacak havuzunu oluşturan varlıklar geleneksel yöntemde halihazırda mevcut iken, bu yöntemde kısmen mevcut ya da henüz hazır değildir. Geleneksel yöntemde tahsil kabiliyeti riski yokken, bu yöntemde tahsil kabiliyeti riski vardır. Bu nedenle bu varlıkların geçmiş dönemler performansının ölçüldüğü derecelendirme çalışması yapılması gerekmektedir. Aynı zamanda geleneksel yöntemde amaç, kredi veren kurumun riskini bilanço dışına taşımakken, bu yöntemde amaç ülke riskini düşürmektir. Gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirme, temelde döviz girişi sağlayan, geçmiş performansı olan ve geleceğe dönük performans tahmini yapılabilen varlıklardır ve uluslararası çapta ihraç niteliğinde yapılabilirler. İhracat alacaklarına dayalı nakit akımları, ticari çek, seyahat çeki, işçi dövizini kaynaklı finansal nakit akımları, telefon faturaları, otoyol ücretleri, uçak bilet satışları bu türden menkul kıymetleştirme işlemleridir.⁵⁵

1.5.2.7. Diğer

Bunlar arasında ev eşyası kredilerine dayalı menkul kıymetler AB'deki tüm menkul kıymetleştirmelerin yaklaşık üçte birini oluşturmaktadır. Tamamlanmış konutlara ait menkul kıymetler, bunlar kooperatif menkul kıymetleri olarak adlandırılırlar, öğrenci kredileri, ABD'de elektrik hizmeti veren kuruluşlar üzerindeki

⁵⁴ Nizamettin Uçak, **a.g.e.**, s.12.

⁵⁵ Sevinç Akbulak, Yavuz Akbulak, "**Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler**", Beta Basım A.Ş., İstanbul, Ağustos 2004, s.216.

yasal düzenlemelerin kalkmasıyla birlikte, rekabetçi bir ortamda karşılanamayacak maliyetleri iyileştirmek için ortaya çıkan maliyeti yükümlenilmiş menkul değerler başlıcalarıdır. Ayrıca Walt Disney gibi film yapım ve dağıtım şirketleri filmlerden beklenen gelirleri başarılı bir biçimde menkul kıymetleştirme sürecine soktular. Müzik endüstrisinde satışa sunulmuş albümlerden gelecekte beklenen gelirleri ve bazı Amerikan şehirlerinde stadyum inşa etmek amacıyla beklenen bilet satış gelirleri menkul kıymetleştirme uygulamalarına dahil edilmişlerdir⁵⁶.

1.6. Menkul Kıymetleştirme Yöntemleri

Menkul kıymetleştirme de temel olarak üç yöntem kullanılmaktadır. Bu yöntemler, kullanım ve yaratılış amaçlarına göre farklılıklar göstermektedir. Bu farklılıklar, kredi veren kurumun ve yatırımcıların portföyüne ve ihtiyaçlarına göre oluşur. Yöntemleri ayrıntılı şekilde incelemeden önce temel özelliklerini aşağıdaki şekilde ortaya koyabiliriz.

<u>Ödeme Aktarmalı Yapı</u>	<u>Varlığa Dayalı Tahviller</u>	<u>Nakit Akımlı Tahviller</u>
<ul style="list-style-type: none"> Menkul kıymetler varlık havuzunun sahipliğini temsil etmektedir. 	<ul style="list-style-type: none"> Menkul kıymetler teminata bağlanıyor. İhracın borç yükümlülüğüdür. 	<ul style="list-style-type: none"> Menkul kıymetler ihraççının borç yükümlülüğünün teminatlarıdır.
<ul style="list-style-type: none"> Varlıklar kaynak kurumun bilançosundan çıkarılmaktadır. 	<ul style="list-style-type: none"> Varlıklar kaynak kurumun bilançosunda kalır. 	<ul style="list-style-type: none"> Varlıklar kaynak kuruluşun bilançosunda kalır.
<ul style="list-style-type: none"> Anapara ve faiz ödemeleri yatırımcılara aktarılmaktadır 	<ul style="list-style-type: none"> Anapara ve faiz ödemeleri yatırımcılara aktarılmaktadır. 	<ul style="list-style-type: none"> Anapara ve faiz ödemeleri yatırımcılara aktarılmakta.

Şekil 4: Menkul kıymetleştirme Yöntemleri Karşılaştırması

Kaynak: Saadet Tantan , “**Menkul Kıymetleştirme: ABD Uygulaması ve Bankacılık Sektörüne Etkiler**”, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 1996, Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği Kütüphanesi, s.9.

⁵⁶ Marc Levinson, a.g.e., s.155.

Yukarıda yer alan özet bilgiler ışığında, bu yöntemleri ayrıntılı bir şekilde ortaya koymaya çalışalım.

1.6.1. Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler

İhraç edene herhangi bir borç yükümlülüğü doğurmayan ödeme aktarmalı menkul kıymetler, vade, faiz oranı ve kalite bakımından birbirine benzer özellikler gösteren varlıklardan oluşmuş alacak havuzuna dayanarak çıkartılmış menkul kıymetlerdir. Alacakların bilanço dışına çıkartılarak bunlarla ilgili menkul kıymet ihracı esasına dayanan ödeme aktarmalı menkul kıymetler, yatırımcılara vade ve faiz oranı bakımından birbirine benzer özellikler gösteren varlıklardan oluşan bir alacak havuzuna doğrudan doğrudan ortak olma imkanı sağlamaktadırlar.

Bu tip bir menkul kıymetleştirmede, alacaklar kredi veren kurumun bilançosundan çıkartılarak özel amaçlı kuruma satılmaktadır. Dolayısıyla bu kıymetler, kredi veren kuruma borç yükümlülüğü doğurmazlar. Kredi veren kurumun veya özel amaçlı kurumun bu yapı içerisindeki temel işlevi, kredi borçlularından topladıkları bütün fonları alacak havuzu ile teminatlandırılmış menkul kıymetlerin sahipleri olan yatırımcılara kendi komisyon ücretlerini düşükten sonra aynen aktarmalarıdır.

Ödeme aktarmalı menkul kıymetler, kredi veren kurumlara riskli varlıklarını bilanço dışına çıkartma imkanı sağladıkları için kurumların bilançoları daha risksiz hale gelmekte, ayrıca özsermaye/toplam aktif ve borç/özsermaye oranlarında iyileşmeler gözlenmektedir. Böylece bu kurumlar daha iyi koşullarla ve ucuza fon sağlayabilme imkanına kavuşurlar. Kredi veren kurum alacakları üzerindeki mülkiyet haklarını da devretmesinden dolayı bunlardan doğan faiz gelirleri kurumu artık ilgilendirmemektedir. Böylece kurum, vergi yükümlülüğünden de kurtulur. Ayrıca, sistemde yer alan güvence mekanizmaları sayesinde menkul kıymetlerin nakit akışlarında herhangi bir aksama olmamaktadır.

Kredi borçluları herhangi bir cezaya maruz kalmaksızın borçlarını vadelerinden önce ödeyebilmekte ve piyasa faiz oranlarında düşme olması durumunda erken ödemeler söz konusu olabilmektedir. Dolayısıyla, borçlular tarafından alacaklara ilişkin yapılan erken ödemeler menkul kıymetlerin de

vadelerinden önce ödenmelerine neden olmaktadır. Bu durum, ödeme aktarmalı menkul kıymetlerin vadelerinin belirsiz ve nakit akımlarının değişken olmasına neden olarak, bu tür menkul kıymetlerin en büyük problemini oluşturmaktadır.

Yatırımcıların ödeme aktarmalı menkul kıymetlerden elde edecekleri faiz geliri bellidir ve bu gelir, menkul kıymetin bağlı olduğu alacak tutarının anapara bakiyesi üzerinden hesaplanan toplam faizin yatırımcıların alacak havuzunda payına düşen miktarı kadardır. Yatırımcılar, ayrıca, alacak havuzuna yapılan anapara ödemelerinden iştirakleri oranında pay alırlar. Ödeme aktarmalı menkul kıymetlerin yatırımcılara satılması ile elde edilen fonlar ise, özel amaçlı kurum tarafından kredi veren kuruma aktarılmaktadır. Kredi borçluları tarafından borçların ödenmemesi durumunda ise ödemeler, güvence sağlayan kuruluşlar tarafından özel hesaba yatırılmakta ve böylece yatırımcıların faiz gelirlerini ve anaparalarını alamama gibi riskleri ortadan kalmaktadır. Ödenmeyen miktarların borçlulardan sağlanması durumunda para, güvence veren kuruluşlara iade edilmektedir.

Sistem içerisinde, ayrıca, kredi veren kuruma, güvenilir kişi ve güvence veren kuruluşlara yaptıkları aracılık faaliyetlerinden ötürü hizmet ücreti ödenmektedir.

Değinildiği üzere, riskli olan alacakların satılarak bilanço dışına çıkartılması ve elde edilen fonlarla bu alacakların finansmanında kullanılan borçların tasfiye edilmesi, ödeme aktarmalı menkul kıymetleştirme yönteminin en olumlu tarafıdır. Bu sayede borç/özsermaye ve özsermaye/toplam aktif oranları iyileşmekte olan kurum, daha iyi koşullarda ve ucuza kaynak bulma imkanına sahip olmaktadır. Ayrıca, alacaklar kredi veren kurumun bilançosundan çıkartıldıkları için faiz geliri kredi veren kurumu ilgilendirmemekte ve vergi avantajı sağlamaktadır.

Sistemin olumsuz tarafı, dayanağı oluşturan havuza yapılan ödemelerin aynen yatırımcıya yansıtılmasıdır. Dolayısıyla, yapılacak erken ödemeler sonucunda menkul kıymetler de erken itfa edilebilmekte olup, bu durumda da menkul kıymetlerin gerçek vadesi belli olmamaktadır. Kredi borçluları tarafından yapılacak olası erken ödemeler, menkul kıymetlerin getirilerinde de sorun yaratmaktadır.

Özellikle piyasa faiz oranlarının değişimlerinde erken ödemelerin artması, menkul kıymetlerin anapara ödemelerini de doğal olarak hızlandırmaktadır. Bu durumda yatırımcının elinde ancak piyasada geçerli düşük faiz oranları ile yatırım yapabileceği finansal enstrümanlar kalır. Aksine piyasa faiz oranlarının yükselmesi durumunda ise, kimse ucuza elde ettiği krediyi kapatmak istemeyeceği için geri ödemeler azalmakta ve menkul kıymet yatırımcıları fonlarını piyasa koşullarının altında seyreden enstrümanlara bağlamış olmaktadır.⁵⁷

Tipik bir ödeme aktarmalı menkul kıymetleştirme işlemi yapısı şu şekilde oluşur;

İlk adım kredi veren kurumun alacaklarından oluşan bir portföy oluşturmasıdır. Kredi veren kurum alacaklarını bir araya getirerek bir alacak havuzu oluşturur ve bunu özel amaçlı kuruma satar.

Özel amaçlı kurum satın aldığı alacak havuzuna dayalı olarak kendi adına menkul kıymet ihraç etme sorumluluğunu güvenilir kişiye verir. Güvenilir kişi menkul kıymetleri ihraç eder ve yatırımcılara satar.

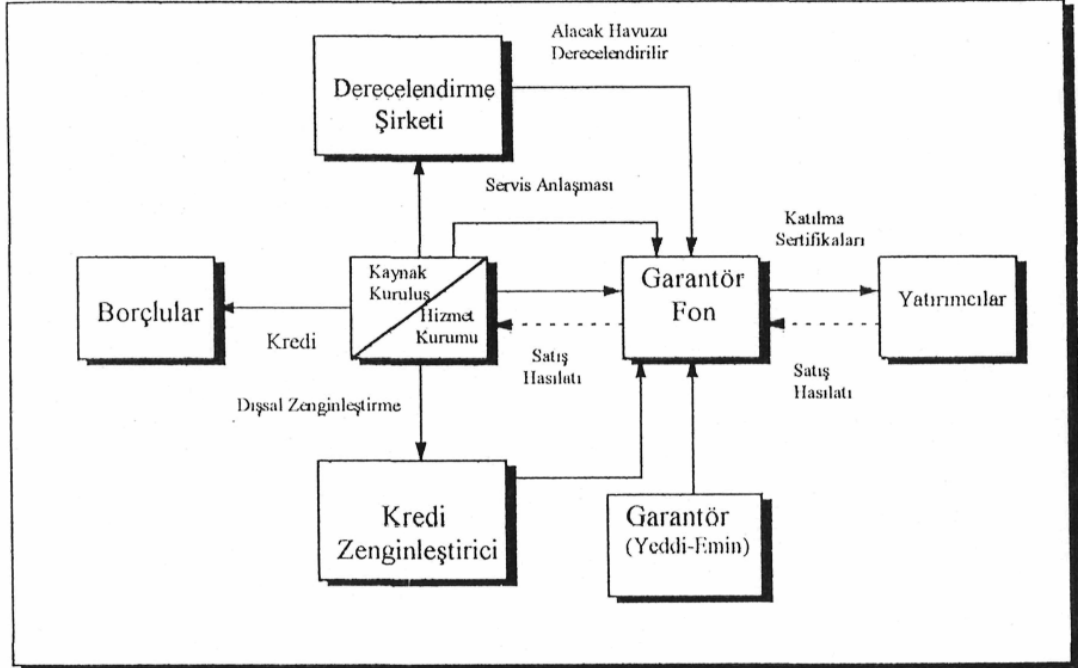
Ayrıca yatırımcıları olası kredi risklerinden korumak ve böylece menkul kıymetlerin pazarlama gücünü arttırmak amacıyla çeşitli güvence mekanizmaları oluşturulur. Söz konusu güvence mekanizmalarından doğan haklar güvenilir kişi bünyesinde saklanır. İhracın güvenilirliğini arttırmak amacıyla derecelendirme şirketlerine de süreçte yer verilir.

Menkul kıymetin satışından elde edilen hasılat özel amaçlı kurum tarafından kredi veren kuruma aktarılır.

Kredi borçluları, borçlarını, kredi veren kuruma öderler. Kredi veren kurum, bu ödemeleri, belirli bir hizmet ücreti düştükten sonra, güvenilir kişi bünyesindeki özel hesaba aktarır.

⁵⁷ Ali Hepşen, a.g.e., s.32.

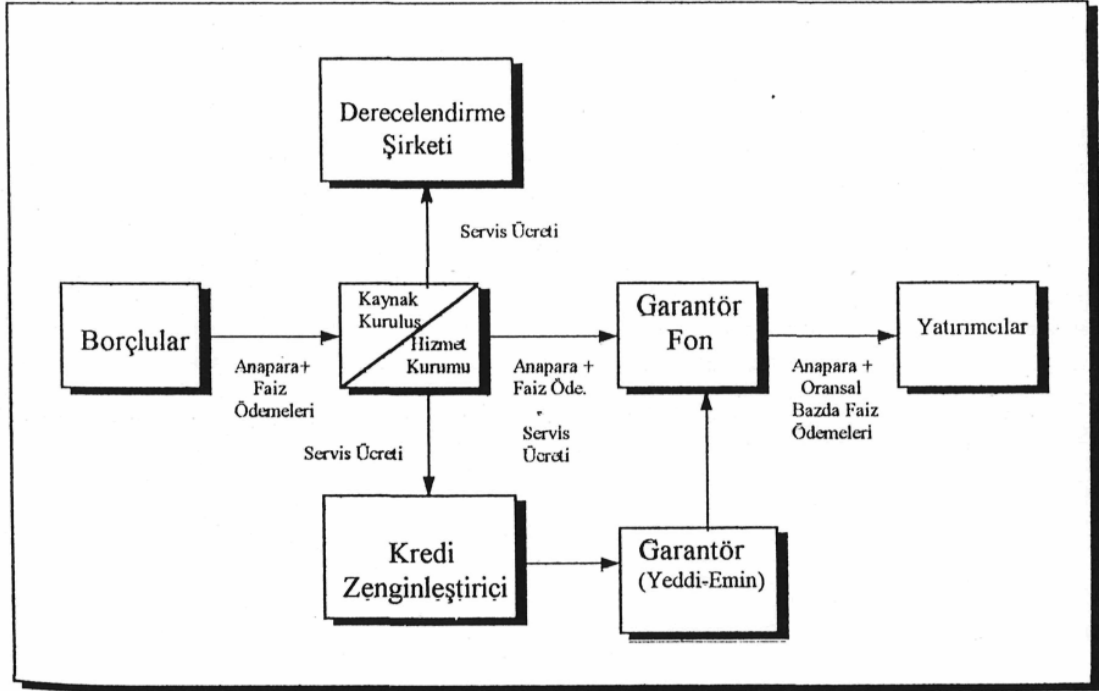
Güvenilir kişi, hesapta biriken paraları menkul kıymetin anapara ve faizi olarak yatırımcılara öder. Güvenilir kişiye de bir hizmet ücreti ödenir. Ödemelerde bir aksaklık olması halinde güvence mekanizmaları tarafından özel hesaba yatırılacak paralarla yatırımcılara anapara ve faiz alacakları ödenir. Bu yapıda, yatırımcılar, satın aldıkları menkul kıymetin bağlı olduğu alacak tutarının anapara bakiyesi üzerinden tahakkuk eden toplam faizin, satın alınan menkul kıymetin toplam alacak havuzundaki payına düşen miktarı faiz geliri olarak alırlar. Ödeme aktarmalı menkul kıymetlere ödenecek faiz oranı bellidir ve bu oran temeldeki alacakların getirisinden daha düşüktür. Aradaki fark, kredi veren kurum, özel amaçlı kurum ve güvenilir kişi tarafından hizmet ücreti olarak alınır. Yatırımcılar, faiz gelirisinin yanı sıra menkul kıymetin dayanağını oluşturan havuza yapılan anapara ödemelerinden iştirakleri nispetinde pay alırlar. Güvence mekanizmaları sayesinde yatırımcıların faiz gelirlerini ve anaparalarını alamama gibi riskleri bulunmamaktadır.⁵⁸



Şekil.5: Ödeme Aktarmalı Menkulleştirme Yapısı

Kaynak: Değer Alper, **Uluslararası Menkulleştirme ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulamalar**, T.C. Uludağ Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi, Bursa, 1999, s.43

⁵⁸ Nurcan Öcal, a.g.e, s.19.



Şekil.6: Ödeme Aktarmalı Yapıda Nakit Akışları

Kaynak: Değer Alper, **Uluslararası Menkulleştirme ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulamalar**, T.C. Uludağ Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi, Bursa, 1999, s.43.

Yukarıda belirtilen şekillerde ödeme aktarmalı yapının nasıl oluştuğu ve nakit akışları anlatılmaya çalışılmıştır.

1.6.1.1. Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetlerin Avantajları

Riskli aktifler bilanço dışına çıkarılmakta ve elde edilen fonlarla satılan aktiflerin finansmanında kullanılan yabancı kaynaklar tasfiye edilebilmektedir. Şirket inceleme kriterlerinde yer alan borç/özsermaye oranı iyileşmekte ve kredi veren kurum tarafından daha iyi koşullarda ve ucuz fon sağlanabilmektedir.⁵⁹

Ayrıca, hizmet geliri elde edilmekte ve kredi veren kurumun kredi değerliliği düşük olsa bile, sağlanan güvence mekanizmalarıyla yüksek kredi derecesi alan menkul kıymet ihracı mümkün olabilmektedir.

⁵⁹ Barbaros Çıtmacı, "Alternatif Finansman Tekniği Olarak Menkul Kıymetleştirme", T.C. Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Sermaye Piyasası ve Borsa Bölümü, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2001, s.19.

Yine alacaklar satılarak bilanço dışına çıkarıldığından bunlardan elde edilen faiz geliri kredi veren kurumu ilgilendirmemekte ve vergi avantajı sağlanmaktadır.⁶⁰

1.6.1.2. Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetlerin Dezavantajları

Kredi borçluları ödemelerini vadeden önce yaptıklarında menkul kıymetler de önceden itfa olmakta ve sonuçta erken ödeme riski bulunmaktadır.⁶¹

İhraç edilen menkul kıymetler, kendilerine dayanak oluşturan alacak havuzunun özelliklerini aynen yansıttıklarından yatırımcılar için yalnızca bir çeşit yatırım seçeneği sunmaktadır. Alacak havuzuna yapılacak anapara ve faiz ödemeleri aynı şekilde menkul kıymet sahiplerine aktarılmaktadır.

1.6.2. Borçluluk İfade Eden Tahviller

Bu yöntemde, ödeme aktarmalı menkul kıymetlerden farklı olarak, menkul kıymetleştirme yoluyla ihraç edilen menkul kıymetler kredi veren kurumun borcudur. Diğer bir deyişle kredi veren bilançosunda kalmaya devam eder. İki yöntem bulunmaktadır. Varlığa dayalı tahviller (VDT) ve nakit akımlı tahviller.

1.6.2.1. Varlığa Dayalı Tahviller

Bütün menkul kıymetleştirme işlemlerinde olduğu gibi varlığa dayalı tahvillerde bir alacak havuzuna dayalı olarak çıkarılmaktadır. Varlığa dayalı tahvillerin dayanağını oluşturan alacakların mülkiyeti ödeme aktarmalı menkul kıymetlerden farklı olarak kredi veren kuruma aittir ve bilançosunda görülmeye devam eder. Burada, alacak havuzunun herhangi bir kuruma satılması da söz konusu olmamaktadır.

Bu yapıya sahip bir ihraçta tahville finansman söz konusudur. Varlığa dayalı tahviller geleneksel şirket tahvilleri gibi sabit bir getiriye ve belirli bir vade yapısına sahip olup, bunların geleneksel tahvillerden farkı yatırımcılara yapılacak anapara ve faiz ödemelerinin kredi veren kurumun alacakları ile oluşturduğu havuzla teminat

⁶⁰ Nurcan Öcal, **a.g.e.**, s.20.

⁶¹ Barbaros Çıtmacı, **a.g.e.**, s.20.

altına alınmasıdır. Burada belirtilen havuz saklanmak üzere güvenilir kişiye devredilir. Buna ek olarak, teminatlardan sağlanan nakit akımları da doğrudan varlığa dayalı tahvillerin anapara ve faiz ödemelerinde kullanılmamaktadırlar. Bu teminatlar ancak yatırımcılara yapılacak ödemelerin aksaması durumunda devreye girmektedirler.

Görüldüğü üzere, varlığa dayalı tahvilleri satın alan yatırımcılara yapılacak anapara ve faiz ödemelerinin aksaması durumunda, güvenilir kişi devreye girmekte ve alacak havuzunun yer alan varlıkları satarak ödemeleri gerçekleştirmektedir. Böylece ödemeler güvenilir kişi bünyesinde bulunan teminatlar ile güvence altına alınırlar.⁶²

Alacak havuzunda yer alan varlıkların kredi veren kurumunun bilançosunda bulunmasından ötürü, varlığa dayalı tahvillerde güvence mekanizması olarak genelde fazla teminatlandırma söz konusudur. Bunun nedenleri olarak ;

Nakit akımlarının yatırımcıya doğru değil de kredi veren kuruma doğru olması nedeniyle portföyün zaman içinde varlığa dayalı tahvillerin değerinin altına düşmesi söz konusu olabilmektedir. Bu durumda yatırımcılara yapılacak ödemelerin garanti altına alınması amacıyla aşırı teminatlandırma yoluna gidilmektedir.

Alacak havuzundaki bazı alacakların tahsil edilememesi veya geç tahsil edilmesi halinde de aşırı teminatlandırma yatırımcılara güvence sağlamaktadır.

Aşırı teminatlandırma, varlığa dayalı tahvil sahiplerini, teminatın değerlendirme tarihleri arasında piyasa değerindeki düşüşe karşı korumaktadır.⁶³

Alacak havuzunda yer alan varlıkların kredi veren kurumun aktifinde bulunması, bunlardan elde edilen faiz gelirlerinin de vergiye tabi olmasına neden olmaktadır. Ayrıca, bu menkul kıymetlerin borç şeklinde çıkartılmaları kredi veren kurumun belirli bir miktar özsermaye bulundurmasını gerekli kılmakta, bu da kuruma artı bir maliyet yüklemektedir.

⁶² Ali Hepşen, **a.g.e.**, s.34.

⁶³ Nurcan Öcal, **a.g.e.**, s.22.

