T.C.
TRAKYA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
YÜKSEK LİSANS TEZİ

AKTİFE DAYALI MENKUL KIYMETLER: TÜRKİYE VE DÜNYA UYGULAMASI

MERYEM İNCİ GÜLEN

TEZ DANIŞMANI
YRD.DOÇ.DR. ERHAN ATAY

EDİRNE 2017

T.C.

TRAKYA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

.....İKTİSAT..... ANABİLİM DALI

.....PROGRAMI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

.....Meryem İnci GÜLEN..... tarafından hazırlanan "...Aktif-Pasif Merkezi Kıymetler Türkiye ve Dünya Uygulaması....." Konulu **Yüksek Lisans** tezinin Sınavı, Trakya Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin 9.-10. maddeleri uyarınca 22/11/2017 Çarşamba günü saat .....14:00..... 'da yapılmış olup, yüksek lisans tezinin *.....Kabul Edilmesine..... **OYBİRLİĞİ/~~OYÇOKLUĞU~~** ile karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYELERİ	KANAAT	İMZA
Yrd. Doç. Dr. Erhan ATAY	Kabul Edilmesine	Erhan
Yrd. Doç. Dr. Mehtem OKUR DİNÇSOY	Kabul Edilmesine	
Doç. Dr. Ertuğrul Recep ERBAY	Kabul Edilmesine	

* Jüri üyelerinin, tezle ilgili kanaat açıklaması kısmında "Kabul Edilmesine/Reddine" seçeneklerinden birini tercih etmeleri gerekir.

T.C
YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
ULUSAL TEZ MERKEZİ

TEZ VERİ GİRİŞİ VE YAYIMLAMA İZİN FORMU

Referans No	10170871
Yazar Adı / Soyadı	MERYEM İNCİ GÜLEN
T.C.Kimlik No	36746143138
Telefon	5418613165
E-Posta	meryemincigulen@hotmail.com
Tezin Dili	Türkçe
Tezin Özgün Adı	Aktife Dayalı Menkul Kıymetler: Türkiye ve Dünya Uygulaması
Tezin Tercümesi	Asset-Backed Securities: Turkey and World Applications
Konu	Ekonomi = Economics
Üniversite	Trakya Üniversitesi
Enstitü / Hastane	Sosyal Bilimler Enstitüsü
Anabilim Dalı	İktisat Anabilim Dalı
Bilim Dalı	
Tez Türü	Yüksek Lisans
Yılı	2017
Sayfa	153
Tez Danışmanları	YRD. DOÇ. DR. ERHAN ATAY
Dizin Terimleri	Sermaye piyasası=Capital market
Önerilen Dizin Terimleri	Menkul kıymetleştirme=Securitization Aktife dayalı menkul kıymetler=Asset-backed securities
Kısıtlama	36 ay süre ile kısıtlı

Tezimin,Yükseköğretim Kurulu Ulusal Tez Merkezi Veri Tabanında arşivlenmesine izin veriyorum. Ancak internet üzerinden tam metin açık erişime sunulmasının 27.11.2020 tarihine kadar ertelenmesini talep ediyorum. Bu tarihten sonra tezimin, bilimsel araştırma hizmetine sunulması amacı ile Yükseköğretim Kurulu Ulusal Tez Merkezi tarafından internet üzerinden tam metin erişime açılmasına izin veriyorum.
NOT: Erteleme süresi formun imzalandığı tarihten itibaren en fazla 3 (üç) yıldır.

27.11.2017

İmza:.....

Tezin Adı: Aktife Dayalı Menkul Kıymetler: Türkiye ve Dünya Uygulaması

Hazırlayan: Meryem İnci GÜLEN

ÖZET

Küreselleşme ile birlikte son yıllarda finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler beraberinde birtakım yenilikleri getirmiştir. Finansal varlıkların menkul kıymetleştirilerek sermaye piyasalarındaki yatırımcılara satılması bu yeniliklerden en önemlisi olarak karşımıza çıkmaktadır. Menkul kıymetleştirme ile likit olmayan aktif kalemleri, likit hale dönüştürülmekte ve böylece finans piyasalarına ilave fon sağlanmaktadır. Bu çalışmanın amacı, yeni bir finansman tekniği olan menkul kıymetleştirme kavramının ve menkul kıymetleştirme işlemlerinden biri olan aktife dayalı menkul kıymetlerin Türkiye'deki ve dünyadaki uygulamalarının incelenmesidir. Bu kapsamda, menkul kıymetleştirmenin işlem gördüğü sermaye piyasalarının yapısı, faaliyetleri, önemi ve bu piyasalarda işlem gören menkul kıymetler hakkında genel olarak bilgi verilmiş, ardından menkul kıymetleştirmenin tanımı, gelişimi, işleyişi, sağladığı yarar ve içerdiği riskler ele alınmıştır. Çalışmanın son bölümünde ise, menkul kıymetleştirme türlerinden biri olan aktife dayalı menkul kıymetleştirme işlemlerinin tanımı yapılarak, aktif menkul kıymetleştirmesinin Türkiye ve dünya uygulamaları literatür açısından incelenmiş, konu ile ilgili önerilere yer verilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Sermaye Piyasası, Menkul Kıymetleştirme, Aktife Dayalı Menkul Kıymetler

Thesis's Name: Asset-Backed Securities: Turkey and World Applications

Prepared by: Meryem İnci GÜLEN

ABSTRACT

Along with globalization, developments that in financial markets have brought some recency in recent years. The most important of these recency is the securitization of financial assets and sale to investors in capital markets. Non-liquid asset items are converted into liquid with securitization so additional funding is provided to finance markets. The aim of this study is analyzing securitization which a new funding technique and analyzing the applications of liquidity-based securitization which are one of the securitization transactions in Turkey and in the world. In this context; information are given about structuring of capital markets which securitization transactions, importance and activities of these and in generally information are given about securitization traded in these market. Followed by definition, development, operation, benefits and risks of the securitization. In the last part of the study, the definition of asset-backed securities transactions which is one of the securitization types has been examined and the literature on Turkey and world applications of asset-backed securities has been examined and the related review and suggestion have been evaluated.

Keywords: Capital Market, Securitization, Asset-Backed Securities

ÖNSÖZ

Tez çalışmamın planlanmasında, araştırılmasında, yürütülmesinde ve oluşumunda ilgi ve desteğini benden esirgemeyen, engin bilgi ve deneyimlerinden yararlandığım, yönlendirme ve bilgilendirmeleriyle çalışmamı bilimsel temeller ışığında şekillendiren sayın hocam Yrd.Doç.Dr. Erhan ATAY'a en içten teşekkürlerimi sunarım.

Yüksek lisans eğitimim boyunca her zaman bana destek olan, benden yardımlarını esirgemeyen tüm hocalarıma, çalışma arkadaşlarıma, öğrencilerime ve dostlarıma teşekkürlerimi sunarım. Her zaman yanımda olarak benden desteklerini esirgemeyen çalışma arkadaşım Öğr.Gör.Dr. Betül BALKAN AKAN'a ve kuzenim Busenur GÜNDÖNER'e gönülden teşekkürlerimi sunarım.

Hayatımın her anında yanımda yer alarak desteklerini ve bana olan güvenlerini benden esirgemeyen sevgili annem Feriha GÜNDÖNER'e ve sevgili babam Hasan GÜNDÖNER'e, yaşamı boyunca her an yanımda olan canım kardeşim Salih GÜNDÖNER'e, bana her konuda destek olarak benden hoşgörüsü, anlayışı ve sonsuz desteği ile her zaman yanımda olan sevgili eşim Serkan GÜLEN'e ve tez yazım aşamasında aramıza katılarak hayatımıza anlam katan biricik kızım Beren'e sonsuz teşekkür ederim.

Meryem İnci GÜLEN
Kasım 2017

İÇİNDEKİLER

ÖZET ..... **I**

ABSTRACT ..... **II**

ÖNSÖZ ..... **III**

İÇİNDEKİLER ..... **IV**

KISALTMALAR LİSTESİ ..... **X**

TABLOLAR LİSTESİ ..... **XII**

ŞEKİLLER LİSTESİ ..... **XIII**

GİRİŞ **1**

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASASI, SERMAYE PİYASALARININ YAPISI VE MENKUL KIYMETLER

1.1. Sermaye Piyasasının Tanımı ve Türleri 3

1.1.1. Sermaye Piyasasının Tanımı 5

1.1.2. Sermaye Piyasasının Türleri 6

1.1.2.1. Birincil Piyasalar 6

1.1.2.2. İkincil Piyasalar 7

1.1.3. Sermaye Piyasasının Önemi ve Ekonomiye Katkıları 9

1.2. Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişimi ve Yasal Düzenlemeler 10

1.2.1. Tarihçe 10

1.2.2. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu 12

1.3. Sermaye Piyasasının Kurumları 12

1.4. Sermaye Piyasası Faaliyetleri 13

1.5. Genel Olarak Menkul Kıymetlerin Tanımı ve Çeşitleri 15

1.5.1. Menkul Kıymet Tanımı 16

1.5.2. Hisse Senetleri 18
1.5.3. Tahviller 20
1.5.4. Diğer Menkul Kıymetler 22
1.5.4.1. Kar ve Zarar Ortaklığı Belgesi 22
1.5.4.2. İntifa Senedi ve Katılma İntifa Senedi (KİS) 23
1.5.4.3. İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler (İTMK) 23
1.5.4.4. Banka Bonosu ve Banka Garantili Bonolar 24
1.5.4.5. Finansman Bonoları 24
1.5.4.6. Gelir Ortaklığı Senetleri (GOS) 25
1.5.4.7. Hazine Bonoları ve Devlet Tahvilleri 25
1.5.4.8. Sermaye Piyasası Kanunu İle Çıkarılan Yeni Finansal Araçlar 26
1.5.4.8.1.Varlığa (Aktife) Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK) 26
1.5.4.8.2.Oydan Yoksun Hisse Senetleri 27
1.5.4.8.3.Depo Edilen Menkul Kıymet Sertifikaları 27
1.5.8.4.4.Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri 28

İKİNCİ BÖLÜM

MENKUL KIYMETLEŞTİRME

2.1. Menkul Kıymetleştirmenin Tanımı ve Gelişimi 29
2.1.1. Menkul Kıymetleştirmenin Tanımı 30
2.1.2. Menkul Kıymetleştirmenin Tarihsel Gelişimi 32
2.2. Menkul Kıymetleştirilebilecek Varlıklar 33
2.3. Menkul Kıymetleştirme Sürecinde Yer Alan Taraflar 36
2.3.1. Kredi Veren Kurum (Kaynak Şirket/Originator) 37
2.3.2. Hizmet Veren Firma (Servicer) 38

2.3.4. Özel Amaçlı Kurum (Special Purpose Vehicle/SPV) 39

2.3.5. Yatırım Bankaları (Investment Banks/Underwriters) 41

2.3.6. Kredi Garantisi Verenler (Güvence Sağlayan Kuruluşlar/Credit Enhancers)…….42

2.3.6.1. Dahili (İçsel) Güvence Mekanizmaları (Dahili Kredi Derecesi Artırımı) 43

2.3.6.1.1. Aşkın (Aşırı) Teminatlandırma (Over Collateralization)..... 43

2.3.6.1.2. Rücu (Recorse)..... 45

2.3.6.1.3. Marj Hesap 46

2.3.6.1.4. Ödeme Öncelikli Sistem (Üst ve Alt Derecede Yapılanma, Senior Subordinated Structure) 46

2.3.6.1.5. Beyan ve Taahhütler (Representation and Warranties) 47

2.3.6.2. Harici (Dışsal-Üçüncü Kişiler Tarafından Sağlanan) Güvence Mekanizmaları..... 48

2.3.6.2.1. Banka Garantisi-Teminat Mektubu-Garanti Sözleşmeleri..... 48

2.3.6.2.2. Sigorta Sözleşmeleri..... 49

2.3.6.2.3. Swap..... 50

2.3.7. Derecelendirme Kuruluşları (Rating Agencies)..... 50

2.3.8. Yedd-i Emin (Trustee) 52

2.3.9. Yatırımcılar (Investors)..... 52

2.3.10. Hukuk Büroları 54

2.4. Menkul Kıymetleştirme Süreci 54

2.4.1. Alacakların ve Kaynak Şirketin Seçimi 56

2.4.2. Ödeme Yapısının Belirlenmesi 57

2.4.3. Özel Amaçlı Kuruluşun Kurulması..... 58

2.4.4. Alacakların Özel Amaçlı Kuruluşa Devri 58

2.4.5. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin İhraç ve Satışı 60
2.4.6. Alacakların Tahsili ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Geri Ödenmesi 61
2.5. Menkul Kıymetleştirme Yöntemleri 62
2.5.1. Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler (Pass-Through Securities) 62
2.5.2. Varlığa Dayalı Tahviller (VDT) 63
2.5.3. Nakit Akımlı Tahviller (Pay-Through) 64
2.6. Menkul Kıymetleştirmede Karşılaşılan Riskler 66
2.6.1. Kredi Riski 66
2.6.2. Likidite Riski 67
2.6.3. Erken Ödeme Riski 68
2.6.4. Finansal Riskler 69
2.6.5. Faaliyet Riski 69
2.6.6. Hukuki Riskler 70
2.6.7. Faiz Oranı Riski (Piyasa Riski) 71
2.6.8. İflas Riski 71
2.7. Menkul Kıymetleştirmenin Yararları 72
2.7.1. Kredi Veren Kuruma Sağladığı Yararlar 73
2.7.2. Yatırımcılara Sağladığı Yararlar 76
2.7.3. Kredi Borçlularına Sağladığı Yararlar 76
2.7.4. Yatırım Bankalarına Sağladığı Yararlar 77
2.7.5. Genel Olarak Ekonomiye Sağladığı Yararlar 78
2.8. Menkul Kıymetleştirmenin Sakıncaları 79
2.8.1. Kredi Veren Kurum Açısından 80
2.8.2. Yatırımcılar Açısından 80
2.8.3. Finansal Sistem Açısından 81

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

AKTİFE DAYALI MENKUL KIYMETLER VE AKTİFE DAYALI MENKUL KIYMETLERİN TÜRKİYE VE DÜNYA UYGULAMALARI

3.1. Türkiye'de Aktife Dayalı Menkul Kıymetlerin Gelişimi ve Uygulaması 82

3.1.1. Aktife Dayalı Menkul Kıymetler (Asset-Backed Securities)..... 82

3.1.2. Türkiye'de Aktife Dayalı Menkul Kıymetleştirmeye İlişkin Yasal Düzenlemeler 84

3.1.2.1. 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanunun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 sayılı KHK'nin Bazı Maddelerin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun 85

3.1.2.2. Seri:III No:14 sayılı "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği 85

3.1.2.3. 28877 Sayılı Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği (III-58.1)..... 86

3.1.2.4. 6741 Sayılı Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun 87

3.1.2.3.1. Ulusal Varlık Fonları (Sovereign Wealth Fund-SWF) 87

3.1.2.3.2. Ulusal Varlık Fonlarının Gelişimi..... 89

3.1.2.3.3. Ulusal Varlık Fonlarının Finansal Sisteme Etkileri 91

3.1.2.3.4. Ulusal Varlık Fonlarında Örnek Ülke Uygulamaları 92

3.1.2.3.5. Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş. 94

3.1.3. Türkiye'de Aktife Dayalı Menkul Kıymetleştirme İşlemlerinde Kullanılan Varlık Türleri 96

3.1.4. Türkiye'de Aktife Dayalı Menkul Kıymetlerin İhracı 98

3.1.4.1. VDMK İhracına İlişkin Esaslar..... 99

3.1.4.2. Fon Kurucularının Nitelikleri 100
3.1.4.3. Fon Kurulu Üyelerinin Özellikleri 101
3.1.4.4. Fon Kurulunun Sorumlulukları 103
3.1.4.5. Fonun Yönetilmesi 104
3.1.4.6. Varlıkların Fona Devri 106
3.1.4.7. Varlıklara İlişkin Bilgi ve Belgelerin Saklanması 108
3.1.4.8. Fon Malvarlığının Korunması 109
3.2. Dünya' da Aktife Dayalı Menkul Kıymetlerin Gelişimi ve Yabancı Ülke Uygulamaları 109
3.2.1. ABD 113
3.2.2. İngiltere 115
3.2.3. Fransa 1176
3.2.4. Almanya 12017
3.2.5. İtalya 11620
3.2.6. İsviçre 121
3.2.7. Japonya 121
3.2.8. Brezilya 123
SONUÇ 125
KAYNAKÇA 131

KISALTMALAR LİSTESİ

Kısaltma	Kısaltmanın Anlamı
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ABS	Asset-Backed Securities
ADIA	Abu Dhabi Investment Authority
ADIC	Abu Dhabi Investment Council
ADNOC	Abu Dhabi National Oil Company
ADR	American Depositary Receipts
CML	Council of Mortgage Lenders
COB	Commission des Operations de Bourse
CRH	Caise de Refinancement Hypothecaire
CVM	Comissao de Valores Mobiliarios
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senedi
EDR	European Depositary Receipts
FCC	Fonds Communs de Creances
FHLMC (Freddie Mac)	The Federal Home Loan Mortgage Corporation
FIDC	Fundo de Investimento em Direitos Cresitorio
FNMA (Fannie Mac)	The Federal National Mortgage Association
FSA	Financial Services Authority
FSB	Financial Stability Board
GDR	Global Depositary Receipts
GNMA (Ginnie Mae)	Government National Mortgage Association
GOS	Gelir Ortaklığı Senetleri
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
İDMK	İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler
İFK	İpotek Finansmanı Kuruluşu
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İTMK	İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler
KHK	Kanun Hükmünde Kararname

KFF	Konut Finansmanı Fonu
KİS	Katılma İntifa Senedi
KİT	Kamu İktisadi Teşebbüsü
LNG	Liquefied Natural Gas
MBS	Mortgage Baked Securities
md.	madde
MITI	The Ministry International Trade and Industry
NBIM	Norges Bank Investment Management
NHL	National Home Loans
QIA	Qatar Investment Authority
SPK	Sermaye Piyasası Kurumu
SPV	Special Purpose Vehicle
SWF	Sovereign Wealth Fund
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TTK	Türk Ticaret Kanunu
vb.	ve benzeri
vd.	ve diğerleri
VDMK	Varlığa Dayalı Menkul Kıymet
VDT	Varlığa Dayalı Tahvil
VİDMK	Varlığa ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1.1: Ülkemizde İşlem Gören Menkul Kıymet Türleri …….……...17

Tablo 1.2: Hisse Senedi Türleri ……....18

Tablo 1.3: Finansman Bonosu Tipleri ……..24

Tablo 2.1: Menkul Kıymetleştirilebilen Varlık Sınıfları ……..34

Tablo 2.2: ABD'de Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhraç Eden Kurumlar ve Öncelik Verdikleri Alacakları …….37

Tablo 3.1: Varlık Büyüklüklerine Göre İlk 10 Ulusal Varlık Fonu ……..90

Tablo 3.2: ABD ve Avrupa'daki Öncü Menkul Kıymetleştirme Uygulamaları …….110

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1: Birincil Piyasalarda Hisse Senedi İhracı ……7

Şekil 1.2: İkincil Piyasalarda Hisse Senedi İhracı ……...……...8

Şekil 2.1: Menkul Kıymetleştirme Çerçevesi ……...31

Şekil 2.2: Menkul Kıymetleştirme Süreci ……..…55

GİRİŞ

Ekonomik sistemde önemli yeri olan finansal piyasalar, fonların tasarruf sahiplerinden, bunları etkin biçimde kullanacak olan kişilere düşük bir maliyetle aktarılmasını sağlamaktadır. Yeni finansman tekniklerinin meydana gelmesi beraberinde etkin işleyen bir finansal sistem gerektirmektedir. Bu bağlamda menkul kıymetleştirme, yeni yatırım araçlarının oluşmasına katkıda bulunmakta ve alacaklara likidite kazandırarak piyasadaki nakit dolaşımını arttırmaktadır. Böylece kaynaklar yeniden ekonomiye kazandırılmaktadır.

Küreselleşen finans dünyasıyla birlikte, menkul kıymetleştirme uygulamaları yeni bir finansman yöntemi olarak dikkat çekmektedir. Aktife dayalı menkul kıymetleştirme işlemleri finansal sektördeki önemli yeniliklerden birisi sayılmaktadır. Bir finansman aracı olan menkul kıymetleştirme, varlık ve menkul kıymet kategorilerini yeni formlara dönüştürmekte ve bunları yeniden birleştirmektir. Birden fazla borçluya ait varlıklar, krediler ve alacaklar birden çok satıcıdan toplanmakta ve aktife dayalı veya diğer menkul kıymetler şeklinde satılmaktadır.

Menkul kıymetleştirme, kısaca varlıkların nakit akımlarının menkul kıymetlere dönüştürülmesi olarak tanımlanabilir. 1970'li yıllarda Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'nde uygulanmaya başlayan menkul kıymetleştirme, kendini ilk olarak ipoteğe dayalı menkul kıymet uygulaması olarak göstermiştir. 1985 yılı itibariyle farklı finansal varlıkların ve kredi işlemlerinin menkul kıymetleştirme uygulamasına dahil edilmesi ile birlikte aktife dayalı menkul kıymet uygulamalarının önemi giderek artmıştır.

Bu çalışmanın amacı, finansal sistemde önemli rol oynayan menkul kıymetleştirme kavramı ve menkul kıymetleştirme işlemlerinden biri olan aktife dayalı menkul kıymetlerin Türkiye ve Dünyadaki uygulamalarının incelenmesidir. Tez

çalışmasında kanun ve tebliğ gibi birincil veri kaynakları ile yerli ve yabancı kitap, tez, makale ve internet siteleri gibi ikincil veri kaynaklarından yararlanılarak literatür taraması yapılmıştır.

Çalışma üç temel bölümden oluşmakta olup, birinci bölümünde sermaye piyasası, yapısı ve menkul kıymetler incelenmektedir. Bu ana başlık altında sermaye piyasasının tanımı, türleri, önemi, Türkiye'de sermaye piyasasının gelişimi ve yasal düzenlemeler, sermaye piyasasının kurumları, sermaye piyasasının faaliyetleri ele alınacaktır. Yine bu bölümde genel olarak menkul kıymetlerin tanımı yapılarak, çeşitleri incelenecektir. Çalışmanın ikinci bölümünde ise menkul kıymetleştirme kavramı ele alınacaktır. Bu doğrultuda, menkul kıymetleştirme kavramının tanımı, menkul kıymetleştirmenin tarihsel gelişimi, menkul kıymetleştirilebilecek varlıklar, menkul kıymetleştirme süreci ve menkul kıymetleştirme sürecinde yer alan taraflar, menkul kıymetleştirme yöntemleri, menkul kıymetleştirme işlemlerinde karşılaşılan riskler ve menkul kıymetleştirme uygulamalarının yararları ve sakıncaları teorik açıdan ele alınacaktır. Çalışmanın son bölümünde ise, aktife dayalı menkul kıymetler ve aktife dayalı menkul kıymetlerin Türkiye ve dünya uygulamalarının gelişimi incelenecektir. Yapılan araştırmanın sonuç bölümünde ise, incelenen konular özetlenerek değerlendirilecek ve önerilere yer verilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

SERMAYE PİYASASI, SERMAYE PİYASALARININ YAPISI VE MENKUL KIYMETLER

Bu bölümde sermaye piyasası kavramının tanımı ile Türkiye'deki gelişimine, sermaye piyasasında yer alan kurumlara, bu piyasanın faaliyetlerine ve genel olarak menkul kıymetlerin tanım ve çeşitlerine değinilecektir. Ayrıca sermaye piyasası kavramı Türkiye'deki gelişimi ve ekonomiye katkıları açısından detaylı bir şekilde incelenecektir.

1.1.Sermaye Piyasasının Tanımı ve Türleri

Bir ülkenin elinde bulunan kaynakların, vatandaşların ihtiyaç ve isteklerini karşılamak üzere, bireyler ve işletmeler arasında dağılımını düzenleyen kurallar bütünü ekonomik sistemi oluşturmaktadır. Ekonomik sistemlerde üretim faktörleri mevcut olan kaynakların sahiplik ve denetleme durumlarına göre farklılık göstermektedir (Çetin ve Can Mutlu, 2012: 12-13).

Ekonomik sistem, doğal kaynaklar, emek, sermaye ve girişimci olarak sınıflandırılan üretim faktörlerini optimal düzeyde bir araya getirmektedir. Doğal kaynaklar; toprak, su, güneş, madenler gibi yer altı ve yerüstü zenginlikleridir. İşgücü ya da emek; insanların bir işte ortaya koydukları fiziksel ve düşünsel çabalardır. Sermaye ise, doğada serbest şekilde bulunmayan, ancak insan tarafından üretilen üretim araçları olarak tanımlansa da, esasen parayı ifade etmektedir. Çünkü bu üretim araçlarının sağlanabilmesi için paraya ihtiyaç vardır. Girişimci; işletmeyi faaliyete geçirerek, mal ve hizmet üretimi ya da pazarlaması yapmak üzere, üretim faktörlerinin bir araya gelmesini sağlayan, kar amaçlı çalışan ve riskleri üstlenen kişidir (Coşkun, M., 2010: 2).

Mal ve hizmetler ile üretim faktörlerinin el değiştirdiği her türlü organizasyona piyasa adı verilmektedir. Piyasada alıcı ve satıcılar karşılaşmaktadır. Belirli bir fiyattan, belirli bir miktarda mal, hizmet veya üretim faktörü alınıp satılmaktadır. Böylece, piyasada bir fiyat oluşmakta ve bu fiyattan alınıp satılan miktarlar eşitlenmektedir. Piyasada alıcı ve satıcılar yüz yüze gelerek işlem yapabilmektedir (Çelik, 2009: 103). Fakat piyasanın varlığı için böyle bir ilişki her zaman olmamaktadır. Bazen alıcı ve satıcılar bir araya gelememekte ve aralarındaki işlemleri banka, komisyoncu, simsar ya da acente gibi aracılar ile yürütmektedirler. Örneğin, döviz ve menkul kıymetler piyasaları bu tür piyasalardandır. Piyasa herhangi bir malı satmak isteyen satıcılar ile o malı satın almak isteyen alıcıların oluşturduğu mübadele ağıdır (Ünlüönen ve Tayfun, 2007: 79).

Alıcı ve satıcıların durumuna bağlı olarak, alışveriş yapılan koşullara göre piyasalar sınıflandırılabilmektedir (Gürler, 2008: 33). Her mal ve hizmetin bir piyasası bulunmaktadır. Bir malı talep eden (alıcı) ile arz edenin (satıcı) bir araya geldiği yerlere piyasa denilmektedir. Her malın bir piyasası olmakla beraber, piyasaların özellikleri birbirinden farklı olmaktadır. Otomobilin alınıp satıldığı showroomlar, döviz işlemlerinin yapıldığı döviz büfeleri, mahalle pazarları piyasaya örnek olarak verilebilmektedir. Piyasalar, kuruldukları mekanlara göre yurtiçi–yurtdışı piyasalar şeklinde ayrılmaktadır. Diğer taraftan, piyasanın açık kaldığı süre esasına göre sürekli açık olan ve bir süre açık kalan piyasalar vardır. Sermaye piyasaları genelde 24 saat işlemlerin yapıldığı piyasalarıdır. Ayrıca piyasalar, konusuna göre de para, sermaye, mal ve faktör piyasaları olarak sınıflandırılmaktadır (Düzgün, 2015: 85).

Bir ekonomik sistemde esas olarak üç tür piyasadan bahsetmek mümkündür. Mal ve hizmet üretiminin gerçekleştirildiği piyasalar, üretim piyasalarını; üretim faktörlerinin el değiştirdiği piyasalar faktör piyasalarını; fon akımının gerçekleştiği piyasalar ise finansal piyasaları ifade etmektedir (Coşkun, M., 2010: 4).

Finansal piyasalar ödünç alanlar ile ödünç verenlerin direk ve/veya dolaylı olarak karşılaştığı piyasalardır. Bu piyasalar vadelerine göre para piyasaları ve sermaye

piyasaları olarak ikiye ayrılmaktadır. Para piyasaları ve sermaye piyasalarının arasında net bir ayrım olmamakla birlikte, genelde bir yıldan kısa vadeli olan finansal ürünler para piyasalarında, bir yıldan uzun vadeli olan finansal ürünler ise sermaye piyasalarında işlem görmektedirler (Uzunoğlu, 2009: 47).

Bu bölümde, finansal piyasalardan biri olan ve aktife dayalı menkul kıymetlerin işlem gördüğü sermaye piyasasının tanımı ve türleri genel olarak ele alınacaktır. Ardından sermaye piyasasının ekonomiye katkılarına değinilecek ve konu ile ilgili literatür taramasına yer verilecektir.

1.1.1. Sermaye Piyasasının Tanımı

Finansal piyasalar, para ve sermaye arz edenler ile parasal faktör talebi olanların karşılaştığı piyasalardır. Bu genel tanımlama içerisinde kısa ve orta vadeli kredilerin pazarlandığı piyasalara "Para Piyasası" adı verilmektedir. Buna karşılık; kural olarak özellikle borsaya kayıtlı olanlar bakımından elden çıkarılmaları kolay olan hisse senedi ve tahvil türünden taşınır değerler aracılığı ile uzun süreli fonların akımının sağlandığı piyasalar ise "Sermaye Piyasası" adını alırlar (Ertem, 2015: 23).

İşletmelerin işletme sermayesi ihtiyaçlarını karşıladığı finansal piyasalar para piyasaları, sabit sermaye yatırımlarını karşıladığı finansal piyasalar ise sermaye piyasaları olarak adlandırılmaktadır (Konuralp, 2001: 18). Sermaye piyasasının uzun vadeli üretken yatırımlara tasarrufları kanalize etme amacına yönelik olması nedeniyle, uzun vadeli fon arzı ile fon talebinin bir araya geldiği piyasayı sermaye piyasası olarak belirtmek daha uygun olmaktadır. Sermaye piyasasında vade bir yıldan uzun süreli olduğu için, varlıkların taşıdığı risk de yüksektir. Piyasaya fon arz edenler fonları uzun süreli kullanmak amacıyla devretmekte, kullananlar ise uzun vadeli yatırımlara bağlanmaktadır. Vadenin uzun süreli oluşu ve riskin büyük olması nedeniyle faiz oranları daha yüksek olmaktadır (Aksoy ve Tanrıöven, 2013: 56-57).

Para piyasası ile sermaye piyasası arasında kesin sınırlar çizmek mümkün değildir. Her iki piyasa da benzer özellikleri taşımakla birlikte devamlı etkileşim halindedir (Ulusoy, 2005: 266-267). Günümüzde; para, döviz, bono-tahvil ve sermaye piyasaları iç içe çalışmakta ve özellikle para piyasalarında başlayan hareketlenme "anında" diğer piyasalarda da hissedilmektedir (Uzunoğlu, vd., 2008: 267).

Bu bağlamda, sermaye piyasası kavramı çeşitli çalışmalarda bilimsel açıdan ele alınarak tanımlanmaya çalışılmıştır. Aşağıdaki başlıkta ise sermaye piyasasının türleri olan birincil ve ikincil piyasalar hakkında bilgi verilecektir.

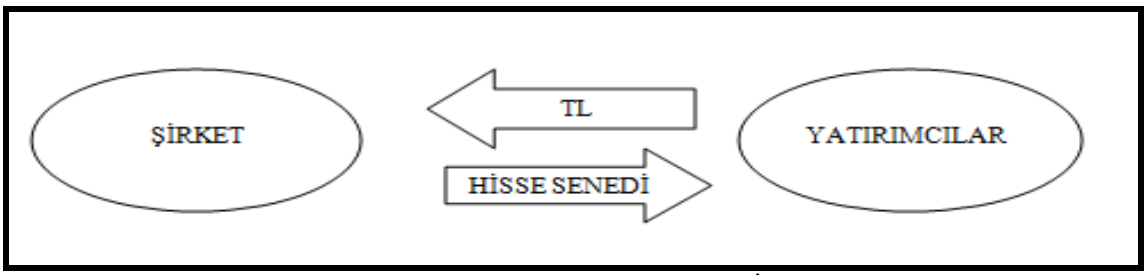
1.1.2. Sermaye Piyasasının Türleri

Sermaye piyasaları, hisse senetleri, tahviller ile buna benzer pazarlanabilir menkul kıymetlerin alım satımının yapıldığı pazarlardır. Sermaye piyasaları temel olarak birincil ve ikincil piyasalar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır (Sabuncuoğlu ve Tokol, 2009: 153-154).

1.1.2.1.Birincil Piyasalar

Para ve sermaye piyasalarından fon talep edenler devlet ve özel kesim yani bankalar ve firmalardır. Tasarruf açığı olan bireyler de finans kurumları aracılığıyla bu piyasalardan fon temin etmektedirler. Para ve sermaye piyasalarından fon talep edenler çeşitli yollarla fon gereksinimlerini karşılamaktadırlar. Genelde en bilinen yol krediler yoluyla gereksinimin karşılanmasıdır. Bu dolaylı finansmandır. Çünkü bir banka ve/veya kredi kurumu aracılığıyla fon temin edilmiştir. Direk finansman ise sermaye piyasalarına menkul kıymet ihracı yoluyla olmaktadır. İlk ihraç işleminin yapıldığı piyasa birincil piyasa olarak adlandırılmaktadır (Uzunoğlu, 2009: 48).

Birincil piyasalarda ilk kez ihraç edilen hisse senedi ve tahvil gibi menkul kıymetler el değiştirmektedir. Şirketin ilk kez çıkardığı hisse senedi ve tahvili bir aracı kurum vasıtası ile satması alımın birincil piyasadan olmasına engel değildir (Ünsalan ve Şimşeker, 2011: 226). Menkul değerler ilk kez bu piyasada işlem görmekte ve ikincil piyasalara transfer edilmektedirler. Ekonomik sistemdeki menkul değer stoklarındaki artış eğilimi birincil piyasa işlemlerinde meydana gelmektedir. Ayrıca işletmelere fon girişi yine bu piyasalar aracılığıyla olmaktadır (Aydın vd., 2010: 43).



Kaynak: Babuşcu, Ş. ve Hazar, A. (2017): *Meslek Yüksekokulları İçin Genel Bankacılık Bilgileri*, 1. Basım, Bankacılık Akademisi Yayınları, Ankara, s.11.

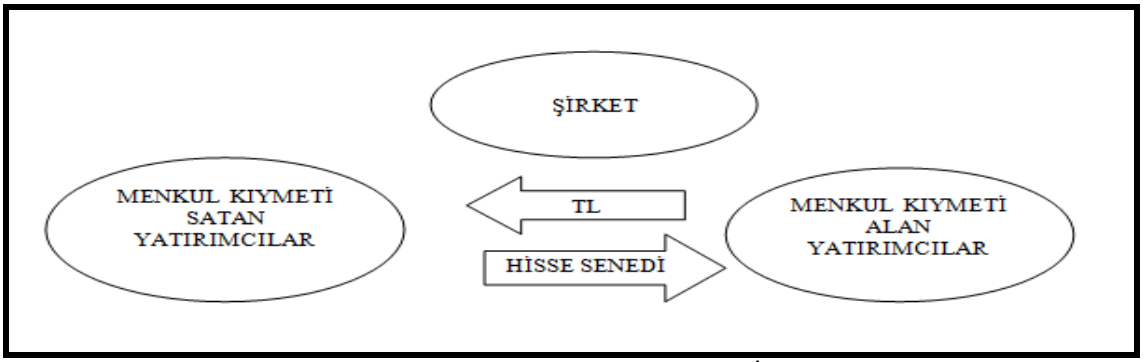
Şekil 1.1: Birincil Piyasalarda Hisse Senedi İhracı

Birincil piyasalarda şirketlerin hisse senetlerini ihraç etmeleri Şekil 1.1'de gösterilmiştir. Şirketler arz etmek istedikleri finansal varlıkları yatırımcılara sunmakta ve bu sayede kendi hesaplarına fon sağlamış olmaktadırlar (Babuşcu ve Hazar, 2017: 11).

1.1.2.2.İkincil Piyasalar

Önceden ihraç edilen ve hala dolaşımda bulunan pay senetlerinin ve tahvillerin el değiştirdiği piyasalar ikincil piyasalar olarak adlandırılmaktadır (Sabuncuoğlu ve Tokol, 2009: 154). Bu piyasalarda taraflar arasında fon akımı bulunmamaktadır. Finansal varlıkların el değiştirmesiyle taraflar arasında getiri akımı gerçekleşmektedir (Babuşcu ve Hazar, 2017: 11).

Fon eksiğini sermaye piyasasından karşılamak isteyen kuruluşlar, mevzuata uygun olarak bir menkul kıymet yatırım şirketi aracılığı ile halka menkul kıymet (hisse senedi, tahvil, katılma belgesi, vb.) arz ederek ihtiyaç duydukları fonları (kaynakları) tedarik etmektedirler. Halka ilk arz edilen bu menkul kıymetleri alanlar daha sonra bunları menkul kıymet borsasında (yani menkul kıymet pazarında) başka yatırımcılara ihtiyaç duydukları zaman satmaktadırlar. Böylece bir tür ikinci el piyasası oluşmaktadır. Bu nedenle menkul kıymet borsalarının oluşturduğu sermaye piyasalarına "ikincil piyasa" adı da verilmektedir (Tuncer, vd., 2011: 364).



Kaynak: Babuşcu, Ş. ve Hazar, A. (2017): *Meslek Yüksekokulları İçin Genel Bankacılık Bilgileri*, 1. Basım, Bankacılık Akademisi Yayınları, Ankara, s.11.

Şekil 1.2: İkincil Piyasalarda Hisse Senedi İhracı

Şekil 1.2.'de görüldüğü gibi ikincil piyasa işlemlerinde ilk ihraççı herhangi bir getiri elde edememekte, yatırımcılar kendi aralarında alım-satım işlemleri gerçekleştirmektedir (Babuşcu ve Hazar, 2017: 11). İkincil piyasalar yatırımcılara likidite sağlamakta ve böylece en önemli işlevlerini yerine getirmektedirler (Konuralp, 2001: 19).

Günümüzde üçüncül ve dördüncül pazarların varlığından söz edilmektedir. Daha önce ihraç edilmiş ve organize olmuş piyasada kayıtlı finansal varlıkların, organize olmuş piyasa dışında aracısız alınıp satılması halinde ortaya çıkan piyasaya üçüncül piyasa denilmektedir. İşlemler aracıların kendi aralarında oluşturduğu iletişim ağları ile gerçekleşmektedir. Dördüncül pazarlar ise finansal araçların, aracısız ve

büyük fon sahipleri arasında alınıp satıldığı pazarlar olarak belirtilmektedir (Aksoy ve Tanrıöven, 2013: 59).