1.6.2.2. Nakit Akımlı Tahviller

Kredi veren kuruma borçluluk getirmeyen ödeme aktarmalı menkul kıymetleştirme ile borçluluk ifade eden varlığa dayalı tahvillerin birleşimi ile oluşmaktadır. Özellikleri;

a) Varlığa dayalı tahvillerde olduğu gibi tahvillerin dayanağını oluşturan alacakların mülkiyeti kredi veren kuruma aittir.

b) Varlıklar karşılığında ihraç edilen menkul kıymetler kredi veren kurumun bilançosunun pasifinde, kredi veren kurumun yada özel amaçlı kurumun borcu olarak gözükmektedir.

c) Tahvillerin dayanağını oluşturan nakit akımları, tahvillerin anapara ve faiz ödemelerinde kullanılmaktadır. Teminat portföyünü oluşturan alacakların nakit akımları ile tahvillerin ödenmesi farklı zamanlarda gerçekleşse bile, alacaklardan sağlanacak nakit akımları tahvillerin ödemelerinin tam ve zamanında yapılmasını karşılayacak biçimde yapılandırılmalıdır.

d) Nakit akımlı tahviller erken ödeme riskini ortadan kaldırmak için bir takım yapılar geliştirmiştir. Teminatların vadesi ile ihraç edilen menkul kıymetlerin vadeleri birbirini aynen tutmak zorunda değildir. Tek bir alacak havuzuna bağlı olarak farklı vadelere sahip birden fazla tahvil yaratmak mümkündür. Bu yöntemde de kredi veren kurum alacak havuzunu özel amaçlı bir kuruma devreder ve özel amaçlı kurumda değişik vadeli menkul kıymet ihraç eder.⁶⁴

Nakit akımlı tahviller varlığa dayalı tahvillere benzer olarak kredi veren kurumun borcu şeklinde yapılandırılmış menkul kıymetlerdir. Bunlar kurumun pasiflerinde yükümlük olarak yer almayı sürdürürler. Ancak aynı zamanda, bu menkul kıymetlerin nakit akımları ödeme aktarmalı menkul kıymetleriyle benzerlik göstermekte olup, yatırımcılara yapılacak ödemeler bu menkul kıymetlerin bağlı oldukları teminatlardan gelen nakit akımlarıyla karşılanmaktadır.

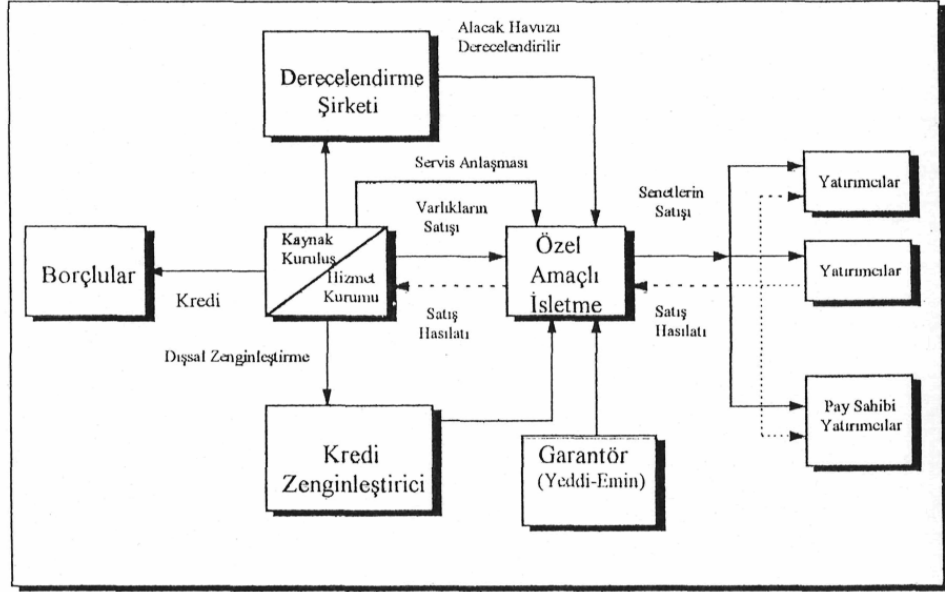
⁶⁴ Barbaros Çıtmacı, a.g.e., s.21.

Bu yöntemde, ödeme aktarmalı yöntemden farklı olarak, alacak havuzundaki varlıkların vadelerinin benzer olmasına gerek yoktur. Böylece kredi veren kurum alacaklarından elde ettiği nakit akımlarını istediği gibi yapılandırarak farklı vadelerde, farklı getirilere sahip değişik menkul kıymet tipleri yaratabilmekte ve bunların pazarlanabilirliğini arttırmaktadır. Dolayısıyla, alacak havuzunda yer alan varlıkların vadeleri ile nakit akımlı tahvillerin vadeleri birbirini tutmak zorunda değildir.

Bu varlıklardan sağlanan nakit akımları ise, tahvillerin anapara ve faiz ödemelerinde kullanılır. Bu yöntemde 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.

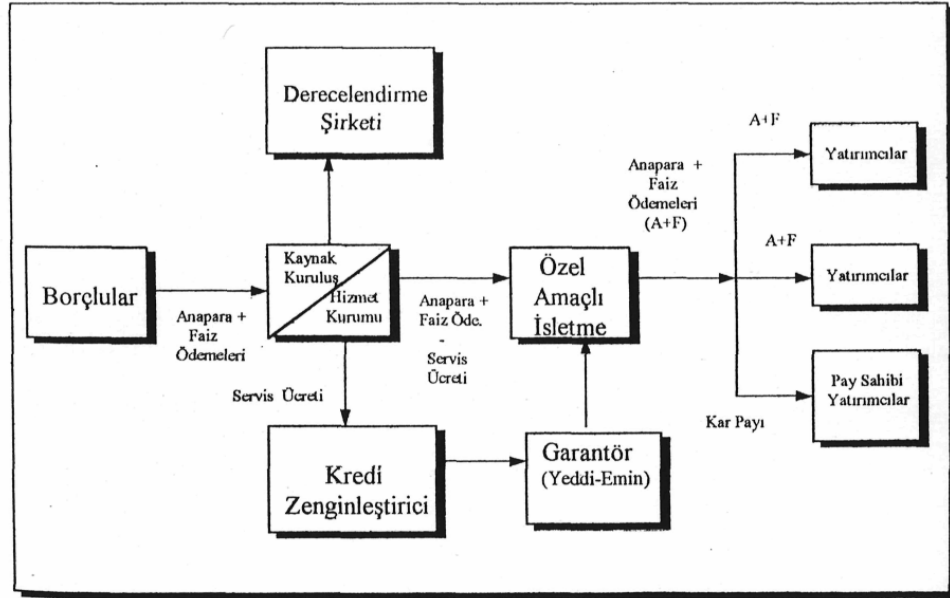
Bu yapıda kredi veren kurumun farklı vadelerdeki alacakları ile oluşturduğu havuzu özel amaçlı kuruma devretmesi söz konusudur. İflas riskinden arındırılmış bir biçimle oluşturulan özel amaçlı kurum ya tamamen kredi veren kurumun bir alt kuruluşu ya da güvenilir kişi ile kurulmuş bir iş ortaklığıdır. Özel amaçlı kurum alacak havuzunu devralmakta ve buna bağlı farklı vadelerde farklı vadelere sahip menkul kıymetleri ihraç etmektedir. Menkul kıymetlerin ihraçları gerçekleştikten sonra, bunlar yine yatırım bankası aracılığıyla yatırımcılara satılmaktadır. Nakit akımlı tahvillerin nakit akımlarına ilişkin olarak ise, bunların anapara ve faiz ödemeleri güvenilir kişi tarafından kredi veren kurumdan alınarak yatırımcılara aktarılmaktadır. Sistemde, ayrıca, güvence mekanizmaları tarafından sağlanan teminatları ve derecelendirme kurumlarının yaptıkları derecelendirme işlemleri yer almaktadır.⁶⁵ Aşağıdaki şekillerde yapının işleyişi ve nakit akışları anlatılmaktadır.

⁶⁵ Ali Hepşen, a.g.e., s.36.



Şekil 7: Nakit Aktarmalı Menkulleştirme Yapısı

Kaynak: Değer Alper, **Uluslararası Menkulleştirme ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulamalar**, T.C. Uludağ Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi, Bursa, 1999, s.45.



Şekil 8: Nakit Akımlı Yapıda Nakit Akışları

Kaynak: Değer Alper, **Uluslararası Menkulleştirme ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulamalar**, T.C. Uludağ Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi, Bursa, 1999, s.45.

1.6.2.3. Borçluluk İfade Eden Tahvillerin Avantajları

Menkul kıymetleştirmeye konu olan varlıklar, kredi veren kurumun bilançosunda kaldığı için, kredi veren kurum bunlardan gelen nakit akımlarını istediği gibi yapılandırarak farklı vadelerde ve farklı getirilere sahip değişik menkul kıymet tipleri yaratabilmektedir. Böylece kredi veren kurum ödeme aktarmalı menkul kıymetlerin gerçekleştiremediği yani farklı isteklerdeki yatırımcı tiplerine ulaşmayı başarabilmektedir.

Farklı vadelerde menkul kıymet ihraç edildiğinde, fiyatlama doğru yapılmışsa, tek tip vadede çıkarılan ödeme aktarmalı menkul kıymete göre daha düşük bir ağırlıklı ortalama elde edilmektedir. Böylece fon maliyeti daha düşük olmuş olur.⁶⁶

Bu tip menkul kıymetler borçluluk ifade ettiğinden özel amaçlı kurumun yatırımcılara yapacağı faiz ödemeleri vergiden düşülebilmektedir.⁶⁷

1.6.2.4. Borçluluk İfade Eden Tahvillerin Dezavantajları

Varlıklar kredi veren kurumun veya özel amaçlı kurumun bilançosunda kaldığından, varlıklardan elde edilen faiz geliri vergiye tabidir.

Menkul kıymetler borç şeklinde çıkarıldığından özsermaye gerekliliği ortaya çıkmakta buda firmaya ekstra maliyet getirmektedir.

Borçluluk ifade edildiği için şirketin borç/özsermaye oranında herhangi bir iyileşme sözkonusu olmamaktadır.⁶⁸

1.7. Menkul Kıymetleştirme Uygulamalarının Yararları

Menkul kıymetleştirme yatırımlarını yönetmede modern portföy teorilerini kullanan kurumların ve yatırımcıların taleplerini karşılayabilecek niteliklere sahiptir. Piyasaların hızla geliştiği ve kaynakların gittikçe kısıtlandığı zamanlarda, varlık menkul

⁶⁶ Barbaros Çıtmacı, **a.g.e.**, s.22

⁶⁷ Nurcan Öcal, **a.g.e.**, s.23.

⁶⁸ Barbaros Çıtmacı, **a.g.e.**, s.23.

kıymetleştirmesi temel bir kurumsal finansman aracı olacaktır. Menkul kıymetleştirmenin başlıca yararları olarak özetleyebileceğimiz konular şunlardır;

- a) Alternatif bir fon kaynağıdır,
- b) Pazara ulaşma şansıdır,
- c) Bilanço yönetimini sağlar,
- d) Risk transfer olanağı sağlar,
- e) Yeni yatırımcılara ulaşılır,
- f) Düşük maliyetli fonlama potansiyeli vardır,
- g) Uzun dönemli fonlama sağlar,
- h) Sermaye yeterliliğinde potansiyel bir iyileşme sağlar,
- i) Sermaye pazarının gelişmesini sağlar.⁶⁹

Menkul kıymetleştirme, kurumlara, maliyetlerini düşürmek için gerek duydukları araçlara daha düşük maliyetle sahip olma imkanını sağlar. Maliyetlerin düşmesi karlılığı yükseltir. Bu sayede sermayenin finansal hizmetlerde ve bütün piyasalarda etkili dağıtımını sağlanacak ve genel endüstri seviyesinde yükselme sağlayacaktır. Kredi güvence kuruluşları, kredi derecelendirme kuruluşları gibi finansal kurumlarında devreye girmesi ile kötü kredilerin oranı düşecek bu da sermaye maliyetini düşürecektir. Menkul kıymetleştirme operasyon maliyetlerini de düşürecektir. Günümüzde menkul kıymetleştirme hızlı bir şekilde, borç verenlerden kredi bulan, bu kredilere servis hizmeti sağlayan, kredi güvencelerini veren ve bu kredileri menkul kıymetler haline çevirmeyi iş edinmiş olan finansal aracılık hizmetleri gören firmaların yerini almıştır. Menkul kıymetleştirme firmalara birinci olarak başabaş rekabette avantaj sağlar. Firmalar aynı ürün hattında olmasına rağmen

⁶⁹ International Finance Corporation, “**Securitization**”, (Çevrimiçi), <http://www.ifc.org/scstructuredfinance>, Erişim, 30 Temmuz 2006.

marka farklılaşmasına sahip olabileceklerdir. İkinci olarak küçük işletmelere ve yerel bankalara faizlerin yüksek olduğu kredi bulmanın güç olduğu dönemlerde yardımcı olabilecektir.⁷⁰

Menkul kıymetleştirme bankacılık faaliyetleri ile aracılık hizmetlerini birleştirmek suretiyle taraflara bir çok avantaj sağlayabilmektedir. Bankalar genellikle mevduatlar yoluyla fon toplamak, kredi tahsis etmek ve vadeye kadar elinde tutmak şeklinde paket hizmetler sunmaktadır. Menkul kıymetleştirme sürecinde ise bu faaliyetler ayrı ayrı piyasa oyuncularının elindedir. Menkul kıymetleştirmede hizmetlerin bu şekilde farklı kuruluşlar tarafından gerçekleştirilmesi etkinliğin artmasını sağlamaktadır. Menkul kıymetleştirme bankaların hegemonyasını kırmış olmakla birlikte, bankalara kredi satmak ve komisyon ücreti almak suretiyle kazançlarını artırma imkanı tanımaktadır. Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme sürecinde yer alan oyuncular açısından menkul kıymetleştirmenin sağladığı faydaları da açıklamak gerekmektedir.

1.7.1. Kredi Veren Kurum Açısından Yararları

Kredi veren kurumlar, fonlarını emin ve verimli bir şekilde plase edebilmekte, gerektiğinde kredilerini menkul kıymete dönüştürerek likidite ihtiyaçlarını giderebilmektedirler. Bu bilanço yapısını da güçlendirmektedir. Menkul kıymetleştirmenin faydalarını, kredi veren kurum için aşağıda belirtilen başlıklar halinde toplamak mümkündür.

1.7.1.1. Oran İyileştirme

Menkul kıymetleştirme kredi veren kurumun bilançosundan hesaplanan oranların iyileştirilmesini sağlamaktadır. Seçilen menkul kıymetleştirme yöntemine göre bu etkiler farklı olmaktadır.⁷¹ Alacakların bir araya getirilip özel amaçlı kuruma satılarak bilanço dışına çıkarılması sonucunda azalan aktif toplamı, kurumun varolan rasyolarında düzeltici bir etkiye sahiptir. Başka bir ifade ile, ödeme aktarmalı menkul kıymetleştirme sayesinde kurumun özsermaye/toplam aktif, borç/özsermaye ve

⁷⁰ Juan M. Ocampo, James A. Rosenthal, **a.g.e.**, s.226.

⁷¹ Nurcan Öcal, **a.g.e.**, s.27.

özsermeye karlılığı oranları daha iyi gözükmetedir. Bu da kredi veren kurumun finansal tabloların daha iyi görünmesini sağlamaktadır.⁷²

1.7.1.2. Sermaye Maliyetini Azaltma

Geleneksel borçlanma ile finansman özkaynaklar ile borçlar arasında eşitlik ya da belli bir oran gerektirir iken satış şeklinde bir varlığa dayalı menkul kıymet ihracı özkaynak gerektirmemektedir. Varlığa dayalı menkul kıymet ihracı yoluyla sermaye maliyetinde azalma sağlayabilmek için varlığa dayalı menkul kıymetlerin maliyetinin başabaş noktasındaki özkaynak maliyetinden daha az olması gerekmektedir.⁷³ Kredi veren kurum açısından, ödeme aktarmalı menkul kıymetleştirmenin pahalı bir finansman aracı olan sermaye yükümlülüğünü azaltıcı etkisi vardır. Menkul kıymetleştirme kredi veren kurumun bilançosundan kredilerini kaldırmak suretiyle kredi veren kurumun tutmak zorunda olduğu sermaye gereksinimlerini de azaltmaktadır.

1.7.1.3. Alternatif Fon Kaynağı Yaratma

Likit olmayan varlıkların likit menkul kıymetlere dönüşmesine olanak sağlayan menkul kıymetleştirme, kredi veren kurumun, geleneksel menkul kıymetlerini almaya istekli olmayan yeni yatırımcı kitlelerine ulaşmasına olanak vermektedir. Böylelikle, birçok kredi veren kurum için yeni fon kaynağı doğmaktadır. Menkul kıymetleştirme kurumların finansman kaynaklarını çeşitlendirmektedir. Kredi veren kurum amacı doğrultusunda, menkul kıymetleştirmeyi hem bilanço dışı hem de bilanço içi fonlama yöntemi olarak kullanabilmektedir. Ayrıca, örneğin, gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirme yöntemiyle, yurtiçi talebin durgun olduğu zaman kesitlerinde, kredi veren kurum uluslararası finans piyasalarından düşük maliyetli ve uzun vadeli kaynak temin edebilmektedir.⁷⁴

⁷² Ali Hepşen, **a.g.e.**, s.38.

⁷³ Nurcan Öcal, **a.g.e.**, s.29

⁷⁴ Sevinç Akbulak, Yavuz Akbulak, **a.g.e.**, s.61.

1.7.1.4. Varlık Likidite Uyumunu Düzenleme

Varlığa dayalı menkul kıymetlere yapılan  demeler, dayanağı oluşturan varlıklardan elde edildiğinden satıcının varlık-likidite uyumu iyileşmektedir. Varlıklarının büyük bir kısmı alacaklardan oluşan kurumlar için alacaklarının vadelerinden önce paraya evrilmelerini sağlayarak likiditeyi arttırmaktadır.⁷⁵

1.7.1.5. Risk Yönetimi ve Risk Aktarımı

Menkul kıymetleştirmenin, kredi veren kurum açısından, diğer önemli bir faydası risk yönetimini mümkün kılmasıdır. Bu riskler içinde en önemlileri; kredi riski ve faiz oranı riskidir. Kredi veren kurum kendisini yüksek faiz oranı riskine maruz bırakacak varlıkları menkulleştirebilir. ikincisi, gelişmiş bir aktif/pasif yönetimi pozisyonu elde edebilmek için varlığa dayalı menkul kıymetleştirilmiş yapının belirli şartlara göre yapılandırılmış olan bölümlerini elinde tutabilir. Böylelikle faiz oranı riski, belirli bir geliri karşılığında bu riski taşıyabilecek yatırımcılara aktarılabilir.⁷⁶

 deme aktarmalı menkul kıymetleştirme ile alacaklar menkul bilanço dışına çıkarılmaktadır. Böylece, alacak havuzunun kredi riski ile kurumun kredi riski birbirinden ayrılmaktadır.

1.7.1.6. İşlem Hacmini Genişletme

Bilanço rakamları büyütülmeden daha fazla işlem yapma olanağı elde edilebildiğinden ölçek ekonomilerinden yararlanılabilmektedir. Kredi veren kurum, alacaklarının varlığa dayalı menkul kıymetleştirilmesinden sağladığı fonlar ile yeniden kredi açma imkanına kavuşmaktadır. Nakit akımlı tahvil ihracında ise, alacak havuzundaki varlıkların vadelerinin benzer olmasına gerek yoktur. Böylece kredi veren kurum alacaklarından elde ettiği nakit akımlarını istediği gibi yapılandırarak farklı vadelerde, farklı getirilere sahip değişik menkul kıymet tipi yaratılabilmekte ve bunların pazarlanabilirliğini arttırabilmektedir. Bu sayede farklı

⁷⁵ Ali Hepşen, **a.g.e.**, s.37.

⁷⁶ Değer Alper, **a.g.e.**, s.34.

isteklerdeki yatırımcılara ulaşılabilmesi söz konusu olmaktadır⁷⁷. Kredi derecesi düşük, gelişmekte olan ülkelerdeki kurumlar açısından konu son derece önem taşımaktadır. Bu piyasalardaki kurumlar, kredi zenginleştirme imkanlarından da faydalanarak, yüksek dereceli menkul kıymetler ihraç etmek yolu ile, son derece uygun oranlarda fon bulabilirler. Diğer taraftan, klasik borçlanma araçları yolu ile hiçbir şekilde ulaşamayacakları, uluslararası piyasalardan fon sağlanma olanağına kavuşabilirler.

1.7.1.7. Risksiz Ücret Geliri Sağlama

Menkul kıymetleştirme, özellikle finansal olmayan kredi veren kurumlar için son derece yeni olan, hizmet geliri elde etme olanağı sunar. Hem finansal, hem de finansal olmayan kredi veren kurumlar, herhangi bir sermaye yatırımı olmaksızın, kredilerin oluşturulması ve servis karşılığında gelir elde ederler.

1.7.1.8. Ucuz Kaynak Sağlama

Menkul kıymetleştirmenin maliyeti süreçte yeralan taraflar arasında paylaşıldığından ve bunlar kendi konularında uzmanlaştıklarından klasik yöntemlere göre daha ucuz kaynak sağlanmaktadır. Menkul kıymetleştirmede teminat olarak kullanılan alacakların kredi değerliliği ile kredi veren kurumun kredi değerliliği arasında doğrudan bir ilişki yoktur. Bu durum da, kredi değerliliği düşük olan kurumlara ucuz fonlama imkanı sağlamaktadır.⁷⁸

1.7.1.9. Yönetimde Serbestlik Sağlama

Geleneksel yöntemde kredi veren kurum bu kredileri finanse etmek için dış kaynaklı fonlardan da yararlanmaktadır. Ancak bu fonları sağlayan taraflarla yapılan anlaşmaların getirdiği bir takım şartlara uymak zorundadır. Bu da kredi veren kurumun yönetim kararlarına bazı sınırlamalar getirmektedir. Menkul kıymetleştirme ile geleneksel yöntemlere göre daha fazla serbest olabilmektedir.⁷⁹

⁷⁷ Ali Hepşen, **a.g.e.**, s.38.

⁷⁸ Turan Korkmaz, Ali Ceylan, **a.g.e.**, s.644.

⁷⁹ Nurcan Öcal, **a.g.e.**, s.31.

1.7.2. Kredi Borçluları Açısından Yararları

Menkul kıymetleştirmeyi uzun süreli kullanan firmalar için yeni kredi açma işlemleri de süreklilik arz etmektedir. Menkul kıymetleştirme sayesinde kredi veren kurumlar arasında rekabet artmakta, bu da kredi maliyetlerinin düşmesine neden olmaktadır. Böylece kredi kullanıcıları daha ucuza fon kullanabilme imkanına sahip olabilmektedir. Ayrıca, kredi veren kurumun artan fon yaratma potansiyeli sayesinde daha fazla sayıda kredi kullanıcısına ulaşılabilir. ⁸⁰

Kredi veren kurumun fon yaratma potansiyeli arttığından, daha geniş bir kesimin kredi ihtiyacının karşılanması mümkün olabilmekte ve küçük işletmelerin de kredi almaları kolaylaşmaktadır.

1.7.3. Yatırımcılar Açısından Yararları

Menkul kıymetleştirmenin yatırımcılara sağladığı en temel fayda birikimlerini sağlam ve yüksek getirili bir menkul değere yatırarak değerlendirmekte ve gerektiğinde likiditeye kolayca geçebilmektedirler⁸¹. Genel olarak açarsak; çeşitlenmenin dolayısıyla kredi formlarının seçimi şanslarının artması, düzenli fon imkanı sayesinde likiditenin sağlanması, derecelendirilmiş menkul kıymetlere ulaşılması, menkul kıymetlerden yüksek getiri elde edilmesi, potansiyel ticaret karlarıdır.⁸² Spesifik olarak bakıldığında menkul kıymetleştirmenin yatırımcılara en önemli yararı, diğer yöntemlerle karşılaştırıldıklarında daha yüksek bir koruma garantisi sağlaması ve derecesiz, likit olmayan varlıkların, derecelendirilmiş, yüksek kredi kalitesine ve likiditeye sahip, alınıp satılabilen menkul kıymetlere dönüştürülmesidir. Menkul kıymetlerin ihracında rol alan özel amaçlı kurum varlığı nedeniyle yatırımcılar iflas riskinden arındırılmış bir yatırıma borç verme imkanına kavuşmaktadırlar. Yatırımcılara diğer yatırım araçlarına kıyasla daha iyi bir getiri sunabilmektedirler. Yatırımcılar açısından büyük önem verilen likidite riski, iyi bir ikincil piyasanın yaratılabilmesi durumunda azalmaktadır.

Bu kurumların yatırım tercihlerini, bilanço ve likidite ihtiyaçları ve risk

⁸⁰ Ali Hepşen, **a.g.e.**, s.39.

⁸¹ İlhan Uludağ, Erişah Arıcan, **a.g.e.**, s.410.

⁸² Pelin Ataman Erdönmez, **a.g.e.**, s.78.

tercihleri yönlendirmektedir.

Bankalar, tasarruf ve kredi kurumları, sigorta şirketleri gibi kurumlar, menkul kıymetleştirme piyasasında, hem ihraççı hem de yatırımcı rollerini üstlenerek, aktif-pasif ihtiyaçlarını yönetebilirler.