1.1.3. Sermaye Piyasasının Önemi ve Ekonomiye Katkıları

Uzun vadeli olan fon arzının ve uzun vadeli olan fon talebinin bir araya geldiği piyasalar sermaye piyasaları olarak adlandırılmaktadır. Sermaye piyasalarından alınan krediler ile işletmelerin bina, makine-teçhizat gibi duran varlıklarının finansmanı karşılanmaktadır. Başka bir ifade ile sermaye piyasalarından sağlanan fonlar işletmelerin sabit sermaye ihtiyaçlarının giderilmesinde kullanılmaktadır (Ünsalan ve Şimşeker, 2011: 225-226).

Yapılan çalışmalara göre gelişmiş ve aktif bir şekilde işleyen sermaye piyasasının işlevlerini ve ülke ekonomisine katkıda bulanacağı yararlarını şu şekilde sıralamak mümkündür (Coşkun, M., 2010: 13; Aksoy ve Tanrıöven, 2013: 62):

- İç tasarrufları arttırarak büyük çaplı yatırımların gerçekleştirilmesini sağlamak
- Kaynakların etkin kullanılmasına katkıda bulunmak,
- Yatırımlara likidite kazandırmak,
- Riski azaltmak,
- Mülkiyeti tabana yaymak,
- Faiz oranlarını düşürmek ve bölgesel farklılıkları gidermek,
- Toplumda daha dengeli bir gelir dağılımını sağlamak,

- İşlem maliyetlerini düşürmek.

1.2. Türkiye'de Sermaye Piyasasının Gelişimi ve Yasal Düzenlemeler

Bu bölümde Türkiye'de sermaye piyasalarının tarihsel gelişimi ve sermaye piyasaları ile ilgili yapılan yasal düzenlemeler doğrultusunda 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu hakkında literatür açısından bilgi verilecektir.

1.2.1. Tarihçe

Sermaye piyasalarının en önemli araçlarını, pay senedi gibi öz kaynak araçları ile tahvil gibi uzun süreli finansal varlıklar oluşturmaktadır. Sermaye piyasalarından elde edilen fonlar, işletmelerin uzun süreli yatırım finansmanında, genişleme ve yenileme yatırımlarında, yeni faaliyete geçecek şirketlerde ihtiyaç duyulan kapitalin oluşturulmasında kullanılmaktadır. Devlet ise büyük çaplı fon gereksinimini, uzun süreli borçlanma aracı ihraç ederek karşılamak istediğinde sermaye piyasalarından fon talebinde bulunmaktadır (Babuşcu ve Hazar, 2017: 9).

Türkiye'de sermaye piyasasının oluşması ve menkul değerler borsasının kurulmasına neden olan koşullar arasında 1854 Kırım Savaşı ile başlayan Osmanlı Devletinin borçları yer almaktadır. Bu amaçla çıkarılan tahvillerle birlikte, İstanbul'da bir piyasa var olmuş ve gayrimüslim bankerler Galata'da bununla ilgili faaliyette bulunmaya başlamışlardır. 1866 yılında Dersaadet Tahvilat Borsası kurulmuş ve bu kuruluş Cumhuriyet dönemine kadar işlemlerine devam etmiştir. Cumhuriyetin kuruluşundan sonra 1929 yılında ise 1447 sayılı "Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu" yürürlüğe girmiş ve sermaye piyasaları organize bir piyasa haline gelmiştir. Borsa, kısa sürede gelişmiş ve iş dünyasına önemli katkılarda bulunmuştur. Fakat 1929 Ekonomik Krizi ve II. Dünya Savaşı henüz gelişme döneminde olan Türk iş

dünyasını ve Borsa'nın faaliyetlerini olumsuz yönde etkilemiştir (Aydın vd., 2014: 54-55).

24 Ocak 1980 tarihinde yürürlüğe giren istikrar programı ile serbest piyasa ekonomisinin kuralları içerisinde işleyen bir ekonomik sistemin oluşması hedeflenmiş, bu amaçla sermaye piyasalarının gelişiminde gerekli önemli yeri olan kanuni eksiklikler giderilmeye çalışılmıştır (Aydın vd., 2014: 55).

Sermaye piyasasının güven, şeffaflık ve kararlılık ortamında faaliyet göstermesini ve tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerinin korunmasını sağlamak amacıyla 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile 1981 yılında Sermaye Piyasası Kurumu (SPK) kurulmuştur (Coşkun, M., 2010: 70).

Finansal piyasalar fon arz ve talebinde bulunanların bir araya geldiği, farklı cinsteki finansal varlıkların alım satım işlemlerinin yapıldığı birbirine bağlı olarak faaliyet gösteren piyasalar grubudur. Finansal piyasaların oluşabilmesi için tasarruf sahiplerinin fonlarını finansal piyasalara sunmaları, fon talep edenlerin de fon ihtiyaçlarını finansal piyasalardan karşılamak istemeleri gerekmektedir (Babuşcu ve Hazar, 2017: 8).

Son yıllarda finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler yeni kanuni düzenlemelerin oluşturulması ihtiyacını doğurmuştur. 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ve 91 sayılı Kanun Hükmünde Kararnameyi (KHK) yürürlükten kaldıran 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile "borsa" kavramının tanımını yeniden yapılmış ve kamu kurumu olarak faaliyet gösteren borsaların anonim şirket şeklinde çalışması düzenlemiştir. İMKB'nin, Borsa İstanbul Anonim Şirketi ismiyle ise, özel hukuk tüzel kişiliğine sahip olarak yeniden yapılanmasını sağlanmıştır (Aydın vd., 2014: 55-56).

1.2.2. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu 28/07/1981 tarihinde yürürlüğe girmiş, 2013 yılına kadar ise kanunda birçok düzenleme meydana gelmiştir. Son yıllarda yaşanan güncel ekonomik gelişmeler, yeni finansal varlıkların oluşması, 2008 yılında yaşanan küresel ekonomik krizin hem dünyada hem de ülkemizde neden olduğu olumsuz etkiler sonucunda 06/01/2012 tarihinde 6362 sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu resmi gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmiştir (Dayan, 2014: 255).

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, madde (md.) 1'de belirtildiği üzere kanunun amacı; sermaye piyasasının güvenilir, açık, etkin, istikrarlı, adaletli ve yarışabilir bir ortamda işleyişini ve gelişmesini sağlamak, tasarruf sahiplerinin hak ve menfaatlerini korunmak için sermaye piyasasını düzenlenmek ve denetlemektir.

1.3.Sermaye Piyasasının Kurumları

Sermaye piyasası bir yıldan uzun süreli (vadeli) fon alış verişlerinin yapıldığı finansal piyasa kesimleridir. Bu piyasanın işleyişini sağlayan temel kuruluşlar menkul kıymetlerin halka arzına aracılık yapan menkul kıymet yatırım şirketleri (ABD'nde bu şirketler yatırım bankaları olarak adlandırılmaktadırlar) ve halka arz edilen yani satılan menkul kıymetlerin ikinci elden satılması için alış veriş ortamı veya piyasasını oluşturan menkul kıymet borsalarıdır (Tuncer, vd., 2011: 364).

Sermaye piyasasında faaliyet gösterebilecek kurumlar 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 35. Maddesinde sıralanmış olup, bu kurumlar (http://mevzuat.spk.gov.tr/ , Erişim Tarihi: 01/12/2016);

a) Yatırım kuruluşları

b) Kolektif yatırım kuruluşları

c) Sermaye piyasasında faaliyet gösteren bağımsız denetim, değerleme ve derecelendirme kuruluşları

d) Portföy yönetim şirketleri

e) İpotek finansmanı kuruluşları

f) Konut finansmanı ve varlık finansmanı fonları

g) Varlık kiralama şirketleri

h) Merkezi takas kuruluşları

i) Merkezi saklama kuruluşları

j) Veri depolama kuruluşları

k) Kuruluş ve faaliyet konuları Kurulca belirlenen diğer sermaye piyasası kurumlarıdır.

1.4.Sermaye Piyasası Faaliyetleri

6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunun 37'inci maddesine göre sermaye piyasası faaliyetleri aşağıdaki gibi belirtilmiştir (http://mevzuat.spk.gov.tr/ , Erişim Tarihi: 01/12/2016):

a) Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili talimatları almak ve aktarmak,

b) Sermaye piyasası araçlarıyla ilgili talimatların müşteri ismine ve hesabına veya kendi ismine ve müşteri hesabına gerçekleştirmek,

c) Sermaye piyasası araçlarının kendi hesabından alımını ve satımını yapmak,

d) Portföy yöneticiliği hizmeti sunmak,

e) Yatırım danışmanlığı hizmeti vermek,

f) Sermaye piyasası araçlarının halka ihracında yüklenimde bulunarak satış işlemine aracılık etmek,

g) Sermaye piyasası araçlarının halka ihracında yüklenimde bulunmaksızın satış işlemine aracılık etmek,

h) Birden çok kişinin yer aldığı alım satım sistemlerinin ve borsa dışı diğer örgütlenmiş pazar yerlerini işletmek,

i) Sermaye piyasası araçlarını müşteri adına saklanmak ve yönetmek,

j) Kurulca belirlenecek diğer görev ve faaliyetlerde bulunmak.

Yatırım kuruluşları ve portföy yönetim şirketlerinin yapabileceği diğer faaliyetler ise 6362 Sermaye Piyasası Kanunun 38. maddesinde sıralanmıştır. Buna göre bu faaliyetler şunlardır (http://mevzuat.spk.gov.tr/ , Erişim Tarihi: 01/12/2016):

a) Sermaye piyasaları faaliyetlerine yönelik danışmanlık hizmetleri sunmak,

b) Yatırım hizmeti ve faaliyeti ile sınırlı olarak kredi ya da ödünç vermek ve döviz hizmetleri sunmak,

c) Sermaye piyasası araçlarına yönelik işlemlerle ilgili yatırım araştırması ve finansal analiz yapmak veya genel tavsiyede bulunmak,

d) Aracılık yükleniminin yürütülmesi ile ilgili hizmetleri sunmak,

e) Borçlanma veya başka yollardan finansman sağlanmasında aracılık hizmeti sunmak,

f) Servet yönetimi ve finansal planlama yapmak,

g) Kurulca belirlenecek diğer görev ve faaliyetlerde bulunmak.

1.5.Genel Olarak Menkul Kıymetlerin Tanımı ve Çeşitleri

Ödünç alanın gelecekte elde edeceği kazanç veya varlıkların üzerinde alacak hakkı sağlayan finansal araçlara menkul kıymet adı verilir (Uzunoğlu vd., 2008: 263). Sermaye piyasalarının kaynakları tasarruf sahiplerine ait birikimlerden meydana gelmektedir. En yaygın olarak kullanılan sermaye piyasası araçları hisse senetleri ve tahvillerdir (Ünsalan ve Şimşeker, 2011: 226). Hisse senetleri ortaklık hakkı veren menkul kıymetlere; tahvil ise alacaklılık hakkı veren menkul kıymetlere örnek olarak verilebilir. Menkul kıymet dışında kalan ve şartları SPK tarafından belirlenen diğer evraklar ise, diğer sermaye piyasası araçlarını oluşturmaktadır (SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2, 2010: 4).

Aşağıdaki bölümde genel olarak menkul kıymetlerin tanımı yapılarak, hisse senedi, tahvil ve diğer menkul kıymet türlerine değinilecek, ayrıca literatür taramasına yer verilecektir.

1.5.1. Menkul Kıymet Tanımı

Menkul kıymet tanımı, Sermaye Piyasası Kanunu'nda düzenlenmiştir. Menkul Kıymetler; ortaklık ya da alacaklılık hakkı veren, belli bir meblağı olan, yatırım aracı olarak kullanılabilen, dönemsel kazanç sağlayan, misli nitelikte, seri halde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve koşulları SPK tarafından belirlenen kıymetli evrak olarak tanımlanmaktadır (Coşkun, M., 2010: 264).

Yerli ve yabancı bankaların iş dünyası uygulamalarında menkul kıymet faaliyetlerinin önemi giderek artmaktadır. Ayrıca, satın alma yoluyla ürün yelpazesinin geliştirilmesi, menkul kıymetler ve bankacılık müşterileri arasındaki satış sinerjisinin kolaylaşmasında önemli bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır (Demirbağ, vd., 2016: 1093). Bu bağlamda, menkul değerlerin özelliklerini şu şekilde sıralamak mümkündür (Parasız, 2011: 243-244):

- Menkul değerler hukuken kıymetli evrak niteliği taşımaktadır.
- Standart meblağlı, misli nitelikte ve belli şekil şartlarına sahiptirler.
- Çok sayıda ihraç edilip, halka arz edilen hisse senetleridir. Bono, poliçe gibi tek bir ticari ilişki için düzenlenmemektedirler.
- Az ya da çok süreklilik göstermekte, alacak ya da ortaklık haklarını temsil etmektedirler.
- Dönemsel gelir sağlamaktadırlar.
- Her birinin bir itibari değeri, bir de piyasada arz ve talep tarafından oluşturulan piyasa değeri bulunmaktadır. Tahviller, ihraç eden tüzel kişi

tarafından vade sonunda nominal değer üzerinden ödendikleri için piyasa değerleri genellikle nominal değerin altında veya üstünde oluşmamaktadır.

- Menkul kıymetler nama (registered) ve hamiline (beared) yazılı olabilirler. Hamiline yazılı kıymetler para niteliği taşımakta olup, kimin elinde ise onun malı sayılır ve yalnızca teslimi yoluyla sahip değiştirmektedir. Nama yazılı kıymetlerde ise ciro hanesi bulunmakta ve buraya ciro işlemi kaydedilmektedir.

- Yatırım amacı ile kullanılmaktadırlar.

Ülkemizde işlem görmekte olan menkul kıymetler ise Tablo 1.1'de belirtilmiştir.

Tablo 1.1: Ülkemizde İşlem Gören Menkul Kıymet Türleri

Hisse senetleri ve hisse senedi türevleri	Banka bonoları
Geçici ilmühaberler	Banka garantili bonolar
Yeni pay alma kuponları	Finansman bonoları
Tahviller ve tahvil türevleri	Varlığa dayalı menkul kıymetler
Tahvil faiz kuponları	Gelir ortaklığı senetleri
Hazine bonoları	Gayrimenkul sertifikaları
Katılma intifa senetleri	Tertip halinde çıkarılan ve 2 yıl ya da daha uzun süreli ipotekli borç ve irat senetleri
Kar ve zarar ortaklığı belgeleri	İçtüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbestçe alım satımı öngörülen A tipi yatırım fonu katılma belgeleri

Kaynak: Coşkun, M. (2010): *Para ve Sermaye Piyasaları Kurumlar, Araçlar, Analiz,* 1. Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara, s.265, (Tablo 1.1 yazar tarafından düzenlenmiştir).

1.5.2. Hisse Senetleri

Anonim ortaklıklar ve sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıklar ile özel kanunla kurulan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları, Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları, aracı kurumlar, sigorta işletmeleri ve umumi mağazalar ile anonim şirket şeklinde kurulan Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT) ve bağlı ortaklıklar tarafından çıkarılan sermayenin belirli bir bölümüne katılımı temsil eden ve şartları SPK tarafından belirlenen kıymetli evraklara hisse senedi adı verilmektedir (Aksoy ve Tanrıöven, 2013: 420).

Hisse senetleri tedavül açısından, bedellerinin ödenmesi açısından ve sahiplerine sağladığı çıkar bakımından olmak üzere üçe ayrılarak incelenebilir. Tablo 1.2'de yer alan hisse senedi türleri aşağıdaki başlıklarda detaylı olarak ele alınacaktır (Sabuncuoğlu ve Tokol, 2009: 155-156).

Tablo 1.2: Hisse Senedi Türleri

Tedavül Bakımından Hisse Senetleri	- Nama Yazılı Hisse Senetleri - Hamiline Yazılı Hisse Senetleri
Bedellerinin Tamamen Ödenmiş Olup Olmaması Bakımından Hisse Senetleri	- Bedeli Tamamen Ödenmiş Hisse Senetleri - Bedeli Tamamen Ödenmemiş Hisse Senetleri
Sahiplerine Sağladığı Çıkar Bakımından Hisse Senetleri	- Adi Hisse Senetleri - İmtiyazlı Hisse Senetleri

Kaynak: Sabuncuoğlu, Z. ve Tokol, T. (2009): *Meslek Yüksekokulları İçin Genel İşletme*, Alfa Aktüel Basım Yay. Dağ. Ldt. Şti., Bursa, s. 155-156, (Tablo 1.2 yazar tarafından düzenlenmiştir).

Hisse senetleri nama ve hamiline yazılı hisse senetleri olmak üzere tedavül bakımından ikiye ayrılmaktadır.

- **Nama Yazılı Hisse Senetleri:** Bu tür senetler, şirket pay defterinde yazılı kimseler adına düzenlenmekte olup mülkiyetin devri, ana sözleşmeden aksine hüküm olmadıkça ciro edilmiş senedin devralana teslim edilmesi ve şirket hisse defterine kayıt edilmesi sonucu olmaktadır. Ana sözleşmede karşıt bir hüküm bulunmadıkça, pay senetlerinin nama yazılı olarak çıkarılması gerekmektedir.

- **Hamiline Yazılı Hisse Senetleri:** Bunlarda mülkiyet devri ancak teslim ile olmaktadır. Bu tür pay senedi çıkarabilmek için pay senedi bedellerinin tamamının ödenmesi gerekmektedir.

Bedellerinin tamamen ödenmiş olup olmaması bakımından pay senetleri ikiye ayrılarak incelenebilir.

- **Bedeli Tamamen Ödenmiş Pay Senetleri:** Çıkarılan pay senetlerinin bedelinin tamamen ödenmiş olması durumunda, bu pay senetlerine bedeli tamamen ödenmiş pay senedi denilmektedir

- **Bedeli Tamamen Ödenmemiş Pay Senetleri:** Türk Ticaret Kanunu (TTK) sözleşme hükümlerine göre, bedellerinin asgari 1/4'ü ödenmiş pay senetlerine bedelleri tamamen ödenmemiş pay senedi denilmektedir.

Sahiplerine sağladığı çıkar bakımından pay senetleri ise adi ve imtiyazlı pay senetleri olarak ikiye ayrılmaktadır.

- **Adi Pay Senetleri:** Bu tür senetler sahiplerine genel kurulda, eşit oy ve kar dağıtımı hakkı veren ve tasfiye halinde ise eşit pay sağlama hakkı tanıyan pay senetleridir. Her adi pay senedine bir oy hakkı tanınmıştır. Adi pay senedi sahibinin genellikle, belirli hakları vardır. Bunlar şöyle sıralanabilir:

- Oy verme hakkı,
- Pay senedi satma hakkı,
- Şirket defterini inceleme hakkı,
- Şirket tasfiyesinde aktiflerden eşit pay hakkı; adi pay senedi sahipleri şirket müdürlerini seçmekte, şirket aktiflerinin satışını ve işletmenin diğer işletmelerle birleşmesini de onaylamaktadır.

- **İmtiyazlı Pay Senetleri:** Adi pay senetlerine tanınmış haklardan başkaca kar payı sağlayan veya tasfiye durumunda, şirket mevcudunun dağıtılması ve diğer işlemlerde sahibine imtiyaz hakları tanınan pay senetleridir. Bu senetlerin sahibine sağlayacağı imtiyaz hakları ana sözleşmede belirtilmiştir. İmtiyazlı pay senetlerinde genellikle sabit bir kar payının var olması, bu pay senetlerinin tahvile benzediğini göstermektedir. İmtiyazlı pay senetleri, şirket tasfiye ve kar payı konusunda da önceliğe sahiptir. İmtiyazlı pay senetlerinin kar payı ödemeleri, adi pay senetlerine kar payı ödemeleri yapılmadan önce yapılmaktadır.

1.5.3. Tahviller

Tahviller, anonim şirketlerle tahvil ihraç yetkisi verilmiş bulunan kamu kurumlarının çıkarmış oldukları uzun vadeli borç senetleridir. Tahviller, sahiplerine tahvili çıkarmış olan şirket veya kamu kurumundan faiz alma hakkı sağlamaktadır. Ayrıca tahvil sahibine tahvil üzerindeki yazılı tutarı talep etme hakkını da vermektedir (Çabuk, 2009: 42).

Anonim şirketler, halkın ilgisini çekebilmek ve tahvil çıkarımında başarılı olabilmek için tahvil sahiplerinin alacak hakkına ek olarak bazı haklar ve teminatlar sağlamaktadırlar. Bu nedenle uygulamada çeşitli tahvil türleri getirilmiştir. Bu tahvil türleri aşağıda sıralanmıştır (Sabuncuoğlu ve Tokol, 2009: 157-158).

- **Primli Tahviller:** Tahvillerde prim, ihraç veya itfa primi şeklinde olmaktadır. Tahvil üzerinde yazılı olan nominal değerinden daha düşük bir değerde satılıyorsa ihraç primi söz konusu olurken; itfa anında tahvil sahibine tahvilin nominal değerinden daha yüksek bir değer ödeniyorsa bu durumda ise, itfa primi söz konusu olmaktadır.

- **İkramiyeli Tahviller:** Tahvillere olan ilgiyi arttırmak amacıyla, faiz ile birlikte belirli zamanlarda kura çekilerek belirli miktarda tahvile ikramiye de verilebilmektedir. Bu tahvillere ikramiyeli tahvil adı verilmektedir.

- **Teminatlı Tahviller:** Anonim şirketler tarafından aktif değer karşılığı çıkarılabilmektedirler. Bu durumda teminat, bir bölüm aktif değerleri kapsayacağı gibi, aktiflerin tümü de olabilmektedir. Bazen de bina ve arazi gibi değişmez bir değer teminat olarak gösterilebilmektedir.

- **Kara İştirakli Tahviller:** Anonim şirketler satışa kolaylık sağlamak amacıyla şirket karına ortak etme olanağı sağlayan tahviller çıkartabilmektedirler.

- **Endeksli Tahviller:** Enflasyonun yarattığı gelir kaybından, tahvil sahiplerini korumak amacıyla, ana borcun ve borca ait faizin seçilen bir değişkene (örneğin döviz kuru, fiyatlar endeksi) göre her yıl değerlendirmeye ve ayarlamaya bağlı tutulduğu tahvil türüdür.

- **Pay Senedi Satın Alma Hakkı Veren Tahviller (Warrants):** Bu tahviller, önceden belirlenmiş bir fiyat üzerinden, belirli miktarda pay senedini satın almaya hak tanıyan tahvillerdir. Bu tahvile sahip olan kişi, isterse seçim hakkını kullanarak önceden belirlenmiş belirli bir fiyatta ve belirli miktarda pay senedini satın alabilir ya da bu hakkı kullanmayabilir. Pay senedi satın alma hakkı veren tahvillerin süresi belirli bir tarihle sınırlandırılabilmekte veya bu süre sınırsız da olabilmektedir.

- **Pay Senedi İle Değiştirilebilir (Konvertible) Tahviller:** Bu tür tahviller, pay sahiplerine, önceden saptanmış belirli koşullarda tahvillerin pay senedine dönüştürülmesi hususunda bir seçim hakkı sağlamaktadır. Seçim hakkı kullanılıp tahviller pay senedine dönüştürüldükten sonra, pay senetlerinin tekrar tahvile dönüştürülmesi olanağı yoktur. Pay senedine dönüştürülebilir tahviller çıkarıldığı zaman dönüşüm oranı da belirlenmektedir.

1.5.4. Diğer Menkul Kıymetler

Bu bölümde sermaye piyasalarında işlem gören kar ve zarar ortaklığı belgesi, katılma intifa senedi, ipotek teminatlı menkul kıymetler, banka bonosu, banka garantili bonolar, finansman bonoları, gelir ortaklığı senetleri, hazine bonoları ve devlet tahvilleri ile Sermaye Piyasası Kanunu ile çıkarılmış yeni finansal araçlar hakkında detaylı bilgi sunularak, literatür taramasına yer verilecektir.

1.5.4.1.Kar ve Zarar Ortaklığı Belgesi

Kar ve zarar ortaklığı belgeleri, anonim şirketlerin uzun vadeli finansman ihtiyacını karşılamak amacıyla çıkardıkları ve sahiplerine şirketin kar ve zararından pay alma hakkı veren bir tür borç senetleridir. Belge sahipleri belge üzerinde yazılı olan oranlarda şirketin kar ve zararına ortak olmaktadır (Çabuk, 2009: 43).

Yönetimde söz hakkı ve oy kullanma hakkı bulunmayan sadece işletmenin karına ya da zararına katılma hakkı veren belgelerdir. Vadeleri 1 ay-7 yıl süre zarfında değişmektedir. SPK'nın Seri III, No: 27 Tebliği'nde kar ve zarar ortaklığı belgeleri ile ilgili düzenlemeler aşağıda belirtilmiştir. Buna göre (Aksoy ve Tanrıöven, 2013: 425):

- Kar ve zarar ortaklığı belgeleri TL veya döviz cinsinden ya da dövize endeksli olarak çıkarılabilmektedir.

- Kar ve zarar ortaklığı belgeleri hisse senedi ve tahvillerin özelliklerini taşımaktadır. Vadelerinin olması ve ödenen kar paylarının faiz gideriyle benzer özellikte olarak vergi matrahından düşürülebilmesi tahvile benzeyen yönü olurken, kar yanında zarara da katılımın olması tahvilden ayrılan en önemli özelliğidir.

1.5.4.2.İntifa Senedi ve Katılma İntifa Senedi (KİS)

Anonim ortaklıklarca, ortaklık hakkı sağlamadan kardan pay elde etmek, tasfiye bakiyesinden faydalanmak ve yeni pay edinmek üzere nakit karşılığında çıkarılan menkul kıymetlere KİS adı verilmektedir. KİS nama yazılı ya da hamiline olarak genel kurul kararıyla süresiz çıkartılabilmektedir. Ortaklıkların çıkarabilecekleri KİS miktarı, ödenmiş sermayeleri ve yedek akçeleri toplamından fazla, bu toplamın 1/6'sından az olamamaktadır (Coşkun, M., 2010: 283).

1.5.4.3.İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler (İTMK)

İhraççılar tarafından oluşturulan teminat havuzundaki varlıklar karşılığında satılan borçlanma senetlerine İTMK adı verilmektedir (Özince, 2005: 48). İTMK sabit ya da değişken faizli, iskontolu ya da primli, nama ya da hamiline yazılı olarak ihraç edilebilmektedirler. Ülkemizde 2007 yılında yapılan bir düzenlemeyle bankaların ve ipotek finansmanı kuruluşlarının İTMK ihraç etmelerine izin verilmiştir (Parasız, 2011: 168).

1.5.4.4.Banka Bonosu ve Banka Garantili Bonolar

SPK tarafından kayda alınmasını takiben Kalkınma ve Yatırım Bankalarının borçlu sıfatıyla düzenleyip ihraç ettiği emre veya hamiline yazılı kıymetli evraka banka bonosu adı verilmektedir. Yatırım ve Kalkınma Bankalarından kredi kullanan ortaklıkların, bu kredilerin teminatı olarak borçlu sıfatı ile düzenlediği ve alacaklı bankaya verdikleri emre yazılı senetlerden, bu krediyi kullandırmış olan bankanın garantisi kapsamında ve SPK tarafından kayda alınmasını takiben ihraç ettikleri kıymetli evraklara ise banka garantili bonolar ismi verilmektedir (Ünal, 1-3, http://webftp.gazi.edu.tr/hukuk/dergi/2_2.pdf, (Erişim Tarihi 14.10.2016)).

1.5.4.5.Finansman Bonoları

İhraççıların borçlu sıfatıyla düzenleyerek, iskonto esasına göre ihraç ettikleri menkul kıymetlere finansman bonosu denilmektedir. Bir para piyasası aracı olan finansman bonoları SPK'dan izin alınarak, en fazla 1 yıl vadeyle, anonim şirketler tarafından çıkarılabilmektedir (Bastı, 2013: 189). Menkul kıymet türlerinden biri olan finansman bonoları A, B, C, E, F ve D tipi olmak üzere altı başlıkta sınıflandırılmış olup, bunlar Tablo 1.3'de gösterilmiştir.

Tablo 1.3: Finansman Bonosu Tipleri

A Tipi	Garanti kaydı olmayan finansman bonolarıdır.
B Tipi	İhraççıya taahhüt edilmiş olan banka kredisi ile desteklenmiş finansman bonolarıdır.
C Tipi	Banka garantisi olan finansman bonolarıdır.
D Tipi	Bu finansman bonoları için SPK Tebliği'nde bir düzenleme bulunmamaktadır.
E Tipi	Hazine garantisi olan finansman bonolarıdır.
F Tipi	Bir anonim ortaklığın müşterek borçlu ve müteselsil kefil sıfatıyla ödeme vaadini içeren finansman bonolarıdır.

Kaynak: Parasız, İ. (2011): *Türkiye'de ve Dünyada Bankacılık*, 1. Baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa, s.256, (Tablo 1.3 yazar tarafından düzenlenmiştir).

1.5.4.6.Gelir Ortaklığı Senetleri (GOS)

Hazine Müsteşarlığı'nca çıkarılan ve ulaşım, iletişim sistemleri, enerji, köprü, baraj, telekomünikasyon sistemleri ile sivil savunma kullanımına yönelik hava ve deniz limanları ile benzerlerinden, kamu kurum ve kuruluşlarına ait olanların gelirine ortaklık hakkı sağlayan ve geliri Kamu Ortaklığı Fonu'na aktarılmak üzere satılan bu senetlere GOS adı verilmektedir (Çağıl, 2013: 14).

GOS sahiplerinin, tesisin mülkiyeti veya işletmesi ile ilgili herhangi bir hakkı veya yükümlülüğü bulunmamaktadır. Her ne kadar menkul kıymetin adında "ortaklık" ibaresi yer alsa da, gelir ortaklığı senetleri değişken faizli bir tahvil niteliğindedir. Genellikle 3-5 yıl arasında vadesi olan gelir ortaklığı senetleri istenildiği zaman paraya çevrilebilmektedir (Gülnar, 2016: 17).

1.5.4.7.Hazine Bonoları ve Devlet Tahvilleri

Hazine bonosu ve devlet tahvillerine genel olarak Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) adı verilmektedir. Hazine bonoları bir yıldan kısa süre ile çıkarılan devlet iç borçlanma senetlerini ifade etmektedir. Devlet tahvilleri ise, devletin doğrudan yükümlülüklerini temsil eden ve devlet tarafından çıkarılan menkul kıymetlerdir (Yakar ve Kandır, 2012: 433). Hazine ihtiyaçları ve piyasa koşulları doğrultusunda DİBS ihracını gerçekleştirmektedir. Eğer piyasada fiyat dalgalanmaları yüksek ise bu durumda kısa vadeli hazine bonosu ihraç etmeyi tercih edecektir. Çünkü bu dönemlerde tahvil ihracı başarısız olmaktadır. Aksi takdirde Hazine gereksiz yere uzun süreli ve yüksek maliyetle borçlanma yapmış olacaktır (Uzunoğlu, 2009: 50).

1.5.4.8.Sermaye Piyasası Kanunu İle Çıkarılan Yeni Finansal Araçlar

Sermaye Piyasası Kanunu ile çıkarılan yeni finansal araçlar Varlığa (Aktife) Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK), Oydan Yoksun Hisse Senetleri, Depo Edilen Menkul Kıymet Sertifikaları ve Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri olmak üzere dörde ayrılmaktadır. Bu finansal araçlara ait tanımlar aşağıdaki bölümde yapılacaktır.

1.5.4.8.1. Varlığa (Aktife) Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK)

Türk Sermaye Piyasasının en dikkat çeken finansman araçlarından biri olan VDMK, menkul kıymetleştirme (securitization) uygulamasının alacaklara dayalı bir çeşidi olarak Temmuz 1992'de düzenlenmiştir. Menkul kıymetleştirme (securitization) uygulamasıyla, birçok borçlunun yer aldığı, belli bir süreye yayılmış ve belgelenmiş alacak kalemleri ile aktifin diğer kısmını oluşturan duran varlıkların menkul kıymet haline dönüştürülerek alım ve satımının yapılabilmesi söz konusu olmaktadır. Önceleri yalnızca ortaklık bilançolarının pasifine dayalı olarak çıkarılan menkul kıymetler, bu uygulamayla bilanço aktiflerine dayalı olarak da çıkarılabilmişlerdir (Parasız, 2011: 256-257).

VDMK, bankaların bireysel tüketici kredileri, konut destek kredileri, ihracat kredileri; finansman şirketlerinin kendi mevzuatlarına bağlı olarak kullandırdıkları krediler; finansal kiralama işlemi yapan kuruluşların finansal kiralama sözleşmelerinden meydana gelen alacakları; gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerindeki gayrimenkullerin satış ya da satış vaadi sözleşmelerinden kaynaklanan senetli alacakları karşılığında doğrudan ihraç edecekleri bir kıymetli evraktır. VDMK iskonto esasına göre satılabileceği gibi dönemsel ve değişken faiz ödemeli olarak da ihraç edilebilmektedir (Büyükakın ve Önyılmaz, 2012: 10). Çalışmanın ikinci ve üçüncü bölümünde VDMK'e ait daha detaylı bilgi verilecektir.

1.5.4.8.2. Oydan Yoksun Hisse Senetleri

Anonim şirketlerin esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak şartıyla, kar payı imtiyazı sağlayarak, oy hakkından yoksun paylar ihraç edilebileceği ve bunları temsil eden hisse senetlerini halka arz edebileceği hisse senetlerine oydan yoksun hisse senetleri denilmektedir. Oydan yoksun payların ihracı ve ihraç durumunda bunların sermaye içindeki oranı, bu payları temsil eden hisse senetlerine kar payı dağıtımında tanınacak imtiyazın mahiyeti ve oranı, senetlerin şekil, kapsam ve türü, kar payı imtiyazı dışındaki pay sahipliği haklarında tanınabilecek diğer ayrıcalıklar ve bunların kullanım esasları ile bu senetlerin halka arz, satış, şart ve usulleri SPK tarafından düzenlenmektedir (Çalışkan, 2012: 127).

1.5.4.8.3. Depo Edilen Menkul Kıymet Sertifikaları

Bir depo kuruluna depo edilen, belirli miktardaki menkul kıymeti temsilen ihraç edilen ve depo edilen menkul kıymetin sahip olduğu bütün hakları taşıyan, yabancı bir para birimi cinsinden çıkarılan, ihraç eden firmanın ülkesindeki bir saklama bankasında saklanan ve hisse senetlerini temsil eden menkul kıymetlere depo edilen menkul kıymet sertifikası adı verilmektedir. Depo sertifikaları bu yönüyle firmalara uluslararası hisse senedi piyasalarından finansman imkanı sağlayan bir araç özelliği taşımaktadır. Depo sertifikaları ayrıca yabancı hisse senetlerine kolayca yatırım yapmayı sağlamaktadır. Depo sertifikası genel bir tanımlama olup, ihraç edildiği piyasalara göre farklı isimler almaktadır. ABD hisse senedi piyasalarında işlem görmek amacıyla ihraç edilenler American Depositary Receipts (Amerikan Tevdi Makbuzu-ADR), Avrupa piyasalarına yönelik ihraç edilenler European Depositary Receipts (Avrupa Tevdi Makbuzları-EDR), çeşitli uluslararası piyasalarda işlem görmek amacıyla ihraç edilenler Global Depositary Receipts (Küresel Depo Sertifikaları-GDR) olarak adlandırılmaktadır (Yalçıner, 2005: 395-399).

1.5.8.4.4. Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri

Değerleri diğer varlıkların değerlerine bağlı olarak değişen finansal araçlara türev ürün adı verilmektedir. Bu araçlar döviz, faiz, altın, emtia, hisse senedi gibi bir çok finansal varlık üzerine düzenlenebilmekte ve bu araçların işlem gördüğü kontratlar; futures, opsiyon, swap ve forward biçiminde ifade edilmektedir. Finansal bir ürün ya da varlığın gelecekteki fiyat belirsizliğinin ya da değişkenliğinin en aza indirilmesi veya kontrol edilebilmesi amacıyla bu kontratlar kullanılmaktadır (Aşıkoğlu ve Kayahan, 2008: 159).

İKİNCİ BÖLÜM

MENKUL KIYMETLEŞTİRME

İkinci bölümde, son yılların en önemli yeniliği olarak görülen menkul kıymetleştirme kavramının tanımı ve tarihsel gelişimi, menkul kıymetleştirilebilecek varlıklar, menkul kıymetleştirme sürecinde yer alan taraflar, menkul kıymetleştirme süreci, bu sürecin safhaları ve yöntemleri, menkul kıymetleştirme işleminde karşılaşılan riskler ile bu işleminin yararları ve sakıncaları ele alınacaktır. Ayrıca literatür açısından menkul kıymetleştirme işlemi detaylı bir şekilde incelenecektir.

2.1. Menkul Kıymetleştirmenin Tanımı ve Gelişimi

Ekonomik sistemde finansal işlemlerin temeli niteliğinde olan borç verenler ile borç alanların bir araya gelmesi işlemlerinde menkul kıymetleştirmenin meydana getirdiği gelişme finans literatüründe önemli bir yere sahiptir. Geleneksel fon yaratma yöntemlerini önemli ölçüde değiştiren menkul kıymetleştirme, varlıklara ilişkin nakit akımlarının menkul kıymete dönüştürülmesi süreci olarak tanımlanmaktadır (Hepşen, 2005: 17).

Kavram olarak yeni olan menkul kıymetleştirmenin kesin bir tanımı olmamakla birlikte, çeşitli tanımlarının olması, kavramın zaman zaman yanlış kullanılmasına neden olmaktadır. Geniş anlamıyla borçlanma aracı olarak banka kredilerinin yerini alan devredilebilir varlıkların gelişmiş halini ifade eden menkul kıymetleştirme; dar anlamda bankaların, tasarruf kurumlarının ve diğer aracı kurumların likit olmayan aktiflerinin menkul kıymetlere dönüştürülmesi işlemidir (Tantan, 1996: 5-6).

Menkul kıymetleştirme (securitization), nakit akımına dayalı finansman sağlamaya yönelik bir finansman tekniği olarak tanımlanmaktadır. İngilizce'de "securitization", "asset securitization" ve "structured finance" terimleri aynı anlamda kullanılmaktadır. Her bir terim, bir şirketin finansman elde etmek için, kendi varlıklarından doğan nakit akımını kullandığını, bu terimler içinden "securitization" ise nakit akımına dayalı finansmanın, menkul kıymet ihracıyla sağlandığını ifade etmektedir (Doğru, 2007b: 44).

Bu bölümde, menkul kıymetleştirme kavramının tanımı yapılarak, menkul kıymetleştirme işlemlerinin tarihsel gelişimine değinilecektir. Daha sonra ise konu ile ilgili literatür taramasına yer verilecektir.

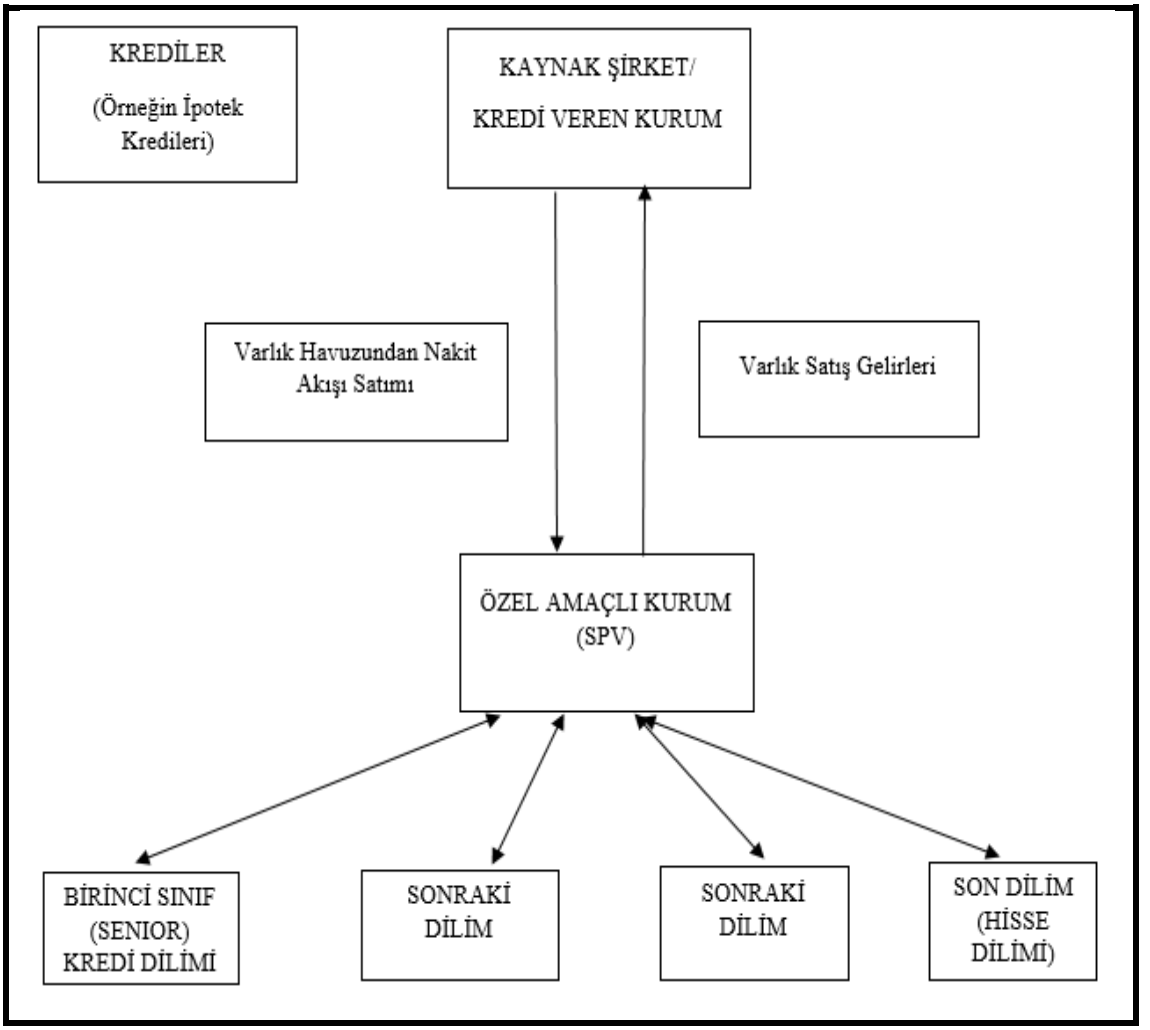
2.1.1. Menkul Kıymetleştirmenin Tanımı

Menkul kıymetleştirme genel olarak bireysel banka kredilerinin ve diğer finansal varlıkların ticarete konu menkul kıymet haline getirilmesi ve daha sonra yatırımcılara satılması süreci olarak tanımlanabilir. Menkul kıymetleştirme, bankaların geleneksel olarak likit olmayan taleplerini (çoğunlukla banka kredileri şeklinde) menkul kıymetlere dönüştürmesine izin vermektedir (Kara vd., 2016: 109).

Risk paylaşımı nedeniyle sermaye piyasası araçları içinde likit olmayan varlıkların likit hale dönüştürülmesi işlemine menkul kıymetleştirme denilmektedir. Bu işlem, teknolojik gelişmelerle birlikte ortaya çıkan yeniliklerden biridir. Menkul kıymetleştirme ile birlikte küçük yatırımcılar da büyük tutarlı yatırım araçlarına ortak olabilmekte, böylece risk kurumsal ve küçük yatırımcılar arasında paylaşılabilmektedir (Kaplan, 1999: 8).

Menkul kıymetleştirmeyi özendiren hususlar; risk paylaşımı, yüksek getiri iştahı, bankaların yasal sermaye yükümlülüklerini yerine getirmelerinde kolaylık sağlaması, risk taşımadan veya daha fazla mevduata gereksinim duymadan bankaların

yeni kredileri finanse etmelerinin sağlanmasıdır (Alantar, 2008: 2-3). Basit bir menkul kıymetleştirme yapısı Şekil 2.1'de belirtilmiştir.



Kaynak: Buchanan, B. G. (2017): "The way we live now: Financialization and securitization", *Research in International Business and Finance*, Cilt *39*, s. 675.

Şekil 2.1: Menkul Kıymetleştirme Çerçevesi

Menkul kıymetleştirme yoluyla piyasaya sunulan tüm menkul kıymetler yasal sözleşme özelliği taşımakta, bu menkul kıymetleri alan kurumsal yatırımcılarda yasalarla düzenlenmiş işletmeler olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu nedenle kanunlar hem süreci hem de tarafları yakından ilgilendirmektedir (Ceylan ve Korkmaz, 2000: 340).

2.1.2. Menkul Kıymetleştirmenin Tarihsel Gelişimi

1960'ların başlarına kadar klasik finansman araçları olarak banka mevduatları, senetler, tahviller ve hisse senetleri kullanılırken, 1960'larda euro-kredi piyasaları ve euro-menkul kıymetler piyasası şeklinde gelişen euro-piyasalar ile birlikte yeni finansman yöntemleri oluşmuştur. 1970'li ve 1980'li yıllarda uluslararası finans piyasalarında meydana gelen değişimler, klasik kredi/mevduat bankacılığı yerine menkul kıymetleştirme işleminin öneminin artmasına neden olmuştur (Vatansever, 2000: 260).

Menkul kıymetleştirme uygulamalarının ilk kurumsallaşmış şekli iki yüzyıl öncesinde Prusyalı'larca gerçekleştirilmiştir. Bu dönemde yatırımcılar talep gören kıymetli madenleri altına dönüştürerek likit hale getirmeye çalışırken, günümüzde ise bilançoda yer alan likit olmayan varlıkları piyasada pazarlanabilir likiditesi olan araçlar haline dönüştürmektedirler (Vatansever, 2000: 260-261).

1800'lü yıllarda Amerika halkının yükselen refah seviyesi ile gayrimenkule olan talepleri arttırmış, bunların finansmanı için ipotek karşılığı borçlanmak yaygınlaşan bir yönteme dönüşmüştür. Ancak, 1920'lerde ABD'de yaşanan ekonomik kriz nedeniyle ipotek karşılığında verilen krediler en zor dönemlerini yaşamış, ipotek karşılığı borçlanan birçok gayrimenkul sahibi aile, gayrimenkullerinin haczedilmesi durumuyla karşı karşıya gelmiştir. Amerikan Hükümeti kötüleşen durumu yeniden dengelemek, gayrimenkul sahiplerinin konutlarının kaybedilmesini engellemek, bankalara ve kredi veren diğer kurumlara destek olmak, inşaat sektörünü canlandırmak ve işsizlikle mücadele etmek amacıyla yeni yasalar çıkartmış ve çeşitli kuruluşları faaliyete geçirmiştir (Hepşen, 2005: 18).

1970'lerde ve özellikle 1980'lerde ikincil piyasaların meydana gelmesi, ipotek havuzlarının büyük çoğunlukla üç kuruluş tarafından standartlaştırılmasıyla gerçekleşmiştir. Devlet garantili ipoteklerin satın alınması ve bunların menkul kıymet

ihraç etmek suretiyle fonlanmasına aracılık eden bu kurumlar; The Federal Home Loan Mortgage Corporation (Federal Konut Kredisi İpotek Şirketi-Freddie Mac/FHLMC), The Federal National Mortgage Association (Federal Ulusal İpotek Birliği-Fannie Mae/FNMA), ve devlet tarafından ihraç edilen krediler için the Government National Mortgage Association (Hükümet Ulusal İpotek Kurumu-Ginnie Mae/GNMA)'dır. 1970'de Ginnie Mae yeni bir kredi piyasası aracı ihraç etmiş ve böylece menkul kıymetleştirme ortaya çıkmıştır. Amerika'da menkul kıymetleştirmede en önemli itici güç hükümetin ev sahipliğini özendirmesidir. Bu amacı gerçekleştirmek üzere ipotek piyasaları için ikincil piyasalar oluşturulmuştur (Erdönmez, 2006: 79).

Menkul kıymetleştirme, finansmanın küreselleşmesinin ve bankaların yönetilen para lehine azalan rolünün bir sonucudur. 1970'lerden önce bankalar kendi muhasebe defterlerinden kredi kullandırarak ve birleşmeler yoluyla ya da yeni mevduat çekerek büyümek zorunda kalmışlardır. Menkul kıymetleştirme bunu değiştirmiş ve bankaların borç vermeyi hızlandırmasının yanı sıra daha fazla ücret ve gelir elde etmesinin yeni bir yolunu geliştirmiştir. Bu durum, likidite ihtiyaçlarına ve sermaye düzenlemelerine karşı denge yaratmıştır. Kredilerin yeniden dağıtılmasıyla, bankaların sermaye ihtiyaçlarını azaltarak daha fazla borç vermelerini sağlamıştır. Menkul kıymetleştirme, sadece ipotek piyasasında değil aynı zamanda tüketici kredisi piyasasında da yaygın bir finansman yöntemi haline gelmiştir. Finansal krizden önce, seçkin ABD ev mortgagelarının üçte ikisi ve tüketici kredilerinin yüzde 30 ila 75'i, 2007'ye gelindiğinde ise, öğrenci ve kredi kartı kredilerinin yarısından fazlası ABD'de menkul kıymetleştirilmiştir (Buchanan, 2017: 664).

2.2. Menkul Kıymetleştirilebilecek Varlıklar

Menkul kıymetleştirme likiditesi olmayan aktifteki varlıkları ihracı gerçekleşebilir ve sermaye piyasalarında alınıp satılabilir menkul kıymetlere dönüştürülmesi işlemidir. İkametgah amaçlı ipotekler, otomobil kredileri, kredi kartı alacakları ve kira ödemeleri bu tür aktiflerdir (Erdönmez, 2006: 75). VDMK

uygulaması için otomobil kredileri, kredi kartı alacakları, leasing ve faktöring alacakları, gemi ve karavan kredileri uygun birer varlık olurken, ticari ve sınai krediler, menkul kıymetleştirilmeleri daha zor krediler arasında yer almaktadır (Vatansever, 2000: 267-268).

Tablo 2.1: Menkul Kıymetleştirilebilen Varlık Sınıfları

Sabit faizli ipotek kredileri	Değişken faizli ipotek kredileri	İkinci derece ipotek kredileri
Ev kredisi	Otomobil kredileri	Ticari gayrimenkul kredileri
Kredi kartı alacakları	Kiralanan makine/ teçhizat alacakları	Mobil ev kredileri
Devre mülkler	Karavan tarzı mobil konutlar	Küçük işletme yönetimi kredileri
Az gelişmiş ülke borcu	Iskarta tahviller (Moody's tarafından BB veya daha düşük derecelendirilen tahviller)	Öğrenci kredileri
Franchise kredileri	Uçak kiralamaları	Otomobil satış senetleri
Değişken taksit ücretleri	Gecikmiş vergiler	Kamu tarafından yükümlenilen maliyetler

Kaynak: Telpner, J. (2003): "A securitization primer for first time issuers", *Global Securitisation and Structured Finance, Greenberg Taurig*, s.4.

Menkul kıymetleştirme işlemi, bankaların tüketici kredileri, konut kredileri, ihracat kredileri; finansman şirketlerinin kendi mevzuatları doğrultusunda açmış oldukları krediler; finansal kiralamaya yetkili kuruluşların finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar; gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerindeki gayrimenkullerin satış veya satış vaadi sözleşmelerinden kaynaklanan senetli alacakları karşılığında doğrudan ihraç edecekleri kıymetli evraktır (Alptekin, 2009: 11). Menkul kıymetleştirilen varlık sınıfları Tablo 2.1'de belirtilmiştir.

Teorik olarak, her türlü varlığın menkul kıymetleştirmeye konu olabileceği kabul edilmektedir. Ancak, menkul kıymetleştirilecek varlığın mutlaka varlığa dayalı menkul kıymetin geri ödenmesinde kullanılacak bir nakit akımı meydana getirmesi gerekmektedir. Çünkü menkul kıymetleştirme, nakit akımına dayalı bir finansman

tekniğidir ve menkul kıymetleştirmeye konu olan varlık, esas olarak, ileride bir nakit akımı yaratma potansiyeline sahip alacak haklarından oluşmalıdır (Doğru, 2007a:41).

Son yıllarda, menkul kıymetleştirilecek varlılar arasına daha popüler menkul kıymetleştirilen varlıklar dahil edilmiştir. Bunlar (Buchanan, 2017: 667): ipotekler, alacak hesapları, öğrenci kredileri, küçük işletme kredileri, kredi kartı alacakları, taşıt kredileri, yükselen piyasa kredileri, yatırım fonu yönetim ücretleri, fikri mülkiyet, müzik ve çizgi roman telif haklarıdır.

Aşağıdaki özellikleri taşıyan varlıklar, menkul kıymetleştirilebilmektedir (Öcal, 1997: 10-11):

- Varlıkların sağlayacakları nakit akımları önceden belirlenebilir olmalıdır.

- Alacaklardan sağlanan nakit akımları veya diğer bir ifadeyle alacakların tahsil edilmeme ve geç tahsil edilmeleri istatistiki olarak hesaplanabilmeli ve bu oran düşük olmalı veya garanti teknikleri kullanılmak suretiyle nakit akımlarından doğabilecek kayıp azaltılmalıdır.

- Dayanağı oluşturan varlıklar, ihraç edilen menkul kıymetlere ödenenden daha yüksek (en az eşit) bir getiriye sahip olmalıdır. Eğer menkul kıymetin getirisi dayanağı oluşturan varlık havuzunun getirisinden büyükse, menkul kıymetleştirmeden beklenen yarar kaybedilebilecektir.

- Vadede anapara ödemesinin tamamı yapılmalıdır.

- Ortalama ömür bir yıldan uzun olmalıdır.

- Alacakları ödemekle yükümlü olanlar demografik ve coğrafik açıdan çok ve çeşitli olmalıdır.

- Dayanağı oluşturan varlıkların nakit akımları ile menkul kıymetlere yapılacak ödemeler arasında vade farkları olmamalıdır.

- Dayanağı oluşturan varlıklar homojen özellik taşımalıdır.

- Sürekli olarak uygulanan bir menkul kıymetleştirme işleminin varlığı halinde vadesi dolan alacakların yerine yenileri gelebilmelidir.

2.3. Menkul Kıymetleştirme Sürecinde Yer Alan Taraflar

Geleneksel finansman yöntemleriyle karşılaştırıldığında daha karmaşık bir yapıya sahip olan menkul kıymetleştirme, çok sayıda katılımcıyı içermektedir. Geleneksel finansman yönteminde müşterinin değerlendirilmesi ve kredi verip vermeme kararı bir takım karmaşık işlemleri gerektirir. Ancak bütün bu işlemler tek elden yürütülmektedir. Menkul kıymetleştirmede ise her işlem katılımcılardan biri tarafından yürütülmekte ve böylece ihtisaslaşma sağlanmaktadır. Bu yapı nedeniyle menkul kıymetleştirme işlemine "yapılandırılmış finansman" da denilmektedir (Öcal, 1997: 12).

Menkul kıymetleştirme ile finansman temin etme yönteminin özellik arz eden noktalarından biri, birden fazla kişi veya kuruluşun süreç boyunca birbirini takip eden işlevler üstlenmesi, bu suretle her safhada uzmanlaşmanın getirdiği avantajlardan yararlanılmasıdır. Menkul kıymetleştirmenin taraflarını oluşturan söz konusu kişi ve kuruluşların her biri ve üstlendikleri fonksiyon ve görevler aşağıda açıklanacaktır (Turan, 2012: 45). Menkul kıymetleştirme genellikle aşağıdaki tarafların katılımını gerektirir: Kaynak şirket, yüklenici (yatırım bankaları-sigortacı), yedd-i emin, derecelendirme kuruluşu, hizmet şirketi (hizmet veren firma), üçüncü taraf hizmetçiler, denetçiler ve hukukçular (Buchanan, 2017: 667).

Bu bölümde, birden fazla katılımcının dahil olduğu menkul kıymetleştirme sürecinde yer alan taraflar detaylı bir şekilde incelenecektir. Ayrıca konu ile ilgili literatür taramasına yer verilecektir.

2.3.1. Kredi Veren Kurum (Kaynak Şirket/Originator)

Kaynak şirket, menkul kıymetleştirilen alacakların sahibi olan bu alacakların menkul kıymet haline getirilerek yatırımcılara satılması sonucunda elde edilen fonu nihai olarak kullanan şirkettir (Doğru, 2007a: 67). Originator olarak adlandırdığımız kurumlar, büyük sanayi şirketlerinin finans şirketleri, ticaret bankaları, tasarruf kurumları, leasing şirketleri, bilgisayar ve uçak firmaları (imalatçıları), sigorta şirketleri ve menkul kıymet alım-satımı ile uğraşan firmalar olabilir (Tantan, 1996: 26).

Tablo 2.2: ABD'de Varlığa Dayalı Menkul Kıymet ihraç Eden Kurumlar ve Öncelik Verdikleri Alacakları

Kurumlar	Öncelik Verilen Alacaklar
Uzman Konut Finansman Kurumları	Konut İpotek Alacakları
Ticari Bankalar	Otomobil Alacakları, Konut İpotek Alacakları, Kredi Kartı Alacakları
Otomobil Finans Şirketleri	Otomobil Alacakları
Diğer Finans Şirketleri	Otomobil Alacakları, Finansal Kiralama Sözleşmelerinden Doğan Alacaklar
Bilgisayar Firmaları	Bilgisayar Alacakları
Sigorta Şirketleri	Sigorta Poliçeleri
Sanayi Şirketleri	Ticari Alacaklar

Kaynak: Hepşen, A. (2005): *Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması,* İstanbul Ticaret Odası, http://www.ito.org.tr/itoyayin/0000504.pdf, (Erişim Tarihi: 03/05/2017), s.24.

Varlığa dayalı menkul kıymetlerde ihraççı (issuer) kavramı yerine, menkul kıymetleştirilecek alacakların ilk sahibi olan, başka bir değişle bu alacaklara kaynaklık

eden kaynak şirket (originator) kavramı vardır. Menkul kıymetleştirmede ihraç, özel amaçlı kuruluş tarafından gerçekleştirilir. Ancak ihraç sonucunda elde edilen fonu kullanan, yani finansman temin eden kişi kaynak şirkettir. Kaynak şirket bunu, alacaklarını belli bir iskonto karşılığında devretmek suretiyle gerçekleşmektedir (Turan, 2012: 45). Tablo 2.2'de, ABD'de varlığa dayalı menkul kıymet ihraç eden kurumlar ve bu kurumların ihraçlarında öncelik verdikleri alacaklar gösterilmiştir.

Kredi veren kurum, bilançosunun aktifinde bulunan homojen alacaklarını ya da kredilerden meydana gelen portföyünü özel amaçlı kuruma satmakta ve böylece genel şirket derecelendirmesinden daha yüksek bir kredi derecelendirmesi ve daha düşük bir riskle sermaye piyasalarına girebilmektedir. Bu anlamada kredi veren kurum, VDMK uygulaması yoluyla düşük maliyetli fon kaynağı temin etmekte ve aktif-pasif arasındaki dengesizliklerini en aza indirebilmektedir (Vatansever, 2000: 262).

2.3.2. Hizmet Veren Firma (Servicer)

Bir menkul kıymetleştirme işleminde aktif portföyünü yöneten taraf hizmet veren firma olarak karşımıza çıkmakta, bu da genelde kredi veren kurum olmaktadır (Erdönmez, 2006: 76). Originator'lar, teminat olarak sattıkları ya da kullandıkları kredilerin aynı zamanda hizmetini de yapmaktadırlar. Hizmet veren kurum, varlıkların nakit akışından, yönetilmesinden ve devamlılığından sorumludur. Bu sorumluluk, vadesinde anapara ve faizin toplanması ve ödenmemiş hesapların takibi anlamındadır (Tantan, 1996: 27).

Alacakları kaynak şirketten devralan özel amaçlı kuruluş, alacakların takibi ve tahsili yetkisini de elde etmektedir. Ancak genellikle eleman istihdam etmeyen ve işlemleri takip edecek bir örgüte sahip olmayan özel amaçlı kuruluş, alacakların ödenip ödenmediğinin izlenmesi, ödemelerin tahsili ve ödenmeyen alacakların yasal yollarla takibi hizmetlerini yerine getirmek üzere "servicer" olarak isimlendirilen bir banka veya finansal kuruluşla anlaşmaktadır. Bununla birlikte özel amaçlı kuruluş söz konusu

hizmeti almak üzere kaynak şirketle de anlaşabilmektedir (Turan, 2012: 51-52). Bu kuruluş (servicer veya collection agent) menkul kıymetleştirme işleminde şu hizmetleri vermektedir (Doğru, 2007a: 71):

- Muaccel olduğunda alacakları tahsil etmek,
- Vadesinde ödenmeyen alacaklar için takibe geçmek,
- Tahsil ettiği alacaklardan elde ettiği nakdi, varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerine ödemek veya ödenmek üzere özel amaçlı kuruluşa teslim etmek,
- Yapılan tahsilat ve takiplerle ilgili olarak özel amaçlı kuruluşu bilgilendirmek.

2.3.4. Özel Amaçlı Kurum (Special Purpose Vehicle/SPV)

Kredi veren kurumun meydana getirdiği alacak havuzunu devir ya da satın alarak, bunlara bağlı menkul kıymetler ihraç etmek amacıyla kurulmuş olan kuruma özel amaçlı kurum adı verilmektedir (Hepşen, 2005: 25). Özel amaçlı kuruluş, alacakları kaynak şirketin risklerinden izole etmek amacıyla kurulan bir araçtır. Bu kuruluş, derecelendirilmiş bir alacak havuzu karşılığında yapılacak tek bir menkul kıymet ihracını gerçekleştirmek için kurulmakta ve görevi, ihraç ettiği varlığa dayalı menkul kıymetin geri ödenmesi ile birlikte son bulmaktadır (Doğru, 2007a: 69).

Bir menkul kıymetleştirme işleminde, menkul kıymetleştirme bankası varlık havuzlarını (mortgage veya ticaret ve kredi kartı alacakları gibi) SPV'lere aktarmaktadır. SPV'ler, aktarılan varlık havuzlarının desteklediği çeşitli sınıf menkul kıymetleri ve ürettikleri nakit akışlarını yatırımcılara satarak bu varlıkları finanse etmektedir. Bu şekilde ihracı gerçekleşen menkul kıymetlere genellikle varlık destekli menkul kıymetler denilmektedir (Cheng vd., 2011: 544).

Özel amaçlı kuruluş hukuken bir "şirket" ya da "trust" yapısında kurulabilmektedir. Şirket şeklinde kurulursa, ticaret şirketlerindeki ölçülerde bir sermayeye değil, sembolik bir sermayeye sahip olmaktadır. Ayrı bir örgütlenme ve personel istihdamı söz konusu olmamakta ve sadece kendisini temsil edecek yönetim kurulu üyeleri bulunmaktadır (Turan, 2012: 48).

Bir şahısla yedd-i emin arasında yapılan yazılı sözleşmeye göre, şahıs tarafından bir mali değerin, yedd-i emine saklanmak üzere teslim edildiği hukuki yapıya trust adı verilmektedir. (Öcal, 1997: 14). Trust'ta üçlü bir ilişki vardır: Bunlar; hakkın konusu malvarlığını bu haktan faydalanan kişi yararına elinde bulundurmak ve kullanmakla yükümlü güvenilen kişi (trustee); haktan yararlanan ve trustee'nin, yararına yönelik davranma borcu altında olduğu lehdar; trust ilişkisinin konusu olacak malvarlığını güvenilen kişiye belirlediği yönetim ve kullanma koşulları çerçevesinde devreden kurucu (settor)'dur. Menkul kıymetleştirmede söz konusu üçlü ilişki şöyle gerçekleşmektedir: Kaynak şirket (kurucu, settor), bilançosundaki alacakları özel amaçlı kuruluşa (trustee) devretmekte, özel amaçlı kuruluş menkul kıymetleştirilecek söz konusu alacakları (malvarlığı, trust property), varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerinin (lehdar, beneficiary) lehine elinde bulundurmakta ve kullanmaktadır (Turan, 2012: 49-50).

Ortaklık ise özel amaçlı kurumlarda kullanılan, iki veya daha fazla kişinin bir araya gelerek kurduğu ve birlikte iş yapabileceği bir yapıdır. Her ortağın yönetime katılma hakkı bulunmaktadır. Her ortak sınırsız kişisel yükümlülüğe sahiptir ve ortaklık haklarını diğerlerinin izni olmadan devredememektedir. Ortaklık adi ortaklık veya limitet ortaklık şeklinde kurulabilmektedir. Limited ortaklıklarda ortakların sorumlulukları sınırlı olmaktadır (Öcal, 1997: 14).

2.3.5. Yatırım Bankaları (Investment Banks/Underwriters)

Varlığa dayalı menkul kıymet ihracı genellikle bir yatırım bankası aracılığıyla olmaktadır. Yatırım bankası, menkul değerleri ya halka arz ederek ya da halka arz etmeksizin doğrudan yatırım için aracılık etmektedir. Bir aracılık yüklenicisi olarak, yatırım bankası menkul kıymetleri ihraç edenden tekrar satmak amacıyla satın almaktadır. Özel yatırımcılara satmada, yatırım bankası menkul kıymetleri satın almamakta ve tekrar satmamaktadır. İşlemde, ihraç edenin bir ajansı gibi rol almakta ve satıcıyı yeterli sayıda alıcı ile karşı karşıya getirmektedir (Tantan, 1996: 28).

İhraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetlerin satışına aracılık etmek, yatırım bankalarının menkul kıymetleştirmedeki birinci fonksiyonudur. Varlığa dayalı menkul kıymetlerin satışından önce kaynak şirket, özel amaçlı kuruluş ve yatırım bankası arasında bir aracılık yüklenim sözleşmesi akdedilmektedir. Öte yandan menkul kıymetleştirme, çok sayıda tarafın katılımı ile gerçekleşen ve ayrıntılı bir hukuki yapının kurulmasını gerektiren bir işlem olduğundan, bu işlemleri organize edecek bir kuruma ihtiyaç duyulmaktadır. Menkul kıymetleştirme işleminde bu işleri de genellikle yatırım bankaları organize etmektedir. Yatırım bankalarının, diğer katılımcıların da katkısıyla, menkul kıymetleştirmede gerçekleştireceği ya da organize edeceği işlemler şu şekildedir (Doğru, 2007a: 70-71):

- Menkul kıymetleştirilecek alacakların ve dolayısıyla kaynak şirketin seçilmesi,

- Menkul kıymetleştirme sürecine katılacak derecelendirme kuruluşu ve hukuk bürolarının belirlenmesi,

- Özel amaçlı kuruluşun kurulması,

- İyi bir derece alınması için gereken güvencelerin ve bu güvenceleri sağlayacak kurumların belirlenmesi,

- Menkul kıymetleştirme işlemine ilişkin sözleşme ve diğer tüm dokümantasyonun hazırlanması,

- Varlığa dayalı menkul kıymet halka arz edilecekse izahnamenin (offering circular), tahsisli olarak satılacak ise tahsisli satış dokümanlarının (private placement memorandum) hazırlanması,

- Varlığa dayalı menkul kıymetler, bir borsaya kote edilecekse kotasyonla ilgili işlemlerin yapılması,

- Tek başına veya oluşturacağı bir konsorsiyumla varlığa dayalı menkul kıymetlerin yatırımcılara satılması.

2.3.6. Kredi Garantisi Verenler (Güvence Sağlayan Kuruluşlar/Credit Enhancers)

Menkul kıymetleştirme, alacakların sağlamlığına dayanmaktadır. Ancak daha iyi bir derece alınması ve dolayısıyla daha düşük maliyetle fon toplanabilmesi için güvence sağlanmasına gerek duyulmaktadır. Alacaklar ve kurulan hukuki mekanizma ne kadar sağlam olursa, güvence sağlamanın da o kadar kolay ve az masraflı olacağını da belirtmek gerekmektedir (Doğru, 2007a: 48).

Kredi garantisi, menkul kıymet ihracının kredi riskini azaltan bir araçtır. Kredi garantisinin amacı, dereceyi yükseltmek ve böylece varlığa dayalı menkul değerin pazarlanabilmesini ve fiyatını iyileştirmektedir. Bu garanti ihraç eden ya da üçüncü gruplarca sağlanabilmektedir. Bazı durumlarda bir ihraç birden fazla kredi garantisi ile desteklenmektedir (Tantan, 1996: 28).

Güvenceler, güvencenin niteliğine göre, bankalar, sigorta şirketleri ve diğer finansal kurumlar tarafından sağlanabilmektedir. Sağlanan güvencelerin neler olduğu

kadar bunları sağlayan kurumların güvenilirliği de önemlidir (Doğru, 2007a: 72). Bir menkul kıymetleştirme işleminde, kaynak şirketçe sağlanan güvencelere dahili (içsel) güvence mekanizmaları, üçüncü kişilerce sağlanan güvencelere ise harici (dışsal) güvence mekanizmaları denilmektedir (Turan, 2012: 54). Bu bölümde iki ana başlık altında güvence mekanizmaları incelenecek ve detaylı bilgi verilecektir.

2.3.6.1. Dahili (İçsel) Güvence Mekanizmaları (Dahili Kredi Derecesi Artırımı)

Dahili kredi derecesi artırımı, menkul kıymetleştirme işleminde ihraç edilen imtiyazlı menkul kıymetlerin kredi derecesini arttırmaya yönelik geliştirilmiş yapısal bir mekanizmadır. Genellikle, dahili kredi derecesi artırımı, menkul kıymetlerin nakit akışlarında bir azalma veya kesinti olmadan ödemelerin bunlarla yönlendirilmesi esasına dayanmaktadır (Tüysüz, 2011: 281).

Menkul kıymetleştirme işlemlerinde çoğunlukla, öncelik olarak kaynak şirket tarafından sağlanan güvencelere başvurulmakta, kaynak şirketçe sağlanan güvenceler yetersiz kaldığında ise, üçüncü kişiler tarafından sağlanan güvencelere yönelinmektedir. Bunun nedeni, kaynak şirketçe verilen güvencenin herhangi bir maliyetinin olmaması, üçüncü kişiler tarafından verilen güvencelerin ise bir maliyetinin bulunmasıdır (Doğru, 2007a: 48). Menkul kıymetleştirme işleminde kaynak şirket tarafından sağlanan güvenceler başlıca beş grupta ele alınmaktadır. Aşağıdaki bölümde bu güvenceler hakkında daha detaylı bilgi verilecektir.

2.3.6.1.1. Aşkın (Aşırı) Teminatlandırma (Over Collateralization)

Dahili kredi derecesi arttırımı mekanizmalarından biri aşkın teminatlandırmadır. Bu yöntem en çok tercih edilen yöntemlerden birisidir. Aşkın teminatlandırma, menkul kıymetlerin geri ödenmesi bakımından ek bir teminat

sağlamaktadır. Aşkın teminatlandırma, aktif varlıkların, yükümlülükleri (borçları) aştığı bir sermaye yapısıdır. Bu yapıda varlık havuzunun itibari (nominal) değeri, çıkarılan menkul kıymetlerin itibari değerinden daha fazladır (Tüysüz, 2011: 281).

Bu yöntemde menkul kıymetin değerinden daha fazla teminat bulundurulmaktadır (Öcal, 1997: 15). Aşkın teminatlandırmada, kaynak şirket tarafından toplam ihraç tutarından fazla miktarda alacak özel amaçlı kuruluşa devredilmektedir. Böylece alacak havuzunda menkul kıymetlerin toplam değerinden daha fazla alacak karşılık olarak bulundurulmuş olmaktadır. Bu genellikle, alacak havuzunun toplam değerinin hepsi kadar değil, %10 ya da %20 oranında bir marj bırakılarak, %90 ya da %80'i kadar ihraç yapılması yoluyla gerçekleştirilmektedir. Bu suretle söz konusu %10-20'lik pay, ödenmeyen alacakların yerine kullanılmak üzere bir güvence işlevi görmektedir (Turan, 2012: 54-55).

Varlığa dayalı menkul kıymetlerin arzında kullanılan fazla teminata bağlanma bir satıştan ziyade bir borç olarak yapılandırılmaktadır. Borcun arkasındaki teminatın değeri ihraç anında borcun nominal değerinden daha fazladır. Eğer borç süresince, teminatın değeri, önceden belirlenen değerin altına inerse, ihraççının teminata ilave yapması gerekecektir. Fazla teminata bağlama, borcun ödenmemesi, önceden ödenmesi ve teminatın piyasa değerindeki düşüşlere karşı yatırımcıyı korumaktadır (Tantan, 1996: 30).

İhraç edilen menkul kıymetlerin nominal değerinin üzerinde kalan ipotek kredilerinin fazlalığı, diğer dilimler için nakit akışlarındaki herhangi bir eksikliği telafi etmek için kullanılmaktadır ve böylece bir dahili kredi sigortası şekli olarak hizmet etmektedir (Kiff ve Mills, 2007: 5).

2.3.6.1.2. Rücu (Recorse)

Menkul kıymetleştirmede alacakların kaynak şirket tarafından özel amaçlı kuruluşa devri teknik olarak alacağın temliki işlemine karşılık gelmektedir. Güvence mekanizmalarından rücu yöntemi, alacağın temlikinde temlik edenin garanti yükümlülüğü ile bağlantılı bir konudur. Bilindiği gibi, kural olarak alacak temliklerinde temlik eden, ayrıca tekeffül etmedikçe borçlunun ödeme gücünden sorumlu olmamaktadır. Bu ilkeden yola çıkarak, kaynak şirketin devir sözleşmesinde ayrıca ve açıkça taahhüt etmedikçe, menkul kıymetleştirilen alacakların ödenmemesinden sorumlu olmayacağını söylemek mümkündür. İşte rücu güvencesi, bu anlamda, temlik edenin sözleşmede borçlunun ödeme gücünü de tekeffülü anlamına gelmektedir (Turan, 2012: 55).

Rücu, açık bir şekil de alabilmektedir. Örneğin, pek çok menkul kıymetleştirme işleminde, menkul kıymetleştiren bankalar menkul kıymetleştirilen varlık havuzundan ilk kayba çıkan en varlıklı varlığa dayalı menkul kıymetlerini (çoğunlukla birikmiş faiz olarak ifade edilir) bilançolarında tutmaktadır. Olası gizli rücuyu işaret eden dört ana eylem şu şekilde listelenmektedir (Cheng, vd., 2011: 545):

- Varlıkları, bir parasal değer olan menkul kıymetleştirme belgelerinde belirtilen fiyattan indirgeyerek bir menkul kıymetleştirme emanetçisine veya diğer özel amaçlı kuruma satmak,

- Bir emanetçiden veya diğer özel amaçlı kurumdan varlıkları gerçek değerinden daha büyük bir miktara satın almak,

- Bir güven veya diğer özel amaçlı kurumla takipteki varlıkları takas etmek,

- Sözleşme gerekliliklerinin ötesinde kredi değerliliğini finanse etmek.

2.3.6.1.3. Marj Hesap

Menkul kıymetleştirme işleminde kaynak şirket, yukarıda sayılanlar dışında da çeşitli güvenceler verebilmektedir. Bunlardan biri, kaynak şirket tarafından menkul kıymet ödemelerinde aksama olması halinde gerekli nakit ihtiyacını karşılamak üzere marj hesap adı verilen bir fon oluşturmasıdır (Turan, 2012: 55).

Menkul kıymetin teminatı olan varlıklardan elde edilen nakit akımlarının yatırımcılara ödenecek tutarın altında kalması durumunda, aradaki farkın karşılanabilmesi amacıyla oluşturulan fona marj hesap denilmektedir. Özel amaçlı kurum başlangıç aşamasında marj hesap adı verilen fona bir miktar avans yatırmaktadır. Ayrıca bu fona, menkul kıymetin teminatı olan varlıklardan elde edilen faiz oranıyla yatırımcıya ödenen faiz oranı arasındaki farkın belli bir oranı aktarılmaktadır. Menkul kıymetin vadesinin dolması durumunda ise, hesapta kalan tutarlar da özel amaçlı kurumun hesabına geçmektedir (Hepşen, 2005: 28).

2.3.6.1.4. Ödeme Öncelikli Sistem (Üst ve Alt Derecede Yapılanma, Senior Subordinated Structure)

Bu yöntemde, iki farklı sınıf menkul kıymet ihracı yapılmaktadır. Örneğin, birinci sınıf (senior) (A) ve ikinci sınıf (sbordinated) (B) varlığa dayalı menkul kıymetler ihraç edilmektedir. İki sınıfın toplam ihraç tutarı (veya "over collateralization" sağlamak için bu tutardan fazlası) kadar alacak, (A) ve (B) varlığa dayalı menkul kıymetlerin geri dönüşlerinde yararlanılmak üzere özel amaçlı kuruluşa devredilmektedir (Doğru, 2007a: 53). Birinci derece sertifika sahipleri havuzdan gelen ödemeler üzerinde birinci derece hak sahibidirler. İkinci derece sertifika sahipleri ise ikinci dereceden hak sahibidirler ve ödenmeme halinde zararı absorbe etmektedirler. Birinci sınıf Aa/AA olarak derece alırken, ikinci sınıf derecelendirilmemektedir (Tantan, 1996: 30).