Farklı ülkelerin varlığa dayalı menkul kıymetlerini satmaları yatırımcılar için, tüm sayılanlara ilave olarak, menkul kıymet portföylerinde ülke çeşitlendirmesi yapabilme imkanını elde ederek, risklerini daha düşük seviyelere indirebilme imkanı sağlamaktadır.⁸³

1.7.4. Diğer Taraflar Açısından Yararları

Menkul kıymetleştirme sürecinde yer alan güvenilir kişi, yatırım bankası, kredi derecelendirme kuruluşları ve garantör kuruluşlar yaptıkları hizmetlerden ötürü hizmet geliri elde etmektedirler.

Menkul kıymetleştirme varlıkların paketlenmesi ve kredi zenginleşmesi yoluyla riskin azaltılması ve bilançodışı fonlamaya imkan vermesi yoluyla, finansal sisteme çok önemli katkılar yapmıştır. Menkul kıymetleştirme, finansal kurumların vade, tutar ve likidite aracılığı şeklinde yapmış oldukları geleneksel aracılık fonksiyonlarını doğrudan etkilemiş ve aracılık sektörünü uzmanlaşmış parçalara ayırmıştır. Bu şekilde sistem içinde yer alan finansal kurumlar rekabet üstünlükleri olan alanlarda faaliyette bulunma imkanına kavuşmuşlardır.

Menkul kıymetleştirme, başta bankalar olmak üzere finansal kurumlar tarafından, karlılıklarını arttırma aracı olarak da kullanılmaktadır. Servis faaliyetleri kaldıraç olarak kullanılarak belirli bölümlerde ölçek ekonomileri sağlanabilmektedir. Menkul kıymetleştirme, daha yüksek tutarda kredi verebilme kabiliyeti ve daha geniş servis portföyüne imkan tanıdığından, ortalama operasyon maliyetlerini düşürülmesini sağlayabilmektedir. Bu operasyonel etkinliğe ek olarak, varlıkların menkulleştirilmesi, tasarrufçu sayısını arttırarak, kurumların fonlama kaynaklarını çeşitlendirmelerine imkan vererek, finansal kurumların tahsis etkinliğini

⁸³ Değer Alper, **a.g.e.**, s.34.

arttırabilmektedir.

Bankalar, menkul kıymetleştirme ile daha güçlü oldukları alanlarda faaliyetlerini yoğunlaştırabilmektedirler. Yatırım bankalarına sağladığı faydalar; yeni üretim kanalları, ücret ve kredi tahsis eden kuruluşların düzenli akımları, ticaret hacmi ve karları, yenilik için potansiyel ve piyasa genişlemesi olarak belirlenebilir.⁸⁴

Menkul kıymetleştirme, finansal kurumların faaliyet gösterdiği piyasadaki enformasyonel etkinliği de arttırmıştır.

1.8. Menkul Kıymetleştirmenin Dezavantajları

Menkul kıymetleştirme uygulaması avantajlarının yanında dezavantajları da bünyesinde barındırır. Süreç içerisinde risk ve dezavantajları objektif bir gözle sürece dahil olan oyuncular tarafından göz önünde tutulmalıdır. Taraflar açısından dezavantajlarını ayrıntılı bir şekilde incelemeye çalışalım.

1.8.1. Kredi Veren Kurum Açısından Dezavantajları

Menkul kıymetleştirme sürecinde kredi veren kurumun alacaklarının kalitesi konusunda yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip olması durumunda, bu bilgileri kendi çıkarları doğrultusunda kullanma ihtimali her zaman söz konusudur. Başka bir ifade ile, kredi veren kurum düşük riskli alacaklarını kendi bilançosunda tutup riskli alacaklarını satabilmektedir. Aksi durumda ise yüksek riskli alacaklar bilançoda tutularak alacak havuzunu daha kaliteli göstermek için düşük riskli alacaklarını satılırsa, o zamanda kredi veren kurumun bilançosunun kalitesi bozulmaktadır.⁸⁵

Ödeme aktarmalı menkul kıymetleştirme sayesinde kredi veren kurum, alacaklarını bilanço dışına çıkartarak finansal oranlarını daha iyi bir hale getirmek konusunda avantaj elde etmekle birlikte, finansal açıdan sorunlar yaşayan kurumların bu düzeltmeler sonucunda kendi durumlarının ciddiyetini anlamaları zorlaşmaktadır. Düzeltilen oranlar, kurumun finansal yapısının düzeldiği şeklinde yorumlanarak, sorunlar görmezden gelinebilmektedir.

⁸⁴ Pelin Ataman Erdönmez, **a.g.e.**, s.78.

⁸⁵ Turan Korkmaz, Ali Ceylan, **a.g.e.**, s645.

Kredi veren kurum, açmış olduğu kredileri satacağı düşüncesi ile bunlar hakkında yeterli düzeyde analiz yapmaması da kurum açısından sakınca doğurmaktadır.⁸⁶

Kredi veren kurum, hiçbir yasal zorunluluğu olmadığı halde, piyasadaki itibarını korumak için problem yaratan kredileri geri almak zorunda kalabilirler.⁸⁷

1.8.2. Yatırımcılar Açısından Dezavantajları

Yatırımcılar açısından varlığa dayalı menkul kıymetlerin dayanağını oluşturan varlıklara ilişkin ödemelerin, borçlular tarafından yapılamaması veya geç yapılması bir dezavantaj unsuru olmaktadır.

Yatırımcılar açısından risk doğuran diğer bir sakınca ise, ödeme aktarmalı menkul kıymet ihracında alacaklara ilişkin borçlular tarafından yapılan erken ödemelerdir. Borçluların borçlarını erken ödemeleri halinde yatırımcıların ellerindeki menkul kıymetlerde vadesinden önce ödenmektedir. Bu esnada piyasa faiz oranları düşmüş ise, yatırımcılar daha düşük getiriye katlanmak zorunda kalmaktadırlar.⁸⁸

Yine süreçte yer alan kuruluşların yükümlülüklerini yerine getirmemeleri de risk olarak ortaya çıkabilmektedir.

Varlıkların değerlendirilmesi de yatırımcılar için ayrı bir güçlük olarak ortaya çıkmaktadır.

1.8.3. Finansal Sistem Açısından Dezavantajları

Finansal sistem açısından en önemli sorun, kredi veren kurumun düşük riskli kredilerini bilançosunda tutup, yüksek riskli kredilerini menkul kıymetleştirmede kullanmak istemesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Bu durum, kredi veren kuruma

⁸⁶ Ali Hepşen, **a.g.e.**, s.41.

⁸⁷ Nurcan Öcal, **a.g.e.**, s.32.

⁸⁸ Turan Korkmaz, Ali Ceylan, **a.g.e.**, s.645.

zarar verebileceği gibi menkul kıymetleştirme sürecinin yer aldığı finansal sisteme olan güveni de sarsmaktadır.⁸⁹

İkinci bir risk de ihraççı kurumun alacaklarını satarak onları izlemekten tamamen vazgeçmesidir.⁹⁰

⁸⁹ Ali Hepşen, **a.g.e.**, s.41.

⁹⁰ Nurcan Öcal, **a.g.e.**, s.33.

BÖLÜM 2 : DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE MENKUL KİYMETLEŞTİRME UYGULAMALARI

Menkul kıymetleştirme, özellikle 20. yüzyılın özellikle son çeyreğinde yoğun bir uygulama alanı bulmuştur. Menkul kıymetleştirme uygulamaları gelişmiş ekonomisinin etkisiyle ilk önce A.B.D.’de ortaya çıkmış ardından diğer gelişmiş ekonomilerde de sıkça kullanım alanı bulmuştur. Artan fon ihtiyaçları gelişmekte olan ülke ekonomilerinin de menkul kıymetleştirme uygulamalarına yönelmesine sebep olmuştur. Özellikle son yıllarda gelişmekte olan ülkelerin artan oranlarda menkul kıymetleştirme uygulamalarına girdiğini görmekteyiz. Türkiye’de menkul kıymetleştirme uygulamalarına kayıtsız kalmamıştır. Çıkarılan tebliğlerle varlığa dayalı menkul kıymetler yürürlüğe girmiş ancak istenilen faydaların sağlanamaması üzerine uygulama ortadan kalksa da yurt içi alacakların yurtdışındaki yatırımcılara menkul kıymetler halinde satılması uygulamaları devam etmektedir.

Bu bölümde menkul kıymetleştirmenin gelişimini etkileyen sebepleri ortaya koyarak, dünyada ve Türkiye’de menkul kıymetleştirmenin gelişimini incelemeye çalışacağız.

2.1. Menkul Kıymetleştirmenin Ortaya Çıkışını ve Gelişimini Etkileyen Sebepler

Menkul kıymetleştirme 1980’lerin ortasında finans dünyasında önemini kazanmaya başlamıştır. 2004’ün sonunda ise menkul kıymetleştirmeye konu olan varlıklar 23 trilyon dolar tutarındaki Amerikan tahvil piyasasındaki kaynakların % 31’ini temsil etmekteydi. İpoteğe dayalı menkul kıymetleştirme uygulamaları da bu alanda başı çekmekte idi. Avrupa uygulamaları, daha uzun zaman alarak, 1998 ile 2003 yılları arasında 50 milyar dolardan 500 milyar dolara yükselmiştir.

Gelişmekte olan piyasalarda menkul kıymetleştirme uygulamasına hızla geçmişlerdir. Başlangıçta ilk uygulamalar yurtdışı alacakların gelecekteki nakit akımlarına göre yapılmıştır. İlk uygulamalar hacimce daha küçük uygulamalardı ve daha çok borçlanmaların kur riskini azaltmak için yapılıyorlardı. Günümüzde ise, birçok gelişmekte olan ülke gerekli yasal ve ekonomik düzenlemeleri yaparak yurtiçi

alacakların menkul kıymetleştirmesini, yurtdışı ve yurtiçinde yapmaktadırlar. Bu nedenle menkul kıymetleştirmenin geniş bir uygulama alanı bulunduğu görülmektedir.¹

Özellikle finansal kriz dönemlerinde, gelişmekte olan ülkeler düşük maliyetli ve uzun dönemli krediler elde edememektedirler. Menkul kıymetleştirme, bu aşamada kamusal yatırımlar ve özel sektör için, kendi ülke kredi derecelerinden daha yüksek dereceli menkul kıymetler oluşturarak uluslararası sermaye pazarlarında çeşitli fonlara ulaşma imkanı sağlamaktadır.²

1970’li ve 1980’li yıllarda uluslararası finans piyasalarında görülen değişimler, geleneksel kredi/mevduat bankacılığının yerine menkul kıymetleştirme olgusunun önem kazanmasına neden olmuştur. Yeni bir finansman tekniği olarak menkul kıymetleştirme sisteminde, geleneksel kredi/mevduat bankacılığı dışında farklı işlemleri yerine getiren farklı kuruluşlar yer almaktadır. 1960’lı ve 1970’li yıllarda uluslararası finans sistemi geleneksel kredi/mevduat bankacılığı şeklinde çalışmaktaydı. 1980’li yıllarda ise, sendikasyon kredilerinin azalmasıyla birlikte varlığa dayalı menkul kıymet ihraçları artış göstermiş ve bankacılığın geleneksel üstünlükleri aşınmaya başlamıştır. Bu gelişmelere ilave olarak 1970’li yıllarda forward, future, option, swap ve menkul kıymetleştirme gibi bilançodışı finansman teknikleri ortaya çıkmış ve 1980’li yıllarda çeşitlenme göstermiştir.

Menkul kıymetleştirmenin yirminci yüzyılın ikinci yarısında, diğer finansal yenilikler gibi önemli bir finansal yenilik olarak yer almasının temel sebebi 1973 yılında birçok sanayileşmiş ülkeyi etkileyen petrol krizi olmuştur. Petrol fiyatlarının yükselmesine bağlı olarak yaşanan ekonomik durgunluklar, petrol fiyatlarının düşmesine kadar geçen süre içinde uluslararası nakit akımları ve ticaret dengelerini oldukça değiştirmişti. Özellikle bu dönemde ABD’de ödemeler dengesinde ki cari açık oldukça büyümüştü. ABD’nin ödemeler dengesi içinde önemli bir paya sahip ve Amerikan kaynaklı menkul kıymetler alan Japonya, Almanya ve diğer birkaç ülke,

¹ International Finance Corporation, “**Securitization**”, (Çevrimiçi), <http://www.ifc.org.structuredfinance>, Erişim, 30 Temmuz 2006.

² International Monetary Fund, “**Securitization Of Future Flow Receivables: A Useful Tool For Developing Countries**”, (Çevrimiçi), <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/03/ketkar.htm>, Erişim, 09 Ekim 2006.

menkul kıymetleri almak için kullandıkları kaynaklarını, kriz dönemine bağlı olarak kendi ülkelerinde emekli aylıkları ve diğer finansal yatırımlar için tutunca bu durum Amerikan ekonomisinde olduğu kadar dünya genel ekonomisinde de oldukça büyük şoklar ve değişiklikler yaratmıştır. Bu değişiklikler sadece bankacılık ve finans sektörü ile sınırlı kalmamıştır. Bu değişimler dünya ekonomik düzeni içinde “deregülasyon” ve “reregülasyon” gibi yeni sloganlar ortaya çıkarmıştır.³

Menkul kıymetleştirme, risk paylaşımı amacıyla sermaye piyasası araçları içinde likit olmayan araçların likit hale dönüştürülmesi sürecidir. Bu da teknolojik gelişme ile eş zamanlı olarak ortaya çıkan yeniliklerden bir tanesidir. Böylece büyük meblağlı yatırım araçlarına küçük yatırımcılar da ortak olma imkanına kavuşmaktadırlar. Aynı zamanda riskin kurumsal yatırımcılar ve küçük yatırımcılar arasında paylaşımı gerçekleşmektedir. Her finansal yenilik gibi menkul kıymetleştirmenin de piyasalarda yaygın olarak yer bulmasının nedenleri şu şekilde sıralanabilmektedir;

- a) Vergiye ilişkin boşluklar,
- b) İşlem maliyetleri,
- c) Aracılık maliyetleri,
- d) Riski azaltma veya transfer edebilme olanağı,
- e) Varlığın likiditesini arttırmaya yönelik çabalar,
- f) Hukuki düzenlemelerde görülen değişiklikler,
- g) Faizlerin düzeyi ve değişken olması,
- h) Fiyatların düzeyi ve değişken olması,
- i) Finansal alanda akademik çalışmaların yapılması,

³ Edward P.M. Gardener, Jack Revell, “**Securitization: History, Forms and Risks**”, Institute of European Finance, United Kingdom, 1988, s.14.

j) Muhasebe açısından faydalar,

k) Teknoloji alanındaki gelişmeler.

Global finansal sisteminin daha etkin olması için finansal yenilikler itici güç olarak görülmektedir. Özellikle temel amacı riskin dağıtılması olan türev ürünler ve varlığa dayalı menkul kıymetler gibi yeni ürünler ile risk paylaşımı, daha düşük işlem maliyeti ve daha fazla kar imkanı yaratarak etkinliği arttırması beklenmektedir. Finansal yeniliklerin kullanımında son yıllarda ortaya çıkan hızlı artış, işlem maliyetlerinde önemli azalmalar yaratmıştır. İşlem maliyetlerinde sağlanan bu tasarruflar gelecek dönemlerde finansal yeniliklerin artmaya devam edeceğini göstermektedir. Ayrıca kurumlar bu ürünleri öğrendikçe daha fazla bu ürünleri kullanmaya başlayacaklardır. Ekonomideki belirsizlikler sürdükçe önümüzdeki dönemde de maliyetleri azaltmak amacıyla daha önemli finansal yenilikler ortaya çıkacaktır. Bu finansal yeniliklerin özellikle risk yönetimi konusunda ortaya çıkması beklenmektedir.

Temel başlıklar altında ekonomi de yaratılan yenilikleri ve dolayısıyla konumuz olan menkul kıymetleştirmenin ortaya çıkması ve gelişimin etkileyen sebepleri başlıklar halinde incelemekte fayda vardır.

2.1.1. Enflasyon ve Faiz Oranlarındaki Dalgalanmaların Artışı

Enflasyon ve faiz oranlarındaki dalgalanmaların artması sonucu ortaya çıkan riskleri minimize etmek için yeni ürünler ortaya çıkmıştır. Sabit kur sisteminden serbest kur sistemine geçilmesiyle enflasyon ve faiz oranlarındaki dalgalanmaların artışı sonucu ortaya çıkan risklerden korunmak için farklı tip araçların talebinde bir artış görülmüştür. Bu dönemde ortaya çıkan faiz ve enflasyon oranındaki hızlı dalgalanma mevcut yatırım araçlarının tekrar değerlendirilmesi sonucunu doğurmuştur. Faiz oranlarındaki bu dalgalanma, getiri ve yatırımlar üzerinde daha büyük bir belirsizlik doğurmuştur. 1970'lerden sonra petrol krizlerinin ve gelişmekte olan ülkelerin borçlanma gereğinin de artmasıyla ortaya çıkan bu yüksek faiz oranı dalgalanması beraberinde faiz oranlarının daha yüksek seviyelerde oluşması

sonucunu doğurmuştur. Aynı zamanda vadelerde de önemli bir kısalma ortaya çıkmıştır. Finansal piyasalardaki bir değişme, beraberinde kar amacıyla yeni bir finansal varlık arayışını doğurmaktadır. Faiz oranı riski artan yatırım araçları daha az cazip hale gelmektedir. Böylece yatırımcıların bu yatırım araçlarını satın alınması için daha yüksek bir faiz ödemesi gerekmektedir. Banka gibi finansal kurumlar daha düşük faiz oranı riski taşıyan yatırım araçları yaratarak müşterilerine daha düşük faiz oranları vermeye çalışmaktadırlar. Bu şekilde düşük maliyetle elde edilen fonlar daha yüksek kar elde etme imkanını doğurmaktadır. Karşı karşıya kaldıkları riski azaltabilmek için yatırımcılar da faiz oranı riskini azaltabilecekleri yeni kurulan finansal piyasalarda ve yeni yatırım araçlarıyla işlem yapma konusunda daha istekli olmaktadır. Faiz ve enflasyon oranlarındaki dalgalanmalar sonucu ortaya çıkan risklerden kaçınmak amacıyla ortaya çıkan üç önemli finansal yenilik şunlardır:

2.1.1.1. Değişken Oranlı Borç Araçlarının Ortaya Çıkışı

Faiz ve enflasyon oranlarındaki dalgalanmanın yükseldiği bu dönemde bireyler sabit oranlı yatırım araçlarına fonlarını yatırmak yerine, değişken oranlı yatırım araçlarına yatırım yapmayı tercih etmeye başlamışlardır. Bu şekilde fon sahipleri kendilerini faiz oranı riskine karşı korumaya çalışmaktadırlar. Bankalar da değişken faiz oranlı yükümlülükleri arttığı için, ya değişken faiz oranlı varlıklarının, kredi veya menkul kıymetler, miktarını arttırmakta ya da faize duyarlı varlıklarının vadelerini kısaltmaktadırlar.⁴

2.1.1.2. Finansal Piyasalardaki Vadeli İşlem Piyasalarının Varlığı

Vadeli işlem piyasası bir satıcının belli bir ürünü ileride belirlenmiş bir tarihte üzerinde anlaşılan bir fiyattan alıcıya satma konusunda anlaştıkları vadeli kontratların işlem gördüğü piyasalardır. Mal ile ilgili vadeli işlem piyasaları uzun süredir kullanılmakta olmasına rağmen, finansal piyasalarda vadeli kontratlar 1970'

⁴ Cafer Kaplan, "Finansal Yenilikler ve Piyasalar Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği", Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, **Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği, No:9910**, Nisan 1999, s.2.

lerin başından itibaren kullanılmaya başlanmıştır. Bu sözleşmelerle yatırımcılar risklere karşı kendilerini koruma, imkanını elde etmişlerdir.⁵

2.1.1.3. Borç Araçları İçin Opsiyon Piyasalarının Ortaya Çıkışı

Yatırımcıları faiz oranı riskine karşı koruyabilecek diğer bir yatırım aracı da borç araçları üzerinden yapılan opsiyon işlemleridir. Bir opsiyon kontratı bir varlığı belli bir kullanım fiyatından alma veya satma hakkını sağlamaktadır. Bu işlemlerle de yatırımcılar kendilerini karşı karşıya kalacakları risklere karşı korumaktadırlar. Finansal piyasalarda vadeli işlem piyasalarının ve opsiyon piyasalarının ortaya çıkması, varlıkların likiditesini arttırmakta ve ekonomik birimlerin risklere karşı kendilerini koruyabilme imkanını yaratmaktadır. Fakat bu araçlar enformasyonun çok fazla önem kazandığı yeni dönemde iyi değerlendirilmemesi halinde, aynı zamanda spekülasyon faaliyetlerinin artması sonucunu da doğurmaktadır.⁶

2.1.2. Yasal Düzenlemelerdeki Değişiklikler

Firmaların kar elde etme imkanlarını sınırlayan yasal düzenlemelerden kaçınmak amacıyla da finansal yenilikler ortaya çıkmaktadır. 1980'li yıllardan itibaren başlayan deregülasyon akımından sonra finansal yenilikler hızlanmıştır. Yasal düzenlemeler kar marjlarının azalması sonucunu doğurduğu zaman, yatırımcılar bu düzenlemelerden kaçınmak amacıyla finansal yenilik arayışına girmektedirler. Finansal piyasalar arasındaki sınırlar liberalleşme ve deregülasyon hareketleri ile azalmaya başlamıştır. Çeşitli piyasalara girişteki engeller kaldırılmış ve yatırımcılar bu yeni piyasalara daha fazla getiri elde etmek ve risk paylaşımını sağlamak amacıyla girme imkanına sahip olmuşlardır. Böyle bir ortamda yeni finansal ürünlerin ortaya çıkması kaçınılmaz hale gelmektedir. Bankacılık sektörü en yoğun düzenlemelerin yapıldığı sektörlerden birisi olduğu için, bu sektör yeniliklerin en fazla ortaya çıktığı sektör olmaktadır.

⁵ Cafer Kaplan, **a.g.e.**, s.4.

⁶ **A.e.**, s.5.

2.1.3. Vergi Kanunlarındaki Değişiklikler

Vergi kanunlarındaki değişiklikler de yeni finansal ürünlerin ortaya çıkmasını teşvik etmektedir. Finansal araçların vergi sonrası getirileri vergi yasalarından etkilendiği zaman, mevcut yatırım araçlarını yeni düzenlemelere göre revize eden yeni finansal ürünler ortaya çıkacaktır. Özellikle sermaye kazancına karşı faiz ve temettü getirilerinin farklı vergilendirilmesi piyasa denge sürecini etkilemektedir.

2.1.4. Teknolojideki Gelişmeler

Teknolojideki gelişmeler finansal yeniliklerin ortaya çıkmasına yol açmakta ve bunların hizmete sunulmasını kolaylaştırmaktadır. Finansal işlemlerin ve hizmetlerin maliyetlerini düşürmekte ve daha fazla kar imkanı yaratmaktadır. Teknolojideki gelişmeler işlem bazında etkinliğin artışında da önemli bir rol oynamaktadır. Maliyet etkinliğinin önemli olduğu finans sektöründe, maliyet etkinliğini sağlayamayan ürünlerin piyasadaki yok olması beklenmektedir. Finansal hizmetler sektöründe, bilgisayar kullanımının yaygınlaşması işlem başına maliyetlerin daha düşük olmasını getirmiştir.⁷

Uluslararası finans dünyası özellikle 1980'li yıllar boyunca bilişim ve iletişim teknolojisindeki hızlı gelişmelere tanıklık etmiştir. Bilişim ve iletişim alanında yeni teknolojilerin uygulanması, bilginin çok hızlı ve güvenilir bir şekilde uluslararası finans piyasalarına ulaşmasını sağlarken işlem hacmini de arttırmaktadır. Daha önce finansal piyasalarda etki yaratabilecek bir bilgi ilgili piyasalara haftalar sonra eriştiği halde teknolojideki gelişmeler sonucunda bilginin işleme süresi saniyelere inmiştir. Böylece, sağlıklı bilgi birikimi ve iletişim kolaylığı sağlayan yeni teknolojilerin finansal piyasalarda kullanılmasıyla, yeni finansal araç ve teknikleri kapsamına alan finansal yeniliklerin gelişimi hızlanmıştır.⁸

⁷ Edward P.M. Gardener, Jack Revell, **a.g.e.**, s.22.

⁸ Nursen Vatansever, “**Yeni Bir Finansman Tekniği Olarak Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme Uygulaması**” T.C. Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı Para ve Banka Programı, Yüksek Lisans Tezi, İzmir, 1995, s.9.