İkinci sınıf varlığa dayalı menkul kıymetlere yatırım yapan yatırımcılar, genellikle daha büyük risklerle çalışmayı meslek edinmiş, bu tür riskleri değerlendirebilecek profesyonel yatırımcılardır. Riskin fazlalığı karşısında ikinci sınıf varlığa dayalı menkul kıymetlerin faiz getirisi daha yüksek olmaktadır (Doğru, 2007a: 53).

2.3.6.1.5. Beyan ve Taahhütler (Representation and Warranties)

Kaynak şirket alacakların devri sırasında, alacakların mevcudiyeti ve sağlamlığı konusunda özel amaçlı kuruluşa bir takım beyan ve taahhütlerde bulunmaktadır. Bir alacağın taahhüt edilen vasıf ve durumundan farklı bir durumda olduğunun (örneğin, alacağın geçersiz olması, rehinli olması, sona ermiş olması, temlikine engel bir durumun olması, tahsil kabiliyetinin olmaması gibi) anlaşılması halinde, meydana gelen zararı tazmin etmeyi içeren bu taahhütler de temelde bir güvence olarak kabul edilmektedir (Turan, 2012: 56).

Örneğin kaynak şirket, alacaklara ilişkin olarak sunulanlar dışında başkaca yazılı bir sözleşme bulunmadığını beyan ve taahhüt etmektedir. Ancak sonradan yazılı bir sözleşme bulunduğu ortaya çıkmakta ve bu sözleşmede yer alan bir hüküm nedeniyle alacak devri kısmen veya tamamen geçersiz olursa kaynak şirket, beyan ve taahhütlerinin gerçeğe aykırı olması nedeniyle zarardan sorumlu tutulabilmektedir. Bu beyan ve taahhütler, teknik anlamda "güvence" değil, alacağın varlığına ve belirli niteliklere sahip olduğuna dair "beyan" olarak kabul edilmektedir. Buna karşın, alacağın geçerli bir şekilde doğması, sözleşmede belirtilen kriterlere uygun olmasına rağmen, borçluların, ödeme gücünden yoksun olmaları veya başka nedenlerle borçlarını ödememelerinden kaynak şirketin sorumlu olması ise "güvence sağlama" olarak kabul edilmektedir (Doğru, 2007a: 50).

2.3.6.2. *Harici (Dışsal-Üçüncü Kişiler Tarafından Sağlanan) Güvence Mekanizmaları*

Harici güvence mekanizmaları banka veya diğer kredi kurumlarıyla akdedilen garanti sözleşmeleri ile sigorta şirketleriyle akdedilen sigorta sözleşmelerinden elde edilen teminatlardır. Banka garantileri daha çok teminat mektubu şeklinde olurken, sigorta sözleşmeleri ya ihraçla ilgili tüm riskleri kapsayacak şekilde ya da sadece alacakların ödenmemesini teminat altına alacak şekilde yapılmaktadır (Turan, 2012: 56).

Bir ihraçta bu güvence mekanizmalarından biri veya birkaçı bulunabilir. Sağlanacak güvencenin miktarı, dayanağı oluşturan varlıkların kalitesine bağlı olarak değişmektedir. Kalitenin düşük olması halinde belli bir dereceleme alabilmek için daha yüksek teminat gerekmektedir (Öcal, 1997: 16). Aşağıdaki bölümde harici güvence mekanizmaları hakkında daha detaylı bilgi verilecektir.

2.3.6.2.1. Banka Garantisi-Teminat Mektubu-Garanti Sözleşmeleri

Garanti sözleşmelerinde garanti veren, garanti elde edenin yapacağı girişimle ilgili olarak teşebbüsün sonuçlarını ve risklerini bağımsız bir taahhütle garanti etmektedir. Burada garanti veren, garanti elde edenden bir karşılık elde etmek için değil, onu bir girişime yönlendirmek amacıyla temel borç ilişkisinden bağımsız olarak teşebbüsün tehlikesini üzerine almaktadır (Turan, 2012: 56-57).

Varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerine yapılacak anapara ve faiz ödemeleri ya da menkul kıymetleştirilen alacakların özel amaçlı kuruluşa ödenmesi banka garantisi (veya teminat mektubu) ile teminat altına alınabilmektedir (Doğru, 2007a: 52). Her iki durumda da garanti sözleşmesinin tarafı, yani garantiyi alan kişi özel amaçlı kuruluştur, ancak garantinin lehdarı farklıdır. Garanti, alacakların

ödenmemesinden doğacak riske ilişkin ise, bu garantinin lehdarı özel amaçlı kuruluştur. Çünkü alacaklardan gelecek nakit akımlarını menkul kıymet ödemelerinde kullanacak olan, özel amaçlı kuruluştur. Buna karşılık, varlığa dayalı menkul kıymet ödemelerinin tam ve zamanında yapılacağına dair bir garanti veriliyorsa, o takdirde garantinin lehdarı menkul kıymet sahipleridir (Turan, 2012: 57-58).

Banka garantisi/teminat mektubu, her iki halde de garanti ettiği risklerin tamamı için verilebileceği gibi, kısmi olarak da verilebilmektedir. Banka garantisi, aynı zamanda borçlular tarafından alacakların geç ödenmesi halinde de devreye girebilmektedir. Bu durumda, garanti aynı zamanda likidite sağlama işlevi de görmektedir (Doğru, 2007a: 52-53).

2.3.6.2.2. Sigorta Sözleşmeleri

Menkul kıymetleştirmede genellikle sigorta poliçeleri, varlığa dayalı menkul kıymet maliklerine anapara ve faiz ödemelerinin yapılmasını değil, menkul kıymetleştirilmiş olan alacakların ödenmeme riskini teminat altına almaktadır (Doğru, 2007a: 54).

Menkul kıymetleştirmede sigorta işlemi “monoline insurance” ve “pool insurance” olmak üzere iki türlü yapılabilmektedir (Turan, 2012: 58). Sigorta şirketi, özel amaçlı kuruluş ile menkul kıymetleştirilen alacakların oluşturduğu havuzdaki alacakların ödenmeme durumuna karşı sigorta teminatı sağlamaktadır (Doğru, 2007a: 54). Bu sigorta çeşidinde tek bir poliçe ile tüm alacaklar ayrı ayrı sigortalanmaktadır. Herhangi bir ödenmeme halinde, o alacak tutarı için sigorta şirketine başvurma hakkı doğmaktadır (Turan, 2012: 58-59). Bu sigorta teminatı işlemine pool insurance adı verilmektedir.

Ancak, Amerika'da sadece finansal garanti verme işiyle iştigal eden sigorta şirketlerince yapılan sigorta poliçeleri, alacakların bir kısmının değil tamamının ödenmesini, ayrıca iflas, yasal değişiklikler, sahtekarlık neticesinde ortaya çıkabilecek riskler ile alacakların tahsilatı hizmetini veren kuruluş, finansal riskler için sözleşme akdedilen kuruluş ve ilgili diğer tarafların yükümlülüklerini yerine getirmemesi nedeniyle ortaya çıkabilecek tüm riskler de dahil olmak üzere, menkul kıymetleştirmedeki tüm riskleri, %100 oranında teminat altına almaktadır (Doğru, 2007a: 54-55). Bu sigorta teminatına ise monoline insurance denilmektedir.

2.3.6.2.3. Swap

Finansal riski ortadan kaldırmak için, üçüncü kişi (karşı taraf genellikle türev araçların alım satımı ile iştigal eden bir finansal kurumdur) ile swap ya da başka bir türev anlaşması yapılmaktadır. Böylelikle, kur ya da faiz oranı değişikliklerinden dolayı meydana gelebilecek risklerden arındırılarak, varlığa dayalı menkul kıymet maliklerine ödeme yapılmaktadır (Doğru, 2007a: 55).

2.3.7. Derecelendirme Kuruluşları (Rating Agencies)

Derecelendirme kuruluşları, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme işlemleri için kredi derecelendirmesi yapan kuruluşlardır (Erdönmez, 2006: 76). "Rating agencies" olarak da adlandırılan derecelendirme kuruluşları menkul kıymetleştirme işleminde, tüm sermaye piyasası ihraçlarında olduğu gibi, ihraç edilen araca derce notu vermektedir. Menkul kıymetleştirme çok taraflı ve kapsamlı bir süreç olduğundan, muhtemel alıcılar (prospective buyers) için yatırım kararı vermede derecelendirme notu önemli, hatta olmazsa olmaz bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Zira değil bireysel, kurumsal yatırımcılar için bile bu karmaşık yapıda, alacakların güvenilirliği, hukuki işlemlerin (bilhassa alacakların devrinin) geçerliliği, güvence mekanizmalarının

yeterliliği gibi pek çok hususun tek tek değerlendirilmesi külfetli ve zor bir iştir (Turan, 2012: 59).

Bir yatırımcı varlığa dayalı menkul kıymetlere yatırım yaparken dayanağı oluşturan varlıkların niteliğine, nakit akımlarının uyumuna, faiz oranına ve likiditesine bakmaktadır. Her bir yatırımcının bunları ayrı ayrı değerlendirmesi yerine rating şirketleri devreye girerek menkul kıymetlere derece vermektedirler. Böylece yatırım aşamasında rating firmasınca verilen derece yatırımcıya yol göstermektedir (Öcal, 1997: 16).

Menkul kıymet ihracında bulunan kuruluşların borç yükümlülüklerini yerine getirebilme yeterliliklerinin tespit edilmesiyle yatırım yapacak olan kişilere referans sunan derecelendirme, finansal anlamdaki gücü gösteren bir puanlama sistemi olarak karşımıza çıkmaktadır. Kredi riski, nakit akımı ve hukuki yükümlülük olmak üzere üç ana grup doğrultusunda derecelendirme şirketleri analiz yapmakta ve güvene dayalı bir hizmet özelliği taşıyan derecelendirme işlemini yatırımcılara sunarak, varlığa dayalı menkul kıymetlerin derecelendirilmesinde de önemli rol oynamaktadırlar. Bu bağlamda yapılan analizler (Vatansever, 2000: 264-265):

- Kredi riski analizi ile kaynak kuruluşun genel risk profili, varlık portföyünün niteliği ve özellikleri ile hizmet veren firmanın fon varlıklarını saklayan güvenilir kişinin yeterliliği ve deneyimi ele alınmaktadır.

- Ödeme yapısı ve teminatta karşılaşılabilecek riskler nakit akımı analizi ile araştırılmaktadır.

- Varlık sahipliği ve satıcı ya da hizmet sağlayıcı firmanın olası iflasıyla ilgili riskler ise hukuki yükümlülük analizi ile değerlendirilmektedir.

2.3.8. Yedd-i Emin (Trustee)

Yedd-i emin varlığa dayalı menkul kıymet ihracında, hizmet sunan ve kredi garantisini veren ile yatırımcılar arasında bir aracıdır. Hem satış şeklinde hem de borç şeklinde varlığa dayalı menkul kıymetlerde kullanılmaktadır (Tantan, 1996: 32). Dayanağı oluşturan varlıkları kaynak firmadan alarak bunları yatırımcıların alabileceği menkul kıymetler haline getirmek, dayanağı oluşturan varlıklardan elde edilen nakit akımlarını yatırımcılara aktarmak ve dayanağı oluşturan varlıkların durumunu izleyerek, bunlara ilişkin raporları yatırımcılara iletmek yükümlülükleri arasında yer almaktadır (Öcal, 1997: 16-17).

Fon varlıklarını saklayan güvenilir kişi, varlığa dayalı menkul kıymet ihracında hizmet veren aracı kurum ve kredi değerini arttıran kurumlar ile yatırımcı arasındaki bağı sağlamaktadır. Varlığa dayalı menkul kıymet ihracında hem ihracı gerçekleştiren kurum tarafından varlıkların satışı aşamasında, hem de teminatlı bir borç yükümlülüğü durumunda güvenilir kişiye ihtiyaç duyulmaktadır. Varlığa dayalı menkul kıymet ihracını gerçekleştiren kurum ile fon varlıklarını saklayan güvenilir kişi tarafından oluşturulan birim kredilerden oluşan havuzu yönetmekte ve bu birim, kredilere yönelik ödemeleri ve bu kredilere güvence sağlayan teminatların getirilerini tahsil etmektedir (Vatansever, 2000: 265).

2.3.9. Yatırımcılar (Investors)

Yatırımcılar, ihraç ve halka arz edilen menkul kıymetleri satın alan kişilerdir, yani alıcılardır. Yatırımcılar menkul kıymeti, kaynak şirketten değil, özel amaçlı kuruluştan almaktadır. Bu anlamda yatırımcıların kaynak şirketle doğrudan bir temasları olmamaktadır. Onları esas olarak alacak havuzunun güvenilirliği (asset quality risk) ve havuzdan gelecek nakit akımlarının düzenli olması ilgilendirmektedir (Turan, 2012: 60).

Varlığa dayalı menkul kıymetleri satın alanlar, kendi kişisel yatırımlarını değerlendiren bireysel yatırımcılar olabileceği gibi, yatırım ortaklıkları, yatırım fonları, yatırım bankaları, emeklilik fonları ve portföy yönetim şirketleri gibi yatırım portföylerini profesyonel ilkelere göre yöneten kurumsal yatırımcılar da olabilir (Turan, 2012: 60). Yatırımcılar açısından varlığa dayalı menkul kıymetlerin ilgi çeken yönlerini şöyle sıralamak mümkündür (Tantan, 1996: 32):

- Benzer risk derecesindeki menkul kıymetlerin (hazine bonolarının) üzerinde kazanç sağlanmaktadır.

- Kanuni engeller sebebiyle, direkt yatırımda bulunamadıkları finansal varlıklara yatırımcılar, varlığa dayalı menkul kıymetler sayesinde yatırım yapma imkanı bulmaktadır.

- İşlem hacmi büyüktür.

Yatırımcılar, ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetleri satın alarak kaynak şirketin ihtiyaç duyduğu fonu sağlayan ve nihai olarak menkul kıymetleştirilen alacaklar üzerinde hak sahibi olan bireysel veya kurumsal tasarruf sahipleridir. Bireysel yatırımcılar, daha çok konut kredilerinden doğan alacaklar gibi standart alacakların menkul kıymetleştirilmesi neticesinde ihraç edilmiş ve halka arz olunan varlığa dayalı menkul kıymetlere ilgi gösterirken; kurumsal yatırımcılar, franchise alacakları gibi daha çok sofistike alacaklar karşılığında ihraç edilen, halka arz edilmeyen, daha yüksek getirili varlığa dayalı menkul kıymetlere de yatırım yapabilmektedir (Doğru, 2007a:74).

Yatırımcılar olası riskleri bilanço dışına taşıyarak daha güvenli yatırım alternatifleri elde etmektedirler. Çünkü yatırımcılar, aktife dayalı menkul kıymetlere yatırım yapmakla hem portföy çeşitlenmesi sağlayarak kredi riskini, hem de ikincil piyasanın likidite riskini azaltmaktadırlar (Vatansever, 2000: 265-266).

2.3.10. Hukuk Büroları

Menkul kıymetleştirilen alacaklar ile ilgili olarak, kaynak şirketin tasarruf yetkisinin bulunup bulunmadığı, bu alacakların ve bu alacağa bağlı teminatların hukuken geçerli bir şekilde özel amaçlı kuruluşa devredilip devredilmediği, kaynak şirketin iflası durumunda kaynak şirketin diğer alacaklıların menkul kıymetleştirilen alacaklar üzerinde hak iddia edip edemeyeceği veya alacakların devir işleminin iptalinin talep edilip edilemeyeceği hususlarında hukuk bürosunun vereceği görüş, derecelendirme şirketinin vereceği notu ve güvence sağlayanların kararlarını doğrudan etkilemektedir. Yukarıda belirtilen konularda hukuk bürolarınca verilecek olumsuz bir görüş, ihracın maliyetini artırabileceği gibi, belki de ihracı tamamen imkansız hale getirebilecektir. Menkul kıymetleştirme işlemi için seçilen hukuk büroları tarafından verilecek hukuki görüş (legal opinion) (Doğru, 2007a: 74-75);

- Derecelendirme şirketlerinin vereceği notun;

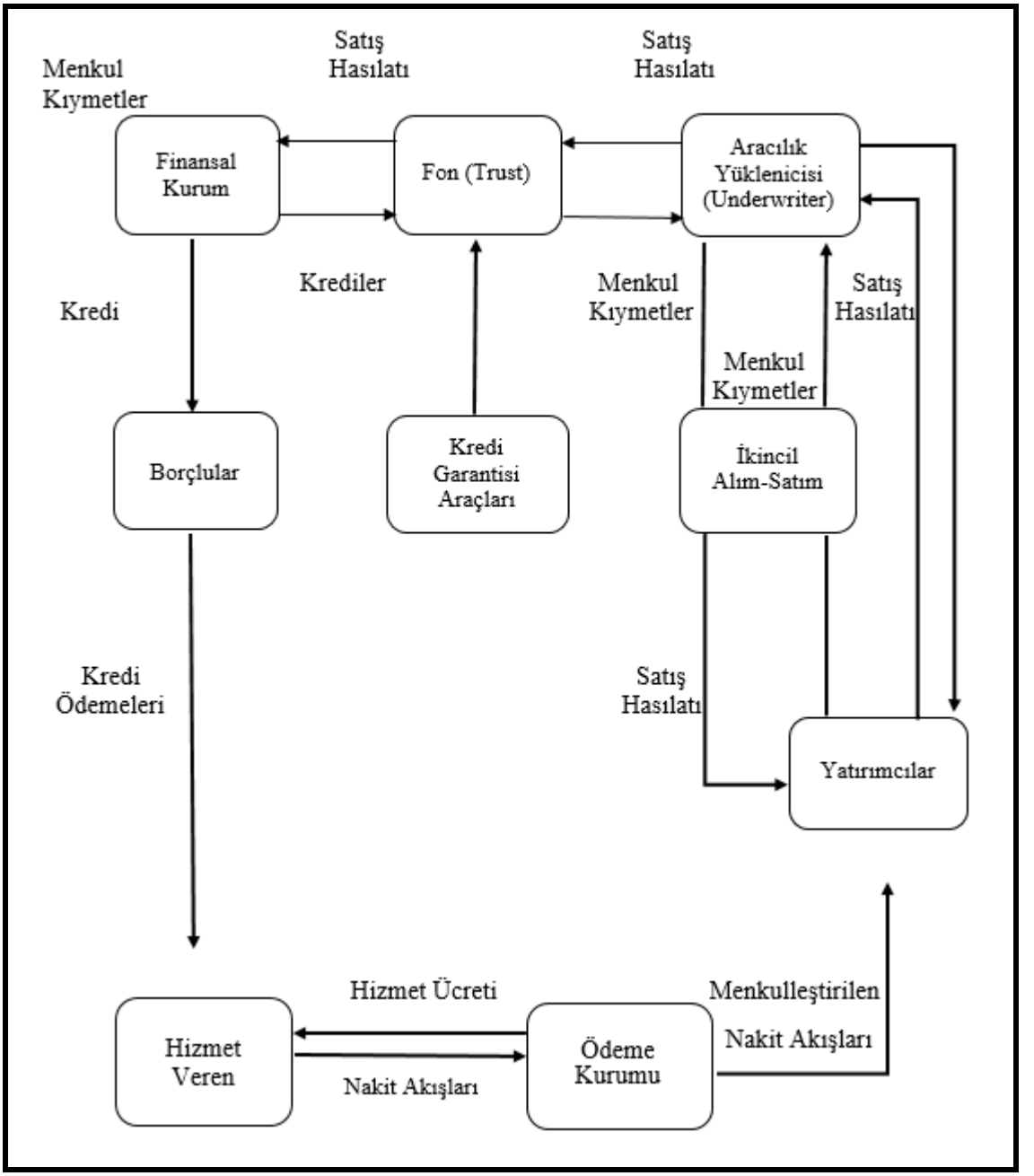
- Menkul kıymetleştirilen alacakların muhasebe standartları düzenlemeleri çerçevesinde bilanço dışına çıkarılıp çıkarılmayacağının ve,

- Sermaye yeterliliği mevzuatına göre yükümlülüklerin belirlenmesinde önemli bir rol oynamaktadır.

2.4. Menkul Kıymetleştirme Süreci

Menkul kıymetleştirme, borç veren kurumun alacaklarının bilançodan çıkarılıp bir havuzda bir araya getirilmesi, söz konusu alacakların fon temin etmek için çıkarılacak borçlanma senetlerine karşılık gösterilmesi ve alacaklardan elde edilen nakit akımlarının menkul kıymetlerin geri ödenmesine tahsis olunması olarak tanımlanabilmektedir (Turan, 2012: 6-8). Menkul kıymetleştirmede, bir satıcı sabit

gelirli varlıkları –en yaygın olarak iflas riskinden arındırılmış ipotek kredileri, tüketici ve konut kredileri, kredi kartı alacakları, ticari alacaklar ya da taşıt kredileri ve kira sözleşmeleri– satmakta, özel amaçlı kurumda yeni menkul kıymet ihracı yoluyla satın alımın finansmanını sağlamaktadır (Thomas, 2001: 307).



Kaynak: Tantan, S. (1996): *Menkul Kıymetleştirme: ABD Uygulamaları ve Bankacılık Sektörüne Etkileri*, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:44, Ankara, s.15.

Şekil 2.2: Menkul Kıymetleştirme Süreci

Şekil 2.2'de, tipik bir menkul kıymetleştirme işleminde fona ihtiyaç duyan kaynak şirket, menkul kıymetleştirilecek alacaklarını belirli bir satış bedeli ile, özel amaçlı kuruluşa satmaktadır. Özel amaçlı kuruluş alacakları, kaynak şirketin aktifinden çıkacak ve kendi aktifine girecek şekilde devralmaktadır. Devraldığı alacaklara karşılık olarak varlığa dayalı menkul kıymet ihraç etmektedir. Bu kuruluşun aktifinde sadece, varlığa dayalı menkul kıymet ihracı için devraldığı alacaklar pasifinde ise sadece varlığa dayalı menkul kıymet ihracından doğan borçları bulunmaktadır. Varlığa dayalı menkul kıymetler sermaye piyasalarında satılmakta, satıştan elde edilen fonlarla kaynak şirketten satın alınan alacakların bedeli ve diğer ihraç giderleri karşılanmaktadır (Doğru, 2007b: 45).

Menkul kıymetleştirme işlemi daha önce de belirttiğimiz gibi, karmaşık yapıda bir işlem olup, çeşitli safhalardan oluşmaktadır. Menkul kıymetleştirme yoluyla finansman sağlama yönteminin başarı sağlamasının bir sebebi de, bu yapı içinde her safhanın uzmanlaşmış kişiler eliyle yürütülmesidir (Turan, 2012: 60). Bu bölümde menkul kıymetleştirme işleminin safhaları detaylı bir şekilde incelenecektir.

2.4.1. Alacakların ve Kaynak Şirketin Seçimi

Menkul kıymetleştirme yöntemi, varlıkların (alacakların) menkul kıymetleştirilerek ihraç edilmesine dayalı bir yöntem olduğundan, menkul kıymetleştirmede birinci safha doğal olarak işleme konu alacakların seçimidir (Turan, 2012: 60-61).

Alacakların seçimi aşamasında yapılacak hukuki ve mali incelemede menkul kıymetleştirilen alacaklar, alacakların borçluları ve de kaynak şirketle ilgili incelemeler yapılmaktadır (Doğru, 2007a: 76). Genelde bir sözleşmeye dayalı nakit akışı olan bir alacak, menkul kıymetleştirme işlemi için uygundur. Menkul kıymetleştirilecek varlıklarda bulunması gereken ideal özellikler şunlardır (Tantan, 1996: 13):

- Varlıklardan gelecek nakit akışları önceden belirlenen programa uygun olarak periyodik olarak alınmalıdır (iyi belirlenmiş ödeme planı),

- Varlıklardan gelen nakit akışları tahmin edilebilir olmalı veya performansını ölçebilmek için gerekli istatistiki veriler mevcut olmalıdır (örneğin; erken yapılan ödemeler ve geri dönmeme durumuyla ilgili geçmiş bilgiler, tahmin edilebilir nakit akışları),

- Menkul kıymetleştirme işleminin ekonomik olması için varlıkların yeterli büyüklükte sayı ve değerde olmaları gerekmektedir,

- Gelen nakit akışlarından bir havuz oluşturulabilmesi için varlıklar arasında yeterli benzerlik olmalıdır (örneğin vade tarihleri),

- Varlıklar satılabilir kalitede olmalı, diğer bir deyişle geri dönmeme riski az olmalı ya da kalite düşük olduğunda kredi garantisi sağlanmalıdır. Çok miktarda varlıkla sağlanan farklılaştırma ile geri dönme riski azaltılabilir,

2.4.2. Ödeme Yapısının Belirlenmesi

Menkul kıymetleştirme işleminde, devredilen alacaklardan elde edilecek nakdin yatırımcılara ödenmesinde iki farklı yapıdan biri kullanılmaktadır. Bu yapılara "pass through" ve "pay through" denmektedir. Pass through yapıda, alacak havuzundan gelen nakit akımları özel amaçlı kuruluş tarafından doğrudan doğruya menkul kıymet sahiplerine aktarılmaktadır. Menkul kıymet sahiplerinin alacak havuzu üzerinde orantısal (payları oranında) hak sahipliği söz konusudur. Pay through yapıda ise özel amaçlı kuruluş, alacaklardan elde edilen nakit akımlarını doğrudan doğruya menkul kıymet sahiplerine aktaramamaktadır. Bunları yeniden yatırımlara yönlendirmekte ve alacaklarla birlikte elde ettiği getiriyi belirlenen aralıklarla menkul kıymet sahiplerine ödemektedir. Başka deyişle, pay through yapıda, menkul kıymet sahiplerinin alacak

havuzundaki varlıklar üzerinde payları oranında bir hak sahipliği söz konusu değildir. Onlara, taahhüt edilen vadede menkul kıymette yazan anapara ve faiz alacağı kadar ödeme yapılmaktadır (Turan, 2009: 54).

2.4.3. Özel Amaçlı Kuruluşun Kurulması

Özel amaçlı kurum, genellikle kaynak firmanın bir yan veya bağlı kuruluşu olarak ortaya çıkmaktadır. Özel amaçlı kurumlar iflas riskinden uzak olacak şekilde yapılandırılmaktadırlar. Bu amaçla borçlanma yapmamaları (borçlansalar bile bunların varlıkla desteklenmiş menkul kıymetlerle aynı derecelemeye sahip olması) ve alan taraf iflastan muaf olmadıkça elindeki varlıkları satmamaları gerekmektedir (Öcal, 1997: 14).

Özel amaçlı kuruluş bir şirket ya da trust yapısında kurulabilmektedir. Önemli olan özel amaçlı kuruluşun iflas riskinden uzak bir yapıda kurulmasıdır. Bu amaçla kuruluş belgelerinde özel amaçlı kuruluşun faaliyet konusu sınırlandırılmakta ve kendisini borçlandırıcı işlemler yapması engellenmektedir (Turan, 2012: 63).

Özel amaçlı kuruluşun menkul kıymetleştirmedeki asıl fonksiyonu, menkul kıymetleştirilecek alacaklar için güvenli bir liman (safe harbor) sağlamak olduğundan alacaklar özel amaçlı kuruluşa devredilmektedir. Bu nedenle, özel amaçlı kuruluş ile kaynak şirket arasında alacağın temliki (assignment) sözleşmesi akdedilmektedir (Doğru, 2007a: 69).

2.4.4. Alacakların Özel Amaçlı Kuruluşa Devri

Kaynak şirketçe analiz ve seçimi yapılan alacakların, ne kadarının menkul kıymetleştirmeye konu edileceğine karar verilebilmesi için öncelikle piyasa talebi ve

ihraç edilecek menkul kıymet tutarı hakkında aracı kuruluş tarafından piyasa araştırması yapılmaktadır. Yapacağı araştırma sonucunda, hangi fiyattan ne kadar yatırımcıya varlığa dayalı menkul kıymet satabileceğini yaklaşık olarak tespit eden aracı kuruluş, bu rakamı kaynak şirkete bildirmektedir (Turan, 2009: 56).

İhraçtan gelecek tahmini satış geliri rakamına göre kaynak şirket, menkul kıymetleştirilecek alacak miktarına karar vermektedir. Genellikle toplam ihraç miktarından daha fazla bir miktarda alacağın menkul kıymetleştirilmesine karar verilmektedir. Menkul kıymetleştirilmesine miktar olarak karar verilen alacaklar bir devir sözleşmesi aracılığıyla özel amaçlı kuruluşa devredilmektedir. Devir bedeli alacakların miktar olarak tutarına kararlaştırılan iskonto oranının uygulanması ile bulunmaktadır. Herhangi bir sermayesi ve kaynağı bulunmayan özel amaçlı kuruluşun devir sözleşmesinde yazılı bedeli kaynak şirkete hemen ödeyebilmesi elbette mümkün olmamaktadır. Devir bedelinin kaynak şirkete ödenmesinde iki yöntemden biri izlenebilmektedir (Turan, 2009: 56):

- Birincisi, devir sözleşmesinde devir bedelinin ödenmesi ihraçtan sonraya bırakılabilmekte, böylece ihraçtan elde edilen satış geliri ile devir bedeli kaynak şirkete nakden ödenebilmektedir.

- İkincisi, başka bir finansman kuruluşu ile, bu finansman kuruluşunun devir bedelini kredi olarak kaynak şirkete vermesi ve ihraçtan elde edilecek gelirle kredi borcunun kapatılması konusunda anlaşma yapılabilmektedir.

Menkul kıymetleştirilen alacakların devrinden sonra, alacakları tahsil etme yetkisi hukuken özel amaçlı kuruluşa ait olmaktadır. Ancak, özel amaçlı kuruluşun bu işleri yapması için başka bir kuruluşu (servicer) yetkilendirmesi gerekmektedir. Özel amaçlı kuruluş ile alacak tahsilatı hizmetini verecek kuruluş arasında ilişki vekalet ilişkisidir (Doğru, 2007a: 69).

2.4.5. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin İhraç ve Satışı

Özel amaçlı kuruluş, alacakları kaynak şirketten devralmakta ve aracı kuruluş vasıtasıyla varlığa dayalı menkul kıymetlerin ihraç ve satışını gerçekleştirmektedir. Tüm ihraç ve satış prosedürlerini aracı kuruluş yerine getirmektedir. Aracı kuruluş tarafından aracılık yüklenim komisyonu ve ihraç masrafları ihraçtan elde edilen satış gelirlerinden indirildikten sonra özel amaçlı kuruluşa verilmektedir. Özel amaçlı kuruluş da satış gelirini alacakların devrine ilişkin bedeli ödemekte kullanmaktadır. Bu ödeme devir sözleşmesinde yapılan anlaşmaya göre ya doğrudan kaynak şirkete ya da kaynak şirkete kredi veren finansman kuruluşuna yapılmaktadır (Turan, 2009: 56 - 57).

Varlığa dayalı menkul kıymetleri ihraç eden kurumlar, faaliyetlerini varlığa dayalı menkul ihraç etme ve sağlanacak ihraç gelirleriyle kaynak kuruluştan menkul kıymetlere temel oluşturacak varlıklar satın alma şeklinde sınırlamaktadır. Böylece, ihraç kurumları iflastan uzak hale gelmektedirler. Fakat ihraç kurumu diğer borç ihraçlarına yönelik olarak borçlarını yerine getiremezse VDMK'lerin bu durumdan etkilenmemelerini garanti etmekle sorumludur. Bu doğrultuda, ihraç kurumu VDMK'lerin aynı risk derecelendirmesini taşıyan yeni borçlanmalara gidilmesini sınırlayabilmektedir. Bununla birlikte, alıcı iflastan uzak ve borçluların ipotek hakkına tabi olmadıkça kurumun kendi varlıklarını satmasını da engelleyebilmektedir. Bütün bunlara ilave olarak, ihraç kurumunun yüksek derecelendirme elde edebilmesi için kaynak kuruluş, sigorta şirketi ve bankanın garantisi sağlanmaktadır. Ayrıca, ödeyememe riskine karşılık rezerv fon oluşturulmaktadır. Bu bağlamda, ihraç eden kurumların kendilerine özgü yapıya sahip olmalarına ve düzenlemelere tabi tutulmalarına bağlı olarak iflastan uzaklaştıkları söylenebilmektedir (Vatansever, 2000: 263).

İhraççı için, doğrudan yatırım ve halka arz arasında bir tercih yapma durumu söz konusudur. Doğrudan yatırımda yapılan satış, halka arzdan daha hızlı ve daha

ucuzdur. Çünkü doğrudan yatırım Securities and Exchange Commission[1]'da kayda tabi değildir. Bu muafiyete konu olabilmek için, ihraççının bazı kriterleri karşılaması gerekmektedir. Doğrudan satışta yatırım bankaları aracılık yüklenimi riski taşımadığından, yatırım bankacılık ücreti kamuya arzdan daha düşüktür. Doğrudan yatırımlar nispeten likit değildir ve sadece az bir sayıda yatırımcıya satılabildiğinden küçük ihraçlarla sınırlıdır. Bu nedenle, bu yatırımda, ihraç maliyetleri düşük olduğundan, ihraççı bu şekilde satılan borç ihraçlarına faiz primi ödemektedir (Tantan, 1996: 28).

Varlık destekli menkul kıymetlerdeki yatırımcılar, menkul kıymetleştiren bankalardan aktarılan varlıklarla ilgili olarak onlardan daha iyi bilgiye sahip olmaktan kaynaklı bilgi asimetrisi ile karşı karşıya kalmaktadır. Potansiyel olumsuz seçim problemlerini azaltmak için, menkul kıymetleştirme işlemini yapan banka, dış yatırımcılara başvurma imkanı sunmaktadır (Cheng vd., 2011: 544).

2.4.6. Alacakların Tahsili ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Geri Ödenmesi

Varlığa dayalı menkul kıymetler ihraç edildikten sonra, menkul kıymetleştirilen alacaklar vadelerinde özel amaçlı kuruluş tarafından tahsil edilmekte ve yapılan tahsilatlar varlığa dayalı menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemelerinde kullanılmaktadır. Özel amaçlı kuruluşun alacakların tahsilatını yapmak için yeterli elemanı mevcut olmadığından bu hizmet, kaynak şirket veya bu iş için tayin edilmiş bir başka kuruluş tarafından yerine getirilmektedir (Doğru, 2007a: 84).

[1]**Securities and Exchange Commission (SEC/ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu):** Menkul kıymetler yasalarını uygulamak, piyasadaki istikrarı artırmak ve yatırımcıları korumak amacıyla 1934 yılında kurulmuş bir kurumdur (https://www.sec.gov/Article/whatwedo.html, Erişim Tarihi:15/11/2017).

Alacaklardan elde edilen nakit akımlarının tarihleri ile menkul kıymetlerin vadeleri zaman olarak birbirine uymayabilmektedir. Nakit tahsilat yapıldığı zaman herhangi bir ödeme zamanı gelmemişse sorun yoktur, ancak menkul kıymetin vadesi geldiğinde ödeme yapmayı sağlayacak tahsilat gerçekleştirilmemişse ya da önceki tahsilatlar yetersizse, güvence mekanizmalarına başvurma gereği doğmaktadır (Turan, 2012: 67).

Menkul kıymetlere ilişkin ödeme yapılacağı zaman, bu ödemeyi karşılayacak yeterli nakit yoksa, ödemeleri karşılamak için güvence sağlayanlara başvurularak kredi alma yoluna gidilmektedir. İhraç olunan menkul kıymetlerin tamamı itfa edildiğinde, teminat amacıyla fazladan devralınmış ancak kullanılmamış olan alacaklar varsa, bu alacaklar kaynak şirkete iade edilmektedir (Doğru, 2007a: 85).

2.5.Menkul Kıymetleştirme Yöntemleri

İhraççının hukuki yapısı, vergi konusundaki seçimi ve zorunlulukları menkul kıymetleştirme işleminde farklı yapıların oluşmasına neden olabilmektedir (Öcal, 1997: 17). Menkul kıymetleştirme işleminde başlıca üç tür menkul kıymet yapısı vardır. Bunlar; pass-throughs (ödeme aktarmalı sertifikalar), varlığa dayalı tahviller ve pay-throughs (nakit aktarmalı sertifikalar)'lardır (Tantan, 1996: 8).

Bu bölümde menkul kıymetleştirme yöntemleri detaylı bir şekilde incelenecektir. Ayrıca literatür taramasına yer verilecektir.

2.5.1. Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler (Pass-Through Securities)

İhraç edene herhangi bir borç yükümlülüğü doğurmayan ödeme aktarmalı menkul kıymetler vade, faiz oranı ve kalite bakımından birbirine benzer özellikler

taşıyan varlıklardan oluşmuş bir portföye veya başka bir deyişle alacak havuzuna dayanılarak çıkarılmış menkul kıymetlerdir (Öcal, 1997: 17).

Yatırım fonu şeklinde oluşturulan portföydeki katılma belgeleri yatırımcılara satılmaktadır. İhraç kurumu portföyü yönetmekte, faiz ve anaparayı tahsil edip hizmet komisyonunu düştükten sonra yatırımcıya yansıtmaktadır. Portföydeki varlıklar, doğrudan yatırımcıya ait olduğu için ihraç edenin bilançosunda yer almamakta ve bu nedenle ihraç edenin borç yükümlülüğü bulunmamaktadır (Vatansever, 2000: 266). Yatırımcılar, alacak havuzunun meydana getireceği nakit akımlar üzerinde, satın alacakları menkul kıymet pay oranı kadar mülkiyet hakkına sahip olup, her bir menkul kıymet, alacak havuzunun bölünmez hakkını temsil etmektedir. Dolayısıyla, İDMK(İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler)/VDMK(Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler) sahibi yatırımcılar varlık havuzu üzerinde bir alacak hakkına değil, bir katılma hakkına sahip olmaktadır. Burada varlık havuzundan elde edilecek nakit akışı doğrudan yatırımcıya aktarılmaktadır (Tüysüz, 2011: 87).

Ödeme aktarmalı sertifika şeklinde yapılandırılan varlığa dayalı menkul kıymetlerin nakit akımında borçlanıcılar tarafından yapılan anapara ve faiz ödemeleri, bir bankanın fon varlıklarını saklayan güvenilir kişi adına açtığı faizli bir hesaba yatırılmaktadır. Bu hesaba yapılan ödemeler, öncelikli olarak sertifika hamillerine aylık anapara ve faiz ödemelerini yapmak için; ikinci olarak ise hizmet veren aracı kuruma ücretini ödemek için kullanılmaktadır. Ödeme tarihinde güvenilir kişi, aylık anapara ve faiz ödemelerini yatırımcılara yapmaktadır. Kaynak kuruluş, güvenilir kişiye komisyon ve kefalet senedinin komisyonunu ödemekle yükümlüdür (Vatansever, 2000: 266).

2.5.2. Varlığa Dayalı Tahviller (VDT)

Kredi veren (kaynak) kuruluşun, varlıklara dayalı olarak menkul kıymetleri kendisinin ihraç etmesi de mümkündür. Varlığa dayalı tahvilleri (asset-backed bonds)

ve ipoteğe dayalı tahvilleri (mortgage-backed bonds) kredi veren kurum (kaynak kurum) kendisi ihraç ettiği için, bunlar onun borcu olup, bilançosunun pasifinde yer almaktadır. Zira bunların mülkiyeti kredi veren kuruma ait olup alacak havuzuna dayalı olarak ihraç edilmektedirler. Ödeme aktarmalı menkul kıymetlerden farklı olarak alacak havuzu satılmamaktadır. Bu senetler, "varlığa dayalı yükümlülükler (asset-backed obligations)" veya "varlığa dayalı tahviller (asset-backed bonds)" ya da "varlığa dayalı senetler (asset-backed notes)" olarak ifade edilmektedir (Tüysüz, 2011: 90-91).

2.5.3. Nakit Akımlı Tahviller (Pay-Through)

Pay-through yapıda, menkul kıymetlerin teminatını varlık havuzları oluşturmakta ve menkul kıymet ihracında bulunan kişinin finansal tablolarında borç olarak gösterilmektedir. Varlıklardan gelen nakit akışları, pass-through'lardaki gibi, tahvillerin hizmetinde kullanılmaktadır (Tantan, 1996: 11).

Bu yapıda kaynak (originator) kuruluş, menkul kıymetleştirilecek varlıkları (alacakları) seçmekte, daha sonra bunları SPV'ye devretmektedir. SPV'nin tek amacı, yatırımcılar lehine belirlenen alacakları elde bulundurmaktır. SPV devredilen varlıklara (alacaklara) karşılık varlığa dayalı tahvil (asset-backed notes veya asset-backed bonds) çıkarıp bunları kaynak (originator) kuruluşa ihraç etmekte ya da bu şekle alternatif olarak, menkul kıymetlerin kaynak (originator) kuruluş tarafından satışa sunulması gerekmediği durumda SPV senet veya tahvilleri doğrudan yatırımcıya ihraç etmektedir. Kredi veren kurumun (originator) elinde artık alacaklarının yerine menkul kıymetler bulunmaktadır. Bu senet veya tahviller (menkul kıymetler) kaynak kuruluş tarafından satılmak üzere yatırımcılara sunulmaktadır (Tüysüz, 2011: 90).

Nakit akımlı tahviller (pay-through), ihraç edene borç yükümlülüğü doğurmayan menkul kıymetler (pass-through)'in bazı özellikleri ile birlikte varlığa dayalı tahvillerin bazı özelliklerini bünyelerinde toplamaktadırlar. Bu tür menkul kıymetlerin özellikleri aşağıda sıralanmıştır (Öcal, 1997: 22-23):

- VDT'lerde olduğu gibi, tahvillerin dayanağını oluşturan alacakların mülkiyeti ihraççıya aittir.

- Varlıklar karşılığında ihraç edilen menkul kıymetler, tıpkı VDT'lerde olduğu gibi, ihraç edenin ya da özel amaçlı kuruluşun borcu olduğundan bilançosunun pasifinde yer almaktadır.

- Ödeme aktarmalı menkul kıymetlerde olduğu gibi, tahvillerin kaynağını oluşturan varlıkların nakit akımları tahvillerin anapara ve faizlerinin ödenmesinde kullanılmaktadır. Teminat portföyünü oluşturan alacakların nakit akımları ile tahvillerin ödenmesi farklı zamanlarda gerçekleşse bile, alacaklardan sağlanacak nakit akımlarının, tahvillerin ödemelerinin tam olarak ve zamanında yapılmasını sağlayacak şekilde yapılandırılmaktadır.

- Diğer menkul kıymetleştirme uygulamalarında mevcut olan erken ödeme riskini önlemek için pay-through yönteminde bir takım yeni yapılar geliştirilmiştir.

- Bu yöntemde teminatların vadesi ve ihracı gerçekleşen menkul kıymetlerin vadeleri birbiriyle uyumlu olmak zorunda değildir. Sadece bir alacak havuzuna bağlı olarak, farklı vadelere sahip birden çok tahvil sınıfı yaratmak mümkün olabilmektedir.

- Bu yöntemde de, ödeme aktarmalı menkul kıymetlerdekine benzer olarak, kredi veren kurum bir araya topladığı alacakları özel amaçlı kuruma satmaktadır. Özel amaçlı kurum, ya anonim şirket ya da owner trust olacak şekilde yapılandırılmaktadır.

- Özel amaçlı kurum aldığı varlıklarla desteklenmiş değişik vadeli menkul kıymet ihraç etmektedir.

- İhraç edilen menkul kıymetler bir yatırım bankası aracılığıyla yatırımcılara satılmaktadır.

Ödeme aktarmalı tahvillerin yapısı, otomobil kredileri, kredi kartı alacakları ve teminatsız tüketici kredileri gibi ipoteğe dayalı olmayan varlıklara uygun olup, buna ek olarak söz konusu tahvil yapısı, hayat sigorta poliçesi sahiplerinin borçlanmalarında özel plasmanlar şeklinde yapılandırılmıştır (Vatansever, 2000: 267).

2.6.Menkul Kıymetleştirmede Karşılaşılan Riskler

Menkul kıymetleştirme yeni ve karmaşık bir finansman tekniği olduğundan, bir takım riskleri de beraberinde getirmektedir. Bu bölümde menkul kıymetleştirme sürecinde karşılaşılan riskler detaylı bir şekilde incelenecektir. Ayrıca konu ile ilgili literatür taramasına yer verilecektir.

2.6.1. Kredi Riski

Kredi riski, borçlunun, anlaşmadaki koşulları ve yükümlülüklerini yerine getirememesidir. Bunun nedeni; borçlunun iflası, kanunlardaki ve mevzuattaki değişiklikler ve anlaşmanın yerine getirilmesini engelleyecek teknik eksiklikler ve yargı değişiklikleri olabilir (Tantan, 1996: 132).

VDMK piyasasında, VDMK'lerin dayanağı en geniş varlık türü tüketici kredileri olup, bunların geri ödenmesi de genel ekonomik duruma bağlıdır. Bazı VDMK'lerin kredi riski diğerlerine oranla fazladır. Örneğin, kredi kartı borçları, otomobil kredilerine göre daha yüksek kayıplar göstermektedir. Diğer bir ifadeyle, otomobil kredilerine dayalı VDMK'ler, kredi kartı VDMK'lerine oranla daha düşük kredi riski taşımaktadır (Tüysüz, 2011: 260).

Genel olarak, varlıkların genel başvurusu olmaksızın menkul kıymetleştirilmesine rağmen varlık satıcısı varlıkların kredi riskinin bir kısmını veya tamamını hala korumaktadır. Örneğin, menkul kıymetleştirilen varlıkların nakit akışının menkul kıymetlere hizmet etmek için yetersiz olması durumunda varlık satıcısı bir kredi sınırı (limiti) temin ederse ya da varlık satıcısı, satış sonrasında başarısız olan varlıklarını kendi kredibilitesini korumak için geri alma taahhüdünde bulunursa, bu durumda elde tutma riski oluşmaktadır (Thomas, 2001: 308).

Birikim döneminde nakit birikimi yetersiz kalırsa, toplananlar planlanan vade tarihinde tazmin edilecek ve bakiye amortismana tabi tutulacaktır. Bu risk, ya çok uzun bir birikim periyodu ile ya da bir bankanın sağladığı vade garantisi ile ya da alacakların çözülmesi ve güvenin eridiği yasal vadelere göre minimize edilmektedir (Uçarkuş, 1994: 32).

Son yıllarda büyük bankalar, kredi riskinin yönetimini iyileştirmek için kitlesel menkul kıymetleştirme yöntemleri kullanmakta ve kredilerini menkul kıymetleştiren bankaların kredi zararlarına daha fazla maruz kaldıkları ortaya çıkmaktadır. Menkul kıymetleştirme ilk olarak bankaların denetleme teşviklerinde bozulmalara ve ikinci olarak, aşırı kaldıraç nedeniyle diğer bankalarla karşılaştırıldığında daha büyük kayıplara neden olmaktadır (Cerasi ve Rochet, 2014: 20).

2.6.2. Likidite Riski

Menkul kıymetleştirmede alacaklardan yapılacak tahsilatlar ile varlığa dayalı menkul kıymetlere yapılacak ödemelerin zaman bakımından da uyumlu olması; yani, alacaklardan yapılacak tahsilatların varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerine yapılacak ödemeleri zamanında karşılaması gerekmektedir. Likidite riski, öngörülen ve programlanandan daha yüksek tutarda alacağın zamanında ödenmemesi nedeniyle alacaklardan yapılacak olan tahsilatların, aynı dönemde ihraç edilen varlığa dayalı

menkul kıymetlere yapılması gereken ödemeleri karşılayamama riskidir (Doğru, 2007a: 44).

Genel olarak, likidite riski, satılabilir bir finansal enstrümanın, hızlı bir şekilde paraya çevrilememesi ihtimalini işaret etmektedir. Menkul kıymetleştirme süreci, birçok banka varlığının pazarlanabilirliğini arttırmanın yanı sıra, bankaların defterlerinde tutulan menkul kıymet hacminde bir pazar artışı sağlamaktadır. Buradaki tehlike, bu eğilimlerin bir tür "likidite yanılsaması (likidite ilizyonu)" üretebilmesidir. Örnek olarak, bankaların aşırı likit olduklarını ima etmeleri verilebilir. Bununla birlikte, pazarlanabilir VDMK'in bir kuruma likidite kaynağı sağlayabileceği, ancak bir bütün olarak sisteme sağlayamadığı vurgulanmalıdır. Likidite talebinin yaygın olması durumunda, bu ihtiyaç ancak nakdi varlıklar veya devlet iç borçlanma senetleri ile karşılanabilmektedir. Her bireysel kurum devlet tahvillerinin paylarını azaltıp, VDMK'i satın alma yoluyla likidite sağlamaya çalışırsa, finansal sistemin likiditesi ve stres dönemlerinde esnekliği muhtemelen kötüleşecektir (Uçarkuş, 1994: 32-33).

2.6.3. Erken Ödeme Riski

Alacak havuzunda yer alan borçların vadeden önce ödenmesi sonucu anapara ve faiz ödeme yapısının bozulması durumunda oluşan riske erken ödeme riski denilmektedir. Erken ödeme yapmada faiz değişiklikleri belirleyici rol oynamakta olup, ipotekli krediler ve kredi kartı alacakları erken ödenebilen alacak türlerine örnek olarak verilebilmektedir (Vatansever, 2000: 269).

Kredi borçlusunun erken ödemesi, menkul kıymet yatırımcısının da erken ödeme ile karşılaşmasına neden olmaktadır. Erken ödeme, kredi alacaklısının sadece anaparayı almasına neden olacağından, bu durum elde edeceği faiz gelirlerinin de azalmasına yol açmaktadır. Dolayısıyla, konut ipotek kredileri ve ticari ipotek kredileri gibi uzun dönemli kredilerde, sözleşmeyle borçluya erken ödeme izni verilmesi ve bu

izin gereği erken ödemede bulunulması, yatırımcının çok fazla zarara uğramasına yol açmaktadır (Tüysüz, 2011: 257).

2.6.4. Finansal Riskler

Finansal riskler, özellikle menkul kıymetleştirilen alacakların ve varlığa dayalı menkul kıymetlerin farklı para birimlerine veya farklı faiz esasına bağlı olması durumunda ortaya çıkmaktadır. Bu durumda kurlar veya faiz oranındaki değişiklikler, alacakların tamamının tahsil edilmesine rağmen, elde edilen nakdin, varlığa dayalı menkul kıymetlere ilişkin ödemeleri karşılamada yetersiz kalmasına sebep olmaktadır (Doğru, 2007a: 45).

Böyle bir riskle karşılaşmamak için alacaklar ile varlığa dayalı menkul kıymetlerin para birimlerinin aynı olması gerekmektedir. Yani varlığa dayalı menkul kıymetler yabancı para cinsinden çıkarılacaksa, alacaklar da aynı para cinsinden olmalıdır. Örneğin, ihracatçıların döviz alacakları veya ülkeye ziyarete gelen turistlerin yabancı para cinsinden olan kredi kartı harcamalarından doğan alacaklar karşılığında yabancı para cinsinden varlığa dayalı menkul kıymet çıkarılırsa bu riskle karşılaşılmamaktadır (Doğru, 2007a: 45).

2.6.5. Faaliyet Riski

Faaliyet riski, sadece ileride doğacak alacakların menkul kıymetleştirilmesinde karşılaşılan bir risktir. İleride doğacak alacakların menkul kıymetleştirilmesinde, menkul kıymetleştirme işlemi yapıldığı sırada alacağın doğumuna sebep olan hukuki ilişki henüz kurulmamıştır. Menkul kıymetleştirme işleminin yapılmasından sonra bu ilişkinin kurulması beklenmektedir. Örneğin kredi kartlarının menkul kıymetleştirilmesinde, menkul kıymetleştirme işleminin yapıldığı ve varlığa dayalı

menkul kıymetlerin yatırımcılara satıldığı sırada henüz doğmuş bir alacak yoktur. İşlem yapıldıktan ve varlığa dayalı menkul kıymetler satıldıktan sonra kaynak şirketin müşterileri kredi kartları ile alış veriş yapmakta ve kaynak şirketin kredi kartları ile yapılan bu alışverişler neticesinde müşterilerinden alacağı doğmaktadır. Fakat bu alacağın doğması için mutlaka kaynak şirketin, menkul kıymetleştirme işleminden sonra, varlığa dayalı menkul kıymetler tamamen geriye ödeninceye kadar, kredi kartı faaliyetlerine devam etmesi gerekmektedir. Kaynak şirket, herhangi bir nedenle kredi kartı faaliyetinde bulunmaz ise menkul kıymetleştirilen alacaklar doğmayacaktır. İşte, alacakların doğması, kaynak şirketin belirli bir faaliyette bulunmaya devam etmesine bağlı olduğundan, bu riske faaliyet riski denmektedir (Doğru, 2007a: 46-47).

2.6.6. Hukuki Riskler

Menkul kıymetleştirme işleminde karşılaşılan hukuki riskler aşağıda sıralanmıştır. Bunlar (Doğru, 2007a: 47):

- Menkul kıymetleştirmedeki hukuki risklerin en önemlilerinden biri, alacağın özel amaçlı kuruluşa devrinin geçeriz olmasıdır. Bir mahkeme kararı ile alacağın devrinin hükümsüz olduğuna karar verilmesi durumunda özel amaçlı kuruluşun alacaklar üzerindeki tüm hakları sona ermekte ve alacakları tahsil etme yetkisi ortadan kalkmaktadır. Bu durumda alacaklar borçluları tarafından zamanında ödense bile varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri bu ödemelerden yararlanamayacaktır.

- Kaynak şirketin iflası durumunda, alacakların özel amaçlı kuruluşa devrinin "gerçek satış" değil, ödünç işlemi için verilen bir teminatlı kredi olarak kabul edilmesi veya alacağın devrinin icra ve iflas hukuku hükümlerine göre iptal edilmesi de menkul kıymetleştirmede karşılaşılan hukuki riskler arasında yer almaktadır.

- Özel amaçlı kuruluşun veya alacakların tahsili hizmetini veren kuruluşun iflası ve beklenmedik bir şekilde bir vergi sorununun ortaya çıkması da menkul kıymetleştirmedeki hukuku riskler arasında sayılabilmektedir.

2.6.7. Faiz Oranı Riski (Piyasa Riski)

Faiz oranı (piyasa) riski, faiz oranındaki dalgalanmalar sebebiyle bir finansal aracın piyasa değerinde bir düşüş ihtimalidir (Uçarkuş, 1994: 32). Faiz oranın düşmesi ya da yükselmesi yatırım araçlarına olan talebi etkilemektedir. Bu riskten korunabilmek amacıyla değişken oranlı menkul kıymet çeşitleri ihraç edilmektedir (Vatansever, 2000: 269).

Bir kurumun varlıklarını menkul kıymetleştirmesinin nedenlerinden biri de faiz oranı riskini yönetmektir. Bu, hem alacaklardan hem de bilançoda yer alan fonlardan kaynaklanan uyumsuzluk derecesini azaltacak ve bilançonun faize duyarlılığını kontrol altında tutacaktır. Bununla birlikte, bu uygulamanın tüm sistemin faiz riskini ortadan kaldırmadığına dikkat edilmelidir. Risk, yalnızca bu riski üstlenebilecek ve buna istekli olan diğer sektörlere veya yatırımcılara aktarılmaktadır (Uçarkuş, 1994: 32).

2.6.8. İflas Riski

İflas, yapılan yatırımı değersiz hale getirmektedir. Yatırımcının, kaynak kuruluşun iflasından etkilenmemesi için varlıklar SPV'ye gerçek satış şeklinde devretmesi gerekmektedir. İflas hukuku gereğince bu devrin gerçek bir satış olarak değerlendirilmesi halinde, SPV'nin yatırımcısı korunmaktadır. Zira bu durumda varlık havuzunda yer alan teminatlar üzerinde, kaynak kuruluşun alacakları bir hakka sahip

olamayacağından, fon yatırımcısı (VDMK/İDMK sahibi) alacağını bu varlıklardan alabilmektedir (Tüysüz, 2011: 266).

Öte yandan, iflastan etkilenme de ihtimal dahilindedir. Özellikle, hileli devirlerde bu durum ortaya çıkabilmektedir. Bu bakımdan, iflasın eşiğinde olan bir şirketin menkul kıymetleştirme yapması faydalı bir yol olmayabilir. Bu şirketin iflası durumunda, varlıkların SPV'ye devri işlemi iptal edilebilmektedir. Zira, iflas mahkemesi, SPV'ye yapılan devirlerin hileli olduğu gerekçesiyle iflas masasına dahil edilmesine karar verebilmektedir. Yatırımcı, bu çeşit risklerin olması durumunda ihraç edilen menkul kıymetleri almada isteksiz davranmaktadır (Tüysüz, 2011: 266).

2.7.Menkul Kıymetleştirmenin Yararları

Menkul kıymetleştirme, hem ihraççılara hem de yatırımcılara birçok avantaj sağlamaktadır. Orijinal menkul kıymetler için, menkul kıymetleştirme, bilanço içi kredilendirme işini, daha az sermaye yoğunluğundaki bilanço dışı bir ücret gelir akışına dönüştürerek sermaye getirisini (ROC) iyileştirmektedir (Buchanan, 2017: 667).

Bazı finansçılar, 1980'li yıllarda, henüz varlığa dayalı menkul kıymet işlemleri yeni uygulanmaya başlamışken, menkul kıymetleştirme yönteminin tüm katılımcılar için, klasik bankacılık faaliyetlerinin gereksizleşmesine neden olacak kadar yararlı olduğunu ileri sürmüşlerdir. Günümüzde, bu kadar iddialı olmasa bile, uygun koşulların oluşturulması durumunda, menkul kıymetleştirmenin tüm katılımcılara ve ekonomiye fayda sağlayacağı savunulmaktadır (Doğru, 2007a: 56).

Menkul kıymetleştirme, bu işlemden finansman sağlayan şirket, ihraç edilen menkul kıymetleri satın alan yatırımcılar ve genel ülke ekonomisi olmak üzere mikro ölçekten makro ölçeğe kadar farklı faydalar sağlamaktadır (Turan, 2012: 18). Bu

bölümde menkul kıymetleştirme işleminin yararları detaylı olarak incelenecektir. Ayrıca literatür taramasına yer verilecektir.

2.7.1. Kredi Veren Kuruma Sağladığı Yararlar

Menkul kıymetleştirme için ekonomik yararlar ve maliyetler bulunmaktadır. Her şeyden önce, menkul kıymetleştirme, bankaların bilançonun üzerindeki riski değiştirmelerine ve yeni borç verme için sermayeyi serbest bırakmalarına olanak tanımaktadır. Menkul kıymetleştirme, bankaların daha kapsamlı bir havuz oluşturmalarını sağlayan önemli bir risk yönetimi aracıdır. Menkul kıymetleştirme ayrıca, bankaların kendilerini şok finansmanından daha iyi izole etmelerine, böylelikle kredi uzantısını stabilize etmelerine olanak tanımaktadır (Bertay vd., 2017: 225-226).

Kredi veren kurum açısından menkul kıymetleştirmenin faydaları aşağıda sıralanmıştır (Öcal, 1997: 27-31):

- Menkul kıymetleştirme olayı ihraççının bilançosundan hesaplanan oranların (varlık getirisi, öz sermaye getirisi gibi) iyileştirilmesini sağlamaktadır. Oranlardaki iyileşme sonucu olarak kredi veren kurum daha kolay ve ucuz koşullarda borçlanabilmektedir.

- Geleneksel borçla finansman yönteminde, öz sermaye ile yükümlülükler arasında eşitlik veya belli bir oran gerekirken, satış şeklinde gerçekleşen bir varlığa dayalı menkul kıymet ihracında öz sermaye gerekmektedir. Varlığa dayalı menkul kıymet ihracı yoluyla sermaye maliyetinde azalma sağlayabilmek için varlığa dayalı menkul kıymetlerin maliyetinin başabaş noktasındaki özkaynak maliyetinden daha az olması gerekmektedir.

- Menkul kıymetleştirme likit olmayan varlıkların likit hale dönüşmesine olanak tanımakta ve ihraççının geleneksel menkul kıymetlerini almaya istekli

olmayan yeni yatırımcılara ulaşılmasına olanak sağlanmaktadır. Böylelikle, birçok ihraççı için yeni fon kaynağı doğmaktadır.

- Varlığa dayalı menkul kıymetler satıcının varlık ve likidite uyumunu iyileştirmektedir. Çünkü varlığa dayalı menkul kıymetlere yapılan ödemeler, dayanağı oluşturan varlıklardan elde edilmektedir.

- Varlıkların bilançoda tutulmasından doğabilecek olan faiz oranı riski oradan kalkmaktadır.

- Bilanço rakamları büyütülmeden daha fazla işlem yapma olanağı sağlandığından ölçek ekonomilerinden yararlanılmaktadır.

- Rücu imkanını saymazsak, ihraççı risksiz ücret kazancı elde etmektedir.

- Geleneksel borçlanma yöntemlerine göre daha ucuza fon temin edilebilmektedir. Çünkü menkul kıymetleştirmenin maliyeti süreçte yer alanlar arasında dağıtılmaktadır.

- Geleneksel yöntemde kredi veren kurum bu kredileri finanse etmek için dış kaynaklı fonlardan da yararlanmaktadır. Ancak bu fonların temininde taraflarla yapılan anlaşmaların getirdiği bir takım şartlara uymak zorundadır. Bu da mali kurumun yönetim kararlarına bazı sınırlamalar getirmektedir. Menkul kıymetleştirmede bu gibi şartlar bulunmadığından, kredi veren kurum yönetim açısından klasik yöntemlere kıyasla daha fazla serbest olabilmektedir.

Varlık menkul kıymetleştirmesi kredi veren kurumun özellikle uzun vadeli ipotek kredilerinde aktifleri (kredileri) ve pasifleri (mevduat hesapları) arasındaki vade uyumunu sağlamaktadır. Menkul kıymetleştirme bankanın bilançosundan kredilerini çıkarmak suretiyle bankanın elinde bulundurmak zorunda olduğu sermaye ihtiyaçlarını da en aza indirmektedir. Böylece bankanın daha çok miktarda kredi verme ve yatırım

yapma olanağı doğmaktadır. Menkul kıymetleştirme yapan bankalar için sermaye ihtiyacının azaltılması daha fazla kredi tahsisinin önünü açmaktadır. Aktif menkul kıymetleştirmesinin diğer bir doğrudan yararı finansal aktiflerin nakde dönüştürülmesi yoluyla bilançonun likiditesinin yükseltilmesidir (Erdönmez, 2006: 78).

Göndericilere diğer avantajlar şunları içermektedir (Buchanan, 2017: 667): Sermayeyi artırma kabiliyetine ilişkin ihraççıya özgü kısıtlamalar asgariye indirilmekte; likit olmayan varlıklar nakit hale gelmekte; açıklama yapılmaksızın sermaye arttırılmakta; işletme işlemleri ile ilgili hassas bilgiler daha gizli tutulabilmekte; firmanın kazançları ve üçüncü şahıslara transfer riskini artmaktadır.

Menkul kıymetleştirme işlemi kaynak şirketin dört hedefe ulaşabilmesinde önemli rol oynamaktadır. Bunlar (Telpner, 2003: 2):

- İlgili mali varlıklar ve ilgili borçlar (finansman maliyetlerinin) satıcının bilançosundan kaldırılmakta,

- Kaynak şirketin olası iflas riskinden varlıkların izole edilmesi sonucunda alternatif finansman yöntemleri yoluyla elde edilenden daha düşük maliyetle finansman sağlanmakta,

- Kaynak şirketin likiditesi iyileştirilmekte (kaynak şirket müşterisine mevcut yatırımcıların kapsamını genişletmek de dahil olmak üzere) ve

- Varlıkların ve borçların vadeleri eşlemektedir.

2.7.2. Yatırımcılara Sağladığı Yararlar

Menkul kıymetleştirmenin yatırımcılara en önemli yararı yatırım araçlarının çeşitlenmesidir (Öcal, 1997: 31). Menkul kıymetleştirmenin yatırımcılara faydaları aşağıda daha detaylı sıralanacak olup, bunlar (Turan, 2012: 22):

- Varlığa dayalı menkul kıymetler alacaklarla teminat altına alınmış olmaları nedeniyle daha düşük kredi riski taşımalarına karşın geleneksel araçlara göre yüksek getirilidirler.

- Yatırım araçları çeşitlenmektedir.

- Varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri kaynak şirketin iflasından etkilenmemektedirler (özel amaçlı kuruluş ise zaten iflas etmeyecek bir yapıda kurulmaktadır).

- Çok sayıda alacağın bir araya geldiği alacak havuzunun teminat oluşturduğu bir menkul kıymeti satın almakla, kendi imkanlarıyla daha pahalıya yapabilecekleri bir farklılaştırmayı tek menkul kıymette satın alabilmektedirler.

Özet olarak, yatırımcılara sağlanan faydalar arasında verim, risk ve olgunluğun geniş bir kombinasyonu; özel yatırım kaynakları; portföy çeşitlendirmesi ve potansiyel olarak daha yüksek getiri sayılabilmektedir (Buchanan, 2017: 667).

2.7.3. Kredi Borçlularına Sağladığı Yararlar

Menkul kıymetleştirmenin kredi borçlularına olan faydası uzun dönemde meydana gelmektedir. Menkul kıymetleştirme işlemi yapan kuruluş bunu devamlı hale

getirdiğinde daimi olarak kredi vermesi gerekecektir. Böylelikle kredi veren kurumlar arasındaki rekabet artacak ve kredi maliyetleri azalacaktır. Bununla birlikte kredi talep eden kişiler daha az maliyetle bu taleplerini karşılayabilecektir. Menkul kıymetleştirme yoluyla kredi veren kurumun fon sağlama imkanı arttığından, daha geniş bir kesimin fon ihtiyacının karşılanması mümkün olabilmekte ve küçük işletmelerin de kredi almaları kolaylaşmaktadır (Öcal, 1997: 31).

Menkul kıymetleştirme ucuz fon temin edebilme imkanı sağlamaktadır. VDMK'ler varlıkların kalitesine göre derece aldıklarından, düşük dereceli firmalar (kurumlar) için ucuz kaynak temini yaratmaktadır. Aynı zamanda faiz oranı, döviz, mal ve fiyat risklerinden korunmayı sağlamaktadır. Geleneksel kredi sürecinde getirilen firmanın hareket özgürlüğünü ve yönetimini sınırlayan kısıtlamalar ve kurallar menkul kıymetleştirmede olmadığından firmaya idari özgürlük sağlamaktadır (Tantan, 1996: 138).

Özetle, menkul kıymetleştirmenin müşterilere ve borçlulara sağladığı faydaları aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür (Erdönmez, 2006: 78):

- Düşük fon maliyeti sağlamak,
- Kredi formlarının seçimlerini arttırmak,
- Düzenli fon imkanı yaratmaktır.

2.7.4. Yatırım Bankalarına Sağladığı Yararlar

Menkul kıymetleştirme işlemlerinin yatırım bankalarına sağladığı faydaları şu şekilde sıralamak mümkündür (Erdönmez, 2006: 78):

- Yeni üretim yöntemleri sağlanmaktadır.

- Ücret ile kredi tahsisinde bulunan kurumların düzenli nakit akışları olmaktadır.

- Ticaret hacimleri ile karları artmaktadır.

- Yenilikler için olanaklar artmakta ve piyasa genişlemektedir.

2.7.5. Genel Olarak Ekonomiye Sağladığı Yararlar

Menkul kıymetleştirmenin genel ekonomiye olan doğrudan katkılarını, kaynak şirkete ve yatırımcılara sağladığı faydalara kıyasla, net bir şekilde belirtmek ya da değerlendirmek zordur. Ancak menkul kıymetleştirmenin kaynak şirkete ve yatırımcılara sağladığı doğrudan faydaların genel ekonomiye dolaylı ve göreceli yansımalarından bahsedilebilinmektedir (Turan, 2012: 22).

Menkul kıymet ihracına dayalı mali sistemler, fon sunanlarla fon talep edenleri doğrudan karşı karşıya getirdikleri için, klasik anlamdaki mali aracılığın ortadan kalkmasına neden olmaktadır. Bunun sonucunda, hem fon sunanlar, hem de fon talep edenler için finansal aracılık maliyeti elimine edilmektedir. Menkul kıymetleştirme ile banka kredilerinden doğan alacakların ikincil piyasalarda tedavül gören menkul kıymetlere dönüşmesi ve menkul kıymetleştirme neticesinde elde edilen fonların bankaların bilançosunda borç olarak görünmemesi kredi hacmini arttırırken, maliyetleri düşürmekte ve verimliliğin artmasına neden olabilmektedir (Doğru, 2007a: 62).

Menkul kıymetleştirme işlemi ile, ekonomi fon sağlanabilecek farklı kaynaklarla tanışmaktadır. Fon kaynaklarının farklılaşması rekabetin artmasına ve böylece daha verimli bir finansal sisteme neden olmaktadır. Menkul kıymetleştirme sayesinde, daha önce likit olmayan varlıkların nakde dönüştürülmesi ile paranın çevrimi artmakta ve kaynaklar yeniden ekonomiye kazandırılmaktadır (Doğru, 2007a:

62). Türev finansal araçlar kullanan bankalar ve risk yönetiminde kredi menkul kıymetleştirmesi yapan bankalar, kriz öncesinde gerçek riske maruz kaldıklarından hisse senedi getirilerini arttırmaktadırlar (Trapp ve Weiß, 2016: 200).

2.8.Menkul Kıymetleştirmenin Sakıncaları

2008 yılında ABD'de riskli konut kredilerinde yaşanan problemler aktife dayalı menkul kıymetlerin işlem gördüğü piyasalara yansımış ve bu araçların teminat gösterildiği repo piyasalarından fon temininde zorluklar yaşanmaya başlanmıştır. Bu menkul kıymetleri bilançolarında bulunduran finansal kurumlar zarara uğramış, bu araçları teminat göstererek piyasadan fon temin etme sıkıntısı yaşamış ve teminat olarak kullanılan bu menkul kıymetlere yönelik acil satışlar gerçekleşerek değer kayıpları artmıştır (TCMB Finansal İstikrar Raporu, 2013: 149).

Menkul kıymetleştirmeyi, sadece faydalı yönlerini öne çıkararak kusursuz bir yöntem gibi lanse etmek doğru olmamaktadır. Gerçekten dünyada yaşanan son ekonomik kriz, menkul kıymetleştirmenin, bazı temel prensipleri ihmal edilerek uygulandığında vahim sonuçlar doğurabildiğini, bu bakımdan bir takım risk ve sakıncalar içerdiğini gösteren çarpıcı bir örnektir. Bu sakıncalar bağlamında menkul kıymetleştirmeye karşı ileri sürülen temel eleştiri, bu yolla finansman sağlayan şirketin değerli aktif kalemlerini bilanço dışına çıkardığı, bu işlemden en çok şirketin iflası halinde şirket alacaklarının etkilendiği, bir anlamda bu şekilde menkul kıymetleştirmeden sağlanan faydaların bedelinin üçüncü kişilere ödetildiğidir (Turan, 2012: 23).

Bu bölümde menkul kıymetleştirme işleminin kredi veren kurumlar, yatırımcılar ve genel olarak finansal sistem yönünden sakıncaları incelenmekte olup, ayrıca literatür taramasına yer verilecektir.

2.8.1. Kredi Veren Kurum Açısından

Kredi veren kuruma rücu imkanıyla yapılan ihraçlar, kredi veren kurumun bir takım yükümlülüklerle karşı karşıya kalmasına neden olmaktadır. Yine kredi veren kuruma rücu imkanı bulunmayan ihraçlarda bile, kredi veren kurum, hiçbir yasal zorunluluğu olmadığı halde, piyasadaki itibarını korumak için problem yaratan kredileri geri almak zorunda kalabilmektedir (Öcal, 1997: 32). Ayrıca, kaynak şirkete ait bir kısım varlık kalemleri bilanço dışına alındığı için, sağlıklı finansal raporlamayı engelleyebilmektedir (Turan, 2012: 28).

2.8.2. Yatırımcılar Açısından

Yatırımcılar için, dayanağı meydana getiren varlıklara yönelik ödemelerin borçluları tarafından yerine getirilmemesi ya da geç ödenmesi bir risk unsurudur. Yine süreçte yer alan kuruluşların yükümlülüklerini yerine getirmemeleri de risk olarak ortaya çıkabilmektedir. Menkul kıymetlerin dayanağını oluşturan varlıkların değerlendirilmesi de yatırımcılar için ayrı bir güçlük olarak ortaya çıkmaktadır (Öcal, 1997: 32).

Geniş bir alacaklar portföyüne sahip şirketin, en iyi alacaklarını menkul kıymetleştirerek, kasıtlı olarak portföyünün ya da aktiflerinin kalitesini düşürebilmesi ya da tam tersi yatırımcılar zararına sadece kötü alacaklarını menkul kıymetleştirebilmesi de yatırımcılar açısından önemli bir risktir (Turan, 2012: 28).

Yatırımcılar için diğer bir risk ise erken ödeme riskidir. Pass-through bir yapıda, borçlular, borçlarını erken ödeyerek yatırımcıların ellerinde bulunan menkul kıymetleri vadelerinden önce bir tarihte itfa edebilmektedir. Ayrıca bu sırada piyasadaki faiz oranları düşen bir seyir izliyorsa yatırımcılar ellerindeki fonları daha düşük kazanca razı olarak yatırmak zorunda kalabilmektedirler (Öcal, 1997: 32).

2.8.3. Finansal Sistem Açısından

İhraççı kurumun, kendisine rücu imkanının bulunmadığı ihraçlarda, kaliteli alacaklarını bünyesinde bırakarak çürük alacaklarını menkul kıymetleştirmede kullanması finansal sistem açısından en önemli risk olarak karşımıza çıkmaktadır. Ancak, bu uzun vadede ihraççı firmaya zarar verecektir. Ayrıca, güvence mekanizmaları ile bu riskin önüne geçilmeye çalışılmaktadır. İkinci bir risk de, ihraççı kurumun alacaklarını satarak onları izlemekten tamamen vazgeçmesidir. Bunu önlemek için de, izleme sorumluluğunun süreçte yer alan diğer taraflara verilmesi ya da ihraççı kuruma alacakların gelirinden pay verilmek suretiyle bu işlemi yapmaya devam etmesinin sağlanması gerekmektedir (Öcal, 1997: 32-33).

Bununla birlikte; menkul kıymetleştirme, bankaların fazla risk edinmesini sağlayarak finansal sistemin istikrarını bozabilmektedir (Kara vd., 2016: 109). Stres dönemlerinde, menkul kıymetleştirmeye güvenmek ilave likidite veya sermaye kısıtlamaları ile kredi temin etme isteklerini azaltabilmektedir (Carbo-Valverde vd., 2015: 37).

Menkul kıymetleştirmenin yoğun olarak kullanıldığı bir piyasada kredi kalitesini arttırmaya yönelik motivasyonların azalması, hileli işlemlere teşvik edebilmesi, kredi piyasalarında uygulanan gözetim ve denetim faaliyetlerinin etkinliğinin azalması ve bazı ekonomik parametreleri kontrol etme, devletin imkanlarını azaltması da bu işlemin sakıncaları arasında sayılmaktadır (Turan, 2012: 28).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

AKTİFE DAYALI MENKUL KIYMETLER VE AKTİFE DAYALI MENKUL KIYMETLERİN TÜRKİYE VE DÜNYA UYGULAMALARI

Üçüncü bölümde yeni bir finansal araç olan aktif varlığa dayalı menkul kıymetlerin genel tanımı yapılarak, aktife dayalı menkul kıymetlerin Türkiye ve dünyadaki gelişimi ve uygulama yöntemleri ülke bazlı incelenecektir. Ayrıca literatür taramasına yer verilecektir.

3.1. Türkiye'de Aktife Dayalı Menkul Kıymetlerin Gelişimi ve Uygulaması

Aktif varlığa dayalı menkul kıymet uygulaması yeni bir finansman tekniği olmakla birlikte, kredi veren kurumların bilançolarında bulunan varlıklarının ikincil piyasalarda satılabilir menkul kıymetlere dönüştürülmesi süreci olarak tanımlanmaktadır (Vatansever, 2000: 272). Bu bölümde aktife dayalı menkul kıymet tanımı, Türkiye'de aktife dayalı menkul kıymetleştirmeye ait yasal düzenlemeler, aktife dayalı menkul kıymetleştirmede kullanılan varlık türleri ve bu varlıkların ihracı incelenecek olup, ayrıca literatür taramasına yer verilecektir.