2.1.5. Finansal Piyasaların Globalleşmesi

Bilgisayar ve telekomünikasyon teknolojisindeki gelişmeler finansal piyasaların arkasındaki itici gücü oluşturmaktadır. Bilgisayar teknolojisindeki gelişmeler sonucunda uluslararası telekomünikasyonda ortaya çıkan düşük maliyet ülke dışında yatırım yapmayı daha kolay hale getirmektedir. Finansal piyasaların globalleşmesi ulusal piyasalar üzerinde yerel değişkenler kadar, uluslararası değişkenler de etki yapmaktadır. Yerel ve uluslararası piyasalar arasındaki etkileşim, bir çok ülkede yerel finansal sistemdeki değişikliklerin önemli bir kaynağı olmaya devam ettiği için, uluslararası finansal etkileşimin artması yerel finansal piyasalardaki değişimi de arttırmaktadır. Finansal piyasaların yüksek oranda entegre olmalarından dolayı böyle evrensel krizlerde benzer nitelikteki bütün piyasalar ya hızlı bir yükseliş ya da hızlı bir düşüş yaşamakta, aynı zamanda faiz ve fiyat dalgalanmalarında bir artış gözlenmektedir.⁹

Finansal yöneticiler ve yatırımcılar, finans piyasalarındaki küreselleşmeye bağlı olarak uluslararası finans piyasalarındaki olası fırsat ve risklerin farkına varmaktadır. Böylece, farklı piyasalarda birden çok amaca yönelik finansal işlemler yer ve zaman farkı gözetmeksizin yapılabilen, dolayısıyla ulusal finans piyasaları yerine uluslararası finans piyasaları yoluyla daha uygun koşullarda borçlanma olanağı sağlanmaktadır.

Coğrafi sınırların finansal işlemleri sınırlandıramaması sonucu ulusal piyasaların birbiriyle bağlantılı hale gelmesiyle karakterize edilen finansal piyasalardaki küreselleşme trendi, menkul kıymetleştirilen araçların finansal piyasalara girmesinde rol oynamıştır.¹⁰

2.1.6. Ekonomik Büyümenin Hızlanması

Ekonominin büyüdüğü dönemlerde finansal kurumlar yeni fikirleri uygulamaya sokma konusunda daha istekli olmaktadır. Fakat durgunluk ve resesyon dönemlerinde riskten kaçınma ve likit kalmayı tercih etmektedirler.

⁹ Cafer Kaplan, **a.g.e.**, s.9.

¹⁰ Nursen Vatansever, **a.g.e.**, s.10.

2.1.7. Piyasa Etkinliği Üzerinde Yapılan Akademik Çalışmalar

Piyasaların etkinliği üzerine yapılan akademik çalışmalar da finansal ürünlerin artışıını olumlu yönde etkileyen unsurlardan biri olarak ortaya çıkmaktadır.

2.1.8. Finansal Piyasalarda Görülen Deregölasyon ve Reregölasyon Olguları

Menkul kıymetleştirme olgusunun ortaya çıkması ve gelişmesinde rol oynayan başlıca etmenlerden biri de finansal piyasalarda “deregölasyon” ve “reregölasyon” olgularının görülmesidir.¹¹

Deregölasyon terimi, mevcut yasal-kurumsal düzenlemelerin ortadan kaldırılmasına işaret ederken, reregölasyon terimi ise yeni yasal kurumsal düzenlemeleri yerine getirme veya mevcut sınırlamaları azaltma süreci şeklinde tanımlanır. Finansal piyasaların deregölasyonu beraberinde reregölasyon olgusunu getirerek menkul kıymetleştirmenin gelişiminde temel güç olmuştur.¹²

2.1.9. Finansal Aracılığın Önemini Kaybetmesi

Son yıllarda banka yoluyla borçlanma azalmaya başlamıştır, bu durum, finansal araçlar tarafından sağlanan pazarlanamayan kredilerden ziyade sermaye piyasaları yoluyla ihraç edilen devredilebilir menkul kıymetler şeklindeki borçlanma eğilimin artmasına işaret etmektedir.

Sermaye piyasaları aracılığıyla orta ve uzun vadeli fon talep eden kuruluşlar ile tasarruf sahipleri arasında doğrudan iletişim kurulmakta ve dolayısıyla sermayenin mobilizasyonunda rol alan araçlar ortadan kalkmakta ya da fonksiyonları azalmaktadır. Bu şekilde ortaya çıkan finansal aracılığın önemini kaybetmesi olgusu, nihai borçlanıcılar ve nihai kredi veren kurumlar arasındaki finansal aracılık hizmetlerinden vazgeçilmesiyle birlikte doğrudan finansmana

¹¹ Edward P.M. Gardener, Jack Revell, **a.g.e.**, s.14.

¹² Nursen Vatansever, **a.g.e.**, s.12.

yönelmeyi ifade etmektedir.

Finansal aracılığın önemini kaybetmesine yol açan birçok faktör bulunmaktadır, ilk olarak deregülasyon ve reregülasyon olguları kapsamında bankalarla bankadışı finans kurumları arasındaki rekabetin artışıyla birlikte sözkonusu kurumlar tüketici finansmanı, menkul kıymet ve sigortacılık alanlarında hizmet vermeye başlamışlardır. Bu çerçevede pazarlanabilir menkul kıymetlerin sermaye piyasaları yoluyla ihracına dayalı finansman şekilleri önem kazanmaya başlamıştır. Finansal aracılığın önemini kaybetmesinde rol oynayan diğer bir faktör ise birçok ülkede sosyal güvenlik, eğitim ve sağlık hizmetlerine ilişkin kamu finansman açıklarının artışıdır. Hükümetler, banka yoluyla borçlanma yanında esas olarak pazarlanabilir menkul kıymetlerin ihracıyla sözkonusu kamu finansman açıklarını finanse etmişlerdir. Böylece, finansal aracılığın önemini kaybetmesi olgusu gündeme gelmiştir. Finansal aracılığın önemini kaybetmesinin diğer şekilleri, geleneksel kredi/mevduat bankacılığı pahasına gelişme göstermiştir. Banka dışı finansman şirketleri kurdukları bağlı kuruluşlar ya da finansman bölümleri yoluyla sermaye piyasasından daha düşük maliyetli fon elde edebilmektedir. Ayrıca, verdikleri bankacılık hizmetleri dolayısıyla bankalarla rekabet etmektedirler.

Finansal piyasaların küreselleşmesi de finansal aracılığın önemini kaybetmesine yol açan faktörlerdendir. Finansal alandaki küreselleşmeyle beraber pazarlanabilir finansal araçların yaygın kullanılması sonucu finansal aracılık önemi kaybetmekte ve finansal kurumlar arasındaki rekabet şiddetlenmektedir.

Geleneksel kredi/mevduat bankacılığı yoluyla borçlanma maliyetinin artmasına karşılık sermaye piyasaları yoluyla borçlanma maliyetinin azalmasıyla finansal aracılık önemini kaybetmektedir. Bu çerçevede gerçekleşen finansal aracılığın önemini kaybetmesi olgusunun, menkul kıymetleştirme tekniğinin gelişimini hızlandırıcı etki yarattığını söylemek mümkündür.¹³

¹³ Nursen Vatansever, **a.g.e.**, s.15.

2.1.10. Basel Bankacılık Denetim Komitesi Sermaye Denetim Komitesi Sermaye Ölçümü ve Sermaye Standartlarının Uluslararası Düzeyde Uyumlaştırılması

BASEL standartları, bankaları global ve ulusal krizlere karşı korumak amacı ile geliştirilen, riskleri azaltıcı bir grup önlem paketi olarak tanımlanabilmektedir. BASEL I 1988 yılında Bankacılık Denetim Komitesi tarafından kabul edilerek 120 ülkede kabul gören bir uzlaşma metnidir. 1996 yılında revizyona tabi tutulmuş ve kredi risklerine ilaveten piyasa riskleri de hesaplama yöntemine dahil edilmiştir. BASEL II Bankaların sermaye yeterliliklerinin ölçülmesine ve değerlendirilmesine ilişkin olarak Uluslararası Ödemeler Bankası bünyesinde oluşturulan Basel Bankacılık Denetim Komitesi tarafından yayımlanan ve yakın tarihte birçok ülkede yürürlüğe girmesi beklenen daha etkin ve sağlam bankacılık sistemi bütünüdür. Burada amaçlanan, risk yönetiminin güçlenmesi ve sermaye yeterlilik rasyolarının artmasıdır. Risk yönetimi ile, risklerin, belirlenmiş yöntemler ile hassas olarak ölçülmesi ve risklere daha duyarlı özkaynak tahsis edilmesi, denetsel gözden geçirme, saydamlığın sağlanması, kamuoyunun daha fazla aydınlatılması ve piyasa disiplininin artırılması, bankalar ve bankacılık grupları için iyi kurumsal yönetim yapısının, risk ve kontrol kültürünün tesisi bankalar ve bankacılık gruplarının denetim ve gözetimlerinin risk odaklı ve proaktif olarak gerçekleştirilmesi ve bu konuda uluslararası işbirliğinin güçlendirilmesi, finansal sistemde istikrarın ve etkin piyasa disiplininin sağlanması amaçlanmaktadır. KOBİ'ler ve diğer kurumsal yapılar da mali kayıtların düzgünlüğü, risk yönetimi, sermaye yapıları, aktif-pasif yönetimi ve kurumsal kültürün gelişimi için BASEL uygulamalarından yararlanmak zorundadırlar.¹⁴

2.2. Dünyada ve Türkiye'de Menkul Kıymetleştirme

Menkul kıymetleştirmeyi tetikleyen ve günümüz finans piyasalarında rağbet görmesini sağlayan etkileri inceledikten sonra, gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda menkul kıymetleştirme uygulamalarını inceleyerek, menkul kıymetleştirmenin gelişimini ve etkilerini daha net görebiliriz. Her piyasa kendine

¹⁴ Basel Bankacılık Denetim Komitesi, "Sermaye Ölçümü ve Sermaye Standartlarının Uluslararası Düzeyde Uyumlaştırılması", Gözden Geçirilmiş Düzenleme, Haziran 2004

has dinamikleri yüzünden menkul kıymetleştirme uygulamasına farklı tepkiler vermiştir. Ancak günümüzde bütün piyasalarda menkul kıymetleştirme uygulamaları, artan oranlarda hızla gelişmektedir.

2.2.1. ABD’de Menkul Kıymetleştirme

İlk menkul kıymetleştirme uygulamaları Amerika Birleşik Devletleri’nde (ABD) 1970’lerde ortaya çıkmıştır. Bunun temel sebebi ABD’nin gelişmiş sermaye, para, üretim ve hizmet sektörüne sahip olması, gelişmiş bir ekonomi olarak karşılaşılan ekonomik sorunlara gelişmiş teknolojisinin yardımıyla yeni çözüm çareleri veya alternatif uygulamalar getirme isteğidir. Sigorta şirketlerinin ipotek piyasalarında büyük bir ağırlığa sahip olduğu ABD piyasalarında 1970’li yıllarda başlayan ve 1980’li yıllara kadar devam eden büyük gelişme zaman içinde yerini durağanlığa bırakmıştır. Zamanla sektörün karlılık oranlarında büyük azalmalar meydana gelmiş, düşük fiyatlandırma ve ipotek düzenleyenlerin sahte işlemleri sektörün büyük kayıplara uğramasına neden olmuştur. Sektöre fon sağlamada büyük etkinliğe sahip sigorta şirketlerinin etkinliği bu yüzden daralmış, fakat menkul kıymetleştirme uygulamaları ile birlikte, bu menkul değerlere yatırım yapılmaya başlanmasıyla birlikte piyasa kaynak girişi olarak, piyasa tekrar hareketlenmeye başlamıştır, ve firmalar bu yöntemle piyasa da halen kaynak görevi sürdürmektedirler.¹⁵ Bu yapı ev ipotek kredilerinin havuzda toplanması, bir paket haline getirilmesi ve pazarlanabilir ve satılabilir menkul kıymetler haline getirilmesi işlemiydi. ABD hükümetine bağlı Hükümet Ulusal İpotek Kurumu (GNMA-Ginnie Mae) tarafından ödeme aktarmalı menkul kıymetler şeklinde başlamıştır. Menkul kıymetleştirme ilerleyen yıllarda büyük bir gelişme göstererek aktifteki diğer kalemler için de uygulanır hale getirilmiştir.

Menkul kıymetleştirmenin ABD’deki gelişimini daha iyi ortaya koyabilmemiz için 1920’li yıllarda ABD’de ortaya çıkan büyük ekonomik bunalıma kadar inmemiz gerekiyor. Ekonomik bunalım sonucunda ABD hükümeti ekonomide bozulan dengeleri yeniden sağlamak, konut sahiplerinin varlıklarını kaybetmemesini sağlamak, kredi veren kurumları desteklemek, işsizlikle mücadele etmek ve inşaat

¹⁵ Kürşat Yalçınar, “İpotek Karşılığı Menkulleştirilmiş Krediler”, Gazi Kitabevi, 2006.s.62.

sektörünü canlandırabilmek amacıyla kanunlar çıkarmış ve çeşitli kurumları faaliyete geçirmiştir.¹⁶ Tarihsel kronolojisine baktığımızda ilk olarak ABD’de, 1933 yılında amacı, hükümet garantili tahvil ihraç ederek ipotek borçlularının borçlarını finanse etmek ve ipotek piyasasını canlandırmak olan Ev Sahiplerinin Borçları Kurumu’nu (HOLC), 1934 yılında amacı borçluların kredilerini geri ödememeleri riskine karşı kredi kurumlarının kredileri sigorta ederek, ipotek sigortacılığına öncülük edecek olan Federal Konut İdaresi’ni (FHA), 1938 yılında ikinci el ipotek piyasasını geliştirmek, ipotek kredisine olan arz ve talebi arttırmak ve piyasaya sürekli likidite sağlamak amacı ile Amerikan Kongresi tarafından kurulan Federal Ulusal İpotek Birliği (FNMA-Fannie MAE), 1944 yılında, Amerikan Hükümeti tarafından, ikinci dünya savaşından dönen gazilerin konut edinmelerini kolaylaştırmak, teşvik etmek ve borçlanmalarını cazip hale getirmek amacıyla kurulan, FHA’dan farklı olarak sigortalayacağı konut kredilerinin miktarına üst sınır getirmeyen, krediyi kullandıktan herhangi bir peşinat ve sigorta primi tahsil etmeyen Eski Muharipler İdaresi (VA) uygulamalarını görüyoruz. FHA ve VA tarafından ipotek kredilerinin sigorta edilerek hükümet garantisi altına alınmaları sonucunda kredilerde standardizasyona gidilmiş ve böylece sağlıklı bir ikinci el piyasasının oluşumuna katkıda bulunulmuştur.¹⁷

İkinci el ipotek piyasasının istenilen düzeye erişememesi nedeniyle, kurum daha etkin çalışabilmesi için 1968 yılında iki ayrı kuruma ayrılmıştır;

a) Mevcut Federal Ulusal İpotek Birliği (FNMA), yine bazı hükümet düzenlemelerine tabi olmakla birlikte, hisseleri New York Borsası’nda alınıp satılır hale gelen özel bir yönetim yapısına dönüştürülmüştür.

b) Hükümet Ulusal İpotek Birliği (GNMA), Amerikan Hükümetinin tam güveni ve kredisi ile ikinci el ipotek piyasasında aktif bir kurum olarak menkul kıymetleştirme çalışmalarını teşvik etmiş ve 1970 yılında, ilk defa hükümet garantili ödeme aktarmalı menkul kıymetleri halka arz ederek menkul kıymetleştirme uygulamasını başlatmıştır. Uygulamalar FHA ve VA garantisi taşıyan ipotek

¹⁶ Ali Hepşen, “Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması”, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No:2005-13, İstanbul 2005, s.6.

¹⁷ A.e., 8.

kredilerinden doğan alacakların menkul kıymet haline getirilerek yatırımcılara satılması şeklinde olmuştur.

1970 yılında ikinci el ipotek piyasasını daha da derinleştirmek amacıyla Federal Konut Kredisi İpotek Şirketi (Federal Home Loan Mortgage Corporation-FHLMC-Freddie Mac) kurulmuştur. Kuruluş amacı doğrultusunda ilk defa 1971 yılında, konvansiyonel ipotek kredileri ile desteklenmiş katılım sertifikalarını ihraç etmiştir.

1977 yılında Salomon Brothers ve Bank Of America'nın öncülüğünde federal hükümet garantisi olmayan konvansiyonel ipotek kredileri ile desteklenmiş ödeme aktarmalı menkul kıymetler ihraç edilerek menkul kıymetleştirme özel sektörde de uygulanmaya başlanmıştır.

1980'lerin ortalarından başlayarak aktifteki otomobil kredileri, kredi kartı alacakları, finansal kiralama alacakları, ihracat kredileri gibi diğer alacaklar da menkul kıymetleştirilmiş ve varlığa dayalı menkul kıymetler ihraç edilmiştir.

Bu doğrultuda 1985 Mart ayında Sperry Lease Finance Corporation elinde bulunan bilgisayar finansal kiralama alacaklarına dayalı menkul kıymet ihraç etmiştir. Yine aynı yıl içerisinde otomobil kredisi alacaklarının menkul kıymetleştirilmesine başlanmış, 1986 yılında ise Salomon Brothers tarafından Bank One Corporation adına kredi kartı alacaklarına dayalı 50 milyon USD tutarında ilk menkul kıymet ihraç edilmiştir.

2005 yılı itibariyle ABD'nde ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler tutarı 1,9 trilyon USD, hisse senedi ihraç tutarı ise 18,2 trilyon USD'dir. Varlığa dayalı menkul kıymet ihraçları hisse senetlerinin yaklaşık % 11'i düzeyindedir.

2.2.2. Avrupa'da Menkul Kıymetleştirme

Avrupa'da ilk kez İngiltere'de başlayan menkul kıymetleştirme uygulamaları daha çok ipotek destekli tahvillerin satılması şeklinde gerçekleşmiştir. Fransa'da ise menkul kıymetleştirme uygulamaları, 1988 yılında alınan kararlarla yürürlüğe girmiş,

bankalar ve mali kurumlar kredilerini alınıp satılabilir menkul kıymetler haline getirmişlerdir.

Avrupa'da menkul kıymetleştirmenin gelişimi Amerika'dan bir çok nedenle oldukça farklıdır. Öncelikle Avrupa'da menkul kıymetleştirme için motivasyon sağlayacak öncü bir kamu kuruluşu bulunmamaktadır. Hatta bir çok kamu kuruluşu menkul kıymetleştirmenin gerçekleştirilmesini zor bulmuştur. Ayrıca, Avrupa ülkeleri içinde farklı yasal düzenlemeler menkul kıymetleştirmenin gelişiminin önünde engel teşkil etmiştir. Avrupa menkul kıymetleştirme için Amerikan modelini benimserken, bu modeli kendi iç dinamiklerine göre değiştirmek zorunda kalmıştır. Birçok Avrupa ülkesinde büyük kurumsal bankalar menkul kıymetleştirmede ilk kredi tahsis eden kuruluşlar olmuştur. Bununla birlikte bir çok hükümet özelleştirme ve kamusal sermayeli özel şirketlerin aktiflerinin bilanço üzerindeki borçların azaltılması ve AB düzenlemelerindeki asgari zorunlulukların yerine getirilmesi amaçlarını menkul kıymetleştirme yoluyla sağlamıştır. Euro'nun tedavüle girdiği 2000 yılından itibaren menkul kıymetleştirme Avrupa'da çok daha önemli bir rol oynamaktadır.

Amerika ile Avrupa piyasalarında menkul kıymetleştirmede farklılıklar kalmaya devam edecektir. Örneğin, Amerika'da menkul kıymetleştirme uygulamaları varlığa dayalı menkul kıymetlere konu olabilecek tüm kalemler üzerinden neredeyse sorunsuz yapılabilirken, Avrupa'da daha çok uygulama ipotekler veya devlet bankaları tarafından ihraç edilen menkul kıymetler üzerinden gerçekleşmektedir. Ayrıca, hemen bütün ipoteğe dayalı varlığa dayalı menkul kıymet piyasaları Amerika'daki ödeme aktarmalı menkul kıymetleştirmenin aksine nakit aktarmalı menkul kıymetleştirmeler şeklindedir. Bunun en temel sebebi de, örneğin İngiltere'de ipoteklerin büyük kısmı sık sık ayarlanan değişken faiz oranlarına sahiptir, uzun vadeli sabit faizli ipotekler yaygın değildir ve borçlular varolan bir ipoteğin değerini arttırabilir veya kendilerine borç verenleri küçük bir maliyet karşılığında değiştirebilirler.

Almanya da, Alman hükümeti tarafından oluşturulan standartları karşılayan konut ipoteklerine dayanan menkul kıymetler ile Almanya ve diğer Avrupa ülkelerinden alınan kamu sektörü borçlarına dayanan menkul kıymetler menkul kıymetleştirme uygulamalarında kullanılır. İtalyan parlamentosu 2001 yılında 10,7 milyar Euro'luk menkul kıymetleştirmeyi sağlayan yasayı yürürlüğe koymuştur. Avrupa'nın diğer bölgelerinde de ipoteye dayalı menkul kıymetleştirme uygulamaları giderek yaygınlaştı. 2001 yılında bu rakam 17 milyar USD idi ve artmaya devam etmektedir.¹⁸

2.2.3. Japonya ve Çin'de Menkul Kıymetleştirme

Japonya'da ipotek karşılığı borç alanların ipoteklerinin yeniden satışına itiraz etmeleri ve borçluların haklarını korumayı amaçlayan kanunlar nedeniyle son zamanlara kadar varlıkların menkul kıymetleştirilmesini sınırladı. Son zamanlarda Japonya, zor durumdaki bankalarda, borçlular için rehin tutulan varlıkların değişimine izin vermek suretiyle menkul kıymetleştirmeye olanak tanımaya başlamıştır.

Çin merkez bankası olan Çin Halk Bankası'na 2000 yılının Nisan ayında ipoteye dayalı menkul kıymet ihracı yetkisi verildi. Pek çok yasal belirsizlik olduğu için pazarın ne kadar süratli gelişeceği belirsizdir¹⁹.

2.2.4. Gelişmekte Olan Piyasalarda Menkul Kıymetleştirme

Menkul kıymetleştirme uygulamaları, ekonomideki gelişmelere paralel olarak uygulamada hızla yerini almıştır. Afrika, Latin Amerika, Doğu Asya, Güney Asya, Doğu Avrupa ve Ortadoğu ülkeleri varlığa dayalı başarılı menkul kıymetleştirme uygulamasına girmişlerdir. Bu uygulamalar değişik döviz kurlarında, değişik müşteri yapısına göre çeşitlendirilmiştir.

Latin Amerika'da, Arjantin müşteri kredileri ve kredi kartlarına dayalı alacakların menkul kıymetleştirmesinde ön plana çıkmış, Brezilya ve Kolombiya

¹⁸ Marc Levinson, " **Finansal Piyasalar Klavuzu**", Liberte Yayınları, Şubat 2007 s.151.

¹⁹ **A.e.**, s.152.

ipoteğe dayalı alacakların varlığa dayalı menkul kıymetleştirilmesinde önemli mesafeler kaydetmiştir. Meksika ise köprü yapım kredileri, ipoteğe dayalı alacaklar ve havayolları biletlerinin varlığa dayalı menkul kıymetleştirilmesi gibi birçok alanda başarılı menkul kıymetleştirme uygulamalarına gitmiştir.

Asya'da ise Pakistan telekominakosyon sektörünün ileriye dönük alacaklarının menkul kıymetleştirme uygulamalarına yönelmiş, Tayland otomobil kredilerinin varlığa dayalı menkul kıymetleştirilmesine yönelik çalışmalar yapmış, Endonezya'da da kredi kartı alacakları ve finansal kurumların alacaklarına dayanarak yaptığı menkul kıymetleştirme uygulamaları ile ön plana çıkmıştır.²⁰

Menkul kıymetleştirme uygulamaları 2005 ikinci çeyreğinden itibaren de artış trendine devam etmektedir. Kredi derecelendirme işlemlerinin dünyanın her alanında uygulanması sonucunda kredi derecesi alabilmiş menkul kıymetleştirme uygulamaları ortaya çıkmış Meksika, Brezilya, Türkiye ve diğer ülkelerde de büyüyen bir uygulama alanı bulmuştur. Bu sayede 2005 yılında Meksika ve Brezilya'da menkul kıymetleştirme uygulamasına giren şirketler kredi derecelendirme şirketlerinin de kredi notu vermesi sayesinde 2012, 2015, 2020 gibi uzun vadeli krediler elde etmişlerdir.

2.2.5. Gelişmekte Olan Piyasalar'da Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme Uygulamalarına 2004 Yılında En Başarılı Uygulama Seçilmiş Bir Örnek

Uygulamada, kredi veren kurum görevini, Titularizadora Colombiana üstlenmiştir, yapı 66,9 milyon USD tutarında konut kredileri idi, varlıklar kredi derecesi olarak AAA derecesi almışlardı, vade süresi 5 ila 7 yıl arasında değişmektedir ve garantör görevini International Finance Corporation üstlenmiştir.

²⁰ Actsa org., “Securitizationin Emerging Markets: A Development Opportunity”, (Çevrimiçi), <http://www.actsa.org.za/articles/siemmar01.htm>, Erişim, 09 Ekim 2006.

Kolombiya'daki menkul kıymetleştirme uygulamaları diğer Latin Amerika Ülkeleri'ne göre daha erken başlamıştır. 2004 yılında bölgenin ilk sabit aktifli, ipotek kredilerini menkul kıymetleştirme uygulamasına girişilmiştir.

2004 Haziran ayında, Titularizadora Colombiana şirketi ve partneri IFC, 66,9 milyon USD'lik ipoteye dayalı menkul kıymetleştirme uygulamasına girmiştir. Bu anlaşma, kötü kredileri, ipotek kredisi veren kurumun kayıtlarından silmiştir. Bu kurumların likiditesi artmıştır ve kredi verme kabiliyetleri de artmıştır. Bu anlaşma ile aynı zamanda, Kolombiya'daki kurumsal yatırımcılar için yeni finansal kaynaklar yaratmışlardır.

Kolombiya, gelişmekte olan bir ipotek pazarına ve sofistike bir sermaye piyasasına sahiptir. Ama özellikle bu menkul kıymetleştirme uygulaması dikkate şayandır, çünkü bu menkul kıymetleştirme uygulaması, ülkedeki bankaları zayıflatan finansal krizden beş yıl sonra gerçekleşmiştir. Bu krizle birlikte, faiz hadlerindeki dalgalanmalar ücretler genel seviyesini olumsuz etkilemiş, ev sahiplerinin dövize dayalı ödemelerinde sorunlar yaratmış, ev fiyatları % 30 düşmüş, işsizlikte % 15 artmıştı. Aralık 2003 sonu itibariyle de, ipoteye dayalı krediler seviyesi 796 milyon civarındaydı.

1998 yılında ipotek kredileri piyasası %80 oranında değer kaybına uğramış ve kriz yıllarca pazarı etkilemeye devam etmişti. Bu konuyla ilgili olarak, Titularizadora Colombiana başkanı Alberto Gutierrez "Krizden sonra vadesi geçmiş, ödenmemiş ipotek kredilerinin oranının % 25'i bulmuştu ve bankaların ipotekli varlıklarının kalitesi de oldukça düşmüştü. Bizim ihtiyacımız olan, şu an gelir getirmeyen ve şu an gelir getirmesi beklenilmeyen kredileri likiditeye çevirmek, bu krediler havuzunun riskini sınırlandırmak ve bu yolla bankaların bilançolarının güçlenmesini sağlamaktır." demecini vermiştir.

Banco Conavi ve Banco AV Villas kaynaklı kusurlu ipotek kredileri menkul kıymetleştirmeye geri dönmüştür bu yapı sayesinde uygulama birincil ve ikincil dilimlerden oluşmuştur. IFC, peso yapısıyla kurulmuş ikincil dilimlere sınırlı garanti

vermiştir. Bu ve ilave kredi güvencelendirme yöntemleri ile birincil dilimlerin dilimlerinde olması ile, bu yapı AAA derecesi almıştır.

Bu yapının zamanlaması önemliydi, zira Kolombiya'da çıkarılan kanun ipotek karşılığı kredi veren kurumun ipotekli mülkü kendi mülkiyetine geçirme süresini kısaltmıştı. Bu reformdan önce, mülkiyeti devralmak 5 yıl sürerken, bu reform ile bu süre 32 ay veya sürenin yarısı kadar sürmektedir. Mülkiyeti ele geçirilmiş mülklerin satışından elde edilen gelir, ikincil menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemelerinde kullanılmıştı. Bu, ilave rezerv fonlar ve aşırı teminatlandırma yeniden ödemeleri garanti etmiştir ve hisse senedi sahibine % 7 yıllık kupon faizi verme imkanı sağlamıştır.

IFC'nin bu yapıda görev almış çalışanlarının belirttiği üzere, ilk dört aylık sürede, konutların satışından gelen nakit gelirler tahmin edilenden üç kat daha fazla idi. Bu fonlar beş yıllık dilimin amortize edilmesinde kullanılmıştır. Beş yıllık dilimin amortize edilmesi tamamlandıktan sonra, yedi yıllık dilimin amortize edilmesinde kullanılmıştır.

Yüksek kredi dereceli yapı ve çekici teminatlar, varlıkların Kolombiya'lı yatırımcılar tarafından yüksek ilgi duymasına yol açmıştır. Özellikle sigorta şirketleri ve emeklilik fonları şirketleri bu varlıklara yüksek ilgi göstermiştir. Bu anlaşma yüksek taahütlü idi. İpoteğe dayalı menkul kıymetleştirmenin seviyesi şaşırtıcı derecede yüksek oldu.

IFC hazine bölümü muavini ve global finansal yapılardan sorumlu çalışanı Lee Meddin'e göre bu yapıyla, Kolombiya'daki sermaye piyasanın gelişmesine yardımcı olunmuş, aynı zamanda, dünyanın gelişmekte olan herhangi bir yerinde de uygulanabilirliğini göstermiştir. Bu yapı, çeşitli ülkelerde büyükçe ipotek havuzu olan, varlıkları büyük ölçüde sorunlu şirketler için en iyi uygulanabilirliği olan başarılı bir uygulama olmuştur. Lee Meddin, ayrıca, gelişmekte olan piyasalarda

finansal krizlerde ve ipotek pazarı krizlerinde örnek vak'a olarak bu yapının incelenebileceğini belirtmiştir.²¹

2.2.6. Türkiye’de Menkul Kıymetleştirme

Menkul kıymetleştirme işlemi, Türkiye için önemi henüz yeterince anlaşılmamış bir uygulamadır. Ekonomik anlamda 1980’lerden sonra başlatılan ekonominin yeniden yapılanma süreciyle birlikte, diğer bir finansal uygulamada olduğu gibi menkul kıymetleştirmede de adımlar atılmıştır. Bunda Türk ekonomisinde görülen yapısal değişimlerin etkisini görmekteyiz. Bu yapısal değişimleri şöyle inceleyebiliriz.

Türkiye’de 1980’lerden itibaren, yüksek ölçüde korumacı bir sistemden serbest pazar ekonomisine önemli bir dönüşüm görülmüştür. Reformlar, fiyat kontrollerini ve sübvansiyonları azalttığından beri ekonomide devletin rolünü azaldı. Endüstriyel ve hizmet sektörleri ile vurgulanan büyüme, liberal ticaret, azaltılan vergiler ve artan ihracatın büyümesi, rahatlatılan büyük transfer ve mübadele kontrolleri ve cesaretlendirilen yabancı yatırım, merkez bankasının bağımsızlığını kuvvetlendirdi, Türk Lirası konvertibilite oldu ve vergi sistemini düzeltmiştir.

Genellikle, Türk ekonomisi, bu reformlara iyi yanıt verdi. Türkiye’nin gerçek GSMH büyüme oranı yükseldi. 1986’dan 1996’a kadar olan dönem arasında, aynı dönemde, Türk ekonomisi, yüksek ölçüde çeşitlendirildi. Özellikle, endüstriyel tabanlı mal ihracatları ve hizmetlerle önemli şekilde genişledi ve hızlıca büyüdü. GSMH’e ilişkin bilgilerde Türkiye’nin dış borcunun arttığı görüldü. Kayıtlı ekonomisine ek olarak, Türkiye’nin, ölçülemeyen kayıtdışı ekonomisi oluştu. Kayıtdışı ekonomi, tarımsal sektördeki faaliyet, Asya ülkeleri ve Rusya ile olan ticarete önemli miktarları kapsar. Türk hükümetleri, Dünya Bankası ile olan çalışmasında kayıtdışı ekonomiyi kayda almak için çalışmaktadır. Özelleştirme ve yabancı sermayeyi ülkeye çekebilme çalışmaları ekonomideki güncelliklerini her zaman korumuştur.

²¹ International Finance Corporation, “**Latin Finance, Deals Of The Year 2004, Colombia Securitizes Mortgages**”, (Çevrimiçi), <http://www.ifc.org.structurdfinance>, Erişim 30 Temmuz 2006.

Ekim 1983'te Türkiye'de menkul kıymet borsalarının kuruluşunu öngören bir kararname çıktı. Ekim 1984'de ise "Menkul Kıymet Borsalarının Kuruluşu ve Çalışma Esasları" Resmi Gazete'de yayınlandı. Çalışma esaslarına ilişkin mevzuat Olağanüstü Genel Kurul toplantılarında kabul edildi ve 1985 sonunda İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) resmen kurulmuştur.

Türkiye, 1987 yılından itibaren, bozulan makro ekonomik sorunlarla karşılaştı ve bunun sonucunda 1994 yılında ekonomik kriz ve devalüasyon yaşadı. 1998 yılında Rusya ile başlayıp bütün gelişmekte olan piyasaları etkisi altına alan ekonomik kriz Türkiye'yi de etkisi altına aldı ve özellikle ekonominin motor gücü olan tekstil sektörü ağır darbe aldı. Türkiye son yıllarda yoğun bir sıcak para politikası tartışmalarına sahne oldu ve 2001 yılında bankacılık ve finans piyasası başta olmak üzere tüm Türk ekonomisini derinden etkileyen büyük bir ekonomik kriz yaşandı. Bugün bankacılık ve finans piyasası halen toparlanma arayışlarında olup özellikle son dönemlerde sermaye güçlerini arttırabilmek ve şoklara karşı daha dirençli olabilmek için yabancı sermaye ile evlilikler yapma yolundadırlar.

Türkiye özellikle 1980'li yıllardan itibaren yoğun bir enflasyonist ortamın içine girdi. İlk başlarda ekonominin çarklarının hızlı çalışması için kabul edilebilir olarak ortaya konulan enflasyonist ortamda büyüme modeli, bozulan makroekonomik yapı ile birlikte ciddi ekonomik sorunlara yol açtı ve ciddi krizlerin tetikleyicisi oldu. Türkiye IMF ile yapılan "stand by" ve bunun gibi bir dizi anlaşma ile bütçe disiplini uygulamaları kararı aldı ve enflasyonla mücadeleyi kendine öncelik olarak gördü.

Türkiye'de menkul kıymetleştirme uygulamaları ise Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından çıkarılan ve, 31.07.1992 tarihli T.C. Resmi Gazetete'de yayımlanan, Sermaye Piyasası Kurulunun Seri III., No.14 "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği" ile uygulamaya girmiştir.²²

²² Sevinç Akbulak, Yavuz Akbulak, "Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler", Beta Basım A.Ş., İstanbul, Ağustos 2004, s.206.

Mevzuatımız, kredi veren kurum olarak, genel finans ortaklıklarını, bankaları, finansman şirketlerini, faktoring şirketlerini, finansal kiralamaya yetkili kuruluşları ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarını tarif etmiştir.

Mevzuatımız, alacaklar havuzunu, düzenlenen varlığa dayalı menkul kıymetlere dayanak teşkil eden alacakları temsil eden kambiyo senetleri, sözleşmeler ve diğer belgeleri tarif etmiştir.

Mevzuatımız, aracı kuruluş olarak, sermaye piyasası araçlarının ihraç veya halka arz yoluyla satışına yetkili kılınmış banka ve aracı kurumları ifade eder.

Varlığa dayalı menkul kıymetler, ilgili tebliğlerle belirlenen kredi veren kurumların kendi ticari işlemlerinden doğmuş alacakları veya tebliğler hükümleri çerçevesinde temellük edecekleri alacaklar karşılığında, kurul'ca kayda alınarak ihraç edilen kıymetli evraktır.

Varlığa dayalı menkul kıymetlerin ihracında işleme konu olabilecek alacak türleri aşağıda tanımlanmıştır:

a) Tüketici Kredileri: Bankaların gerçek kişilere, ticari amaçla kullanılmamak kaydıyla, mal ve hizmet alımları dolayısıyla, açmış oldukları bireysel krediler ile finansman şirketlerinin kendi mevzuatları çerçevesinde gerçek ve tüzel kişilere açmış oldukları krediler,

b) Konut Kredileri: Bankaların, Toplu Konut İdaresi Başkanlığı ile yapılan anlaşma hükümlerine göre kendi kaynaklarından hazır konut alan kişilere açtıkları bireysel krediler, bankaların verdikleri ipoteğe dayalı bireysel konut kredileri ile konut sektörünü kredilendirmeye yetkili Kamu İktisadi Teşebbüsü statüsündeki bankaların kendi mevzuatları çerçevesinde açtıkları krediler,

c) Finansal Kiralama Sözleşmelerinden Doğan Alacaklar: Finansal Kiralama Kanunu ve ilgili mevzuat çerçevesinde finansal kiralamaya yetkili kuruluşların yaptıkları finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacakları,

d) İhracat İşlemlerinden Doğan Alacaklar: Bankalar ve özel finans kurumlarının açmış oldukları ve fiilen ihracatta kullandıkları krediler ile faktoring işlemleri yapan anonim ortaklıklarca temellük edilen ihracat karşılığındaki belgeye dayalı alacaklar.

e) Diğer Alacaklar: Bankalar dışındaki, mal ve hizmet üretimi faaliyetlerinde bulunan anonim ortaklıklar ile mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Kamu İktisadi Teşebbüslerinin müşterilerine yaptıkları taksitli satışlardan doğan, senede bağlanmış alacaklar.

f) Tarım Kredi Kooperatifleri aracılığıyla verilen bireysel kredilere ilişkin olarak T.C. Ziraat Bankası'nın senede bağlanmış alacakları.

g) Türkiye Halk Bankası'nca esnaf ve sanatkarlarla küçük işletmelere açılan ihtisas kredileri.

h) Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföydeki gayrimenkullerinin satış veya satış vaadi sözleşmelerinden kaynaklanan senetli alacakları.²³

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından varlığa dayalı menkul kıymetlerle (VDMK) ilgili olarak daha başka tebliğler de yayınlanmış ve Türkiye'de menkul kıymetleştirme uygulaması başlamıştır. Varlığa dayalı menkul kıymet uygulamaları özel sektör tarafından 1992-1997 yılları arasında yaygın olarak kullanılmıştır. Bu dönemde VDMK ihracı toplam özel kesim menkul kıymet ihraçlarının 5 katı ile % 40 arasında değişmiştir. Ancak ikinci el piyasa payları çok düşük olmuştur. Yani bu ürünün ikinci el piyasasında istenilen başarı yakalanamamıştır. Bankaları VDMK ihracına yönelten temel neden aktif-pasif yönetiminden ziyade, daha ucuz maliyetli kaynak elde edebilmeleridir. Daha ucuz maliyetli kaynak olması ise, tamamıyla munzam karşılık ve disponibilitate yükümlülüğünün bulunmamasından dolayıdır. VDMK'lerin umulandan fazla gelişmesi ve bankaların esas faaliyetlerini yerine getiremediği düşüncesiyle T.C. Merkez Bankası müdahale gereği duydu ve

²³ Sermaye Piyasası Kurulu, “**Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğleri**”, (Çevrimiçi), <http://www.spk.gov.tr>,s.152., Erişim, 10 Nisan 2007.

bankaların VDMK ihracından doğan yükümlülüklerini dispoñibilite kapsamına dahil etti. Bu da bankalar açısından VDMK uygulamalarından sağlanan faydaları düşürdü ve uygulamayı ortadan kaldıracı bir etki yaptı.

Ayrıca, yalnızca bankalardaki mevduatın, sigorta fonu kapsamında kalması sonucunda parasını o bankaya mevduat olarak yatıran tasarruf sahibi herhangi bir zarara uğramazken, o bankanın VDMK'ine yatırım yapan tasarruf sahibi sigorta fonundan yararlanamayacağı durumunu ortaya çıkarmış ve buda uygulamayı ortadan kaldıracı bir etki yaratmıştır.

Bankalar dışındaki diğer finans kurumları çok düşük düzeyde bir ihraç gerçekleştirmişlerdir. Bu durumun nedeni mevzuatta banka dışındaki ihraççıların VDMK ihraçlarını banka garantili yapmaları zorunluluğu yer almaktadır. Örneğin, banka garantisi zorunluluğu finansal kiralama şirketlerinin VDMK ihraç maliyetini artıran bir unsur olmuştur. Özkaynaklarının altı katına kadar tahvil vb. sermaye piyasası aracı ihraç edebilme şansı bulunan finansal kiralama şirketlerinin, tahvile göre çok daha fazla bürokratik işlem gerektiren VDMK ihracına yönelmemişlerdir. Dayanak oluşturan alacakların bir bankada saklamada tutulması ve bu banka ile bir vekalet sözleşmesi imzalanması gerekmektedir ki bu da vekalet komisyonu, komisyon üzerinden ödenecek banka sigorta muamele vergisi ile damga vergisi nedeniyle maliyeti arttırmıştır. Finansal kiralama şirketi sağlamak zorunda olduğu banka garantisi nedeniyle bankalardaki kredi limitlerini de daraltmıştır. Bankaların ihraç ettikleri VDMK'ler ile finansal kiralama şirketlerinin ihraç ettiklerinin faizleri aynı olmaktadır. Tasarruf sahibi de bir bankanın VDMK'ini almak ile finansal kiralama şirketinin menkul kıymetini almak arasında karar vermek durumunda kaldığında, getirileri aynı olan bu iki menkul kıymetten, riskini daha düşük, likiditesini daha yüksek olarak gördüğüne, yani bankanın VDMK'ine yönelmişlerdir. Tasarruf sahibi bankanın VDMK'ini alırken bunu mevduat olarak görmesine rağmen, finansal kiralama şirketinin VDMK'ini alırken tahvil gibi görmüşlerdir. Üstelik şirket, alacaklarını devrederek bilanço dışına çıkarıp, yurt dışı uygulamalarında olduğu gibi, kredi ve faiz oranı risklerini elimine edip, bilançosundan hesaplanacak oranlarda iyileşme sağlayamamışlardır. Çünkü, mevcut

mevzuat gereğince şirketin alacakların ödenmemesinden doğan sorumluluğu devam etmiştir. Ülkemizde ise yurt dışı uygulamaların aksine tüm fonksiyonlar ihracçı banka tarafından yerine getirilmekte idi.

Varlığa dayalı menkul kıymetler, iskonto esasına göre satılabileceği gibi, dönemsel veya değişken faiz ödemeli olarak da ihraç edilebilirler. Varlığa dayalı menkul kıymetlerde iskonto veya faiz oranı ve ödeme planı, ihraca dayanak teşkil eden alacakların vade yapısı ve getirileri dikkate alınmak ve vade uyumunu sağlamak kaydıyla, kredi veren kurum tarafından serbestçe belirlenir. Uygulamada fiyatlandırma daha çok iskonto esasına göre yapılmıştır.²⁴

Varlığa dayalı menkul kıymetlerin iskonto esasına göre fiyatı şöyle hesaplanır.

$$\text{Satış Fiyatı} = \text{Nominal Değer} / (1 + (\text{faiz oranı}/365) \times V \times G)$$

Bu formülde V ifadesi ile 1-Stopaj Oranı, G ifadesi ile de vadeye kadar kalan gün sayısı ifade edilmektedir.²⁵

Yukarıda belirtilen uygulamalar, gerekli yasal düzenlemelerin yapılmaması ve ikincil piyasaların yeterince gelişmemesi Türkiye’de VDMK piyasasının yeterince gelişmesini engellemiş ve sonuçta yurt içindeki alacakların menkul kıymetleştirilmesi uygulaması işlerliğini yitirmiştir.

Türkiye 2005 yılında Doğu Avrupa, Ortadoğu ve Afrika’da menkul kıymetleştirme uygulamalarında lider konumdadır. 2005’in son çeyreğinde üç yeni menkul kıymetleştirme uygulaması yapılmıştır.

Mayıs 2005’te Garanti Bankası A.Ş. tarafından Standad & Poor’s tarafından AAA dereceli 300 milyon USD tutarında, değişken faizli, 2005-A seri numaralı, 2013 vadeli hisse senetleri yaratılmıştır. Hisse senetlerinin satışı için Turkey’s Garanti Diversified Payments Rights Finance Co. adlı özel amaçlı kurum

²⁴ Sevinç Akbulak, Yavuz Akbulak, **a.g.e.**, s.214.

²⁵ Turan Korkmaz, Ali Ceylan, “**Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**”, Ekin Kitapevi, 2006, s.650.

oluşturulmuş, Garanti Bankası A.Ş. tarafından güvence altına alınan varlıklar MBIA Insurance Corp. tarafından da sigortalananarak tam bir finansal güvenceye kavuşmuştur.

Haziran 2005'te Türkiye İş Bankası A.Ş. tarafından 700 milyon USD tutarında değişken faiz hadlerine sahip, 2005-A, 2005-B, 2005-C, 2005-D serilerine sahip menkul kıymetler yaratılmıştır. Aynı zamanda bu yapı Standard & Poor's tarafından AAA rating notu almış ve MBIA Insurance Corp. ile XL Capital Assurance Inc. tarafından sigortalanmıştır.

Yine 2005'in ikinci çeyreğinde Akbank T.A.Ş. tarafından Turkey's Akbank Remittances Trust Securitization (A.R.T.S) Ltd. Adlı özel amaçlı kurum kurularak 1,433 milyar USD tutarında hisse senetleri yaratılmıştır. Bu gelişmekte olan ülkelerde, aynı varlık sınıfına dayalı olarak oluşturulmuş olan en büyük menkul kıymetleştirme uygulaması olmuştur.²⁶

Özellikle günümüzde kamunun, büyük altyapı projelerinin gerçekleştirilmesi için uzun vadeli finansmana ihtiyaç duyması ve artan finansman ihtiyacı, pek çok ülkede olduğu gibi Türkiye'de de, bu ihtiyaçların sermaye piyasası araçlarıyla finanse edilmesi fikri önem kazanmaya başlamıştır. Bu sebeptendir ki Sermaye Piyasası Kurulu, kamu yatırımlarının hızlandırılması ve sermaye piyasasının kendi iç dinamiklerine bağlı olarak hisse senetlerinin tek başına piyasa derinliği ve enstrüman çeşitliliği sağlamada yetersiz kalacağı gerçeğinden hareketle bu yatırımlardan ileride elde edilecek gelirlerin, menkul kıymetleştirme uygulamalarına dahil edilmesinin hem altyapı yatırımları finansmanına kaynak sağlayacağı, hem de ortaya çıkacak yatırım araçları ile yatırımcılara yeni alternatiflerin sunulacağı ve piyasa derinliğinin arttırılacağı belirtilmiştir.²⁷

²⁶ Standard & Poor's, "Securitization In Emerging Markets Expanding Further In Second Quarter Of 2005", (Çevrimiçi), http://www.securitization.net/pdf/sp/SecEmrgMkt_20Jul05.pdf, Erişim, 09 Ekim 2006.

²⁷ Sermaye Piyasası Kurulu İkinci Başkanı Sn. Doç Dr. Turan Erol'un Basın Açıklaması, "Kamu Altyapı Yatırımlarının Sermaye Piyasaları Aracılığıyla Finansmanı Konulu SPK 7.Arama Konferansında Yaptığı Konuşma Metni", <http://www.spk.gov.tr/basinaçiklamasi/061226.pdf>, Erişim, 10 Nisan 2007.

Türkiye de kamu yatırımlarının menkul kıymetleştirme finanse edilmesi modeli için bir başka örnek çalışmada, 1997 yılında, Arı Grubu Düşünce ve Çözüm Üretim Komitesi tarafından yapılmıştır. Bu proje ile Güneydoğu Anadolu Projesi yatırımlarının finansmanında menkul kıymetleştirme yöntemi ve sermaye piyasalarının etkin kullanımı fikri kamuoyuyla paylaşılmıştır. Bilindiği gibi Güneydoğu Anadolu Projesi, mikro düzeyde bir bölgesel kalkınma programı, makro düzeyde de ulusal ekonominin gelişmesi ile ulusal kalkınma ve nihayetinde ulusal amaçlara ulaşma projesidir. Ancak Türkiye bu projeyi tamamlamak gerekli finansmanı yaratmakta zorlanmaktadır. Güneydoğu Anadolu Projesinin menkul kıymetleştirme yöntemiyle finanse edilmesi önerisinin nedenleri, yerel ve uluslararası sermaye piyasalarından önemli ölçüde finansman olanağı sağlamak, bu finansman olanakları ile Güneydoğu Anadolu Projesi'nde yer alan diğer yatırımları tamamlamak, yerel ve uluslararası yatırımcılara getiri sunmak, bu çok önemli projeye her dünyalıyı ortak edebilmektir.²⁸ Bu sayede kurulacak finansman mekanizmasının süreklilik arz edeceği, yerel ve özellikle uluslararası sermaye piyasalarına bir kerelik değil sürekli menkul kıymet ihraçları yapılarak sürekli bir fon akışı temin edileceği düşünülmüştür.