3.1.1. Aktife Dayalı Menkul Kıymetler (Asset-Backed Securities)

Menkul kıymetleştirme bilançonun aktifinde yer alan varlıklardan sağlanacak kazançlara bağlı olarak menkul kıymet ihracının gerçekleşmesi işlemidir. 1970'li yıllarda ABD'de ipotekli konut kredisi alacaklarının menkul kıymetleştirilerek borsada ihracının gerçekleşmesi ile birlikte hızlanan menkul kıymetleştirme işlemleri, son

yıllarda tüm dünyada yoğun olarak yararlanılan bir risk yönetim aracı ve yeni bir finansman şekli olarak karşımıza çıkmaktadır (Coşkun, Y., 2010: 24).

Geniş ifade ile menkul kıymetleştirme, fon transferinin geleneksel para piyasaları yerine sermaye piyasaları aracılığıyla menkul kıymet ihracının gerçekleştirilmesidir. Böylelikle global finans sistemi dolaylı finansman yönteminden doğrudan finansmana yönelmektedir. Dar tanımlama ile menkul kıymetleştirme ise, varlığa dayalı menkul kıymet işlemlerini anlatmaktadır (Vatansever, 2000: 260).

Menkul kıymetleştirme işleminde, birden fazla tüketici kredisi ya da başka kaynaklardan doğan alacaklar bir araya getirilmekte ve bir havuz oluşturulmaktadır. Sonrasında bu havuzdaki alacaklar menkul kıymetlere dönüştürülerek yatırımcılara satılmaktadır. Böylece likit olmayan çok sayıda, küçük tutarlardaki alacaklar, likit ya da ikincil piyasada dolaşımı mümkün olan menkul kıymetlere dönüşmektedir. Menkul kıymetleştirme sonucunda ihracı gerçekleşen menkul kıymetler, varlığa dayalı menkul kıymetler (asset-backed securities) olarak ifade edilmektedir. Bunun nedeni, bu menkul kıymete dair anapara ve faiz ödemelerinin, menkul kıymetleştirilen varlıklardan sağlanan nakit akımı ile yapılıyor olmasıdır (Doğru, 2007a: 3-4).

Menkul kıymetleştirme teminatlandırılmış kredi işleminden ya da aktife dayalı menkul kıymetlerden veya üçüncü kişilere ihraç edilen diğer finansal alacaklardan farklılık göstermektedir. Menkul kıymetleştirmenin ana unsuru iyi aktiflerin bir şirket ve finansal kurumun bilançosundan ayrılarak, yatırım yapanlara yüksek kalitedeki menkul kıymetlere dayanan aktiflerin kullandırılmasını sağlamaktır. Kurumlar için menkul kıymetleştirme, finansmanın yeni ve ucuz bir şeklidir. Etkin kredi programları olup da sermaye kısıtı yaşayan finansal kuruluşlar için menkul kıymetleştirme, aktiflerin bilançodan çıkarılması ve sermayenin daha çok kredi tahsisi için serbest bırakılmasını ifade etmektedir. Aktif menkul kıymetleştirme, alternatif bir fonlama kaynağı olabilmekte ve menkul kıymetler işlem hacmi geniş ve yüksek kredi derecesine

sahip likit ürün olduklarından, ikincil piyasalarda aktif olarak alınıp satılabilmektedir (Erdönmez, 2006: 75-76).

Varlığa dayalı menkul kıymet türleri içinde en önemli ayrım, menkul kıymetleştirilen alacakların bir taşınmaz rehini (ipotek veya mortgage) ile teminat altına alınıp alınmadığına göre yapılmaktadır. Menkul kıymetleştirilen alacaklar ipotek ile teminat altına alınmış ise bu alacakların menkul kıymetleştirilmesi neticesinde ihraç edilen menkul kıymetler "ipoteğe dayalı menkul kıymetler" (mortgage-backed securities) ismini alırken, bunun dışında olan ve ipotek güvencesi taşımayan diğer her türlü alacak karşılığında çıkarılan menkul kıymetler ise "varlığa dayalı menkul kıymetler" (asset-backed securities) ismini almaktadır (Doğru, 2007a: 7).

3.1.2. Türkiye'de Aktife Dayalı Menkul Kıymetleştirmeye İlişkin Yasal Düzenlemeler

Büyük bir finansal yenilik olarak uygulanmaya başlayan menkul kıymetleştirme 1970'li yıllarda Amerika'da ipoteğe dayalı menkul kıymetler ihracı şeklinde gerçekleşmiş ve Türkiye'de de pek vakit kaybetmeden uygulanmaya başlanmıştır (Doğru, 2007b: 45).

Günümüzde menkul kıymetleştirme uygulamalarına olan ilgi hızlı bir artış göstermiştir. 1980'li yıllarda ülkemizde yaşanan ekonomik gelişmelerle birlikte yeni finansal araçlar kullanılmaya başlanmış ve bu yeniliklere yönelik olarak kanuni düzenlemeler gerçekleştirilmiştir (Hepşen, 2005: 15). Bu yeniliklerin en önemlilerinden biri, "Menkul Kıymetleştirme" ve bu yöntem sonucunda oluşturulan "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler" dir (Ceylan ve Korkmaz, 2000: 340). Ülkemizde menkul kıymetleştirme ile ilgili yapılan yasal düzenlemeler aşağıdaki bölümde detaylı olarak incelenecek olup, ayrıca literatür taramasına yer verilecektir.

3.1.2.1. 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanunun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 sayılı KHK'nin Bazı Maddelerin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun

Ülkemizde, menkul kıymetleştirme işlemleri, varlığa dayalı menkul kıymet ihracı şeklinde düzenlenmiş ve ilk düzenleme 13/05/1992 tarih ve 21227 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren, 29/04/1992 tarih ve 3794 sayılı "Sermaye Piyasası Kanunu'nda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanunun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 sayılı KHK'nin Bazı Maddelerin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun" ile gerçekleştirilmiştir (Ceylan ve Korkmaz, 2000: 340). Bu kanun ile varlığa dayalı menkul kıymet ihraçları uygulanmaya başlanmıştır.

3.1.2.2. Seri:III No:14 sayılı "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği

Aktifleri likit hale dönüştürerek riskleri bilanço dışına çıkaran varlığa dayalı menkul kıymetler, disponibilite ve munzam karşılık ayırmayı gerektirmemeleri nedeniyle bankaların yoğun ilgisiyle karşı karşıya gelmiştir (Vatansever, 2000: 271-272). Bununla birlikte, kanun hükmünde genel çerçevesi ifade edilen varlığa dayalı menkul kıymetlerin ihraç koşullarını düzenlemek amacıyla SPK'nca 31/07/1992 tarihinde Seri:III No:14 sayılı "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği" çıkarılmış ve ülkemizde varlığa dayalı menkul kıymetleştirme işlemleri uygulanmaya başlanmıştır (Turan, 2012: 99).

Fakat, ülkemizde varlığa dayalı menkul kıymetler çeşitli sebepler nedeniyle tutunamamışlardır. 05.04.1994 tarih ve 21896 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan T.C. Merkez Bankası'nın 4 sıra numaralı "Umumi. Disponibilite Hakkında Tebliği" ve 94/3 sayılı "Mevduat Munzam Karşılıkları Hakkındaki Tebliği" ile mevduat ve varlığa dayalı menkul kıymet arasındaki munzam karşılık ve disponibilite yükü farkı ortadan kaldırılmış; ayrıca, 1995 yılında Sermaye Piyasası Kurulu'nun mevcut tebliğine eklenen geçici madde ile birlikte, tüketici kredilerine dayalı menkul kıymet ihraçlarının kayda alınması Kurul'un öngöreceği tarihe kadar durdurulmuştur. Alınan bu kararlara ilaveten ülkemizde yaşanan yüksek faiz seviyeleri, bankaların alternatif kaynaklar oluşturmak üzere varlığa dayalı menkul kıymet ihraçlarına yönelmeleri yerine, devletin çıkardığı yatırım araçlarına yönelmelerine sebep olmuştur (Hepşen, 2005: 15).

VDMK ihraçları Seri:III No.14 Tebliği'nin yayımlanmasından sonra başlamışsa da, kısaltmasının okunuşundan dolayı "vıdımık" olarak ifade edilen bu menkul kıymetlerin, Amerika'daki asılları olan "asset-backed securities" ile ilgisinin bulunmamaktadır. 1990'lı yıllarda VDMK, bir süre ucuz mevduat olarak aslı ile alakasız şekilde bankalarca tarafından kullanılmış, sonrasında ise bu menkul kıymetlerin ihracı tamamen durmuştur (Doğru, 2007b: 45-46).

3.1.2.3. 28877 Sayılı Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği (III-58.1)

Menkul kıymetleştirme işlemlerine yönelik olarak yapılan Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği, varlığa dayalı menkul kıymetler ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin nitelik ve varlık finansmanı ve konut finansmanı fonlarının kuruluş ve faaliyet esaslarını belirlemek üzere 09/01/2014 tarihinde Resmi Gazetede yayımlanmıştır. Varlığa ve ipoteğe dayalı menkul kıymet (VİDMK) uygulamalarında son derece önemli bir düzenleme olan bu tebliğe, araştırmanın ilerleyen bölümlerinde daha detaylı yer verilecektir.

3.1.2.4. 6741 Sayılı Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun

Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi sermaye piyasalarında araç çeşitliliğine ve derinliğine katkıda bulunmak, yurtiçinde bulunan kamuya ait varlıkları finansal sisteme kazandırmak, dış kaynak sağlamak, stratejik, büyük montanlı yatırımlara katılabilmek amacıyla Türkiye Varlık Fonu ve bu fona bağlı alt fonları kurmak ve yönetmek üzere, 6741 Sayılı Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun ile kurulmuştur (http://turkiyevarlikfonu.com.tr/Upload/Kanun.pdf, Erişim Tarihi: 23/06/2017).

Bu bölümde, menkul kıymetleştirme işlemlerinde önemli bir yere sahip olan Ulusal Varlık Fonlarının tanımı, gelişimi, ekonomiye etkileri ile Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş. ve Ulusal Varlık Fonlarında örnek ülke uygulamaları incelenecektir. Ayrıca literatür taramasına yer verilecektir.

3.1.2.3.1. Ulusal Varlık Fonları (Sovereign Wealth Fund-SWF)

SWF'ler ulusal hükümetlerin elinde olan ve onlar tarafından yönetilen yatırım fonları olup, 1950'li yıllarda petrol ve kaynak üreten ülkelerin dalgalı emtia fiyatlarına karşı ekonomik istikrarlarını sağlamaya yardımcı olmak ve gelecek kuşaklara gelir kaynağı sağlamak amacıyla oluşmuş ve günümüzde sayıları önemli ölçüde artmıştır. SWF'ler, farklı hedeflere hizmet etmek için oluşturulabilmektedirler. Bu hedefler (Weiss, 2008: 1):

- Ulusal varlıkları çeşitlendirmek,
- Ulusal ekonomiyi istikrarsız emtia fiyatlarına karşı istikrara kavuşturmak,
- Gelecek nesillere kaynak sağlamak,

- Geleneksel döviz rezervlerine göre daha iyi bir yatırım getirisi elde etmek,
- Siyasi ve stratejik çıkarları teşvik etmektir.

SWF'lerin genel kabul gören bir tanımı bulunmamakla birlikte SWF'lerin dört temel özelliğinden bahsederek bu kavramın anlaşılmasını sağlamak mümkün olmaktadır. Bu bağlamda (Aykın, 2017: 2-3);

- SWF'lerin mülkiyeti devlete aittir.

- SWF'ler agresif yatırım politikalarının uygulanmasına uygun yapıdadırlar. Çünkü aktiflerindeki varlıklarına karşı yükümlülükleri bulunmamaktadır. Bu da geleneksel fonlara göre daha yüksek risk toleransına sahip olmalarına neden olmaktadır.

- SWF'ler yatırım alanları ve amaçları yönünden resmi döviz rezervlerinin değerlendirilme yöntemlerine oranla farklılıklar arz etmektedirler.

- SWF'lerin tamamı veya önemli bir bölümü yabancı ülkelere ait varlıkların ya da şirketlerin satın alınmasında değerlendirilmektedir.

SWF'ler sermaye kaynağı açısından emtia ve emtia dışı olarak ikiye ayrılmaktadır. Emtia gelirlerine bağlı olan SWF'ler başta petrol ve doğalgaz olmak üzere ihracat gelirlerinin bir kısmının bir havuzda toplanmasıyla oluşturulmaktadır. Bunun yanında hidrokarbon gelirleri ile diğer maden ve doğal kaynaklardan elde edilen gelirlerle oluşturulmuş Ulusal Varlık Fonları da bulunmaktadır (Yalçıner ve Sürekli, 2016: 2). Ayrıca Şili'de bakır, Kribati Cumhuriyeti'nde fosfat gibi diğer doğal kaynaklardan elde edilen gelirlerle oluşturulmuş SWF'ler de bulunmaktadır. Yüksek bütçe veya cari işlemler fazlası ile özelleştirme gelirleri gibi kaynaklar kullanılarak oluşturulan SWF'ler ise emtia dışı emtia dışı SWF olarak adlandırılmaktadır (Aykın, 2017: 3). SWF'ler kurucu ülkeler tarafından farklı sebeplerle oluşturulmakta olup, bu

fonları amaçları açısından IMF beş alt başlığa ayırmaktadır. Bunlar (Akbulak, S. ve Akbulak, Y., 2008: 239):

- **İstikrar Fonları (Stabilization Funds):** Bu fonlar, başta petrol gibi doğal kaynaklar olmak üzere, temel ürünlerin fiyatlarındaki veya bunlardan elde edilen gelirlerdeki dalgalanmalardan korunmayı amaçlamaktadır.

- **Tasarruf Fonları (Saving Funds):** Bu fonlar, sahip olunan doğal kaynaklar gibi yenilenmesi imkansız olan varlıkların, çeşitlendirilmiş varlıklardan meydana gelen bir portföye dönüştürülmesi ile bugünün refah seviyesinin gelecek nesillere aktarılabilmesini amaçlamaktadır.

- **Rezerv Yatırım Şirketleri (Reserve Investment Corporations):** Bu fonların amacı, ülkenin rezerv varlıklarının çeşitli yatırımlarda değerlendirilerek karlılığın arttırılması, bütçe fazlası verilen dönemlerde yapılan yatırımların getirileri ile bütçe açığı verilen dönemlerin kompanse edilebilmesidir.

- **Kalkınma Fonları (Development Funds):** Bu fonlar, ülke ekonomisinin büyümesine yarar sağlayacak sosyoekonomik projeler ile sanayileşme politikalarının finansmanını sağlamak amacıyla kurulmaktadır.

- **Emeklilik Rezerv Fonları (Pension Reserve Funds):** Bu fonlar, devlet bütçesinde, beklenmedik dönemde ve belirsiz boyutta oluşabilecek emekliliklerden kaynaklanabilecek ödeme yüklerine karşı ihtiyati rezerv kaynak oluşturmak amacıyla kurulmaktadırlar.

3.1.2.3.2. Ulusal Varlık Fonlarının Gelişimi

Ulusal Varlık Fonları, döviz varlıklarını ve bu varlıkları ayrı ayrı yöneten para otoritelerinin resmi rezervleri tarafından finanse edilen devlet yatırım aracıdır (Weiss,

2008: 5). Dünyadaki ilk SWF uygulaması 1854 yılında Teksas'ta kurulan ve sermaye kaynağı kamuya ait taşınmazlardan oluşan Texas Permanent School Fonu'dur. Söz konusu uygulamanın ardından, 1953 yılında hayata geçirilen ulusal refah fonu olan ve sermayesi hidrokarbon gelirlerine dayanan Kuveyt Yatırım Otoritesi dünyada faaliyete başlayan modern anlamdaki ilk SWF'dir. SWF'ler; ağırlıklı olarak diğer ülkelerin varlıklarına yatırım yapan, kamu sahipliğinde ya da kontrolünde olan finansal varlıklar bütünü; yükümlülükleri sınırlı ya da hiç olmayan, yüksek risk toleransına sahip, uzun vadeli yatırımcılar şeklinde tanımlanabilmektedir (Yalçıner ve Sürekli, 2016: 2).

Tablo 3.1: Varlık Büyüklüklerine Göre İlk 10 Ulusal Varlık Fonu

ÜLKE	ULUSAL VARLIK FONU ADI	VARLIK (Milyar $)	KURULUŞ TARİHİ	KAYNAK
Norveç	Government Pension Fund-Global	954,07	1990	Petrol
Birleşik Arap Emirlikleri-Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	828	1976	Petrol
Çin	China Investment Corporation	813,8	2007	Emtia Dışı
Kuveyt	Kuwait Investment Authority	524	1953	Petrol
Suudi Arabistan	SAMA Foreign Holdings	514	1952	Petrol
Çin-Hong Kong	Hong-Kong Monetary Authority Investment Portfolio	456,6	1993	Emtia Dışı
Çin	SAFE Investment Company	441	1997	Emtia Dışı
Singapur	Government of Singapore Investment Corporation	359	1981	Emtia Dışı
Katar	Qatar Investment Authority	320	2005	Petrol ve Gaz
Çin	National Social Security Fund	295	2000	Emtia Dışı

Kaynak: https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/, (Erişim Tarihi: 21/09/2017).

SWF'ler 2000'li yıllarda yaygınlık kazanmaya başlamıştır. Günümüzde faaliyet gösteren SWF'lere bakıldığında 79 adet SWF'nin 27'sinin 2000 yılından önceki dönemde kurulduğu, 2000-2016 döneminde kurulan SWF'lerin sayısının ise 52 olduğu görülmektedir. Dünya genelinde faaliyet gösteren Ulusal Varlık Fonlarının güncel varlık büyüklükleri toplamı ise, 7,416.90 milyar Dolardır. Varlık büyüklüklerine göre ilk on sırada yer alan SWF'ler Tablo 3.1'de gösterilmiştir (https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/, Erişim Tarihi: 21/09/2017).

3.1.2.3.3. Ulusal Varlık Fonlarının Finansal Sisteme Etkileri

SWF'ler, global finansal sistemin istikrarı ile yatırım yapılan diğer ülke ekonomilerine ve firmalara sağladığı faydalar açısından olumlu bir unsur olarak kabul edilirken, ulusal güvenlik anlamında içerdiği mevcut politik riskler sebebiyle tehdit unsuru olarak görülmektedir. SWF'lerin ekonomik sisteme etkilerini şu şekilde sıralamak mümkündür (Aykın, 2017: 20-21):

- SWF'ler global ekonomik sistemde olumsuzların artış gösterdiği dönemlerde, uzun yatırım süreleri ile etkin kaynak dağılımı sağlamakta ve piyasalarda pozitif yönde etki oluşturmaktadırlar.

- SWF'ler dış kaynak ihtiyacı olan gelişmekte olan ülke ekonomilerinde kaynak temini açısından önemli bir alternatif olarak karşımıza çıkmaktadırlar.

- Gelişmiş batılı ülke ekonomilerinde SWF'ler ekonomi ve ulusal güvenlik açısından tehdit olarak kabul edilmektedir. Bunun nedeni SWF'lerin ellerinde bulunan fonların büyüklüğü ve artış gösteren büyüme eğilimi, kamu sahipliği, aktif yatırım stratejilerinin uygulaması ve bu işlemlerin önemli bir bölümünün açıklıktan uzak olarak oluşmasıdır.

- SWF'lere yönelik gerçekleştirilecek korumacı politikalar ve finansal milliyetçilik uygulamaları global finans sistemi için bir risk oluşturmaktadır.

3.1.2.3.4. Ulusal Varlık Fonlarında Örnek Ülke Uygulamaları

İlk Varlık Fonu 1953 yılında dalgalı petrol fiyatlarına karşı ekonomik istikrarın sağlanmasına yardımcı olan bir araç olarak Kuveyt tarafından kurulmuştur. 1956 yılında Gilbert Adaları (Kiribati), fosfat madenciliğinden elde edilen karları yönetmek için Revenue Equalization Reserve Fund'u kurmuştur. Kuveyt ve Kiribati'yi takiben, bir sonraki büyük Ulusal Varlık Fonları petrol krizinin ardından 1970'lerde yaratılmıştır. En son dalga, 1990'larda Norway Government Pension Fund-Global (Norveç Hükümeti Global Emeklilik Fonu) ile başlayarak, bugüne kadar devam etmektedir. Son yıllarda ise Çin, İran, Rusya, Katar ve Birleşik Arap Emirlikleri tarafından yeni fonlar kurulmuştur (Weiss, 2008: 7).

Aşağıda varlık büyüklüğü sıralamasında ilk üçte yer alan Norveç, Birleşik Arap Emirlikleri, Çin Ulusal Varlık Fonları ile Türkiye'yle yakın ilişki içerisinde olan Katar Ulusal Varlık Fonu hakkında detaylı bilgi verilecektir.

- **Government Pension Fund-Global (Norveç):** Bu fon, Norveç petrol gelirlerinden elde edilen tasarruf fazlasının oluşturduğu ulusal bir varlık fonudur. Önceki adı Petroleum Fund of Norway olan fonun adı, Ocak 2006'da değiştirilmiştir. Fon yaygın olarak Petroleum Fund (Petrol Fonu) olarak anılmaktadır. İsmi emeklilik fonu olsada aslında bir emeklilik fonu değildir ve finansal desteklerini emeklilerden değil, petrol karlarından almaktadır (https://www.swfinstitute.org/swfs/norway-government-pension-fund-global/, Erişim Tarihi: 22/09/2017).

  2013 yılında Norges Bank Investment Management (Norveç Bankası Yatırım Yönetimi-NBIM) tarafından uzun vadeli aktif sahipliğini güçlendirmek için

bir Yönetim Danışma Kurulu oluşturulmuştur. Bu kurul, aktif sahiplik konusunda bir organ görevi görecek ve NBIM'in optimal uygulamalarla ilgili sahiplik faaliyetlerini düzenli olarak değerlendirecektir (https://www.swfinstitute.org/swfs/norway-government-pension-fund-global/, Erişim Tarihi: 22/09/2017).

- **Abu Dhabi Investment Authority (Birleşik Arap Emirlikleri-Abu Dhabi):** Mart 1976'da kurulan Abu Dhabi Investment Authority'nin (Birleşik Arap Emirlikleri Yatırım Otoritesi-ADIA) ana finansman kaynağı, petrol ihracatından kaynaklanan mali fazlalıklardır. 2016 yılı itibarıyla, ADIA Orta Doğu'daki en büyük Ulusal Varlık Fonu'dur. Bu fon Abu Dhabi hükümetinin mülkiyetindedir ve Abu Dhabi hükümeti tarafından denetime tabidir. Fon, yasal yetkisini ve hedeflerini yerine getirme konusunda ise tamamıyla bağımsız bir yasal kimliğe sahiptir. Abu Dhabi Investment Authority'nin finansman kaynakları, özellikle ADIA ve kardeş kuruluşu Abu Dhabi Investment Council (Birleşik Arap Emirlikleri Yatırım Konseyi-ADIC)'e fon sağlamak için bir kâr payı veren Abu Dhabi National Oil Company (Birleşik Arap Emirlikleri Uluslararası Petrol Şirketi) ve bu şirketin yan kuruluşlarından gelen petrol gelirleridir. (https://www.swfinstitute.org/swfs/abu-dhabi-investment-authority/, Erişim Tarihi: 22/09/2017).

- **China Investment Corporation (Çin):** Varlık büyüklüklerine göre ilk üçte yer alan China Investment Corporation 2007 yılında Çin'in döviz rezervlerinin bir bölümünü yönetmek üzere kurulmuştur (https://www.swfinstitute.org/swfs/china-investment-corporation/, Erişim Tarihi: 22/09/2017).

- **Qatar Investment Authority (Katar):** Bütçe fazlası gelirlerinden yatırım yapmak için küçük bir ekibe sahip olan Katar Maliye Bakanlığı, 2005 yılında Qatar Investment Authority (Katar Yatırım Otoritesi-QIA)'i kurmuştur. QIA, Katar hükümeti tarafından yeni varlık sınıflarının, stratejilerinin ve

yatırımlarının çeşitlendirilerek ülke ekonomisinin güçlendirmesi amacıyla faaliyete geçirilmiştir. Katar, sıvılaştırılmış doğal gazın (LNG-Liquefied Natural Gas) en büyük ihracatçılarından biri olup, böylelikle servet fazlalığı elde etmektedir. QIA, enerji fiyatlarındaki oynaklığın azaltılması için yurtiçinde ve yurtdışında yatırımlar yapmaktadır (https://www.swfinstitute.org/swfs/qatar-investment-authority/, Erişim Tarihi: 22/09/2017).

3.1.2.3.5. Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş.

Küresel finans piyasalarında son yıllarda gerçekleşmekte olan işlemlerin hızı ve artış gösteren rekabet unsuru, etkili ve doğru şekilde ülke kaynaklarının değerlendirilmesini mecbur kılmaktadır (Yalçıner ve Sürekli, 2016: 17). Son yıllarda Ulusal Varlık Fonlarının petrol kaynakları zengin olan Ortadoğu ve Körfez İşbirliği Konseyi ülkelerinde, Norveç, ABD, Çin Halk Cumhuriyeti, Rusya Federasyonu, Singapur ve Güney Kore gibi küresel ekonomide önemli yere sahip olan ülkelerde de benimsenmiş olması, Türkiye için önemli bir örnek teşkil etmiş ve nitekim 6741 Sayılı Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun ile, sermaye piyasalarında araç çeşitliliğini arttırmak, kamuya ait olan varlıkları ekonomiye kazandırmak, dış kaynak sağlamak ve büyük yatırımlar yapabilmek için Türkiye Varlık Fonu ve bu fona bağlı alt fonları kurmak ve yönetmek üzere Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi kurulmuştur.

Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş.'nin amaçlarını şu şekilde sıralamak mümkündür (http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/icerik/51/hakkimizda, Erişim Tarihi: 23/06/2017).

- Önemli kamu varlıklarında değer artışı meydana getirerek ekonomik büyümeye katkı sağlamak,

- Katılım finansmanına uygun varlıkların gelişmesine destek olmak,
- Sermaye piyasalarının araç çeşitliliği ve derinliğine katkıda bulunmak,

- Türkiye'ye daha çok yatırımcı ilgisini çekerek, yeni yatırımlar için sermaye sağlamak,

- Stratejik önemi bulunan sektörlerin gelişmesine ve büyük ölçekli yatırımlara katılmak amacıyla Türkiye Varlık Fonu'nu ve bu fona bağlı alt fonları kurmak ve yönetmektir.

Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş.'nin kaynakları ve finansman sağlama yöntemleri 6741 sayılı Türkiye Varlık Fon Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması İle Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun'un 4/1 md.'sinde belirtilmiştir. Buna göre Türkiye Varlık Fonunun kaynakları http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2016/08/20160826-1.htm, Erişim Tarihi: 26/06/2017);

a) Özelleştirme Yüksek Kurulu tarafından; özelleştirme kapsam ve programında bulunan ve Türkiye Varlık Fonuna devrine karar verilen kuruluş ve varlıklar ile Özelleştirme Fonundan Türkiye Varlık Fonuna aktarılmasına karar verilen nakit fazlasından,

b) Kamu kurum ve kuruluşlarının tasarrufu altında bulunan ihtiyaç fazlası gelir, kaynak ve varlıklardan; Bakanlar Kurulu tarafından Türkiye Varlık Fonuna aktarılmasına veya Türkiye Varlık Fonu A.Ş. tarafından yönetilmesine karar verilenlerden,

c) Türkiye Varlık Fonu tarafından yurtiçi ve yurtdışı sermaye ve para piyasalarından ilgili mevzuat kapsamında yer alan izin ve onaylar aranmaksızın sağlanan finansman ve kaynaklardan,

d) Para ve sermaye piyasaları dışında diğer yöntemlerle sağlanan finansman ve kaynaklardan oluşur.

Türkiye'nin stratejik varlıklarını geliştirerek, değerlerini artırmak ve böylelikle ülkemizin öncelikli yatırımları için kaynak sağlamayı kendine misyon edinen Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş.'nin temel faaliyet konusu, sermaye piyasalarında araç çeşitliliği ve derinliğine katkı sağlamak, yurt içinde kamuya ait olan varlıkları ekonomiye kazandırmak, varlıkların değerini evrensel kurumsal yönetişim ilkeleri ile artırmak, yatırım odaklı dış kaynak sağlamak, stratejik, büyük ölçekli yatırımlara iştirak etmek amacıyla Türkiye Varlık Fonu'nu ve bu fona bağlı alt fonları kurmak ve yönetmektir (http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/icerik/51/hakkimizda, Erişim Tarihi: 23/06/2017). Bu bağlamda, Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş.'nin menkul kıymetleştirme faaliyetlerine katkı sağlayacağı beklenmektedir.

3.1.3. Türkiye'de Aktife Dayalı Menkul Kıymetleştirme İşlemlerinde Kullanılan Varlık Türleri

Menkul kıymetleştirme işlemi esas olarak, varlığa dayalı alacaklara (ABS) ve ipoteğe (mortgage) dayalı alacaklara (MBS) dayanmaktadır. Bu bakımdan menkul kıymetleştirilecek başlıca alacaklar arasında, ipoteğe dayalı menkul kıymetleştirmede, sermaye piyasasında satılabilecek konut ve ticari mortgage kredileri bulunurken; varlığa dayalı menkul kıymetleştirmede, otomobil kredileri, kredi kartı alacakları, finansal kiralamada ekipman (donanım) kiraları, öğrenci kredileri, ticari alacaklar, ihracat işlemelerinden doğan alacakları ve diğer alacaklar yer almaktadır (Tüysüz, 2011: 125).

İlk olarak 1970 yılında ABD'de uygulanan menkul kıymetleştirme, 1980'li yılların ortalarına kadar ipotekli konut kredileri şeklinde ve hükümet desteğiyle gelişimini sürdürmüştür. 1985'de bilgisayar leasing alacaklarının menkul kıymetleştirilmesiyle ipoteğe dayalı olmayan menkul kıymetlerin ihracı gerçekleşmiştir. Daha sonra tasarruf ve kredi kurumları, ticari bankalar ve mevduat kabulünde bulunmayan birçok finans şirketi menkul kıymetleştirdikleri alacakların ve kredilerin kapsamını genişletmiştir. Bu bağlamda ticari ipotek kredileri, otomobil kredileri, kredi kartı alacakları, gemi kredileri, ticari krediler ve factoring alacakları menkul kıymetleştirmeye konu olmuştur. Böylelikle 1970 yılında ipoteğe dayalı olarak başlayan uygulamaların 1985 yılından itibaren diğer finansal varlıkların menkul kıymetleştirilmesini içerecek şekilde genişlemesiyle birlikte VDMK uygulaması yaygın bir finansman tekniği niteliği kazanmıştır (Vatansever, 2000: 261).

Türk Hukukunda menkul kıymetleştirme işleminde hangi varlıkların menkul kıymetleştirme sürecine dahil edileceği 9 Ocak 2014 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanmış olan 28877 Sayılı Sermaye Piyasası Kurulunun Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği md.15/1'de belirtilmiştir. Buna göre Varlık Finansmanı Fonu portföyüne aşağıdaki varlıklar dahil edilmektedir (http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140109-11.htm, Erişim Tarihi: 06/09/2017):

- Bankaların ve finansman şirketlerinin, tüketici kredileri ile ticari kredilerinden doğan alacakları,

- 6361 Sayılı Kanun[2] içeriğince yapılan finansal kiralama sözleşmelerinden meydana gelen alacaklar,

- T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığının gayrimenkul satışından kaynaklanan taksitli ve sözleşmeye bağlanmış alacakları,

[2] 6361 Sayılı Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanunu 13/12/2017 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

- Finansal kuruluşlar hariç mal ve hizmet üretimi gerçekleştiren anonim ortaklıkların müşterilerine yaptıkları faturalı satışlardan kaynaklanan senede ya da teminata bağlanmış ticari alacakları,

- Fon portföyünde yer alan varlıklardan kazanılan nakdin değerlendirilmesi amacıyla yapılan üç aydan kısa vadeli mevduat, katılım hesabı, ters repo işlemleri, para piyasası fonları, kısa vadeli borçlanma araçları fonları ve Takasbank Para Piyasası işlemleri,

- 19'uncu maddede ifade edilen yedek hesaplardaki varlıklar,

- Kurulca uygun görülecek sermaye piyasası araçları haricindeki diğer varlıklar dahil edilebilmektedir.

3.1.4. Türkiye'de Aktife Dayalı Menkul Kıymetlerin İhracı

Türkiye'de genellikle bankalar tarafından kullanılan VDMK, ABD ve Avrupa ülkelerindeki uygulamalardan farklı bir gelişme göstermiştir. Ülkemizdeki, bankalar özel amaçlı kuruluşa gerek duymadan ve derecelendirme şirketlerine başvurmadan yalnızca Sermaye Piyasası Kurulu'nun izni ile VDMK ihracını gerçekleştirebilmektedir. Bununla birlikte, VDMK'e yönelik kanuni düzenleme bankalar haricindeki kuruluşlardan finansal kiralama şirketleri, faktöring şirketleri ve genel finans ortaklıklarının VDMK ihracını banka garantisine tabi tutmaktadır. Böylelikle, bankalar VDMK uygulamalarında temel görevi üstlenerek söz konusu banka dışında VDMK ihracını gerçekleştiren kurumlara karşı ayrıca rekabet avantajı sağlamaktadırlar. VDMK'lerde ihraç iki türlü gerçekleşmektedir. Bunlar (Vatansever, 2000: 270):

- **Doğrudan ihraç:** Kendi ticari işlemleri neticesinde oluşan alacaklar karşılığında yapılan doğrudan ihraçtır.

- **Dolaylı ihraç:** Devralınan alacaklar karşılığında bankalar gerek doğrudan gerekse dolaylı ihraç yapabilirken; finansal kiralama şirketleri yalnız kendi alacakları, genel finans ortaklıkları da yalnızca devraldıkları alacaklar karşılığında VDMK ihraç edebilirler.

Bu bölümde 9 Ocak 2014 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanmış olan 28877 Sayılı Sermaye Piyasası Kurulunun Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği (III-58.1) çerçevesinde Türkiye'de aktife dayalı menkul kıymetlerin ihracına ilişkin esaslara değinilecektir. Ayrıca konu ile ilgili literatür taramasına yer verilecektir.

3.1.4.1. VDMK İhracına İlişkin Esaslar

28877 Sayılı Sermaye Piyasası Kurulunun Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği md.4/2'de belirtildiği üzere varlığa veya ipoteğe dayalı menkul kıymetler, varlık finansmanı fonu veya ipotek finansmanı kuruluşu (İFK) tarafından devralınacak varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilmektedir. İhracın fon tarafından yapılacak olması halinde, VDMK ihracı için varlık finansmanı fonu, ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracı için konut finansmanı fonu (KFF) kurulması zorunludur. Finansal kiralama şirketleri ve finansman şirketlerince kurulan fonlar sadece kurucularının aktiflerindeki varlıkları devralmak suretiyle varlığa ve ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç edebilmektedir. Banka, ipotek finansmanı kuruluşu ve geniş yetkili aracı kurum tarafından kurulan fonlar kurucularının yanı sıra diğer kaynak kuruluşların aktiflerindeki varlıkları devralmak suretiyle VİDMK ihraç edebilmektedir (http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140109-11.htm, Erişim Tarihi: 06/09/2017).

Aktife dayalı menkul kıymetler aynı tertip içerisinde farklı haklara sahip olarak çeşitli dilimler halinde sınıflandırılabilmektedir. 28877 Sayılı Sermaye Piyasası Kurulunun Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği md.9/2'de belirtilen kriterlere göre bu sınıflandırma yapılmaktadır. Bu kriterler (http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140109-11.htm, Erişim Tarihi: 06/09/2017);

a) Varlıkların vadesi,

b) Varlıkların anapara veya faiz ödeme zamanları,

c) Varlıklardan sağlanacak faiz ya da getirinin türü,

d) Anapara, faiz ya da getiri ödemelerinde öncelikler,

e) Tasfiye prosedürüne ilişkin haklar,

f) Kredi riski,

g) Kurulca uygun görülecek diğer kriterler, olarak sıralanmıştır.

3.1.4.2. Fon Kurucularının Nitelikleri

Hukukumuzda menkul kıymetleştirme işleminde fon kurucularının nitelikleri 28877 Sayılı Sermaye Piyasası Kurulunun Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği md.8'de belirtilmiştir. Buna göre (http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140109-11.htm, Erişim Tarihi: 06/09/2017);

(1) Fon kurucularının;

a) Kendi özel mevzuatları ve/veya sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde sahip olmaları gereken koşulları sağlamaları ve haklarında faaliyetlerinin tamamen ya da belirli faaliyet alanları itibarıyla sürekli veya son bir yıl içinde 1 ay ya da daha fazla süreyle geçici olarak sınırlandırılması veya durdurulması kararı verilmemiş olması,

b) Muaccel vergi borçlarının bulunmaması gerekmektedir.

(2) Kurucunun bir banka, finansal kiralama şirketi ya da finansman şirketi olması halinde, BDDK'nın uygun görüşü alınmaktadır.