Görüldüğü üzere, Türkiye, menkul kıymetleştirme uygulamalarının sermaye piyasalarımızda daha etkin hale gelebilmesi açısından önemli bir altyapı ve düşünce zenginliğine sahiptir. Gelişmiş ülkelerde uzun vadeli finansman kaynağı sermaye piyasalarıdır. Uzun vadeli fon sağlamak için sermaye piyasasına başvuran şirket, tahvillerini doğrudan birikim sahibine satacağı gibi, sigorta şirketleri, tasarruf ve yardım sandıkları gibi tasarrufçu kurumlara bloklar halinde ve özel plasman olarak satabilir. Türkiye de, sermaye piyasalarının ve dolayısıyla da menkul kıymetleştirme uygulamalarının yolunun açılabilmesi için, olmazsa olmaz şart olan ekonomik istikrar, hisse senedi arzlarının arttırılması ve bu amaçla önlemler alınması, bu arz düzeyini belirleyecek talep düzeyinin geliştirilmesi için çalışmalar yapılması, piyasadaki çekingenliklerin giderilmesi, sermaye piyasası ile ilgili kişilerin eğitimi,

²⁸ Arı Grubu Düşünce ve Çözüm Üretim Kümesi, “GAP Yatırımlarının Finansmanında Yeni Bir Model, Menkul Kıymetleştirme ve Sermaye Piyasalarının Kullanımı”, İstanbul, Eylül 1997, Boğaziçi Üniversitesi Kütüphanesi, s.7.

sermaye piyasasının dışa açılması ve sermaye piyasasının rekabete özendirilmesi gerekmektedir.

BÖLÜM 3 : TÜRKİYE’DE YAPILMIŞ ÖRNEK UYGULAMA: GARANTİ FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.’NİN FİNANSAL KİRALAMA ALACAKLARI HAVUZU VASITASIYLA YAPTIĞI MENKUL KIYMETLEŞTİRME

Garanti Finansal Kiralama A.Ş., halen Türkiye’de finansal kiralama sektöründe faaliyet gösteren, sektörünün lider kuruluşudur. Garanti Finansal Kiralama A.Ş., 1999 yılında sahip olduğu finansal kiralama alacaklarını International Finance Corporation güvencesiyle (IFC), menkul kıymetleştirerek, hisse senedi şeklinde yurtdışındaki yatırımcılara satmıştır. Bu işlem Türkiye’de ilk uluslararası derece almış yurtiçi alacakların yurtdışı yatırımcılara satılması işlemi idi. Ve IFC tarafından en iyi işlem ödülünü almıştır. Bu bölümde Garanti Finansal Kiralama A.Ş.’nin yapmış olduğu bu uygulamayı inceleyerek menkul kıymetleştirmenin tam olarak anlaşılmasını ve tezin istenilen sonuca ulaşmasını sağlamaya çalışacağız..

3.1. Uygulamanın Yapısı ve Süreç

Bu oluşum Türkiye’deki ilk derece notu almış yurtiçi alacakların uluslararası sermaye piyasalarında menkul kıymetleştirme işlemidir. Ödeme aktarmalı yapı şeklinde kurulmuştur. Yapının temelini Garanti Finansal Kiralama A.Ş. (GL)’nin Türkiye Cumhuriyeti’nde yerleşik kiracılarından oluşturduğu finansal kiralama alacakları havuzunu, kesin ve geri dönülemez biçimde International Finance Corporation (IFC)’ye devretmesi işlemidir. Finansal kiralama alacaklarıyla birlikte bu alacaklara ilişkin bütün teminatlar, sigorta yükümlülükleri ve diğer haklar da IFC’ye transfer edilmiş olmaktadır. Bu işlem ile birlikte Garanti Finansal Kiralama A.Ş.’nin ana hissedarı olan Garanti Bankası A.Ş.’nin de bu alacaklardan yararlanma hakkı kalkmıştır. GL anlaşmaya konu olan kiralaların kiracılarına konuyla ilgili olarak bilgi vermiştir. Bu bilgilendirmede, kiracılara, gelecekte yapacakları bütün kira ödemelerini Garanti Bankası A.Ş. (GB)’de IFC adına açılan hesaba yatırılması gerektiği belirtilecektir. Bu anlaşma bağlamındaki alacaklar Türkiye’deki yasal güvenceler altındadırlar ve Garanti Finansal Kiralama A.Ş. eğer iflasını ilan ederse dahi bu alacaklar ve teminatları IFC ye ödenmeye devam eder.

Finansal kiralamaya konu olan ekipmanların sahipleri bu işlem sırasında eğer IFC' ye transferlerini yapmazlarsa, GL'in, ödeme yapmayan kiracı üzerinde icra takibi yapma hakkı vardır. Bu işlem GL'ye ekipmanı yeniden satma hakkı ve teminat alma hakkı getirmektedir.

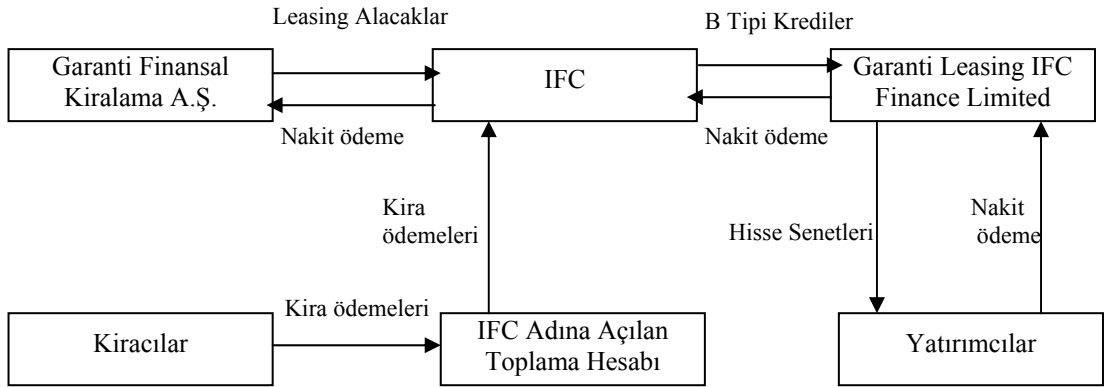
GL iflasını ilan ederse veya anlaşma hükümlerini devam ettiremezse, bu yapı GL'in ortağı olan Garanti Bankası ile sürecin devam etmesine olanak sağlar. Garanti Bankası bu ödemelerin tahsilatı ve hesapta toplanması işlemini üzerine alır. Bununla birlikte gerçek anlamda yedekleme hizmeti Türkiye'de daha önce yapılmamıştır. Duff & Phelps Credit Rating Co. bu işlemin bağlı şirketler olmasından dolayı bu servis hizmetinin hızlı olacağını belirtmiştir. Eğer GB bu hizmeti başaramazsa ki bu GB'nin iflas etmesi durumudur, bu durumda yapı, yeterli bir servis hizmeti ücreti altında uygun alternatif bir yedek servis hizmeti veren firma ile devam edecektir.

Bu yapıda, IFC tarafından A tipi ve B tipi krediler yaratılmıştır. A ve B tipi kredilerin yapısı göz önüne alındığında, havuzda toplanan paranın % 100'ü IFC adınadır ve toplanan tutarların %76'sı IFC kredileri için yapılacak anapara ve faiz ödemelerinde kullanılacaktır. IFC kendi hesabında biriken fonlardan anlaşma tarihinde A tipi ve B tipi krediler yaratmıştır. A kredilerin ödenmemiş anapara ödeme dilimlerinin en az % 25 ini B kredilerin dilimleri ödenmediği takdirde tutmaya karar vermiştir. IFC nin A tipi kredi tutarı yaklaşık 7,4 milyon USD ve B tipi krediler ise derecelendirilmiş olup 43 milyon USD tutarındadır. Özel amaçlı kurum olan Garanti Leasing IFC Finance Limited B tipi kredilerin % 100 üne sahip olacaktır. Bu B tipi kredilerin satışında özel amaçlı kurum sadece IFC ile ilişkide olacaktır, GB ve GL bu satış işlemine dahil değildir.

A tipi krediler ve B tipi krediler eşit değerde melezleme yöntemiyle oluşturulmuştur. Farklı dövizler için menkul kıymetleştirme yapılmıştır, havuzun beklenen 1 yıllık ağırlıklı ortalamaları için DEM sabit faizi ve DEM değişken faizi ile Amerikan USD sabit faiz oranı ile Amerikan USD değişken faiz hadleri kullanılmıştır. A ve B tipi krediler için kredi güvenceleştirme uygulamaları yapılmış, bu uygulamalar ekonomik koşullar ve havuzun riski göz önüne alınarak yapılmıştır.

IFC, A tipi kredilerin faiz ve anapara ödemelerini hızlandırmaya karar verirse bunu B tipi krediler için de uygulayabileceğini belirtmiştir.

IFC adına hesaplar, destek veren firma olan ve hesapların yöneticisi konumunda olan Garanti Bankası'nda açılmıştır. Kiracılar, ödemelerini direkt olarak IFC hesaplarına yatırmışlardır. Kiralar DEM ve USD olarak yapılandırılmasına rağmen kiralar eş değer Türk Lirası karşılığı olarak ta yatırılmasına olanak sağlanmıştır. Bu şekilde yatırılan kiralar Garanti Bankası tarafından kurlara bağlı olarak USD ve EURO tutarlara çevrilerek, toplam tutarlar IFC'nin, The Bank of New York'un Brüksel'de bulunan hesabına aktarılmaktaydı. Sistemin efektif işlemesi için günlük olarak çalışması zorunlu idi. Her ayın yirmibeşinde, yapının yöneticisi olan The Bank Of New York, IFC kredileri için yapılacak anapara ve faiz ödemeleri tutarları ile bu tutarlardan arta kalan Garanti Finansal Kiralama A.Ş.'nin hizmet ücretini hesaplıyordu. Ödeme gününde, EURO ödemeler IFC nin Londra' da bulunan hesabına, USD ödemeler de IFC nin New York'taki hesabına aktarılıyordu ve buradan da IFC, özel amaçlı kurumun EURO ve USD hesaplarına, hisse senedi sahiplerine anapara ve faiz ödemelerinin yapılabilmesi için aktarım yapılıyordu. Bu menkul kıymetleştirme yönteminin yapısı aşağıdaki şekildedir.¹



Şekil 9: Garanti Finansal Kiralama A.Ş. Menkul Kıymetleştirme Süreci

¹ Duff & Phelps Credit Rating Co., “**Garanti Leasing IFC Finance Limited, USD 43 Million Equipment Lease Securitization**”, European New Financing Report.s.2.

3.2. Uygulamanın Tarafları

Anlaşma Tarihi : 22 Aralık 1999

Hisse Senetlerinin Kredi Derece Notu : BBB

Özel Amaçlı Şirket : Garanti Leasing IFC Finance Limited

Kredi Veren Kurum : Garanti Finansal Kiralama A.Ş. (GL)

Borç Veren : International Finance Corporation (IFC)

Hizmet Veren Firma : Garanti Finansal Kiralama A.Ş. (GL)

Hesapların Yöneticisi ve Destek Firma : Garanti Bankası A.Ş. (GB)

İşlemin Yöneticisi : The Bank Of New York

Güvenilir Kişi : The Bank Of New York Trust Company (Cayman)

Ek Düzenleyiciler : Rabobank International ve Bear Stearns Int. Ltd.

Yüklenici, Lider Yönetici : Rabobank International²

Menkul Kıymetlerin Yapısı : Sabit ve değişken faizli, EUR ve USD varlıklar

olarak yaklaşık 43 milyon USD tutarında Menkul Kıymetler

Teminatlar : USD/DEM leasing alacaklarının net o günkü değeri olan 67,6

milyon USD

En Son Yasal Vade : 4,5 yıl (%10 vadeye eklenebilir)

Havuzun Ortalama Yaşam Ömrü : Yaklaşık 1 yıl

² Rabobank International, “**Garanti Leasing IFC Finance Limited**”, 1999, s.5.

Yaşam Süresi : 18 Ay

Finansal kiralama kontratlarının Sayısı :164

Havuzun Karakteri : Statik

Likit Yedekler : Ödenmemiş Borcun % 4 ü ilk günden şart koşulmuştur

Temerrüt Faizi : % 15 (60 + Gün)

Toplam Görev Kusuru Faizi : % 10

Kredi Güvence Mekanizması : % 28, likit rezervin üstüne eklenmiştir.

İlintili Tarafların Dereceleri : Garanti Bankası BBB, Garanti Leasing BBB-,

Türkiye'nin TL Cinsinden Notu BB, Türkiye'nin Yabancı Paralar

Karşısındaki Notu BB-.³

3.3. Alacak Havuzunun Oluşturulması

Kiracılar DEM ve USD olarak sabit ve değişken faiz oranlarına sahip kiracılardan oluşmuştur. Genelde küçük ve orta boy firmalardan oluşmuştur. Finansal kiralama alacaklarından yeterli kaliteye sahip havuzun seçilmesi için 1998 likitide krizinden ve 1999 depreminden sonra bile, etkin ve düzenli nakit akımına sahip 164 sözleşmeden yararlanılmıştır. Havuz oluşturulurken ödemelerini düzgün yapan, büyüklük açısından yapı için yeterli sözleşmelerin seçilmesine önem gösterilmiş, sektörel ve coğrafik seçimlemeye de önem verilmiştir. GL ise bu alacak havuzunu bugünkü değer formülü üzerinden şu şekilde oluşturmuştur; 23,362,921 EURO tutarında değişken faiz oranına sahip kiracılar, 28,595,445 EURO tutarında sabit faiz oranına sahip kiracılar, 1,902,422 USD tutarında değişken faiz oranına sahip kiracılar, 12,216,349 USD tutarında sabit faiz oranına kiracılar.⁴

³ Duff & Phelps Credit Rating Co., a.g.e..s.1.

⁴ Rabobank International, a.g.e., s.9.

3.4. IFC Kredileri

IFC bu anlaşma ile 10,730,266 USD tutarında USD kredi ve 39,488,358 EURO tutarında EURO kredi tahsis etmiştir. Krediler A tipi ve B tipi krediler olarak adlandırılmış olup, eşit değerde sınıflandırılmışlardır. Yapılandırılması;

-2,255,820 EURO değişken faizli A tipi kredi,

-15,500,000 EURO değişken faizli B tipi kredi,

-2,232,538 EURO sabit faizli A tipi kredi,

-19,500,000 EURO sabit faizli B tipi kredi,

-1,445,841 USD değişken faizli A tipi kredi,

-1,284,425 USD sabit faizli A tipi kredi,

-8,000,000 USD sabit faizli B tipi kredi.

B tipi krediler menkul kıymetleştirme ile çıkarılacak olan hisse senetlerinin dayanağını teşkil eden kredilerdir. A tipi krediler ise GL' nin nakit olarak kullanmış olduğu kredilerdi.

IFC kredileri faiz ödemesi faiz periyotları içerisinde yapılmıştır. Bu ödeme periyodu, her yıl, aylık olarak belirlenmiş, her ayında yirmibeşinci günü olarak belirlenmiş, eğer yirmibeşinci gün iş günü değilse, takip eden iş günü ödemenin yapılacağı belirtilmiştir. Faiz ödemeleri önceki ödemeden sonraki ödemeye kadar geçen süre için hesaplanır. Değişken faiz hadli menkul kıymetlere ödenecek faiz tutarları, ödenmemiş anapara üzerinden, o tarihte geçerli olan aylık Euribor faiz haddine yıllık % 4 faiz marjı eklenerek tahakkuk etmiştir. Sabit faiz hadli Euro hisse senetlerine ödenecek faiz haddi ise, ödenmemiş anapara bakiyesi üzerinden, yıllık % 7,875 faiz haddi üzerinden tahakkuk etmiştir. Aynı şekilde dolar hisse senetlerine yapılan faiz ödemeleri de, ödenmemiş anapara bakiyesi üzerinden yıllık % 10,375 faiz haddi tahakkuk ettirilerek yapılmıştır.

Kredilerin faizi hesaplanırken, sabit faizli krediler için, ay otuz gün ve yıl da 360 gün alınmıştır. Değişken faizli krediler için geçen gün sayısı baz alınmış yıl içinse 360 gün kabul edilmiştir.

Anlaşma tarihinde, ödemelerin A tipi krediler için IFC hesabına, B tipi kredilerde ise hisse senedi çıkaran firmanın hesabına yapılacağı belirtilmiştir.

IFC B tipi kredilerin herhangi bir diliminin ödenmemesi durumunda, A tipi kredilerin, kendi hesabında biriken, henüz ödenmemiş anapara tutarlarının % 25 ini elde tutmaya karar vermiştir.⁵

3.5. Kredi Derecelendirme Mantığı

Duff&Phelps Co.'nun (DCR) vermiş olduğu BBB notu, IFC'ye devredilmiş finansal kiralama alacakları ve yatırımcılara satılan ödeme aktarmalı yapı için önemlidir.

IFC ye yapılan bu anlaşma, yatırım ve transferler Türkiye'deki konvertibilite riskine haiz olduğu belirtilmiştir.

IFC Türkiye'deki finansal kiralama piyasasında en büyük borç veren olarak 250 milyon dolarlık yatırıma sahiptir ve finansal kiralama mevzuatında yüksek öneme sahiptir. DCR'ye göre GL ile yapılan bu anlaşma bu gerçeği daha da belirginleştirmektedir.

Kredi güvenceleştirme yöntemi, fazla teminatlandırma yöntemidir. Toplam alacakların % 28'i ve likit rezervlerin de % 4'ü anlaşma tarihinde güvence olarak konmuştur. Buna ilave olarak ta, eğer gerekli görülürse Garanti Bankası % 100'ünü garanti edecektir. Kredi güvenceleştirmeleri faiz oranları bir önceki seviyeye göre keskin bir şekilde artarsa da bütün havuzu karşılayacak şekilde yapılacaktır. Sağlıklı faiz oranlarına sahip ve doğru teminatlandırılmış alacaklardan oluşturulmuş havuz, havuzun kredi kalitesini arttırmıştır.

⁵ Rabobank International, a.g.e., s.8.

Bu yapıda BBB derecesi ile derecelenmiş, destek veren firma olarak hizmet vermiş kurum olan Garanti Bankası kiraların ilgili hesapta toplanmasında yetkili firma olmuştur. Kredi derecelendirme firması, GL ve GB arasındaki yakın ilişkinin servis hizmetinin sağlanmasında, transferlerin etkin ve etkili biçimde yapılmasında, sistemin işleyişinin kesilmemesinde özel ve etkili bir rol oynayacağını özellikle belirtmiş ve uygulama da gerçekten öyle olmuştur. Sistemin işleyişi GB'da açılan IFC'ye ait hesaba kiracıların direk borçlarını yatırmasıyla gerçekleşmiştir.

Finansal kiralama alacaklarından yeterli kaliteye sahip havuzun seçilmesi için 1998 likitide krizinden ve 1999 depreminden sonra bile, etkin ve düzenli nakit akımına sahip 164 sözleşmeden yararlanılmıştır. Kredi derecelendirme şirketi, kredi veren kurumun zarara karşı koruması olduğunu belirtmiş ve hisse senetleri için ödemelerin yapılmaya devam edeceğini belirtmiştir. Kredi derecelendirme şirketi tarafından, seçilen varlık havuzunun görevini ifa etmeme oranının düşük olduğunu ve ekonomik şartlarda bile görevini yapacağını, bu yapının geçerli olduğu zaman dilimi içinde, belirtmiştir. Aynı şekilde bir güvence faktörü olmamasına rağmen varlık havuzunun da iyi bir faiz oranına sahip olduğu belirtilmiştir.

Kredi derecelendirme firması, ek olarak konulan ve borçluların var olan finansal kiralama anlaşmalarına dayanan ödemelerini yarıda kesmeye teşvik edici kişisel garanti veya ipotekler gibi ek teminatlara bu çalışmada yer vermemiştir.

Günlük olarak Garanti Bankası'nın IFC hesabında toplanan tahsilatlar, Garanti Bankası tarafından The Bank Of New York'un Brüksel şubesinde IFC adına açılmış hesabına aktarılmaktaydı. Bu toplama ve aktarım sırasında da mutlaka riskler vardı. Ancak kredi derecelendirme firması Garanti Bankası'nın sahip olduğu güçlü finansal pozisyon ve Türkiye'de lider durumdaki ticari bankalardan biri olması sebebiyle bu riskleri kabul edilebilir bulunduğunu belirtmiştir. Ayrıca Garanti Bankası'nın güçlü nakit rezervlerine sahip bulunmasının, anlaşma tarihinden itibaren, en azından üç aylık faiz ödemelerindeki açığı karşılayabilme kapasitesinin, nakit akışlarının kesilmesi durumunda da tampon görevi göreceği belirtilmiştir.

Kredi derecelendirme firması, Türk Lirası'nın olası bir devalüasyonu ile borçluların yabancı para ile olan borçlarını ödeme zorluğuna düşebileceklerini belirtmiştir. Devalüasyon senaryosunun gerçekleşmesi olasılığına karşılık oluşturulan havuzun en az % 50'si, dinamo görevini görecektir ve döviz yapıları güçlü, ortalama yaşam süreleri kısa olan firmalar seçilmiştir. Bununla birlikte Türkiye'nin, diğer farklı sabit döviz kuruna sahip diğer gelişmekte olan ülke piyasalarına göre daha az bir tahmin edilemeyen devalüasyon riskine sahip olduğu da belirtilmiştir.

Kredi derecelendirme firması, oluşturulan havuzdaki, en büyük borçluların % 50'sinin, Garanti Bankası dışındaki, %12 civarında aynı sektör riskini taşıdığını belirtmiştir. Bu örnekte sektör riski tekstil sektörüdür. Bunun dışında geri kalan havuzdaki en büyük borçluların rizikolarının iyi bir şekilde dağıtıldığı belirtilmiştir. Bu risk %2 veya daha alt seviyede kalmıştır. Oluşturulan havuz özellikle, 1998'in ortalarında Rusya'yı ve diğer gelişmekte olan ülkeleri vuran ve o dönem etkisi devam eden ekonomik krizde stres testinden başarıyla geçmiş ve havuzun görevini yapamaması gibi bir sonuç ortaya çıkmamıştır.

Kredi güvencelerinin büyüklüğü, hisse senetlerine zaman içinde yapılan faiz ödemelerinin ve en son anapara ödemesi dahil yapılan anapara ödemelerinin güvencesidir. Kredi derecelendirme firması, kiracılar için geç ödeme veya ödememe analizlerini yapmıştır. Bu analizlerde stres testleri GL'nin sahip olduğu portföy için yapılmış, portföyün iş görememe durumunun çok düşük olduğunu belirtmiştir. Aynı zamanda havuzun, teminatları bu teminatlar karşısında alınan varlıklar da gözden geçirilmiş, havuzun işleyişi yönünde olumlu not verilmiştir. Bu havuzun, iş görme yetenekleri araştırılırken genel olarak Türkiye ekonomisi dahi incelenmiş, örneğin 1999 Marmara depreminin yarattığı ekonomik sorunlara rağmen, havuzun kalitesi yönünde olumlu rapor verilmiştir.⁶

3.6. International Finance Corporation (IFC)'nin Rolü

International Finance Corporation (IFC), Türkiye hazinesinde de bir borç veren olarak önemli bir rol üstlenmiştir. IFC üyelerine de bir borç veren kurum

⁶ Duff & Phelps Credit Rating Co.,a.g.e.s.2.

olması uygulamalarıyla önem kazanmış olmakla birlikte, bahsi geçen yapı, IFC'nin sahibi olduğu, finansal kiralama alacaklarından oluşmuş bir havuza dayanan ve nakit akımları ödemelere dayanan, gelişmekte olan piyasalarda uyguladığı ilk menkulleştirme işlemi olması açısından da önemlidir. Ayrıca, IFC alacakları, T.C.'de hükümete kim gelirse gelsin hazine tarafından teminat altındadır ve ödemeler bu teminatın güvencesindedir.

IFC'nin o tarihlerde GL'nin üyesi olduğu Doğu Grubu ile yaklaşık 250 milyon USD tutarında kredi hacmi vardı. Aynı şekilde Türk finansal kiralama sektörü içerisinde de en büyük borç veren kurum idi.

IFC, 1956 yılında kurulan, Dünya Bankası Grubunun bir kuruluşu olarak, üyelerinin ekonomik gelişimine destek vermek ve özel girişimi cesaretlendirmek amacını güden kurumdur. Bu bağlamda özel sektör girişimcilerine fonlama ve yatırım yapma imkanı sağlar. IFC aynı zamanda sendikasyon kredileri de sağlar.⁷

3.7. Garanti Finansal Kiralama A.Ş.'nin Yapı İçindeki Görevi

Garanti Finansal Kiralama A.Ş. tam olarak servis hizmetlerini üstlenmiştir. Bu servis hizmetleri içinde kiralaların faturalanması, toplama hizmetinin gözetilmesi, kayıtlarının tutulması, gerektiğinde revize veya yeni bir finansal kiralama sözleşmesinin ortaya çıkarılması ve aylık servis veren firma raporunun hazırlanmasıdır. Yapıya ait finansal kiralama alacaklarına ait ekipmanların mülkiyeti Garanti Finansal Kiralama A.Ş.'de kalmıştır.

3.8. Garanti Bankası A.Ş.'nin Yapı İçindeki Görevi

Garanti Bankası A.Ş., bu menkul kıymetleştirme yapısı içerisinde IFC adına bünyesinde hesaplar açmış, kiracılardan gelen ödemelerin bu hesaplarda toplanmasına ve kayıtlarının tutulmasına yardımcı olmuştur. Aynı zamanda GL'nin ana sermayedarı olarak işlem sürecinde ve yaşanacak aksaklıklarda sistemin doğru işleyebilmesi adına destek veren firma olarak taahhüt altına girmiştir. Bunun karşılığında da hizmet ücreti tahsil etmiştir.

⁷ Duff & Phelps Credit Rating Co., a.g.e.s.3.

3.9. Garanti Leasing IFC Finance Limited ve Hisse Senetleri

Garanti Leasing IFC Finance Limited, Jersey Channel Adalarında Jersey Şirket Kanunlarına göre sınırlı sorumlulukta halka açık şirket olarak birleştirildi ve kaydedildi. Hiçbir yan kuruluşu yoktu. Herhangi bir maddi faaliyette bulunmamıştır ve tek görevi hisse senetlerinin arzıdır.

Menkul kıymetleştirme işlemi sonucu çıkartılan hisse senetleri; EURO 15,500,000 tutarında değişken faiz oranlı, Mayıs 2004 vadeli varlıklar; EURO 19,500,000 tutarında, sabit faiz oranlı, Mayıs 2004 vadeli varlıklar (bu iki Euro bazlı hisse senetleri uygulamada Euro Hisseler olarak adlandırılmıştır); Usd 8,000,000 tutarında, sabit faiz oranlı, Mayıs 2004 vadeli (bu varlıklara Dolar Hisseler olarak adlandırılmıştır) varlıklardır.

Her hisse senedi global hisse senetleri olarak kayıt edilmişlerdir ve menkul değerleri emaneten alıp saklama yetkisi olan şirketler olan, Banque Generale Du Luxembourg, Cedelbank Societe ve Cooperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank B.A. hesaplarında saklanmışlardır. Ayrıca bu şirketler uygulamada güvenilir kişi görevi de görmüşlerdir. Hisseler hamiline yazılı hisse senetleri şeklinde değildir. Üzerindeki döviz tutarlarının da değiştirilmesi mümkün değildir.

Hisse senetlerine yapılan anapara ve faiz ödemelerinde, hisse senetleri sahipleri için herhangi bir vergisel kısıtlama olursa, hisse senedi ihraç eden firmanın herhangi bir ek ödeme yapmayacağı da belirtilmiştir.

Hisse senetlerinin sadece kredi veren kurumun garantisi altında olduğu belirtilmiştir. Hisse senetleri için, başka herhangi bir kişinin veya kurumun; güvenilir kişi, IFC, yapının yöneticisi, ödeme kuruluşu, hesapları toplayan, GL, GB veya grupla ilgili başka bir kuruluşun, herhangi bir yükümlülüğü, garantisi veya sorumluluğu olmadığı açıkça belirtilmiştir. Hisse senetlerinin ortaya çıkarılması işlemi, kredi veren kurum olan Garanti Finansal Kiralama A.Ş.'nin kiracılarla yapmış olduğu ekipman kiralama sözleşmesine dayalı finansal kiralama alacaklarına karşılık IFC ile yapmış olduğu, geri dönülemez, ödeme garantili anlaşmaya dayalı olarak

yaratılan IFC kredilerine ortak olarak katılma hakkının satın alınması işlemi olarak ortaya çıkmıştır.⁸

3.10. The Bank Of New York'un Yapı İçindeki Görevi

Menkul kıymetleştirme işleminde, her şeyden önce IFC tarafından yaratılan kredilerinin ödenmesinin önceliği vardı. The Bank Of New York başlangıç tarihinde ödemelerin aksamaması için, EURO ve USD likit faiz rezerv hesapları oluşturmuştur. Ayrıca işlem yöneticisi olarak gerekli raporların hazırlanması ve ilgili taraflara sunulması görevlerini üstlenmiştir. Hazırlanan raporlarda, yapının başlangıç tarihi, o dönemki anapara ve faizin ödeme tarihi, toplama periyodu, sürece konu olan kredilerin başlangıç anapara tutarları, geçmiş dönem sonu kredi anapara tutarları, toplama periyodu sonundaki anapara tutarları, likidite rezerv hesaplardan gelen faiz tutarları, krediler için o dönem yapılacak, faiz ve anapara ödemeleri, faiz ödemelerine esas olan faiz oranları, hisse senedi sahiplerine ödenecek anapara ve faiz oranı tutarları, süreçte yer alan tarafların yapmış olduğu hizmetlere karşılık olarak kazandığı faiz ücretleri ve yapıyla ilgili diğer rasyolar gösterilmektedir. Her ay hazırlanan tablolardan biri tezin ek kısmında örnek olarak verilmiştir.

3.11. Garanti Finansal Kiralama A.Ş.'de Muhasebe Süreci

Muhasebe süreci incelendiğinde GL'nin Türkiye'de ticari faaliyetini sürdürmesi ve kira faturalarının GL tarafından kesilmesi zorunluluğu yüzünden GL'de muhasebe skontları yaratılmış ve temlik edilen alacaklar adı altında havuza konu olan müşteriler için kebir açılmıştır. Başka bir kebirde ise oluşturulan kredi havuzunun takibi yapılıyordu. Oluşturulan krediler ise krediler hesaplarında takip ediliyordu. Menkul kıymetleştirme yapısı ödeme aktarmalı bir yapı olmasına rağmen Türk Vergi Usul Kanunu (VUK)'na göre, fatura kesme zorunluluğu GL'de olduğu için, mali tablolarda gösterilmek zorunda idi ve bilanço dönemlerinde Uluslararası Muhasebe Standartları'na (IAS) göre hazırlanan mali tablolarda kullanılan kredilerle menkul kıymetleştirmeye konu olan alacak havuzu karşılıklı olarak silinmekteydi. Aynı şekilde gelir yazılan faturaların faiz kısmı ile ilgili kredilere ait faiz gideri

⁸ Rabobank International, **a.g.e.**, s.20.

karşılıklı silinmekteydi. Aradaki fark kur farkı gelir veya gideri olarak değerlendirilmekteydi. Fatura kesildiğinde oluşan KDV devlete ödenmeye devam ediyordu.

3.12. Uygulamanın Avantajları

Finansal kiralama alacaklarına dayalı olarak yapılan bu menkul kıymetleştirme işlemi, sürece dahil olan aktörlere oldukça önemli faydalar sağlamıştır. Menkul kıymetleştirmenin doğasında var olan avantajlara tezimin ilgili bölümünde işaret etmiştim. Şimdi bu faydaları, sürece katılan taraflar açısından ayrıntılı inceleyelim.

3.12.1. Kredi Veren Kurum Olan Garanti Finansal Kiralama A.Ş. Açısından Uygulamanın Avantajları

Kredi veren kurum olan Garanti Finansal Kiralama A.Ş. (GL), finansal kiralama alacaklarına dayalı bu menkul kıymetleştirme uygulaması sırasında büyük kazanımlar elde etmiştir. GL'in ve genel anlamda Türk finansal piyasasının karşılaştığı en büyük sorun olarak uzun dönemli, ucuz fon bulma olarak ortaya koymak mümkündür. Özellikle GL gibi finansal kiralama işi yapan ve esas görevi müşterilerine kredi vermek ve bu sayede işlem kazançları elde etmek olan bir firma için uzun dönemli ve düşük maliyetli kaynak bulabilmek, bu işlemin yapıldığı dönemde de ve bu günde en önemli, üzerinde en çok durulması gereken konudur. 2000 ve 2005 yılları arasında şirketin genel müdürü olarak görev yapmış olan sn. Ferruh EKER, o zaman şirket içinde yapılan bilgilendirme toplantılarında, bir yönetici olarak düşüncelerinin en büyük bölümünü şirketi daha ucuz daha nasıl fonlayabileceğine ayırdığını söylemiştir. GL bu işlem ile birlikte uluslararası sermaye piyasalarından nispeten ucuz sayılabilecek kredi elde etmiştir. Sağlanan bu kredi, GL'in müşterilerine de fiyat ve teklif avantajları sağlamış, GL'nin işlem hacmi sayısı artmış, sektördeki dosya bazında ve tutar bazında ivmesi yukarı doğru dönmüştür. GL 2006 6. ay verilerine göre sektöründe lider konumdadır.

GL, 1998 yılında bütün dünyayı ve özellikle gelişmekte olan piyasaları vuran Rusya krizi nedeniyle, tüm sektör için aynı şeyi söylemek mümkündür, bir takım

handikaplar yaşamıştır. Özellikle tekstil sektöründe yaşanan olumsuzluklar ve zaman içinde kullanılan bazı kredilerin geri dönüşlerindeki aksaklıklar likidite sorunları doğurmuş, bu menkul kıymetleştirme uygulaması ile şirket kullanabileceği bir likiditeye sahip olmuştur.

GL, bu yapı için oluşturduğu havuzda topladığı kiracılardan sonra, elindeki aktifleri daha sağlıklı izleyebilmeye başlamış, özellikle sorunlu kredilerin üzerine hızla eğilerek bu kredileri kötü kredi olmaktan çıkarıp yaşayan krediler haline dönüştürmüş, bu da aktiflerinin yapısını güçlendirmiştir.

GL, sağladığı nakit avantajı sayesinde bilanço yönetimini güçlendirmeyi başarmıştır. Özellikle aktif-pasif yönetimi üst seviyeye çıkarılmış ve rasyolarını düzeltmeye başlamıştır.

GL, sağladığı nakit ile para ve sermaye piyasaları ile türev ürünler piyasasına girerek, swap, forward işlemleri ile faiz ve kur risklerini bertaraf etme şansını yakalamış, bunun yanında diğer enstrümanlar ile de gelir elde edebilmiştir.

GL, IFC ile yapmış olduğu bu anlaşma ile, raporlama, muhasebe planı, kullanmış olduğu bilgisayar ve yazılım teknolojisini geliştirmiş, standartlarını yükseltmiş, şirket içinde çalışanları bakımından uzmanlaşmaya gidebilmiş, kredi verebilme uygulamalarında insiyatifi eline almış, yeni ve güçlü kredi teklif süreçleri geliştirebilmiştir. Pazarlama süreçleri ve pazarlama stratejilerine dahi bu uygulamanın getirdiği esneklikler ve yararları olmuştur.

GL, bu uygulama ile yeni piyasalar ve yeni yatırımcılarla tanışmış ve adını global piyasalarda duyumuştur. Bu GL için çok büyük bir önemlidir zira, GL vizyonunu “ finansal kiralama sektörü denilince akla gelen ilk firma olmak” şeklinde belirleyen bir firmadır. Bu sayede uluslararası piyasalarda adını duyurma şansını yakalamış, sistemin neredeyse kusursuz işlemesiyle yatırımcılar tarafından ve diğer finansal kurumlar tarafından övgüler almıştır. IFC'nin özellikle bu uygulamayı övmesi ve bu uygulamaya ödüller vermesi, diğer ülkelere de örnek olarak göstermesi

hatta hatta GL yönetimine “yeni uygulamayı ne zaman yapacağız ?” sorusunu sorması GL’i global piyasalarda tanınan bir kurum haline getirmiştir.

GL’nin, o dönemde Türkiye’nin sahip olduğu ülke notundan daha yüksek dereceli menkul kıymetler satabilmesi gücünü gösterdiğinden, bu derecelendirme diğer borç veren finansal kurumların da GL’ye olan ilgisini arttırmış, klasik kredi veren kurumlarda kredi verme konusunda daha esnek ve daha ucuz maliyetli kaynaklar sunma konusunda daha iştahlı davranmışlardır.

GL için diğer bir yararı da kurum kültürü, yüksek moral ve motivasyon açısından yararlıdır. Zira kurum kültürüne hakim olan ve her çalışanın da yürekten kabul ettiği ve inandığı “istersen yaparsın” düşüncesi bu yapı ve buna benzer başarılı uygulamalar ile şirketin eylem yapısının ayrılmaz bir parçası oldu.

GL, bu işlem ile birlikte verdiği hizmetin karşılığı olarak ta ayrıca hizmet geliri elde etti.

3.12.2. Diğer Taraflar Açısından Avantajları

En başta finansal kiralama uygulamasına kiracı olarak müdahil olan kredi borçluları için faydalı olmuştur. Sağlanan bu ucuz ve uzun vadeli fonlama sayesinde GL’in çeşitli ölçeklerde kiracıları fonlaması mümkün olmuştur. Özellikle yatırım yapmak isteyen ama yeterli finansal gücü olmayan kiracılar sektöre göre nispeten uygun faiz ve ödeme koşullarıyla yatırımlarını yapabileme şansına kavuşmuşlardır. Ayrıca sektörde rekabetin getirmiş olduğu avantajlardan da yararlanmışlardır.

Dış yatırımcılar da özellikle Türk piyasasını yakından tanıma fırsatını bulmuşlardır. Özellikle kredi derecelendirme firmasının hazırlamış olduğu raporlar sayesinde Türk ekonomisini daha yakından tanımışlar ve piyasadaki güçlü oyuncuları yakından tanıma eğilimine girmişlerdir. Ayrıca IFC ile yapılan bu anlaşmanın kesin ve geri dönülemez olması, IFC ile yapılan anlaşmaların ödenmeme riski taşıması, Türkiye’de yurtdışına döviz çıkışı engellense dahi IFC borçları ödenmek zorundadır, sürecin de sorunsuz işlemesi sayesinde beklentilerini karşılayacak alternatif bir gelir elde etmişlerdir.

Türkiye genel ekonomisi için baktığımızda ülkeye uzun vadeli ve düşük maliyetli döviz girişi olmuş, sistemin sorunsuz işlemesi de bir vesileyle Türkiye için itibar olmuştur. Türkiye'nin bütün sorunlarına rağmen Türk özel sektörünün ve girişimciliğinin başarısı açısından da, global piyasaların Türk ekonomisine bakışında önemli bir olumlu katkı yapmıştır.

Kredi veren firma olan IFC açısından baktığımızda, kurumun kendi kuruluş amaçları olan, üye ülkelerin gelişimini hızlandırmak ve özel sektör girişimciliğini özendirme, tam manasıyla yerini bulmuştur. Özellikle gelişmekte olan piyasalara Rusya krizi sonrası, menkul kıymetleştirme uygulamalarında bir ortak olarak çok şey yapabileceği mesajını vermiştir.

Garanti Bankası A.Ş., GL'nin ana hissedarı olarak GL için hazırlanan kredi derecelendirme raporlarında ve süreçte oynadığı rolle büyüklüğünü gözler önüne sermiş ve uluslararası piyasalarda daha çok tanınan bir oyuncu olmuştur. Ayrıca hizmet geliri de elde etmiştir.

Ayrıca sürece KPMG denetim firması, Rabobank International gibi çeşitli oyunculara dahil olmuş, verdikleri hizmetler ve hazırladıkları raporlar sayesinde uzmanlıklarını geliştirme fırsatını yakaladıkları gibi hizmet geliri de elde etmişlerdir.

3.13. Uygulamanın Dezavantajları

Bu işlem sürecinde taraflar açısından bir takım dezavantajlarda doğmuştur. Yapılan her türlü işlemde avantajlar kadar göz önünde tutulması gereken dezavantajlarda olması olağandır. Şimdi bu işlem süresinde tarafların karşılaştıkları dezavantajları inceleyelim.

3.13.1. Kredi Veren Kurum Olan Garanti Finansal Kiralama A.Ş. Açısından Uygulamanın Dezavantajları

GL sürece hazırlanma aşamasında ve süreç aşamasında bir takım işlemin maliyetini yükseltici bir takım uygulamalarla karşılaşmıştır. Özellikle bilgisayar ve otomasyon sistemlerinin yenilenmesi, yazılımların geliştirilmesi ek yük getirmiştir.

Yapının oluşturulma sürecindeki ve süreç sırasındaki takip zorunluluğu esnek çalışma saatleri getirmiş bu da personel sayısının artması ve dolayısıyla personel özlük giderlerinin ve personel yan giderlerinin artması sonucunu doğurmuştur.

Sisteme katılan diğer oyuncularla yapılan anlaşmalar sonucunda, raporlamalarda ve bilanço yönetiminde standartlaşma sağlanmasına karşın, bir takım uygulanabilecek esnek yönetim anlayışları ortadan kalkmıştır. Bilgi verme zorunluluğu, rakiplerin ve diğer üçüncü kişilerin de GL hakkında bilgi sahibi olma durumunu da ortaya çıkarmıştır.

Sürecin sağlıklı yürüyebilmesi için, aktifinde yeralan daha güçlü yapıda olan ve ödemelerde sorun çıkarmayan kiracılardan havuz oluşturulduğu için, aktifinde nispeten daha zayıf kiracıların kalması sonucunu doğurmuştur. Bu da bu kiracıların takibi için yeni yapılanmalar ve yeni uygulamalar hayata geçirilmesine sebep olmuş ve GL için ayrı maliyet unsurları olmuştur.

Uluslararası Muhasebe Standartları'na (IAS) göre havuza konu olan aktifleri bilançosundan aktiflerini çıkarmak zorunda olduğundan, bilançodaki aktif büyüklüğününün azalması sonucu ortaya çıkmıştır.

Yine aynı şekilde, Vergi Usul Kanunu'na (VUK) fatura kesme görevi GL'in olduğu için, VUK mali tablolarda bu havuza konu olan varlıklar bilançoda gösterilmiş bu da bu varlıklardan elde edilen faiz gelirin vergi hesabına girmesine yol açmıştır. Tabi burada bu varlıklar için kullanılan krediler de bilançonun pasifinde yer aldığından, bu krediler için yapılan faiz ödemelerinin de gider olarak yazıldığı hususu gözden kaçmamalıdır.

3.13.2. Diğer Taraflar Açısından Dezavantajları

Yatırımcılar açısından bakıldığında, karşılaşılan dezavantaj kaynak firma olan GL tarafından yapılan erken ödeme ile sürecin vadeden önce bitirilmesi olmuştur. Son dönemde yapılan bu ödeme ile yatırımcılar vadeye kadar yapılacak olan diğer ödemelerden mahrum kalmışlardır. Ancak bu ödemenin, ödenmeyen kredi anapara tutarlarının çok düşük miktarlarda kaldığı dönemde yapılmış olması

yatırımcıların kayıplarını çok sınırlı ölçüde tutmuştur. Aynı şekilde sabit faiz hadli krediler üzerinden hisse senedi satın alan yatırımcılar, piyasalarda oluşan yeni faiz hadlerinde ellerindeki sabit getirili tek tip yatırım aracından faydalanmak durumunda kalmışlardır.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Ekonomi alanındaki, yaşanan krizler, değişen ihtiyaçlar ve piyasaların globalleşmesi finansal piyasalarda yeni arayışları ve birtakım yenilikleri gündeme getirmiştir. 1980'li yıllarda Amerika'da geniş bir uygulama alanı bulan ve bütün dünyaya yayılan menkul kıymetleştirme uygulamaları da klasik kredi alma/verme uygulamalarının yerini almaya başlayan, yeni bir soluk ve heyecan getiren, dikkat çekici uygulama olmuştur. Özellikle finansal piyasaların yaşadığı sorunların ortadan kaldırılması düşüncesi dünya ekonomisi genelinde regülasyonların kaldırılması ve aracılık sisteminin büyük ölçüde bertaraf edilmesi uygulamalarını beraberinde getirmiştir. İlk uygulamalarını ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin ihracı şeklinde gördüğümüz menkul kıymetleştirme uygulamaları, sonraları diğer varlıkların da menkul kıymetleştirmeye konu edilmesiyle birlikte dünyada geniş bir uygulama alanı bulmuş, gelişmekte olan pazarların da daha uzun vadeli, daha ucuz ve daha yüksek standartlı kaynak bulma istekleriyle dünya ekonomisinde önemli bir yer edinmiştir. Göreceli olarak daha az likit olan varlıkların, daha likit ve alınıp/satılabilir menkul kıymetlere çevrilmesi olarak ifade edebileceğimiz menkul kıymetleştirme uygulaması ile, finansal piyasalardaki oyunculara, daha güçlü bilanço yönetimi sağlaması, aktif pasif yapıları arasındaki rasyoları güçlendirmesi, varlıkların bilanço dışına çıkarılması yöntemi ile mali yapılarının daha az risksiz hale getirilmesi, faaliyetleri için bünyelerinde bulundurmaları gereken sermaye miktarının azaltılması ve iflas riskinden korunmalarının sağlanması amaçlanmaktadır.

Bu çalışma ile bir model olarak menkul kıymetleştirme kavramı genel olarak ortaya konulmaya çalışılmış verilen örneklerle de olumlu ve olumsuz tarafları tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu çalışma üç temel bölümden oluşmuş, birinci bölümde, menkul kıymetleştirme tanımları, konu olan alacak türleri süreç ve şekilleri ile genel bir giriş yapılmış, ikinci bölümde menkul kıymetleştirmeyi tetikleyen sebepler açıklanmaya çalışılmış, dünyada, gelişmiş piyasalarda uygulamanın doğması, gelişimi anlatılmış, gelişmekte olan piyasalarda menkul kıymetleştirme uygulamalarına değinilmiş, aynı zamanda ülkemizde ki menkul kıymetleştirme süreci ele alınmış, varlığa dayalı menkul kıymetlere ilişkin çıkarılan kanunlar ve

uygulamada karşılaşılan sorunlar ele alınmıştır. Nihayetinde de üçüncü ve son bölümde Türkiye’de yapılan ilk yurtiçi alacaklarının varlığa dayalı menkul kıymete dönüştürülüp yurtdışına satılması uygulaması olan bir örnekle menkul kıymetleştirme uygulamasının yapısı, işleyişi ile olumlu ve olumsuz tarafları ortaya konulması ile bu çalışmanın amacına ulaşmasına çalışılmıştır.

Kurumlar için en önemli finansal sorunlardan birinin fonlama ihtiyacı olduğu açıktır. Kurumlar büyüdükçe artan fon ihtiyaçları olacaktır. Kurumların özsermayeleri ile faaliyetlerini sürdürmeleri imkansızdır. Kurumların pazardaki rekabet üstünlüklerini sürdürebilmeleri için uzun vadeli ve ucuz fonlamaya ihtiyaçları vardır. Aynı şekilde günümüzde finans piyasalarının gelişmiş ve alternatifi bol dünyası içinde likit olabilmek ve piyasaların sunduğu fırsatlardan yararlanabilmek önemlidir. Swap, forward, options gibi vadeli işlem piyasalarının yaygınlaşması, repo, vadeli mevduat, hazine bonosu gibi klasik enstrümanların varlığı, şirketlerin sahip olduğu pozisyonların yönetilebilmesi likidite üstünlüklerinin olmasını gerekli kılar. Tezin konusu olan menkul kıymetleştirme, şirketlerin fonlama ve likidite ihtiyaçlarına cevap veren en yaratıcı çözümlerden birisidir. Bu durum ekonomi çevrelerinde de menkul kıymetleştirmenin, son yıllarda meydana gelen en göze çarpıcı finansal yeniliklerden biri olduğu yorumunu getirmiştir.

Gelişmekte olan piyasalarda menkul kıymetleştirme önemli bir kullanım alanı bulmuştur. Özellikle Latin Amerika ve Asya ülkeleri menkul kıymetleştirme uygulamalarında başı çekmişlerdir. Riskin hafifletilmesi, kredi veren kurumların, ülke derecelerini aşan menkul kıymetler yaratabilmesi, bu sayede uzun ve ucuz maliyete sahip krediler elde edilmesi sayesinde, özellikle International Finance Corporation (IFC) gibi gelişmekte olan ülkelerin ekonomik gelişimlerine katkıda bulunmayı ve özel sektörün büyümesine yardımcı olmayı amaçlayan ve bu doğrultuda gelişmekte olan ülkelerin menkul kıymetleştirme uygulamalarına destek veren güvence kurumlarının varlığı ve aktif olarak bu uygulamalara katılmaları menkul kıymetleştirme uygulamalarının gelişmekte olan piyasalarda yoğun olarak kullanılmasına yol açmıştır. Gelişmekte olan ülkeler yapısal sorunları nedeniyle dünya üzerindeki finansal gelişmelerden oldukça etkilenmektedirler. Özellikle kriz

dönemlerinde yaşanan yoğun şoklar ülke ekonomilerini yoğun olarak etkilemektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkeler kendi özkaynaklarıyla devam ettiremedikleri ekonomik büyümelerini uluslararası piyasalardan borçlanarak sürdürebilmektedirler. Yabancı sermayeyi ülkelerine çekmek zorunda olan gelişmekte olan ülkeler borsa uygulamaları, bir takım vergisel avantajlar yaratılması, faiz ve döviz kuru politikaları ve özelleştirme uygulamaları ile bu yönde adımlar atmaktadırlar. Ancak bu durum sıcak para politikalarının gündeme gelmesine neden olmakta ve dünya genelinde yaşanan ekonomik dalgalanmalar veya alternatif pazarlarda daha iyi fırsatların ortaya çıkması, gelişmekte olan ülke pazarlarından sermayenin ani çıkışlarına yol açmakta bu da ülke ekonomilerinde büyüme hızlarının yavaşlamasına, ekonomik durgunluklara ve bozulan ekonomik dengelere yol açmaktadır. İşte bu sebeplerden menkul kıymetleştirme, özellikle gelişmekte olan ülkeler için gelecekte oluşacak likit olmayan kaynakların yatırımcılara satılarak likidite elde edilmesi ve elde edilen bu likiditenin yeni yatırımlarda kullanılması açısından son derece önemlidir.