3.1.4.3. Fon Kurulu Üyelerinin Özellikleri

Fon Kurulu üyelerinin özellikleri 28877 Sayılı Sermaye Piyasası Kurulunun Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği md.11/2'de belirtilmiştir. Buna göre Fon Kurulu üyesinin (http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140109-11.htm, Erişim Tarihi: 06/09/2017);

a) Yükseköğrenim görmüş, sermaye piyasası ya da bankacılık alanında en az beş yıllık tecrübeye sahip olması, fon kurulu üyesi olmanın gerektirdiği itibara sahip bulunması,

b) Kendisi ya da sınırsız sorumlu ortak oldukları kuruluşlar hakkında iflas kararı alınmamış ve konkordato ilân edilmemiş olması,

c) Müflis olmaması, konkordato ilân etmiş olmaması veya hakkında iflasın ertelenmesi kararı verilmiş olmaması,

d) Faaliyet izinlerinden biri Kurulca iptal edilmiş kuruluşlarda, bu yaptırımı gerektiren olayda sorumluluğu bulunan kişilerden olmaması,

e) Kanunda yazılı suçlardan kesinleşmiş mahkûmiyetinin bulunmaması,

f) 14/1/1982 tarihli ve 35 sayılı Ödeme Güçlüğü İçinde Bulunan Bankerlerin İşlemleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ve eklerine göre kendileri ya da ortağı olduğu kuruluşlarla ilgili tasfiye kararı verilmemiş olması,

g) 26/9/2004 tarihli ve 5237 sayılı Türk Ceza Kanununun 53'üncü maddesinde belirtilen süreler geçmiş olsa bile; kasıtlı olarak işlenen bir suçtan dolayı beş yıl ya da daha fazla süreyle hapis cezasına veya devletin güvenliğine karşı suçlar, anayasal düzene ve bu düzenin işleyişine karşı suçlar, zimmet, irtikâp, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, güveni kötüye kullanma, hileli iflas, ihaleye fesat karıştırma, edimin ifasına fesat karıştırma, bilişim sistemini engelleme, bozma, verileri yok etme ya da değiştirme, banka veya kredi kartlarının kötüye kullanılması, suçtan kaynaklanan malvarlığı değerlerini aklama, kaçakçılık, vergi kaçakçılığı ya da haksız mal edinme suçlarından mahkûm olmuş olmaması,

h) Bankacılık Kanunu kapsamındaki suçlardan, mülga 25/4/1985 tarihli ve 3182 sayılı Bankalar Kanunu ile mülga 18/6/1999 tarihli ve 4389 sayılı Bankalar Kanununun hapis cezası gerektiren hükümlerine muhalefetten hükümlü bulunmaması,

i) 7/2/2013 tarihli ve 6415 sayılı Terörizmin Finansmanının Önlenmesi Hakkında Kanunda düzenlenen suçlardan mahkum olmuş olmaması gerekmektedir.

3.1.4.4. Fon Kurulunun Sorumlulukları

Fon Kurulunun sorumlulukları 28877 Sayılı Sermaye Piyasası Kurulunun Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği md.11/4'de belirtilmiştir. Buna göre Fon Kurulu aşağıdaki hususlardan sorumlu bulunmaktadır (http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140109-11.htm, Erişim Tarihi: 06/09/2017):

a) Fon içtüzüğü değişikliklerinin ve ihraca ilişkin belgelerin hazırlanması, tescili ve ilanı,

b) Fon portföyünün oluşturulması, değerlenmesi ve fon varlıklarının bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde korunması, saklanması, kaydedilmesi, kayıtların doğru olarak tutulması ve izlenmesi, bunlara ilişkin belge düzeninin kurulması ve bilgi ve belgelerin muhafazası,

c) Fonun yatırımcıların hak ve menfaatlerini koruyacak şekilde, ilgili mevzuat, fon içtüzüğü, izahname, ihraç belgesi ve ihraca ilişkin diğer belgelerde ifade edilen ilke ve yöntemlere uygun olarak temsili, yönetimi ve denetiminin gözetimi,

d) Bankalar nezdinde fon adına hesap açtırılması, yatırımcılara ödemelerin doğru olarak yapılması ile fondan yapılan diğer harcamaların bu Tebliğ hükümlerine uygunluğu,

e) Tebliğ hükümlerine uygun olarak yatırımcı raporlarının hazırlanması ve sunulması,

f) Hizmet sağlayıcı tarafından verilen hizmetin uygun bir şekilde yapılmasının sağlanması ve hizmet sağlayıcının hizmet sözleşmesinde belirlenen yükümlülüklerini yerine getirmemesi halinde değiştirilmesi,

g) Kanun ve ilgili mevzuattan kaynaklanan veya Kurulca talep edilebilecek diğer yükümlülüklerdir.

3.1.4.5. Fonun Yönetilmesi

Fon yönetimine ilişkin esaslar 28877 Sayılı Sermaye Piyasası Kurulunun Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği md.17'de belirtilmiştir. Buna göre (http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140109-11.htm, Erişim Tarihi: 06/09/2017);

(1) Fon portföyü, VİDMK'in ihraç tarihini takiben en geç 1 ay içerisinde, fon portföyüne dahil varlıkların değeri fonun toplam yükümlülüğünden az olmayacak şekilde oluşturulur.

(2) Fona yapılacak her türlü ödeme ve fondan yapılacak her türlü harcama için fon adına açılan hesap kullanılır.

(3) Fon doğrudan aktarım ya da dolaylı aktarım usullerinden biri ile yönetilir. Doğrudan aktarım usulünde, fon portföyünde yer alan varlıklardan elde edilen, ödeme planına bağlı olan veya olmayan nakit akımları bu Tebliğ kapsamında gerekli kesintiler yapıldıktan sonra fon bünyesinde bekletilmeksizin doğrudan yatırımcılara aktarılır. Dolaylı aktarım usulünde ise, söz konusu nakit akımları, bu Tebliğ kapsamında gerekli kesintiler yapıldıktan sonra belirlenen vadelerde yatırımcılara aktarılana kadar, izahnamede ya da ihraç belgesinde belirtilen esaslar çerçevesinde fon bünyesinde bekletilebilir.

(4) Doğrudan aktarım usulünün uygulanması durumunda, yatırımcılara yapılacak ödemelerin vadeleri fon portföyünde yer alan varlıkların vadeleriyle uyumlu olacak şekilde belirlenir. Dolaylı aktarım usulünün uygulanması durumunda

ise, yatırımcılara yapılacak ödemelerin vadeleri fon kurulu tarafından belirlenir.

(5) İpotekle teminat altına alınmış bir varlığın fon portföyüne dahil edilmesi durumunda, ipoteğin ya da mülkiyetin fon adına ilgili sicile tescil ettirilmesi zorunludur. İlgili sicilde fon adına tescil işlemi yapılmasının mümkün olmaması durumunda, varlığın fona devredildiği hususu beyanlar bölümüne kaydedilir.

(6) Taşıt kredilerinin fon portföyüne dahil edilmesi durumunda, taşıt rehininin kurucu adına ilgili taşıt siciline tescil ettirilmesi zorunludur. Kurucu, sahip olduğu rehin hakkını kullanması ile elde edeceği tüm kazanımları fona devredeceğine dair fon kuruluna noter onaylı bir beyan verir.

(7) Bu Tebliğ uyarınca yapılacak sigorta sözleşmelerinden elde edilecek tazminat tutarları fon portföyüne gelir olarak kayıt edilir.

(8) Varlıkların fon portföyüne devir tarihinden önce yapılan işlemlerden dolayı ortaya çıkabilecek mali yükümlülükler fon portföyünden karşılanamaz. Bu yükümlülüklerle ilgili hukuki anlaşmazlıklarda taraf, kaynak kuruluştur.

(9) VİDMK'in itfası sonucunda, fon portföyünde bulunan varlıklardan sağlanan nakit akımının, yatırımcılara yapılan toplam ödemeleri ve fondan yapılan diğer harcamaları aşan tutarının kullanım esaslarına VİDMK izahnamesinde yer verilir.

(10) Fon, yalnızca nakit yönetimi amacıyla ve varlıklar toplamının %1'ini geçmeyecek tutarda borçlanabilir.

3.1.4.6. Varlıkların Fona Devri

Menkul kıymetleştirme işlemi, kredi veren (kaynak) kurumun alacaklarını (varlıklarını) varlık finansmanı fonuna devri suretiyle gerçekleşmektedir. Varlıkların devri bilanço dışı menkul kıymetleştirme usulüdür. Varlıkların devri, alacağın temliki (devri) niteliğindendir (Tüysüz, 2011: 158).

VİDMK Tebliği md.15/2'de belirtildiği üzere, devir neticesinde varlığın sahipliğiyle ilgili tüm haklar fona geçer ve bu hususa imzalanacak sözleşmede yer verilmektedir. Varlığa ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği md.16' da fona devredilecek varlıkların niteliği ile ilgili genel esaslar belirtilmiş olup, buna göre (http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140109-11.htm, Erişim Tarihi: 06/09/2017);

(1) Varlıkların fon portföyüne dahil edildiği tarih itibarıyla aşağıdaki şartları sağlaması zorunluluk arz etmektedir:

a) Banka kredilerinin, Bankalarca Kredilerin ve Diğer Alacakların Niteliklerinin Belirlenmesi ve Bunlar İçin Ayrılacak Karşılıklara İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmeliğin[3] dördüncü maddesinin birinci fıkrasının (a) bendi kapsamında olması,

---

[3] Bankalarca Kredilerin ve Diğer Alacakların Niteliklerinin Belirlenmesi ve Bunlar İçin Ayrılacak Karşılıklara İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik 01/11/2006 tarihinde 26333Sayı ile Resmi Gazete'de yayımlanmış olup, md.4/1'in (a) bendine göre;

"Bankalar, yurtdışı şubeleri dahil, kredilerini ve diğer alacaklarını tahsil kabiliyetine ve borçluların kredi değerliliğine göre, bu Yönetmelikte belirlenen esas ve usulleri dikkate almak suretiyle, aşağıda belirtilen gruplar itibariyle sınıflandırarak izlemek zorundadırlar:

a) Birinci Grup - Standart Nitelikli Krediler ve Diğer Alacaklar: Bu grupta;

1) Kredilendirilebilir nitelikte finansman yapısına sahip gerçek ve tüzel kişilere kullandırılan,
2) Anapara ve faiz ödemeleri, borçlusunun ödeme gücüne ve nakit akımına göre yapılandırılan,
3) Ödemeleri süresinde yapılan, gelecekte de geri ödeme sorunları beklenmeyen, tamamen tahsil edilebilecek nitelikte olan,
4) Borçlusunun kredi değerliliğinde zayıflama tespit edilmemiş olan ve zafiyet belirtisi bulunmayan krediler ve diğer alacaklar sınıflandırılır".

b) Finansman şirketlerince verilen krediler ve finansal kiralama alacakları için 24/12/2013 tarihli ve 28861 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Finansal Kiralama, Faktöring ve Finansman Şirketlerinin Muhasebe Uygulamaları ile Finansal Tabloları Hakkında Yönetmelik hükümleri uyarınca özel karşılık ayrılmamış olması,

c) İpotek tesis edilmek suretiyle teminat altına alınmış kredi ve alacakların teminatı olan taşınmazlarla ilgili olarak:

1) Taşınmazın Türkiye Cumhuriyeti sınırları içinde olması,

2) Taşınmaza ilişkin kanuni zorunluluklardan kaynaklanan sigorta yükümlülüklerinin yerine getirilmiş olması,

3) Kredinin kullandırılması ya da alacağın oluşumu sırasında taşınmazın piyasa değerinin BDDK veya Kurulca listeye alınmış değerleme kuruluşlarınca tespit edilmiş olması,

d) Deniz, hava ve kara taşıtlarına ilişkin ticari kredilerde; deniz taşıtları için Tekne ve Makine Sigortası, hava taşıtları için Hava Taşıtları Tekne (Gövde) Sigortası, kara taşıtları için ise Kara Taşıtları Kasko Sigortası yapılmış olması.

(2) Birinci fıkranın (c) ve (d) bentlerinde öngörülen sigorta yükümlülüğünün ilgili kredi ve alacağa ilişkin sözleşme süresi boyunca yerine getirilmesi zorunludur.

(3) İDMK'dan kaynaklanan yükümlülüklerin karşılanabilmesi amacıyla, KFF portföyünün faiz ya da kur riskine karşı korunmasını sağlayacak türev araçlardan kaynaklanan haklar ve yükümlülükler fon portföyüne dahil edilebilir. Fon portföyüne dahil edilen türev araçlarla ilgili aşağıdaki şartların sağlanması zorunludur.

a) Türev aracın borsalarda alım satıma konu olması ya da karşı tarafın, kurulduğu ülke yetkili otoritesi tarafından yetkilendirilmiş bir banka, kredi kuruluşu, sigorta şirketi veya merkezi takas kuruluşu olması ve kredi derecelendirme kuruluşlarınca belirlenen derecelendirme notunun yatırım yapılabilir seviyenin en yüksek ilk üç kademesine denk gelen uzun vadeli derecelendirme notuna sahip olması gerekir.

b) Fonun portföyüne dahil edilen türev araçlardan kaynaklanan haklar, riske maruz tüm varlıkların kalan toplam anapara nominal değerini; yükümlülükler, ihraç edilen riske maruz İDMK'in kalan toplam anapara nominal değerini aşamaz.

3.1.4.7. Varlıklara İlişkin Bilgi ve Belgelerin Saklanması

VİDMK Tebliği md.25'de belirtildiği üzere; fon kurulunun görevini yerine getirmesine yönelik olarak taraf olunan tüm sözleşmelerin, yapılan tüm yazışmaların, bu Tebliğ kapsamında hazırlanması gereken finansal tablo ve raporların ve fon kurulu kararlarının dosyalanarak, düzenlenme tarihlerinden itibaren 5 yıldan az olmamak üzere, VİDMK'in itfasına kadar geçen süre boyunca saklanması zorunludur. Bu süre içinde davaya konu edilenlerin, davanın kesin hükme bağlanmasına kadar saklanması ve yetkili mercilerce istendiğinde ibraz edilmesi gerekmektedir. Fon portföyünde yer alan varlıklara esas teşkil eden tüm bilgi ve belgelerin elektronik kopyalarının, yedekleri alınmak suretiyle kurucu veya hizmet sağlayıcı nezdinde muhafaza edilmesi gerekmektedir. Alacaklar ve kredilere ilişkin belgelerin kaynak kuruluş ya da hizmet sağlayıcı tarafından muhafaza edilmesi halinde, bu hususa hizmet sözleşmesinde yer verilmektedir (http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140109-11.htm, Erişim Tarihi: 06/09/2017).

3.1.4.8. Fon Malvarlığının Korunması

Varlıkların fona devri durumunda, fonun, dolayısıyla da menkul kıymet yatırımcısının korunmasına ilişkin tedbirler alınmıştır (Tüysüz, 2011: 159). VİDMK Tebliği md.6'da belirtildiği üzere fon malvarlığı kurucunun, hizmet sağlayıcının ve kaynak kuruluşun malvarlığından ayrıdır. Fon malvarlığı, ihraç edilen VİDMK itfa edilinceye kadar, kurucunun, hizmet sağlayıcının ve kaynak kuruluşun yönetiminin ya da denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi durumunda dahi başka bir amaçla tasarruf edilememekte, kamu alacaklarının tahsili amacı da dâhil olmak üzere haczedilememekte, üzerine ihtiyati tedbir konulamamakta ve iflas masasına dâhil edilememektedir. Fon malvarlığı, fon hesabına olması ve fon içtüzüğünde hüküm bulunması şartıyla kredi almak, türev araç işlemleri ya da fon adına taraf olunan benzer nitelikteki işlemlerde bulunmak haricinde teminat gösterilememekte ve rehin edilememektedir (http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140109-11.htm, Erişim Tarihi: 06/09/2017).

3.2. Dünya' da Aktife Dayalı Menkul Kıymetlerin Gelişimi ve Yabancı Ülke Uygulamaları

Menkul kıymetleştirme kısaca, yatırımcılara satılmak üzere fon akımlarının bir havuzda toplanması ve mali bir varlık olan menkul kıymetler olarak üretilmesini ifade etmektedir (Alantar, 2008: 2). Modern anlamda menkul kıymetleştirme işlemleri, 1970'li yıllarda ABD'de federal hükümetin konut kredilerinin teminatını oluşturan ipotekleri menkul kıymetleştirmeye yönlendirmesiyle başlamış, 1977 yılında ise menkul kıymetleştirme işlemlerini özel sektör kuruluşları da uygulamaya başlamışlardır (Vatansever, 2000: 261).

Tablo 3.2: ABD ve Avrupa'daki Öncü Menkul Kıymetleştirme Uygulamaları

ABD	1970	Hükümet Garantili Ödeme Aktarmalı İlk Menkul Kıymet İhracı
ABD	1977	Özel Sektör Ödeme Aktarmalı İlk Menkul Kıymet İhracı
ABD	1985	Varlığa Dayalı İlk Menkul Kıymet İhracı (Bilgisayar Finansal Kiralama Alacakları)
ABD	1985	Otomobil Kredisine Dayalı İlk Menkul Kıymet İhracı
ABD	1986	Kredi Kartı Alacaklarına Dayalı İlk Menkul Kıymet İhracı
İNGİLTERE	1985	İpotek Destekli İlk Tahvil İhracı
FRANSA	1990	Tüketici Kredilerine Dayalı İlk Tahvil İhracı

Kaynak: Hepşen, A. (2005): *Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması,* İstanbul Ticaret Odası, http://www.ito.org.tr/itoyayin/0000504.pdf, (Erişim Tarihi: 03/05/2017), s. 22.

ABD'ndekine oranla Avrupa'da varlığa dayalı menkul kıymetler piyasalarının gelişimi daha yavaş gerçekleşmiştir. Fakat günümüzde ticari bankalar ve uluslararası fon yöneticileri Avrupa'da da varlığa dayalı menkul kıymetlere büyük miktarlarda yatırım yapmaya başlamışlardır (Öcal, 1997: 5). Avrupa'da ilk menkul kıymetleştirme işlemi 1987 yılında ipotekli konut kredisi alacaklarının menkul kıymetleştirilmesi yoluyla İngiltere'de gerçekleştirilmiştir. Sonrasında 1990 yılında İsveç, İtalya, Almanya ve İspanya'da ilk menkul kıymetleştirme uygulanmaları yapılmıştır. Halen Avrupa'da menkul kıymetleştirme uygulamalarının yaygınlığı bakımından başta İngiltere gelmekte, onu İspanya ve Fransa izlerken, İtalya ve Hollanda da bu alanda aktif ülkeler arasında sayılmaktadır (Turan, 2012: 14-15). Tablo 3.2'de, menkul kıymetleştirmenin ortaya çıkışı ve gelişimine ilişkin olarak ABD ve Avrupa'daki öncü uygulamalar gösterilmiştir.

Hem ABD hem de ABD dışındaki menkul kıymetleştirme anlaşmalarının sayısı, Asya ve Avrupa'da güçlü büyüme oranları kaydetmiştir. Bankacılık sistemi düzeyinde, Basel II süreci, kredi riski için gelişmiş fiyatlandırma modellerinin uygulanmasına ve menkul kıymetleştirme faaliyetinin daha da geliştirilmesine yol açmıştır. Bununla birlikte, 2007 yılında patlak veren kredi krizi piyasayı ciddi şekilde

etkilemiş ve menkul kıymetleştirme faaliyetinde büyük bir düşüşe neden olmuştur (Battaglia ve Gallo, 2013: 275).

Basel Komitesi, finansal kuruluşların risk yönetim uygulamalarını düzenleyerek uluslararası bankacılık sistemlerinde bir çerçeve geliştirmiştir. Bankalarda etkili risk yönetimi ve piyasa disiplini sağlamak, sermaye yeterliliği ölçümlerinin etkinliğini arttırmak, bu yolla sağlanan etkin bir bankacılık sistemi oluşturmak ve finansal istikrara katkıda bulunmak amaçlanmıştır. Basel kuralları (Basel I, Basel II ve Basel III), banklara risklere karşın sermayesinin belirli oranını muhafaza edilmesini gerektirmiştir. Basel komitesi, finansal piyasalarda oluşan gelişmeleri ve Basel I'in sermaye yeterliliği ölçümüne yönelik eksikliklerini dikkate alarak Basel II'yi hazırlamıştır. Bu bağlamda (Tüysüz, 2011: 248-249);

- Basel I'de yalnızca kredi ve piyasa risklerine yönelik sermaye zorunluluğu bulunurken, Basel II'de bu risklere ek olarak operasyonel risk sermaye yükümlülüğü getirilmiştir. Basel I'de bankalara, kredi riskinin asgari %8'i kadar sermayeyi yasal olarak bulundurma zorunluluğu getirilmiştir. Basel II'de, minimum sermaye yeterliliğinin sağlanması, sermaye yeterliliğinin denetimi ile piyasa disiplinin sağlanması olmak üzere üç yapısal düzenleme bulunmaktadır. Sermaye yeterliliğinin hesaplanmasında, Basel I'de yer alan %8'lik asgari sermaye yeterliliğinin yanında, operasyonel risk sermaye yükümlülüğü de eklenmiştir.

- Basel II'de kredi riski, krediyi alan tarafların derecelendirme notlarına göre belirlenmektedir. Basel II'de yer alan bazı yöntemler bağımsız derecelendirme şirketleri (ör. Standard & Poors, Fitch, Moodys, vb.) tarafından verilen derecelendirme notlarını kullanırken, bazı ileri yöntemlerde -bankacılık denetim otoritesi iznine tabi olmak üzere- bankaların kendi değerlendirmelerine dayanarak verdikleri derecelendirme notları dikkate alınmaktadır.

- Sermaye yeterliliğine yönelik olarak ayrıntılı bilgilerin kamuya belirtilmesi Basel II'de mecburi hale getirilmektedir. Kamuya açıklama, yatırımcıların yatırım kararını vermesinde önemli rol oynayacaktır. Dolayısıyla, bu durum menkul kıymetleştirme işleminde, yatırımcılara önemli bir bilgi edinme imkanı sunacaktır. Basel Komitesinin ana amacı küresel finansal istikrarı geliştirmek olmakla birlikte, Basel keza, menkul kıymetleştirmenin büyümesine de bu şekilde bir katkı sağlamıştır.

Yaşanan küresel mali krizin ardından menkul kıymetleştirmeden kaynaklı risklerin finansal piyasaları olumsuz yönde etkilemesi beraberinde yeni düzenlenmeleri zorunlu kılmıştır. 2012 yılı Kasım ayında Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü (International Organization of Securities Commissions - IOSCO), Finansal İstikrar Kurulu (FSB-Financial Stability Board)'nun talebi doğrultusunda, menkul kıymetleştirmenin neden olduğu riskleri en aza indirmek ve menkul kıymetleştirme işlemlerini şeffaf ve standart bir hale getirmek amacıyla, bu işlemlere yönelik ilkeler yayımlanmıştır. Menkul kıymetleştirme işlemlerinde şeffaflığın ve standartlaşmanın artırılmasına, yatırımcıların daha detaylı bilgilendirilmesine, kredilerin satılarak bilanço dışına çıkarılması ile meydana gelebilecek çıkar çatışmalarının önüne geçilmesine yönelik öneriler sunulmuştur. FSB, finansal sistemin istikrarını sağlamak amacıyla, çeşitli ulusal ve uluslararası finansal kuruluşlar arasında işbirliğini geliştirmeye yönelik olarak 2009 yılında kurulmuştur (TCMB Finansal İstikrar Raporu, 2013: 149).

IOSCO, 1983 yılında menkul kıymet ve vadeli işlem piyasalarını düzenleyen finansal kuruluşlar tarafından, sermaye piyasalarındaki düzenleyici/denetleyici otoritelerin, ilgili alanlardaki işbirliğini sağlamak, sermaye piyasalarının kanuni ve kurumsal yapısına yönelik uluslararası ortak standartlar geliştirmek ve üye ülkeler arasında bilgi alı verişini sağlamak amacıyla kurulmuştur. IOSCO, finansal piyasaları ilgilendiren diğer uluslararası kuruluşlarla da işbirliği içinde faaliyetlerini sürdürmekte ve alanındaki en etkili uluslararası kuruluş özelliği taşımaktadır (İbiş ve Akarçay, 2, Erişim Tarihi: 23/06/2017). IOSCO, dünya menkul kıymet düzenleyicilerini bir araya getiren ve menkul kıymet sektörü için küresel standart belirleyici olarak tanınan

uluslararası bir kurum olarak görev yapmaktadır. IOSCO, menkul kıymet düzenlemesi için uluslararası kabul görmüş standartları geliştirerek, bunların uygulanmasını teşvik etmektedir (https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco, Erişim Tarihi: 22/06/2017).

Çalışmada menkul kıymetleştirme işlemlerinde örnek ülke uygulamaları olarak ABD, İngiltere, Fransa, Almanya, İtalya, İsviçre, Japonya ve Brezilya incelenmiştir. ABD'nin menkul kıymetleştirme işlemlerinde öncü ülke durumunda bulunması, İngiltere'nin menkul kıymetleştirme işlemini uygulayan ilk Avrupa ülkesi olması, Almanya ve İtalya'nın menkul kıymetleştirme işlemlerinde Avrupa'da aktif olmaları, Fransa ve İsviçre'nin Avrupa'da önemli konuma sahip olmaları, Japonya'nın menkul kıymetleştirme işlemini uygulayan ilk Asya ülkesi olması, Brezilya'nın, yapılandırılmış menkul kıymetler bakımından Latin Amerika'da gelişmiş bir piyasaya sahip olması nedeniyle bu ülkeler örnek ülke uygulamaları olarak seçilmiştir. Bu bölümde seçilmiş ülkelere ait menkul kıymetleştirme uygulamaları detaylı bir şekilde incelenecek olup, ayrıca literatür taramasına yer verilecektir.

3.2.1. ABD

Menkul kıymetleştirme uygulamaları gelişmiş mali piyasaları ve iyi işleyen bir finans sistemi bulunan ABD'de yaratılarak, tüm dünyaya yayılan bir finansman aracı olarak karşımıza çıkmaktadır (Hepşen, 2005: 17). İlk ihraçlarda ipoteğe dayalı alacaklar menkul kıymetleştirilmiştir. 1987'lerin sonunda bu ihraçların tutarı ABD'nde 682 milyon dolara, aynı zamanda da bu tür alacakların toplamının %25'ine ulaşmıştır. Başlangıçta ipoteğe dayalı menkul kıymetler kamu kurumları tarafından ihraç edilmekte iken son yıllarda özel sektör için de cazip olmaya başlamış ve 1987'de ABD'nde toplam menkul kıymetleştirmenin %3'ü özel sektörde yer alan şirketler tarafından gerçekleştirilmiştir (Öcal, 1997: 4-5).

İlk olarak 1970 yılının Şubat ayında ABD'de fikir aşamasından uygulamaya geçen menkul kıymetleştirme olgusu, Amerikan Hükümeti'ne bağlı bir kuruluş olan "Hükümet Ulusal İpotek Kurumu" olan GNMA tarafından ödeme aktarmalı (pass-through) menkul kıymetler şeklinde başlamıştır. İlk örnekler, GNMA tarafından ipotek kredilerinden doğan alacakların menkul kıymet haline getirilerek yatırımcılara satılması şeklinde olmuştur. Menkul kıymetleştirme mekanizması ilerleyen yıllarda büyük bir gelişme göstererek aktifteki diğer kalemler için de uygulanır duruma getirilmiştir (Hepşen, 2005: 17-18).

1980'li yılların ortalarında ipotekli konut kredileri dışında, aktifte yer alan otomobil kredileri, kredi kartı alacakları, finansal kiralama alacakları, ihracat kredileri gibi diğer alacaklar da menkul kıymetleştirilerek VDMK ihracı gerçekleştirilmiştir. Bununla birlikte, 1985 yılının Mart ayında Sperry Lease Finance Corporation tarafından piyasaya, elinde bulunan bilgisayar finansal kiralama alacaklarına dayalı menkul kıymet ihracı yapılarak varlığa dayalı ilk menkul kıymetleştirme uygulaması gerçekleştirilmiştir. Aynı yıl otomobil kredisi alacakları da menkul kıymetleştirilmeye başlanmış; 1986 yılında ise Bank One Corporation adına kredi kartı alacaklarına dayalı 50 milyon dolar tutarında ilk menkul kıymet ihracı Salomon Brothers tarafından yapılmıştır (Hepşen, 2005: 21).

2003 yılsonu itibariyle ABD'de menkul kıymetleştirme 7,600 milyar dolar tutarında olup, bunun 1,365 milyar dolarlık kısmını aktife dayalı menkul kıymetler oluşmaktadır. Avrupa'da Amerika'dan farklı olarak menkul kıymetleştirme uygulamaları ancak 1990'lı yıllarda aktif olarak kullanılmaya başlanmıştır. 2003 yılı sonunda 900 milyar avroluk bir hacme ulaşan menkul kıymet piyasalarında 200 milyar avroluk aktife dayalı menkul kıymet ihracı gerçekleştirilmiştir (Erdönmez, 2006: 79).

3.2.2. İngiltere

İngiltere, ABD'deki boyutlara ulaşmasa da menkul kıymetleştirme işlemini uygulayan ender Avrupa ülkelerinden biridir. İngiltere'de ilk menkul kıymetleştirme uygulamaları 1980'li yılların ortalarında, ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracı ile başlamıştır. 1990'lı yılların başlarından itibaren de İngiltere'de ipotek teminatı taşımayan taşıt kredileri, tüketici kredileri, ticari krediler ve kredi kartlarından doğan alacakların menkul kıymetleştirilmesi de yapılmaktadır (Doğru, 2007a: 208).

İngiltere'de ipotek kredileri esas itibariyle Yapı Toplulukları (Building Societes) tarafından sağlanmaktadır. İngiltere'de menkul kıymet ihraçları Ulusal Konut Kredileri Birliği (National Home Loans–NHL), Household Mortgage Corporation ve First National Finance Corporation tarafından gerçekleştirilmiştir. Öte yandan İngiltere'de menkul kıymetleştirme bakımından ipotek piyasasında düzenleyici bir kurum olan Financial Services Authority (Finansal Hizmetler Otoritesi-FSA)'nın gözetimi altındadır. Bu kurum 2001 yılında çıkardığı, ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesine ilişkin kaynak kitap Interim Prudential Sourcebook–IPSBs ve 2002'de çıkardığı Final Prudential Sourcebook ile ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi usulleri ve menkul kıymetleştirme yapan yapı topluluklarının sorumluluklarına ilişkin kuralları belirlemiştir. İpotek kredi sağlayıcıları, bir birlik olarak Council of Mortgage Lenders (Mortgage Kredi Veren Kurulu-CML) etrafında birleşmişlerdir (Tüysüz, 2011: 106).

İngiltere ödeme aktarmalı menkul kıymetler pazarı bakımından Avrupa'nın en büyük pazarıdır. Bununla birlikte, ipotek teminatlı menkul kıymetler bakımından aynı oranda bir gelişme yaşanmamıştır. Bu ülkede ipotek teminatlı menkul kıymetler, ABD'de olduğu gibi, bilanço dışına çıkarılarak sınırlı sorumlu ortaklık olarak teşkilatlanmış finans şirketleri tarafından devralınarak ihraç edilmektedir. Böylelikle kredi riski kredi veren kurumun bilançosu dışına çıkarılmaktadır (Tüysüz, 2011: 106). ABD'de olduğu gibi, İngiltere'de de menkul kıymetleştirme işlemi için özel bir

düzenleme bulunmayıp, ihraç genel hükümlere göre gerçekleşmektedir (Doğru, 2007a: 209).

3.2.3. Fransa

Fransa'da menkul kıymetleştirmenin doğuşu genelde geleneksel ipotek fonlama sisteminin önemini yitirmesi ve artan sermaye baskılarını hafifletme ihtiyacından kaynaklanmıştır. İpotek kredileri, kredi veren bankanın tam yükümlülüğüyle iskontolamaya benzer bir süreçle finanse edilmekteydi. Fransa finansal pazarı gibi, erken ödemeler finansman tekniğini öldürmüş ve uzun vadeli yeni fon kaynaklarına ihtiyaç duyulmuştur (Tantan, 1996: 94).

Fransa'da, varlığa dayalı menkul kıymetlerin ihracı için tüzel kişiliği olmayan, Türk hukukundaki yatırım fonlarına benzer yeni bir fonun (Fonds Communs de Creances (FCC)) kurulması öngörülmüştür (Doğru, 2007a: 210-211). Menkul kıymetleştirme fonu olarak adlandırılan FCC'nin özelliklerine baktığımızda tüzel kişiliğinin olduğu görünmekte ancak, Fransız şirketler hukuku veya Fransız ticaret hukuku, bu fonun tüzel kişiliğini açıkça kabul etmiştir. Bu bakımdan FCC'nin tüzel kişiliği olmadığından, iflası da söz konusu değildir. Bu nedenle, Fransız Hukukunda menkul kıymetleştirme, gerçek satış (true sale) şeklinde yapılabilmektedir. Gerçek satış (true sale), menkul kıymetleştirilen varlıkların bu varlıkları meydana getiren (originator) işletmeden menkul kıymet ihraç eden fona (SPV'ye), alacaklılara ve tasfiye memuruna karşı mülkiyet iddiası ile savunulabilecek bir şekilde devredilmesidir (Tüysüz, 2011: 107).

Ayrıca, alacakların FCC'ye devri durumunda, o alacak için öngörülen teminatların da otomatik olarak FCC'ye intikal etmesini Fransız Hukuku öngörmüştür. 1999 tarihli bir kanunla MBS ihracı bakımından ayrıntılı düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemelerde FCC'nin ismi değişerek Commpaigne de Financement Foncier (CoFF) olmuştur. Bu kurum yoğun olarak ipotek teminatlı menkul kıymetleri ihraç etmektedir

(Tüysüz, 2011: 107). Ayrıca Fransa'da 1985 yılında, devlet tarafından kontrol edilen Caisse de Refinancement Hypothecaire (İpotek Yeniden Finansman Fonu-CRH) tarafından ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi gerçekleştirilmiştir (Tüysüz, 2011: 108).

Diğer taraftan, Fransa'da menkul kıymetleştirme bakımında 2003 yılında finansal menkul kıymetleştirme kanunu ve 2004 yılında özel amaçlı yapılara (SPV) ipotekli kredilerin devri suretiyle menkul kıymetleştirmeye ilişkin değişiklik kanunu bulunmaktadır. Fransa'da menkul kıymet ihraçları Commission des Operations de Bourse (Borsa İşlemleri Komisyonu-COB) tarafından önceden incelenip onay verilmekte, düzenleyici kurum olarak da Commisssion Bancaire görev almaktadır (Tüysüz, 2011: 108).

ABD ve İngiltere'den farklı olarak menkul kıymetleştirmenin kanunla düzenlenmiş olması, Fransa'da bazı katı kuralların uygulanmasını da beraberinde getirmiştir. Son yıllarda belli bir esneme görülmekle birlikte, bazı sınırlamalar halen devam etmektedir. Daha önce mevcut olan, menkul kıymetleştirilen alacakların asgari iki yıl vadeli olması, alacak havuzundaki alacakların aynı tür olma zorunluluğu, alacakların problemli ve icra safhasında olmaması gibi kısıtlamalar kaldırılmış olmakla beraber, alacakların Fransız kredi kuruluşundan satın alınma şartı ve finansal kiralamaya konu mallar ile ilgili istisna dışında sadece mevcut alacakların menkul kıymetleştirilmesi gibi kısıtlamalar halen devam etmektedir (Doğru, 2007a: 201-2011).

3.2.4. Almanya

İngiltere ve Fransa'daki gelişmelere nazaran, Almanya'da ipotek dışı varlığa dayalı menkul kıymetleştirme oldukça yavaş bir gelişme göstermektedir. İpoteğe dayalı menkul kıymetleştirme işlemleri ise uzun yıllardan beri uygulanmaktadır. 1796'dan beri ipotek bankaları, pfandbriefe olarak bilinen ipotek teminatlı tahviller ihraç ederek ipotek kredilerini finanse etmektedirler (Tantan, 1996: 96).

Alman Hukukunda, menkul kıymetleştirme işlemlerine ticaret hukukunda yer verilmiştir. Menkul kıymetleştirme işini bankalar ve diğer şirketler gerçekleştirmektedir. Bankalar ve diğer şirketler, bazı zorluklara rağmen, varlıklarını menkul kıymetleştirmek için, özel amaçlı bir şirket (SPV) kurmaktadırlar. 2003 yılında, hükümet, SPV'ler üzerindeki vergiyi kaldırmakla birlikte bu durumun sadece bankalardan devralınan alacaklar konusunda olduğunu belirtmiştir. Alman Hukukunda alacakların devri konusunda üç mekanizma bulunmaktadır. Bunlar (Tüysüz, 2011: 108-109):

- **Yenileme (Novation/ Tecdit):** Kaynak kurumla (originator) borçlu arasındaki her bir alacağa ilişkin anlaşmanın yerine konmak üzere, borçlu ile fon (SPV) arasında aynı şartlara sahip yeni bir anlaşmanın yapılmasıdır.

- **Alt-Katılım (Sub-Participation):** Borçluya yeni bir kredi veren (alacaklı) gibi, kaynak kurumla (originator) onun borçlusu arasındaki sözleşmeye katılmadır. Bu katılımda katılan (yeni kredi veren), borçludan hakları doğrudan almamakta ve alacaklar üzerinde tasarruf yetkisi kaynak kurumda (originator) kalmaktadır. Bu nedenle, bu şekil, menkul kıymetleştirmeye pek uygun değildir, zira bu durumda alacaklar kaynak kurumun (originator) iflas masasına karşı korunamayacaktır.

- **Temlik (Cession):** Bu işlem, kredi veren (originator) ile devralan (yeni kredi veren) arasında gerçekleştirilir. Devralan kişi artık gerçek kredi veren olarak eskisinin yerini alıp, onun haklarına sahip olmaktadır. Alacağın temliki bakımından kaynak kuruma (originator) borçlu olan kişinin devir sözleşmesine katılımı (onun izni) gerekli değildir. Bu niteliğinden dolayı, bu şekil, menkul kıymetleştirmeye daha elverişlidir. Bu nedenle menkul kıymetleştirmelerde bu usul yaygın olarak kullanılmaktadır.

Alman bankalarının gerekli sermaye yeterliliği oranını karşılamada problemlerinin olmayışı onları varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeye yöneltmemiştir (Tantan, 1996: 96). Tantan (1996) ve Doğru (2007a) yaptığı çalışmalarda Almanya'da menkul kıymetleştirmenin yaygınlaşmasının önündeki engelleri şu şekilde belirtmişlerdir:

- Kredilerin transferleri Alman vergi koruma kanunlarının kısıtlamalarına tabidir. Borçlunun kişisel bilgilerinin açıklanması sınırlandırılmıştır. Bu durumda kaynak şirket ve hizmet eden kurumun aynı olması gerekmektedir. Sonuç olarak hizmet eden yatırım ödemelerini dağıtmak, muaccel olmuş ödemeleri toplamak, borçlunun faiz oranını belirlemek ve borçlunun ödemeyi yapmaması durumunda teminatı güvenceye almak işleri de dahil olmak üzere tüm sorumluluklarını gerektiği şekilde yerine getirebilecek nitelikte olmalıdır.

- Sınırlı ortaklıklar şeklindeki özel amaçlı kurum vergiye tabi olacağından, VDMK'in maliyetini arttıracaktır. Ortaklığın ödenmemiş ortalama uzun vadeli borçları vergi tabanını oluşturmaktadır. Bu durumda minimum sermaye yeterliliği oranı gibi ek maliyetler söz konusu olmaktadır.

- İhtisaslaşmış ipotek bankaları tarafından ihraç edilen ipotekli tahvil piyasasının çok gelişmiş olması menkul kıymetleştirme işlemine ihtiyaç bırakmamaktadır.