Ülkemizde, 31.07.1992 tarihli Resmi Gazetete yayımlanan, Sermaye Piyasası Kurulunun Seri III., No.14 “Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği” ile menkul kıymetleştirme uygulamaları başlamıştır. İlk başlarda bir yenilik olarak yükselen bir trend yaratan VDMK uygulamaları zamanla piyasalar için çok farklı ve avantajlı bir uygulama alanı oluşturmadığı için uygulamadan kalkmıştır.

Menkul kıymetleştirme uygulaması işleyiş olarak, farklı hukuksal yapıları olan, konularında uzmanlaşmış kurumların sürecin içinde olduğu bir sistemdir ve sistemin yükü bu kurumlara dağıtılmıştır. Türkiye VDMK uygulamalarında ise bütün yük bankalarda kalmış, bankalar için maliyetler yükselmiş bankalar da alternatif bir fon kaynağı olarak gördükleri VDMK uygulamalarından vazgeçmişlerdir. Diğer finans kurumları da getirilen banka garantisi ve diğer sınırlamaların ek maliyetler yaratması yüzünden VDMK uygulamalarına yeterli ilgi göstermemişlerdir.

Ülkemiz mevzuatlarında, menkul kıymetleştirme yöntemlerinden biri olan ödeme aktarmalı menkul kıymetleştirmenin temel özelliği olan varlıkların kaynak

kurumun bilançosundan çıkarılarak özel amaçlı kuruma devredilmesine izin verilmemektedir. Bu amaçla yapılacak hukuki, muhasebesel ve finansal düzenlemeler ile kurumlara bu imkanın verilmesi yararlı olacaktır.

Menkul kıymetleştirme sürecinin ülkemizde tam olarak işleyebilmesi için sürecin içinde yer alan güvenilir kişi gibi, kredi derecelendirme gibi kurumlara ihtiyaç vardır. Finans piyasalarında bu gibi kurumların boşluğu hissedilmekte, yapılacak düzenlemelerle bu tip kurumların varlığı sağlanmalıdır. Menkul kıymetleştirme ile ortaya çıkarılan varlıkların ikinci el alım satımını destekleyecek kurumlar oluşturulmalı borsa uygulamaları yaratılabilinmelidir. Vadeli işlemler piyasalarının gelişimine ağırlık verilmelidir.

Türk bankacılık sektörü ağırlıklı olarak piyasaların yükünü çeken sektördür. 2001 yılında özellikle bankacılık sektöründe yaşanan kriz bazı bankaların tasfiye edilmesine yol açmış diğer bankaların da küçülmesine yol açmıştır. Bankacılık sektörü son yıllarda birleşmeler ve yabancı ortaklıklar ile tekrar toparlanmaya çalışmaktadır. Türk bankacılık sektörünün temel sorunları; ekonomik istikrarsızlık, yüksek kaynak maliyeti, haksız rekabet koşulları, teknolojideki hızlı gelişmeler, özkaynakların yetersizliğidir. Türk bankacılık sektörü aynı zamanda faiz riski, kur riski, kredi riski, likidite riski, piyasa riski ve sermaye yetersizliği riski taşımaktadır. Gerekli yasal ve yapısal düzenlemeler yapıldığı takdirde menkul kıymetleştirme uygulamalarının bankalar açısından temel sorunlarını ve taşıdığı riskleri azaltmasında önemli bir etki yaratacağı açıktır. Menkul kıymetleştirme ile kaynak maliyetlerinde azalma sağlanabilecek, özellikle hacimce daha küçük bankaların rekabet şansı artacak, teknoloji transferleri yaopılabilecek, aktiflerin bilanço dışına çıkarılmasıyla faaliyet için tutulması gereken özkaynak miktarı azalacak bu da ekonomi için bir istikrar yaratacaktır.

Menkul kıymetleştirmenin başlangıcı ipotek kredileri ile olmuştur. Türkiye’de artan konut ihtiyacı vardır ve bankalar bugün verdikleri konut kredileri ile tüketicilerin finansman problemlerini çözmeye çalışmaktadırlar. Bankaların aktiflerinde son dönemlerde yaşanan gelişmelerin etkisiyle konut kredileri önemli bir aktif kalemi olmuştur. Gerekli yasal ve yapısal düzenlemelerin yapılması ile

bankalara bu aktiflerini bilanço dışına çıkararak menkul kıymetleştirmesi ile satabilecekleri bir ikinci el tahvil piyasasının yaratılması bankaların sermaye yeterliliklerini arttıracak ve likidite ihtiyacının karşılanmasına yol açacaktır. Mortgage sistemi içinde acil olarak yasal ve yapısal düzenlemeler yapılmalı uygulama ile birlikte bu tür kredilerin alınıp satılabildiği ikinci el tahvil piyasasının da varlığı sağlanmalıdır.

Menkul kıymetleştirme, günümüz ekonomik dünyasında alternatif bir fon kaynağı olarak görevini sürdürmektedir. Ekonomideki gelişmelere bağlı olarak etkisini uzun dönemlerde göstermeye devam edecektir. Ülkemizin değişen farklı ekonomik koşullara ayak uydurabilmesi için yapısal ve yasal reformlarını hızla tamamlaması gerekmektedir. Buradan hareketle, menkul kıymetleştirme uygulamalarının önü açılmalı, sağlıklı bir ikinci el pazarı yaratılmalıdır. Menkul kıymetleştirme için gerekli konusunda uzmanlaşmış oyuncuların ortaya çıkması ekonomideki gelişmeleri daha sağlam kılacak özellikle daha uzun vadeli ve ucuz maliyetli fonların yaratılabilmesi ile ekonomideki büyüme canlandırılabilir. Menkul kıymetleştirme, fon ihtiyacı olan sektörlerde çok başarılı uygulanabilen bir yöntem olduğu için, özellikle yasal düzenlemelerin yapılmasıyla birlikte, ihracat ve turizm sektöründe de kullanılması çok önemli sonuçlar verecektir.

KAYNAKÇA

YARARLANILAN KİTAPLAR

Arı Grubu Düşünce ve

Çözüm üretim Kümesi:

“GAP Yatırımlarının Finansmanında Yeni Bir Model: Menkul Kıymetleştirme ve Sermaye Piyasalarının Kullanımı”, Boğaziçi üniversitesi Kütüphanesi, Arı Grubu 1997.

Akbulak, Sevinç, Yavuz Akbulak:

“Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Şirketler”, Beta Basım A.Ş., 2004.

Basel Bankacılık Denetim Komitesi:

“Sermaye Ölçümü ve Sermaye Standartlarının Uluslararası Düzeyde Uyumlaştırılması (Yeni Basel Sermaye Uzlaşısı)”, Gözden Geçirilmiş Düzenleme, 2004.

Çapanoğlu, Mustafa Birol:

“Türkiye ve Dış Ülkelerde Sermaye Piyasası Özelleştirme Uygulamaları ve Menkul Kıymet Borsaları”, Beta Basım yayım Dağıtım A.Ş., 1993.

Davidson, Andrew S.:

“Securitization: Structuring and Investment Analysis”, John Wiley & Sons, 2003.

Gardener, Edward P. M., Jack Revell:

“Securitization: History, Forms and Risks” Instute of European Finance United Kingdom, 1988.

Henderson, John, Jonathan P. Scott:

“Securitization” Woodhead-Faulkner, London, 1988.

Hepşen, Ali:

“Bir Finansmanlama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması”, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 2005-13

Levinson, Marc:

“Finansal Piyasalar Kılavuzu”, Liberte Yayınları, 2007.

Korkmaz, Turan, Ali Ceylan:

“Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi”, Ekin Kitapevi, 2006.

- Ocampo, Juan M., James A. Rosenthal: **“Securitization Of Credit”**, John Wiley & Sons, 1988.
- Öcal, Nurcan: **“Türkiye’de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri”**, Sermaye Piyasası Kurulu, 1997.
- Pavel, Christine A.: **“Securitization”** Probus Publishing, Chicago, Illinois, 1989.
- Rabobank International: **“Garanti Leasing IFC Finance Limited”**, 1999.
- Sarıkamış, Cevat: **“Sermaye Pazarları”**, Alfa Yayınları, 2000.
- Tantan, Saadet: **“Menkul Kıymetleştirme: ABD Uygulaması ve Bankacılık Sektörüne Etkileri”**, Sermaye Piyasası Kurulu, Mayıs 1996.
- Tevfik, Gürman: **“Varlıkları Menkul Kıymet Haline Dönüştürmek”**, İ.Ü. Merkez Kütüphanesi, Doküman No:1998/2328, Sıra No:332.61, 1995.
- Uludağ, İlhan, Erişah Arıcan: **“Finansal Hizmetler Ekonomisi”**, Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş., 2006.
- Yalçın, Kürşat: **“İpotek Karşılığı Menkulleştirilmiş Krediler”**, Gazi Kitapevi, 2006.

YARARLANILAN MAKALELER

- Erdönmez, Pelin Ataman: “Aktif Menkul Kıymetleştirmesi” Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılık Ve Araştırma Grubu, **Bankacılar Dergisi**, Sayı 57, s.75-160.
- Kaplan, Cafer: “Finansal Yenilikler ve Piyasalar Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği”, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, **Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği No: 9910.**, s.1-33.
- Uçak, Nizamettin: “Gelecekteki Nakit Akımlarına Dayalı Menkul Kıymetleştirme”, Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansmanı Dairesi, **Yeterlilik Etüdü**, 2000., s.2-40.

YARARLANILAN TEZLER

- Alper, Değer: **“Uluslararası Menkulleştirme ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulamalar”**, T.C. Uludağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Doktora Tezi, 1999.
- Başaran, Hüda: **“Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı ve Türkiye Uygulamasının Değerlendirilmesi”**, İ.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Fakültesi, Finans Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, 1992.
- Çıtmacı, Barbaros: **“Alternatif Finansman Tekniği Olarak Menkul Kıymetleştirme”** T.C. Marmara Üniversitesi Bankacılık Ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası Ve Borsa Bölümü, Yüksek Lisans Tezi, 2001.
- Vatansever, Nursen: **“Yeni Bir Finansman Tekniği Olarak Menkul Kıymetleştirme Uygulaması”**, T.C. Dokuz Eylül Üniversitesi İktisat Anabilim Dalı Para ve Banka Programı, Yüksek Lisans Tezi, 1995.
- Yıldırım, Nurten: **“Menkul Kıymetleştirme”**, T.C. Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, 1996.
- Yılmaz, Salman: **“Menkul Kıymetleştirme ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler”**, T.C. Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, 1993.

YARARLANILAN ELEKTRONİK KAYNAKLAR

- Actsa Org: ”**Securutization In Emerging Markets: A Development Opportunity**”, (Çevrimiçi), <http://www.artsa.org.za/articles/siemmar01.htm>., Erişim 09 Ekim 2006.
- Duff & Phelps Credit Rating Co.: “**Garanti Leasing IFC Finance Limited USD 43 Million Equipment Lease Securitization**”.
- International Monetary Fund: “**Securitization Of Future Flow Receivables: A Useful Tool For Developing Countries**”, (Çevrimiçi), <http://www.imf.org/external/pubs/ft>, Erişim, 09 Ekim 2006.
- International Finance Corporation: “**Structured Finance: Securitizations**”, (Çevrimiçi), <http://www.ifc.org/structuredfinance>, Erişim, 30 Temmuz 2006.
- Securitization Net: Standart & Poor’s, “**Securitization In Emerging Markets Expanding Further In Second Quarter Of 2005**”, Çevrimiçi, http://www.securitization.net/pdf/s/SecEmrgMkt_20Jul05.pdf, Erişim, 09 Ekim 2006.
- Spk.gov.tr: **Sermaye Piyasası Kurulu İkinci Başkanı Sn. Doç Dr. Turan Erol’un Basın Açıklaması**, “Kamu Altyapı Yatırımlarının Sermaye Piyasaları Aracılığıyla Finansmanı Konulu SPK 7.Arama Konferansında Yaptığı Konuşma Metni”, <http://www.spk.gov.tr/basinaçiklamasi/061226.pdf> Erişim, 10 Nisan 2007.
- Spk.gov.tr: Sermaye Piyasası Kurulu, “**Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğleri**”,(Çevrimiçi), <http://www.spk.gov.tr>., s.152., Erişim, 10 Nisan 2007.
- Tbb.org.tr: Türkiye Bankalar Birliği “**Kredi Riskinin Yönetimine İlişkin İlkeler**”, (Çevrimiçi), http://www.tbb.org.tr/turkce/basle/risk_yonetim.doc. 1999, Erişim, 07 Nisan 2007.

EK : THE BANK OF NEW YORK TARAFINDAN HAZIRLANAN BİLGİLENDİRME RAPORU

Anlaşma Tarihi:	12.22.99
Ödeme Tarihi:	12.27.02
Heaplama Tarihi:	12.18.02
Toplama Dönemi:	11/01/02-11/30/02
EUR/DEM Paritesi	1,9558300

	<u>Euro Sabit Faiz</u>	<u>Euro Değişken Faiz</u>	<u>Dolar Sabit Faiz</u>	<u>Dolar Değişken Faiz</u>
	<u>Havuz/Kredi/Hisseler</u>	<u>Havuz/Kredi/Hisseler</u>	<u>Havuz/Kredi/Hisseler</u>	<u>Havuz/Kredi/Hisseler</u>
Bölüm 1 Havuz Bilgileri				
Orijinal Tutarlar	28.628.054,63	23.391.007,09	12.216.348,70	1.908.513,04
Toplama Döneminin Başındaki Tutarlar	389.926,31	2.171.100,73	67.792,45	0,00
Toplama Döneminin Sonundaki tutarlar	335.496,11	1.982.736,43	56.749,88	0,00
Temerrüt Oranı	0,00%		0,00%	-
Temerrüt Uygulandı mı ?				
Tahsil Edilememe Oranı	-		-	-
Tahsil Edilememe Yaşandı mı ?				
Tahsil Edilememe Kanıtı				
A, B, C den Uygulama da Gerçekleşen ?				
Toplama Periyodu İçinde Toplanan Miktarlar	89.504,53	210.266,05	11.664,00	
Farklar	0	0	0	0
Hesaplardan Kazanılan Faiz Geliri	40,09	94,19	0,21	-
Likit Rezervlerden Kazanılan Faiz geliri	238,85	561,10	13,74	-
Toplam Hesaplar	89.783	210.921	11.878	-
Bölüm 2 Dönem Başındaki Kredi Miktarları				
IFC Kredi Yüzdeleri	75,91257%	77,95189%	65,03330%	0,00000%
A Tipi Kredi Yüzdeleri	10,272790%	12,704679%	13,834,190%	100,000000%
A Tipi Krediler Orijinal Tutarları	2.232.538,00	2.255.820,00	1.284.425,00	1.445.841,00
B Tipi Krediler Orijinal Tutarları	19.500.000,00	15.500.000,00	8.000.000,00	
Likit Rezerv Hesapların Orijinal Tutarları	1.579.534		429.211	
A Tipi Krediler Dönem Başlangıç Tutarı	30.407,00	215.018,49	7.973,74	0,00
B Tipi Krediler Dönem Başlangıç Tutarı	265.600,00	1.477.395,51	49.672,42	0,00
Likit Rezerv hesapların Dönem Başlangıç Tutarı	789.767		157.664	

Bölüm 3 Kredi Ödemeleri

	<u>Euro Sabit Faiz</u>	<u>Euro Değişken Faiz</u>	<u>Dolar Sabit Faiz</u>	<u>Dolar Değişken Faiz</u>
	<u>Havuz/Kredi/Hisseler</u>	<u>Havuz/Kredi/Hisseler</u>	<u>Havuz/Kredi/Hisseler</u>	<u>Havuz/Kredi/Hisseler</u>
1) Komisyon ve Giderler				
Kredi Veren Kurum Hakedişi	-	-	-	-
IFC'nin Hak Edişi	-	-	-	-
Hesapların Yöneticisine Ödenecek Tutar	32	181	6	-
İşlem Yöneticisinin Hakedişi	-	-	-	-
Kredi Veren Kuruma Ödenen	-	-	-	-
IFC'ye Ödenen	-	-	-	-
Hesapların Yöneticisine Ödenen	32	181	6	-
İşlem Yöneticisine Ödenen	-	-	-	-
Toplam Ödenen	32	181	6	-
Komisyon ve Gider Ödemelerinden Sonra Kalan	89.751	210.740	11.672	-
2) Servis Hizmeti Komisyonları				
Destek Servis Hizmeti Hakedişi	3	18	1	-
Servis Hizmeti Hak Edişi	49	271	8	-
İkame Servis Hizmeti Hak Edişi	-	-	-	-
Destek Servis Hizmeti Olarak Ödenen	3	18	1	-
Servis Hizmeti Olarak Ödenen	49	271	8	-
İkame Servis Hizmeti Olarak Ödenen	-	-	-	-
Toplam Ödemeler	52	289	9	-
Servis Hizmeti Ödemelerinden Sonra Kalan	89.699	210.451	11.663	-
3) Faiz Ödemeleri				
A) Yıllık Libor veya Euribor		EURIBOR		LIBOR
Yıllık Faiz Oranları	7,8750%	3,1720%	10,37500%	1,38000%
O Faiz Dönemini Kapsayan Gün Sayısı	32	7,1720%	32	5,38000%
Aylık Faiz Oranı	0,65250%	0,597667%	0,864583%	0,448333%
A Tipi Kredilerdeki Faiz Oranı Düşüşü	-	-	-	-
B Tipi Kredilerdeki Faiz Oranı Düşüşü	-	-	-	-
A Tipi Kredilerin Cari Dönemdeki Faiz Tutarı	213	1.371	74	-
B Tipi Kredilerin Cari Dönemdeki Faiz Tutarı	1.859	9.419	458	-
A Tipi Kredilerin Toplam Faizi	213	1.371	74	-
B Tipi Kredilerin Toplam Faizi	1.859	9.419	458	-

II:

	<u>Euro Sabit Faiz</u>	<u>Euro Değişken Faiz</u>	<u>Dolar Sabit Faiz</u>	<u>Dolar Değişken Faiz</u>
	<u>Havuz/Kredi/Hisseler</u>	<u>Havuz/Kredi/Hisseler</u>	<u>Havuz/Kredi/Hisseler</u>	<u>Havuz/Kredi/Hisseler</u>
Likit Rezervlere Gerek Duyuldu mu ?		-	11.131	-
Toplam Bakiye	89.699	210.451	11.663	-
A Tipi Kredi Faiz Ödemesi	213	1.371	74	-
B Tipi Faiz Ödemesi	1.859	9.419	458	-
A Tipi Kredilerin Faizindeki Düşüş	-	-	-	-
B Tipi Kredilerin Faizindeki Düşüş	-	-	-	-
Toplam Faiz Ödemesi	2.072	10.790	532	-
Kalan Tutar	87.627	199.661	11.131	-
Dolara Çevrilmesi Gereken Tutar Var mı ?	-	-	-	-
Euroya Çevrilmesi Gereken Tutar Var mı ?	-	-	-	-
Tam Olarak Kalan Tutar	87.627	199.661	11.131	-

B)

A Tipi Krediler Eksik Faiz Tutarı	-	-	-	-
B Tipi Krediler Eksik Faiz Tutarı	-	-	-	-
Kalan Tutar	87.627	199.661	11.131	-

4) Anapara Ödemesi (A)

ATipi Kredilerin Önceki Dönemden Gelen Tutarı	-	5.635	847	-
B Tipi Kredilerin Önceki Dönemden Gelen Tutarı	-	38.723	5.276	-
A Tipi Kredilerin Cari Dönem Ödenecek Tutarı	4.245	18.655	1.299	-
B Tipi Kredilerin Cari Dönem Ödenecek Tutarı	37.075	128.179	8.091	-
A Tipi Kredilere Yapılacak Ödeme	4.245	24.290	2.146	-
B Tipi Kredilere Yapılacak Ödeme	37.075	166.901	13.367	-
Dolar/Euro paritesi				
A Tipi Kredilere Yapılan Ödeme	4.245	24.290	1.540	-
B Tipi Kredilere Yapılan Ödeme	37.075	166.901	9.591	-
Toplam Yapılan Anapara Ödemesi	41.320	191.191	11.131	-
Kalan Tutar	46.307	8.470	-	-

A Tipi Kredilere Yapılan Ödeme	4.245	24.290	1.540	-
B Tipi Kredilere Yapılan Ödeme	37.075	166.901	9.591	-
Toplam Yapılan Anapara Ödemesi	41.320	191.191	11.131	-
Kalan Tutar	46.307	8.470	-	-
Dolar'a Çevrilen Tutar				
Euro'ya Çevrilen Tutar				
Düzeltilmiş Kalan Tutar				
A Tipi Kredilere İlave yapılan Ödeme				
B Tipi Kredilere İlave Yapılan Ödeme				
Kalan Tutar	46.307	8.470	-	-
5) Anapara Ödemesi (B)				
Gerek Duyulan Fazla Miktar				
A Tipi Kredilere Yapılacak Ödeme				
B Tipi Kredilere Yapılacak Ödeme				
A Tipi Kredilere Yapılan Ödeme				
B Tipi Kredilere Yapılan Ödeme				
A Tipi Kredilere Eksik Tutara Karşılık Son Olarak Ödenen				
B Tipi Kredilere Eksik Tutara Karşılık Son Olarak Ödenen				
Kalan Tutar				
6) Rezerv Hesaplar				
Likit Rezerv Tutarlar	789.767	-	146.533	-
Gerekli Depozit Olarak Tutulan Euro Rezerv Hesaplar	-	-	-	-
Gerekli Depozit Olarak Tutulan Dolar Rezerv Hesaplar	-	-	-	-
Fiili Euro Rezerv Hesaplar	-	-	-	-
Fiili Dolar Rezerv Hesaplar	-	-	-	-
Kalan Tutar	46.307	8.470	-	-
7) Garanti Finansal Kiralamaya Yapılan Faiz Ödemesi	46.307	8.470	-	-

Bölüm 4 Kredilerin Dönem Sonu Tutarları

A Tipi Krediler Bakiyesi	26.162	190.728	6.434
B Tipi Krediler Bakiyesi	228.525	1.310.495	40.081
Likit Rezervler Bakiyesi	789.767		146.533

Bölüm 5 Hisse Senetleri Tutarı

Orijinal Tutarlar	19.500.000	15.500.000	8.000.000
Dönem Başlangıcı Tutarları	265.600	1.477.396	49.672

Bölüm 6 Hisse Senetleri için Yapılan Ödemeler

1) Komisyon ve Ücretler

Borç Veren			
Güvenilir Kişi			
Ödeme Kuruluşu	-		
Şirket yetkilileri	-		
Direktörler	-		
Kanuni Ödemeler	-		

2) Hisse Senedi Faiz Ödemeleri

Hisse Senedi Faiz Ödemeleri	1.859	9.419	458	-
-----------------------------	-------	-------	-----	---

3) Hisse Senedi Anapara Ödemeleri

Hisse Senedi Anapara Ödemeleri	37.075	166.901	9.591	-
--------------------------------	--------	---------	-------	---

4) Katılımcılara Öncelikli Olarak Ödenecek Komisyonlar

Bölüm 7 Hisse Senetleri Dönem Sonu Tutarı

Dönem Sonu Hisse Senedi Tutarları	228.525	1.310.495	30.081	-
-----------------------------------	---------	-----------	--------	---

Bölüm 8 Kurumlara Yapılan Ödemeler

IFC'ye Yapılan Ödemeler	43.392	201.981	11.663	-
IFC'nin Sahibi Olduğu Hesaplara Yapılan ödemeler	4.458	25.661	1.614	-
IFC'nin Borç Veren Olarak Hesaplarına Yapılan Ödemeler	38.934	176.320	10.049	-
Hesapların Yöneticisine Yapılan Ödemeler	-	-	-	-
Garanti Bankası A.Ş.'ne Yapılan Ödemeler	35	199	7	-
Hesap Yöneticisi Olarak Yapılan Ödeme	32	181	6	-
Yedek Hizmet Verici Olarak Yapılan Ödeme	3	18	1	-
İkame Ettiği İçin Yapılan Ödeme	-	-	-	-
Garanti Finansal Kiralama A.Ş.'ne Yapılan Ödemeler	46.356	6.741	11.139	-
Hizmet Veren Firma Olarak Yapılan Ödemeler	49	271	8	-
Geri Kalan Bakiye Olarak yapılan Ödemeler	46.307	8.470	-	-
Likit rezervlerden Yapılan Ödemeler	-	-	11.131	-
Kontrol	89.763	210.921	22.809	-

EK