- Yeni ve pek bilinmeyen menkul kıymetleştirme işlemine karşı piyasada bir ilgisizlik bulunmaktadır.

- Bankaları denetleyen kamu kuruluşları, menkul kıymetleştirme işlemine ve bankaların bu işlemde kaynak şirket olarak yer almasına sıcak bakmamaktadır.

Bazı olumsuz hükümler içerse de, esas olarak Alman temel kanunlarının menkul kıymetleştirmeyi engeller nitelikte olmadığı belirtilmektedir. Menkul

kıymetleştirme Almanya'da revaçta olmasa da büyük Alman şirketlerinin, alacaklarının uluslararası piyasalarda menkul kıymetleştirilmesine rastlanmaktadır (Doğru, 2007a: 213).

3.2.5. İtalya

İtalyan menkul kıymetleştirme finansmanı diğer ülkelerde 1999'dan itibaren hızla büyümüştür. Sekiz yıl içinde, özel amaçlı kurumların (SPV) sayısı 300'den fazla işletmeye ulaşmıştır. Banka kredisi menkul kıymetleştirmeleri 2000 yılında 16 milyar avroya ulaşmış ve bu rakam 2007'de iki katına çıkmıştır. En az bir menkulleştirme işlemi gerçekleştiren bankaların sayısı 2000'da 29 iken, 2007'de 138'e yükselmiştir. Yine de, menkul kıymetleştirme çeşitleri kısmen değişmiştir. Kötü kredilerin toplam menkul kıymetleştirilmiş kredilere oranı, 2005 yılı haricinde, fazla zaman kaybetmiştir. Menkul kıymetleştirme işleminde kredilerin, finansal olmayan firmalara oranındaki payı 2000'de %74 iken, 2006-2007'de %37'ye düşmüştür. Menkul kıymetleştirilen kredilerin hanelere oranındaki payı ise, 2000'de %22 iken 2006'da %48'e, 2007'de %58'e yükselmiştir (Affinito ve Tagliaferri, 2010: 192)

Finansal piyasalardaki güncel olaylar, banka kredisi menkul kıymetleştirmesine olan ilgiyi artırmıştır. Affinito ve Tagliaferri (2010: 200)' in yaptığı çalışmada 2000-2006 yılları arasındaki bireysel İtalyan banka verilerinin kriz öncesi yıllardaki ampirik belirleyicileri incelenmiştir. Araştırma çeşitli model, test ve kontrollere dayanmaktadır. Araştırma sonuçların göre, İtalya'da menkul kıymetleştirme finansmanı artmış olsa da, bu artış ortalama olarak düşük seviyededir. Sonuçlar ayrıca, banka kredilerinin menkul kıymetleştirilmesinin çok taraflı bir karar olduğunu göstermektedir. Daha az aktifleştirilmiş, daha az kârlı, daha az likit ve daha riskli bankalar kredilerini menkul kıymetleştirme şansına girmiş, daha çok menkul kıymetleştirmiş ve daha önce menkul kıymetleştirmişlerdir. Ayrıca, daha büyük ve çeşitlendirilmiş bankalar ve daha hızlı büyüyen krediler ve daha önceki uygulamalara sahip olanlar, daha fazla menkul kıymetleştirme faaliyetine girmiştir.

3.2.6. İsviçre

İsviçre hukukunun genel hükümlerinin menkul kıymetleştirme işlemi için elverişli olmasına, en azından önemli bir engel çıkarmamasına rağmen menkul kıymetleştirme İsviçre'de tercih edilmemektedir. Bunun nedenleri ise şöyle sıralanmaktadır (Doğru, 2007a: 215):

- Yatırım bankaları, derecelendirme kuruluşu ve hukuk bürolarına ödenecek ücretler nedeniyle menkul kıymetleştirme işleminin maliyetinin yüksek olması,

- Söz konusu maliyetleri karşılamaya yeterli olacak menkul kıymetleştirilecek alacak tutarının oldukça yüksek olması; ancak İsviçre gibi görece küçük bir ülkede bu hacimlerde alacak ve bu alacakları yaratacak kaynak şirketlerin mevcut olmaması; var olan büyük firmaların ise alacaklarını yurt dışı piyasalarda menkul kıymetleştirme imkanına sahip olmaları ve bu yüzden işlemlerini İsviçre'de yapmaya gerek duymamaları,

- Menkul kıymetleştirmenin finansman ve yatırım aracı olarak potansiyel avantajlarının piyasada hem fon talep eden firmalar hem de yatırımcılar tarafından bilinmemesidir.

3.2.7. Japonya

Menkul kıymetleştirme alanında uygulamaya geçen Asya'da ilk ülke Japonya'dır. Japonya'da menkul kıymetleştirme ile ilgili yasal düzenlemeler aşağıda sıralanacaktır (Tüysüz, 2011: 117-121):

- İlk düzenleme Japon Menkul Kıymetler ve Borsa Kanunu (Japanese Securities and Exchange Law – Shoken Torihiki Ho Law No. 5, 1948-SEL) dur.

- 1992 Finansal Reform Kanunu ile menkul kıymetleştirme kapsamı genişletilmiştir. Bu bakımdan, kıymetli evrak Japonya dışında çıkarılan mevduat sertifikaları, yabancılara ait menkul kıymetleştirilmiş kredi kartı alacakları ve ipoteğe dayalı fon sertifikaları menkul kıymetleştirilecek varlıklar arasına dahil edilmiştir.

- 1993'te MITI (The Ministry International Trade and Industry/ Japonya Sanayi ve Ticaret Bakanlığı) Menkul Kıymetleştirme Kanunu ile makine ve diğer finansal kiralar ve kredi alacakları, taksitle satış alacakları gibi kredi talepleriyle ilgili olarak menkul kıymetleştirmeye izin verilmiştir. Böylece, bu yasa menkul kıymetleştirmeyi teşvik etmiştir.

- 1994 yılında MITI Kanunu kullanılarak büyük Japon şirketlerinden biri, ilk sınır ötesi menkul kıymetleştirme işlemlerinden birini gerçekleştirmiştir. Burada Japon leasing şirketi, ABD sermaye piyasasına off-shore SPV aracılığı ile finansal kira alacaklarına dayalı menkul kıymet pazarlamıştır.

- 1996'da Japon finansal sisteminde reformlar yapılmıştır. Özel amaçlı kuruluşların (SPV) oluşturulmasına ve bankaların menkul kıymet yatırımlarının satılmasına izin verilmiştir.

- 1998'de Yabancı Borsa ve Yabancı Ticaret Kanununda değişiklik yapılarak, sınır ötesi işlemler kolaylaştırılmıştır. Bu değişiklik ile, Japonya' da yerleşiklerle yabancılar arasında alacakların devri hakkında uygulanan izin alma ve ön ihbar şartları kaldırılmıştır.

3.2.8. Brezilya

Brezilya, yapılandırılmış menkul kıymetler bakımından Latin Amerika'da Meksika ile birlikte en gelişmiş piyasaya sahiptir (Tüysüz, 2011: 122). Bununla birlikte, 1999'dan bu yana, Brezilya ekonomisi, finansal piyasaların gelişimine katkıda bulunan makroekonomik istikrarla göze çarpmıştır. Buna en iyi örnek, Brezilya Merkez Bankası'nın, n.2907 kararıyla, 2001 yılında Kredi Hakları Yatırım Fonu'nu (Fundo de Investimento em Direitos Cresitorio-FIDC) kurması ve yeni bir sermaye piyasası alternatifi açmasıdır (Mendonça ve Barcelos, 2015: 13). FIDC, SPV gibi iflastan uzak bir kuruluştur. Bu durum, Brezilya yapılandırılmış finans piyasasında (secutitization) gelişmeye yol açmıştır (Tüysüz, 2011: 122).

Bu ilke kararı, daha sonra Aralık 2001'de Brezilya Sermaye Piyasası Kurulunun (Comissao de Valores Mobiliarios–CVM) 356 no'lu Direktifi ile desteklenmiştir. Bu düzenlemede, FIDC'in gayrimenkul dahil ekonominin neredeyse tüm sektörlerinden alacak (varlık) devralabileceği belirtilmiştir. Varlıkların (alacakların) ikincil piyasada satılabileceği, bunlara dayalı olarak menkul kıymet olarak ihraç edilebileceği ifade edilmiştir (Tüysüz, 2011: 122).

Avrupa örneğinde olduğu gibi, varlıkların menkul kıymetleştirilmesi Brezilya'daki küçük ve orta ölçekli finansal kuruluşlar için geçerlidir. Bu nedenle menkul kıymetleştirme, fonlama maliyetlerini azaltmak için alternatif bir araçtır (Mendonça ve Barcelos, 2015: 24).

Brezilya, yapılandırılmış finans piyasasını (menkul kıymetleştirmeyi) önemli ölçüde geliştirmiştir; bununla birlikte, konut alanında ipoteğe dayalı menkul kıymetleştirme (residential mortgage-backed securities) sektörünün hala gelişmeye ihtiyacı vardır (Tüysüz, 2011: 122). Sonuç olarak, FDIC'nin ihraç hacmi hiçte önemsiz değildir ve Brezilya iç piyasası, 2012 yılında Latin Amerika menkul kıymetleştirme hacminin % 45'ini temsil etmektedir (Mendonça ve Barcelos, 2015: 13).

Kredi riskinin tahmin edilmesinden elde edilen sonuçlar, menkul kıymetleştirmenin riski arttırdığını ve Brezilya'daki varlıkların menkul kıymetleştirilmesinin kredi riskini diğer finansal kuruluşlara aktarmadığını göstermektedir. Bu nedenle Brezilya'da hangi faktörlerin menkul kıymetleştirmeyi teşvik ettiğini belirlemek önemlidir. Genel olarak, literatür menkul kıymetleştirme için üç faktörü vurgulamaktadır. Bunlar (Mendonça ve Barcelos, 2015: 24):

- Kredi riskinin diğer finansal kuruluşlara aktarılması,
- Likiditede artışı,
- Düzenleyici sermaye arbitrajıdır.

Mendonça ve Barcelos (2015)' un "Securitization and credit risk: Empirical evidence from an emerging economy" isimli araştırmasının sonuçları, menkul kıymetleştirme operasyonunun Brezilya finans kurumlarının kredi riski üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu desteklemektedir. Bu sonuç, bankaların zayıf varlıklarına sahip olduklarını ve böylece başkalarına iyi kalitede sadece kredi kullandırmalarının mümkün olduğunu göstermektedir. Kısacası, menkul kıymetleştirme Brezilya'daki kredi riskini arttırmaktadır. Sonuç olarak, Brezilya Merkez Bankasının (finansal düzenleyici) finansal kırılganlığın önüne geçen düzenlemelere yönelik politika çizmesi esastır.

SONUÇ

Küreselleşen dünyada yerli ve yabancı bankaların menkul kıymet faaliyetlerine verdikleri önem giderek artmaktadır. Gelişen dünya ekonomisiyle birlikte, finansal sistemlerde likiditenin arttırılması amacıyla yeni finansman kaynaklarına ihtiyaç duyulmaktadır. Finansal yenilikler arasında menkul kıymetleştirme uygulamalarının hızlı bir gelişimi bulunmaktadır. Yeni finansman kaynaklarına duyulan ihtiyaç, kredi riskliliğinin aktarılması, yeni kâr fırsatlarının aranması ve sermayenin rolü menkul kıymetleştirme kararının alınmasında belirleyici faktörler olarak karşımıza çıkmaktadır.

Finansal açıdan önemli bir yere sahip olan menkul kıymetleştirme, 1970'li yıllarda uluslararası finans piyasalarında meydana gelen değişimler neticesinde geleneksel bankacılığın yerine tercih edilen önemli bir olgu olarak ortaya çıkmıştır. İlk menkul kıymetleştirme uygulamaları, ABD'de mortgage kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi ile başlamıştır. İlk ipotek dışı varlığa dayalı menkul kıymet uygulaması ise, 1985 yılında finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacakların menkul kıymetleştirilmesi ile olmuştur. Günümüzde otomobil kredileri, kredi kartı alacakları, finansal kiralamada ekipman (donanım) kiraları, öğrenci kredileri, ticari alacaklar, ihracat işlemelerinden doğan alacaklar menkul kıymetleştirilen diğer aktif varlık ürünleri arasında yer almaktadır.

Modern finans sisteminin önemli bir yeniliği olarak karşımıza çıkan menkul kıymetleştirme, kısaca likit olmayan varlıkların, likit hale gelmesi şeklinde tanımlanabilir. Menkul kıymetleştirme likidite ve fonlama ihtiyaçlarından dolayı ortaya çıkmıştır. Bu bağlamda, menkul kıymetleştirme ile bankalar likit olmayan kredileri menkul kıymetlere dönüştürmekte ve kredileri fonlamak için mevduat toplamaya gerek duymadan likidite elde etmektedirler.

Yapılandırılmış finansman olarak da adlandırılan menkul kıymetleştirme işlemlerinde geleneksel finansman yöntemlerine göre çok sayıda uzmanlaşmış katılımcıya ihtiyaç duyulmaktadır. Basit bir menkul kıymetleştirme işleminde öncelikle kaynak firma tarafından bir varlık havuzu oluşturulmakta, ardından bu havuzda yer alan alacaklar menkul kıymetleştirme yetkisine sahip olan özel amaçlı kuruma devredilmektedir. Özel amaçlı kuruluşta yatırım bankaları aracılığıyla menkul kıymetleştirilen varlıkları yatırımcılara yönlendirmektedir. Bu işleyiş içerisinde; kredi garantisi verenler, derecelendirme kuruluşları, yedd-i emin ve hukuk büroları da sürecin doğru olarak uygulanması için görev alan diğer kuruluşlar olarak karşımıza çıkmaktadır.

Aktife dayalı menkul kıymet uygulaması ile geleneksel sabit getirili yatırımlara çeşitlendirme olanağı sunulmaktadır. Akife dayalı menkul kıymetleştirme işlemlerinde, bilançoların likit hale gelmesi amacıyla, bilançonun aktifinde yer alan varlıklar menkul kıymetlere dönüştürülmekte ve ekonomiye yeni fonlar sağlanmaktadır.

Aktif menkul kıymetleştirmesinin global sermaye piyasalarının ivme kazanmasında önemli katkıları olmuştur. Bununla birlikte menkul kıymetleştirme sürecinin gerek yatırımcılara, gerekse kredi kuruluşlarına birçok yararı bulunmaktadır. Menkul kıymetleştirme işlemleri, kredi arzını canlandırarak bankaların bilançolarının likiditesini artırmakta ve risk çeşitlendirmesini sağlayarak finansal istikrarı iyileştirmektedir. Yatırımcılar açısından yatırım araçlarını çeşitlendirerek daha yüksek getiri elde etmelerini sağlayan menkul kıymetleştirme işlemleri, kredi borçlularının daha düşük maliyetle kaynak sağlamalarına olanak tanımaktadır.

Menkul kıymetleştirme işlemleri sağladığı yararların yanında bir takım risk ve sakıncaları da beraberinde getirmektedir. Bu bağlamda menkul kıymetleştirme işlemlerinin kredi denetim ve gözetim eksikliği yaratması, bankaların riskli kredi verme eğilimlerini arttırmaktadır. Bu durum aynı zamanda Merkez Bankalarının kredi ve para

arzını kontrol etmelerini zorlaştırmaktadır. Ayrıca yüksek karmaşıklık ve beraberinde gelen bilgi eksikliği yanlış yatırım kararlarına neden olarak, menkul kıymetleştirme işlemleri için potansiyel bir maliyet oluşturmaktadır. Genişleyen bir piyasa olan menkul kıymetleştirme aynı zamanda iç finansal piyasaların serbestleşmesini ve uluslararasılaşmasını gerektirir.

1980'li yıllardan sonra Türkiye ekonomisindeki gelişmelerle birlikte para ve sermaye piyasalarında yeni finansal ürünler kullanılmaya başlanmıştır. Menkul kıymetleştirme ve beraberinde uygulanan aktife dayalı menkul kıymetleştirme işlemleri bu yenilikler arasında yer almaktadır. Bu uygulamalar beraberinde yeni yasal düzenlemeleri getirmiştir. Bu doğrultuda 29/04/1992 tarih ve 3794 sayılı "Sermaye Piyasası Kanunu'nda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanunun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 sayılı KHK nin Bazı Maddelerin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun", 13/05/1992 tarihinde 21227 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Ardından SPK tarafından 31/07/1992 tarihinde yayımlanan Seri:III No:14 sayılı "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği" ile ise ülkemizde uygulanacak varlığa dayalı menkul kıymetleştirme işlemlerinin önü açılmıştır.

Aktife dayalı menkul kıymet uygulamalarında mevduat işlemlerinde olduğu gibi munzam karşılık ve disponibilite yükü olmaması bankaların bu işlemleri tercih etmelerinde etkili olmuş, ancak 05/04/1994 tarih ve 21896 sayılı Resmi Gazete' de yayımlanan T.C. Merkez Bankası'nın 4 sıra numaralı "Umumi. Disponibilite Hakkında Tebliği" ve 94/3 sayılı "Mevduat Munzam Karşılıkları Hakkındaki Tebliği" gereğince aradaki fark ortadan kalkmış, varlığa dayalı menkul kıymetler cazibesini yitirmiştir.

Menkul kıymetleştirme işlemlerine yönelik olarak yapılan Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği, varlığa dayalı menkul kıymetler ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin nitelik ve varlık finansmanı ve konut finansmanı fonlarının

kuruluş ve faaliyet esaslarını belirlemek üzere 09/01/2014 tarihinde Resmi Gazetede yayımlanmıştır. Varlığa ve ipoteğe dayalı menkul kıymet (VİDMK) uygulamalarının önemi artmıştır.

Menkul kıymetleştirme işlemlerinde önemli yeri olan Ulusal Varlık Fonlarının son yıllarda sayıları ve sahip oldukları varlık büyüklükleri hızla artmaktadır. Bu fonlar, resmi rezervlerden ayrı olarak devlet tarafından yönetilmekte ve özellikle petrol, doğalgaz ya da diğer doğal kaynaklar bakımından zengin olan ülkeler ve dış ticaret veya bütçe fazlası veren ülkelerce oluşturulmaktadır. Ulusal Varlık Fonları aynı zamanda büyük oranlarda ülkeleri dışındaki varlıklara da yatırım yapmaktadırlar.

Türkiye Varlık Fonu bünyesinde yer alan varlıkların meydana getirdiği katma değer performansını artırarak, büyük projelere kaynak sağlayacak, böylece hem bu projelerin işlerlik kazanmasıyla istihdam yaratılacak, hem de kaynak maliyetleri üzerindeki baskı azaltılmış olacaktır. Tasarruf ve yatırımlardaki artış ile ise ülkemizin büyümesi ve kalkınması üzerinde olumlu yönde etkilerde bulunacaktır. Türkiye Varlık Fonunun, petrol, doğal gaz ya da diğer doğal kaynak geliri bulunmamakta ve özelleştirme gelirlerine bağlı olarak faaliyet göstermektedir. Bütçe açığı, cari işlemler açığı ve tasarruf açığı bulunan ülkemizin, uyguladığı büyüme stratejisi bakımından dış sermayeye ihtiyacı bulunmaktadır. Bu bağlamda, Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş. ve Qatar Investment Authority (QIA-Katar Ulusal Varlık Fonu) arasında yatırım görüşmeleri yapılmaktadır. Özellikle Alman otomotiv devi olan Volkwagen'in %17 hissesine sahip olan QIA tarafından yapılacak yatırımların ekonomik gelişmeye olumlu yönde katkı sağlayacağı yadsınmaz bir gerçektir.

Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketi'nin temel faaliyet konusu kapsamında sermaye piyasalarında araç çeşitliliği ve derinliğine katkı sağlayarak, yurt içinde kamuya ait olan varlıkları ekonomiye kazandırarak, varlıkların değerini uluslararası kurumsal yönetişim ilkeleri ile arttırarak, yatırım odaklı dış kaynak temin ederek, stratejik, büyük ölçekli yatırımlara katılmak amacıyla Türkiye Varlık Fonu'nu

ve bu fona bağlı olarak faaliyet gösteren alt fonları kurup ve yöneterek menkul kıymetleştirme işlemlerinde de olumlu etki yaratacağı kaçınılmazdır. Bununla birlikte, gerekli olan kanuni, kurumsal ve muhasebe işlemlerine yönelik düzenlemelerin işlerlik kazanması önemli bir husus olarak karşımıza çıkmaktadır.

1970'li yıllarda ABD'de uygulanmaya başlayan menkul kıymetleştirme batılı ülkelerin sermaye piyasalarına girmekte gecikmemiştir. Hem ABD hem de Asya ve Avrupa'da menkul kıymetleştirme işlemleri güçlü büyüme oranları kaydetmiştir. Basel II süreci, kredi riski için gelişmiş fiyatlandırma modellerinin uygulanmasına ve menkul kıymetleştirme faaliyetinin daha da geliştirilmesine yol açmıştır. Menkul kıymetleştirme işlemleri 1990'lı yıllarda ABD'de ön plana çıkmış ve 2000-2007 yılları arasında ise işlem hacmi en üst noktaya ulaşmıştır. Kriz öncesi yıllarda borç vermenin tetiklenmesi ile konut kredisi balonunun oluşmasında büyük pay sahibi olan menkul kıymetleştirme işlemlerindeki hızlı büyüme oranları birçok riski beraberinde getirmiş ve 2007-2008 yılında ABD'de başlayıp hızla Avrupa'ya yayılan finansal mali krizin etkileri daha fazla hissedilmiştir. Riskten kaçınma ve belirsizlik, ekonominin bir bütün olarak istikrarının bozulmasına neden olmuştur.

Küresel finansal krizinin olumsuz etkileri beraberinde yeni düzenlemelerin oluşturulmasına neden olmuştur. IOSCO tarafından menkul kıymetleştirmenin neden olduğu risklerin azaltılması, menkul kıymetleştirme sürecinin şeffaf ve standartlaştırılması amacıyla ilkeler yayımlanmıştır.

Bu araştırmada sermaye piyasasında yeni bir finansman tekniği olarak gelişen menkul kıymetleştirme işlemleri bir bütün olarak ele alınmış ve aktif varlığa dayalı menkul kıymetlerin Türkiye'de ve dünyadaki uygulamaları ve gelişimi literatür açısından incelenmiştir. Menkul kıymetleştirme işlemleri likiditeyi arttırdığından son yıllarda gerek bankalar gerekse yatırımcılar açısından önemli bir finansal araç haline gelmiştir. Ancak işlemlerin doğru şekilde uygulanabilmesi açısından etkin bir finans piyasasına ihtiyaç duyulmaktadır. ABD'de konut kredilerinin geri ödenmemesi ile

başlayan 2008 dünya global krizi örneğinde olduğu gibi yanlış uygulamalar beraberinde daha fazla olumsuzluk getirmiş ve kriz tüm dünyaya yayılmıştır. Bu nedenle, menkul kıymetleştirme işlemlerinde başarılı olmak ve süreçte yer alan yatırımcılara zarar vermemek adına ülke mevzuatında gerekli düzenlemeler yapılmalı ve yapılan düzenlemelere işlerlik kazandırılmalı, teminat olarak gösterilen varlıkların mevcut olup olmadığı araştırılmalı, ayrıca ödenmeme riski dikkate alınarak yatırım yapılmalıdır.

Menkul kıymetleştirme uygulamalarında önemli yeri olan SWF'ler ellerinde bulunan kaynaklar ile finansal piyasalardaki her çeşit yatırım işlemini gerçekleştirebilmekte ayrıca yönetiminde bulunan varlıkları teminat göstererek veya menkul kıymetleştirme yoluyla finansman elde edebilmektedir. Bu bağlamda Türkiye Ulusal Varlık Fonu Yönetimi A.Ş'nin kurulmuş olmasının ülkemizdeki menkul kıymetleştirme uygulamalarına katkıda bulunacağı ve bu alanda yapılacak olan araştırmaların menkul kıymetleştirme işlemlerinin gelişiminde olumlu etki sağlayacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

AFFINITO, M. ve TAGLIAFERRI, E. (2010): "Why Do (Or Did?) Banks Securitize Their Loans? Evidence From Italy", *Journal of Financial Stability*, Cilt 6, Sayı 4, ss. 189-202.

ALANTAR, D. (2008): "Küresel Finansal Kriz: Nedenleri ve Sonuçları Üzerine Bir Değerlendirme", *Maliye Finans Yazıları*, Cilt 1, Sayı 81, ss. 1-10.

ALPTEKİN, E. (2009): "Menkul Kıymetleştirme ve Küresel Finans Krizindeki Rolü", *İzmir Ticaret Odası Ar-Ge Bülteni*, Nisan Sayısı, ss. 11-16.

AKBULAK, S. ve AKBULAK, Y. (2008): "Ulusal Varlık Fonları", *İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 25, Sayı 2, ss. 237-262.

AKSOY, A. ve TANRIÖVEN, C. (2013): *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi*, 4. Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara.

AŞIKOĞLU, R. ve KAYAHAN, C. (2008): "Global Finansal Sistem Etkileşimiyle Türkiye'nin Türev Piyasa Görünümü", *AKÜ İİBF Dergisi*, Cilt 10, Sayı 2, ss. 157-179.

AYDIN, N., BAŞAR, M. ve COŞKUN, M. (2014): *Finansal Yönetim*, 4. Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara.

AYKIN, H. (2017): "Ulusal Refah Fonlarının Ekonomik Güvenlik Perspektifi ile Analizi", Vergi Dosyası, https://vergidosyasi.com/2017/02/07/ulusal-refah-fonlarinin-varlik-fonlari-ekonomik-guvenlik-perspektifi-ile-analizi/, (Erişim Tarihi: 20/09/2017), ss. 1-26.

BABUŞCU, Ş. ve HAZAR, A. (2017): *Meslek Yüksekokulları İçin Genel Bankacılık Bilgileri*, 1. Basım, Bankacılık Akademisi Yayınları, Ankara.

BASTI, E. (2013): "Türkiye'de Şirketler Kesiminin Doğrudan Finansman Yoluyla Kaynak Sağlaması", *Süleyman Demirel Üniversitesi Fen-Edebiyat Fakültesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Sayı 30, ss. 185-194.

BATTAGLIA, F. ve GALLO, A. (2013): "Securitization and Systemic Risk: An Empirical Investigation On Italian Banks Over The Financial Crisis", *International Review of Financial Analysis*, Cilt 30, ss. 274-286.

BERTAY, A. C., GONG, D. ve WAGNER, W. (2017): "Securitization and Economic Activity: The Credit Composition Channel", *Journal of Financial Stability*, Cilt 28, ss. 225-239.

BUCHANAN, B. G. (2017): "The Way We Live Now: Financialization and Securitization", *Research in International Business and Finance*, Cilt 39, ss. 663-677.

BÜYÜKAKIN, F. ve ÖNYILMAZ, O. (2012): "Faizsiz Finansman Bonosu Sukuk ve Türkiye Uygulamaları", *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, Cilt 3, Sayı 7, ss. 1-16.

CARBO-VALVERDE, S., DEGRYSE, H. ve RODRÍGUEZ-FERNÁNDEZ, F. (2015): "The Impact of Securitization on Credit Rationing: Empirical Evidence", *Journal of Financial Stability*, Cilt 20, ss. 36-50.

CERASI, V. ve ROCHET, J. C. (2014): "Rethinking The Regulatory Treatment of Securitization", *Journal of Financial Stability*, Cilt 10, ss. 20-31.

CEYLAN, A. ve KORKMAZ, T. (2000): *Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi*, Ekin Kitabevi, Bursa.

CHENG, M., DHALIWAL, D. S. ve NEAMTIU, M. (2011): "Asset Securitization, Securitization Recourse, and Information Uncertainty", *The Accounting Review*, Cilt 86, Sayı 2, ss. 541-568.

COŞKUN, M. (2010): *Para ve Sermaye Piyasaları Kurumlar, Araçlar, Analiz,* 1. Baskı, Detay Yayıncılık, Ankara.

COŞKUN, Y. (2010): "Risk Maps of Securities Firms (Aracı Kurumların Risk Haritası)", *Sermaye Piyasası Dergisi*, Cilt 1, Sayı 3, ss. 52-74.

ÇABUK, A. (2009): *Muhasebede Dönem Sonu İşlemleri*, 4. Baskı, Dora Yayıncılık, Bursa.

ÇAĞIL, G. (2013): "Eğitim Alanı: Finansal Sistem, Sermaye Piyasaları ve Sermaye Piyasası Mevzuatı", Marmara Üniversitesi Sürekli Eğitim Merkezi.

ÇALIŞKAN, M. (2012): "Yeni Türk Ticaret Kanunu Kapsamında Anonim Şirket Genel Kurul Toplantılarında Oy Hakkı Bulunmayanlar", *Mali Çözüm,* İSMMMO Yayınları, Sayı 111, ss. 119-129.

ÇELİK, K. (2009): *Genel Ekonomi*, Murathan Yayınevi, Trabzon.

ÇETİN, C. ve CAN MUTLU, E. (2012): *Temel İşletmeciliğe Giriş*, Beta Yayıncılık, İstanbul.

DAYAN, V. (2014): "Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Üzerine Bir İnceleme", *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, Cilt 10, Sayı 23, ss. 255-266.

DE MENDONÇA, H. F. Ve BARCELOS, V. Í. (2015): "Securitization and Credit Risk: Empirical Evidence From An Emerging Economy", *The North American Journal of Economics and Finance*, Cilt 32, ss. 12-28.

DEMİRBAĞ, M., MCGUINNESS, M., AKIN, A., BAYYURT, N. ve BASTI, E. (2016): "The Professional Service Firm (PSF) In A Globalised Economy: A Study of The Efficiency of Securities Firms In An Emerging Market", *International Business Review*, Cilt 25, Sayı 5, ss. 1089-1102.

DOĞRU, H. (2007a): *Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage Genel ve Hukuki Esaslar*, Doğru Hukuk Yayınları, İstanbul.

DOĞRU, H. (2007b): "Basel II ve IAS 39 Muhasebe Standardı Çerçevesinde Menkul Kıymetleştirme İşleminin Türkiye'de Banka ve Diğer Kaynak Şirketlerin Bilanço ve Sermaye Yeterliliği Yükümlülüklerine Etkileri", *Bankacılar Dergisi*, Cilt 62, ss. 44-58.

DÜZGÜN, R. (2015): *Tek Dönemlik Ekonomi Dersleri İçin Genel Ekonomi (Mikroekonomi, Makroekonomi),* Seçkin Yayıncılık, Ankara.

ERDÖNMEZ, A. P. (2006): "Aktif Menkul Kıymetleştirilmesi", *Bankacılar Dergisi*, Sayı 57, ss.75-84.

ERTEM, Ü. (2015): *Bankacılık ve Kambiyo İşlemleri*, Ekin Yayınevi, Bursa.

GÜLNAR, H. (2016): "Yüksek Hızlı Tren Yatırımlarının Gelir Ortaklığı Senedi İle Finansmanı", *Uzmanlık Tezi*, T.C. Kalkınma Bakanlığı, Yayın No: 2958, Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü.

GÜRLER, A. Z. (2008): *Genel Ekonomi*, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.

HEPŞEN, A. (2005): *Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması,* İstanbul Ticaret Odası, http://www.ito.org.tr/itoyayin/0000504.pdf, (Erişim Tarihi: 03/05/2017).

İBİŞ, C. ve AKARÇAY, A. (2017): "IOSCO Deklarasyonu ve Menkul Kıymet Borsalarında IAS'in Uygulanması Süreci", http://archive.ismmmo.org.tr/docs/sempozyum/06Sempozyum/4Oturum/CemalIbis.pdf, (Erişim Tarihi: 23/06/2017).

KAPLAN, C. (1999): "Finansal Yenilikler ve Piyasalar Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği", *Tartışma Tebliği*, No: 9910, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü.

KARA, A., MARQUEZ-IBANEZ, D. ve ONGENA, S. (2016): "Securitization and Lending Standards: Evidence From The European Wholesale Loan Market, *Journal of Financial Stability,* Cilt 26, ss. 107-127.

KIFF, J. ve MILLS, P. S. (2007): "Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets", IMF Working Papers, Sayı, 07/188, ss. 1-18, https://ssrn.com/abstract=1006316, (Erişim Tarihi: 05/05/2017).

KONURALP, G. (2001): *Sermaye Piyasaları Analizler, Kuramlar ve Portföy Yönetimi*, Alfa Yayınları, İstanbul.

ÖCAL, N. (1997): *Türkiye'de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara.

ÖZİNCE, E. (2005): "İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler", *Bankacılar Dergisi*, Sayı 55, ss. 45-49.

PARASIZ, İ. (2011): *Türkiye'de ve Dünya da Bankacılık*, 1. Baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa.

SABUNCUOĞLU, Z. ve TOKOL, T. (2009): *Meslek Yüksekokulları İçin Genel İşletme*, Alfa Aktüel Basım Yay. Dağ. Ldt. Şti., Bursa.

SERMAYE PİYASASI KURUMU, (2014): *Varlığa ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği,* Sayı 28877, http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140109-11.htm, (Erişim Tarihi: 01/12/2016).

SERMAYE PİYASASI KURUMU, (2012): *6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu*, http://www.spk.gov.tr/apps/mevzuat/MevzuatGoster.aspx?nid=11, (Erişim Tarihi 01/12/2016).

SERMAYE PİYASASI KURUMU, (2010): *SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-2*, Sermaye Piyasası Kurumu, Ankara.

TANTAN, S. (1996): *Menkul Kıymetleştirme: ABD Uygulamaları ve Bankacılık Sektörüne Etkileri,* Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:44, Ankara.

TELPNER, J. (2003): "A Securitization Primer For First Time Issuers", *Global Securitisation and Structured Finance, Greenberg Taurig*, ss. 1-7.

THOMAS, H. (2001): "Effects Of Asset Securitization On Seller Claimants", *Journal of Financial Intermediation*, Cilt 10, Sayı 3-4, ss. 306-330.

TRAPP, R. ve WEIß, G. N. (2016): "Derivatives Usage, Securitization, and The Crash Sensitivity of Bank Stocks", *Journal of Banking & Finance*, Cilt 71, ss. 183-205.

TUNCER, D., AYHAN, D. Y. ve VAROĞLU, D. (2011): *Genel İşletmecilik Bilgileri*, 4. Baskı, Siyasal Kitabevi, Ankara.

TURAN, G. (2012): *Menkul Kıymetleştirme ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler,* 1. Baskı, On İki Levha Yayıncılık A.Ş., İstanbul.

TURAN, G. (2009): *Menkul Kıymetleştirme ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler*, Doktora Tezi, Ankara.

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI, (2013): *TCMB Finansal İstikrar Raporu Kasım 2013*, Sayı:17, ss. 1-172, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/bcdb811f-c0d7-4622-8492-f36c46aceaf8/Fir_TamMetin17.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=bcdb811f-c0d7-4622-8492-f36c46aceaf8, (Erişim Tarihi: 07/02/2017).

TÜYSÜZ, M. (2011): *Sermaye Piyasası Hukukunda Varlığa/ İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme,* Yetkin Basımevi, Ankara.

UÇARKUŞ, Ö. (1994): *The Global Trend Toward Securitization and Its Reflections In The Context Of Turkey*, Doctoral dissertation, Bilkent University.

ULUSOY, Y. (2005): "Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Bağımsız Dış Denetimin Fonksiyonları ve Denetçi Bağımsızlığı", *Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, Cilt 7, Sayı 2, ss. 265-300.

UZUNOĞLU, S. (2009): *Finans Matematiği Çalışma Kitabı*, 3. Basım, Literatür Yayıncılık, İstanbul.

UZUNOĞLU, S., AYTAÇ, A., YILDIZ, N., YILDIRAK, K. ve ATAKİŞİ, A. (2008): *Temel Ekonomi*, Literatür Yayıncılık.

ÜNAL, O. K. (2016): "Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar", http://webftp.gazi.edu.tr/hukuk/dergi/2_2.pdf, (Erişim Tarihi 14.10.2016).

ÜNLÜÖNEN, K. ve TAYFUN, A. (2007): *Ekonomi*, Nobel Yayın Dağıtım, Ankara.

ÜNSALAN, E. ve ŞİMŞEKER, B. (2011): *Temel İşletmecilik Bilgileri*, 5. Basım, Detay Yayıncılık, Ankara.

VATANSEVER, N. (2001): "Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Uygulaması", *Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi*, Cilt 1, Sayı 1, ss. 259-274.

WEISS, M. A. (2008): "Sovereign Wealth Funds: Background and Policy Issues for Congress", *Congressional Research Service,* Library of Congress, ss. 1-21.

YAKAR, S. ve KANDIR, S. Y. (2012): "Türkiye'de Belediyelerin Tahvil İhracı ve Amerika Birleşik Devletleri Uygulaması", *Maliye Dergisi*, Sayı 162, ss. 430-447.

YALÇINER, K. (2005): "Uluslararası Hisse Senedi Piyasasına Hisse Senedi İhracı ve İMKB'de İşlem Gören Firmaların İhraç Performansı", *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, Cilt 19, Sayı 2, ss.395-406.

YALÇINER, K. ve SÜREKLİ, A. M. (2016): "Ekonominin Çeşitlendirilmesinin Bir Aracı Olarak Ulusal Refah Fonu Modelinin Türkiye Ekonomisi Açısından Uygulanabilirliği", *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,* Cilt 17, Sayı 3, ss.1-29.

İnternet Adresleri

https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco, (Erişim Tarihi: 22/06/2017).

http://mevzuat.spk.gov.tr/ , (Erişim Tarihi: 01/12/2016).

http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140109-11.htm, (Erişim Tarihi: 06/09/2017).

https://www.sec.gov/Article/whatwedo.html, (Erişim Tarihi:15/11/2017).

https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/, Erişim Tarihi: 21/09/2017).

https://www.swfinstitute.org/swfs/abu-dhabi-investment-authority/, (Erişim Tarihi: 22/09/2017).

https://www.swfinstitute.org/swfs/china-investment-corporation/, (Erişim Tarihi: 22/09/2017).

https://www.swfinstitute.org/swfs/norway-government-pension-fund-global/, (Erişim Tarihi: 22/09/2017).

https://www.swfinstitute.org/swfs/qatar-investment-authority/, (Erişim Tarihi: 22/09/2017).

http://turkiyevarlikfonu.com.tr/TR/icerik/51/hakkimizda, (Erişim Tarihi: 23/06/2017).

http://turkiyevarlikfonu.com.tr/Upload/Kanun.pdf, (Erişim Tarihi: 23/06/2017).