

T. C.

İstanbul Üniversitesi

Sosyal Bilimler Enstitüsü

İktisat Anabilim Dalı

Doktora Tezi

**Bankacılık Sektöründe Sekuritizasyon
(Menkulleştirme) Yöntemi ile Sermaye
Gereksiniminin Azaltılması**

**(2008'den Günümüze Türk Bankacılık Sektörü'nde
Bir Uygulama)**

Mehmet Somer ÜNSAL

2502040088

Tez Danışmanı :
Prof.Dr. Targan ÜNAL

İstanbul 2009

ÖZ

Bankacılık sektöründe sermaye, faaliyetlerin sürdürülebilir ve güvenli bir şekilde devamı için çok önemlidir. Bankaların maruz kaldığı risklerin azaltılması ve mevduat sahiplerinin güvence altına alınması için denetim otoriteleri de bankaların yeterli miktarda sermaye bulundurmasını şart koşturmaktadır. Basel II düzenlemesi uyarınca bankaların sermaye gereksinimleri artmakta, ABD’de meydana gelen mortgage krizi de bankacılıkta sermayenin önemini bir kez daha ortaya koymaktadır.

Sekuritizasyon (menkulleştirme) uygulaması bankaların kredi risklerinin menkul kıymetleştirilerek bilanço dışına çıkartılmasına imkan veren finansal bir enstrümandır. Menkul kıymetleştirilen kredi alacaklarının sermaye yükümlülüklerine tabi olmaması bankalara önemli avantaj sağlamaktadır

Uluslararası finans piyasalarında ciddi hacimlere ulaşan sekuritizasyon işleminin Türk Bankacılık Sektörü’ndeki durumuna bakıldığında işlem hacimlerinin çok sınırlı olduğu ve sekuritizasyon hacminde başı çeken konut kredilerinin Türkiye’de 2004 yılından itibaren gelişmeye başladığı görülmektedir.

Bu çalışmada sekuritizasyon uygulaması detaylı bir şekilde ele alınacaktır. Ardından konut kredilerinin artış trendinde olduğu Türk Bankacılık Sektörü’nde bankaların konut kredisi alacaklarını sekuritize ederek, risk yönetimi ve sermaye yeterliliği açısından elde edeceği avantajlar üzerinde durulacaktır.

ABSTRACT

Capital is a very important item for banking industry for the reliability and sustainability of operations. As capital is important for mitigating risks and gives assurance for depositors, banking supervision authorities provide banks to have enough capital. While Basel II capital framework requires banks to have more capital, the USA mortgage crisis also once more emphasized the importance of banking capital.

Securitization is a financial instrument which provides banks to place their credit risk out of their balance sheet. As the securitized credits are not subject to capital requirements, it provides banks important advantages.

Securitization, which has reached to significant volumes in the international financial markets, has very limited implementations in the Turkish Banking Sector and mortgage credits which provides the greatest securitization volumes, started to increase in Turkey since 2004.

In this study, the applications of securitization will be discussed in details. Afterwards, the advantages of securitization on risk management and capital adequacy issues will be studied for the Turkish Banking Sector where the mortgage credits are in uptrend.

ÖNSÖZ

Bu çalışmada Türk Bankacılık Sektörü'nde giderek önem kazanacağı düşünülen sekuritizasyon (menkulleştirme) uygulaması üzerinde durulmuştur. Bankacılık sektöründe her zaman önemli olan sermaye gereksinimi Basel II düzenlemesi ve mortgage krizi ile birlikte daha da önemli hale gelmiştir.

Sekuritizasyon yönteminin sermaye gereksinimini azaltıcı etkileri değerlendirildiğinde bu yöntemin Türk Bankacılık Sektöründe daha fazla oranda kullanılabileceği düşünülmektedir. Sektör'de konut kredilerinin artış trendi dikkate alındığında Türk bankalarının artan konut kredisi alacaklarını sekuritize ederek yasal sermaye gereksinimlerini azaltmaları, likidite yapılarını güçlendirmeleri ve daha sağlıklı bir mali yapıya sahip olmaları mümkündür.

Bu çerçevede çalışma içeriğinde Türk Bankacılık Sektörü için oluşturulan bir örnek ile sekuritizasyon yönteminin sermaye gereksinimini ve riskleri nasıl etkilediği örnek bir uygulama ile ve çeşitli varsayımlar altında değerlendirilmiştir.

Bu çalışmada karşılaşılan temel zorluklar sekuritizasyon yönteminin Türkiye'deki uygulamalarının dar kapsamlı olmasından kaynaklanmıştır. Bu nedenle ağırlıklı olarak yabancı kaynaklardan yararlanılmış ve uluslararası finans piyasalarındaki uygulamalar incelenmiştir.

Uzun süren bir çalışma sonucunda ortaya çıkan bu tezin hazırlanması sırasında bana desteklerini esirgemeyen danışman hocam Prof.Dr. Targan Ünal'a, en başından itibaren benim arkamda duran **Babama** ve gösterdiği sabırdan dolayı sevgili **eşime** teşekkürü borç bilirim.

İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZ/ABSTRACT	ii
ÖNSÖZ	iii
TABLO LİSTESİ	x
ŞEMA, GRAFİK LİSTESİ	xii
KISALTMALAR LİSTESİ	xiii
GİRİŞ	1
I. BÖLÜM	
BANKACILIK SEKTÖRÜNDE SERMAYE YETERLİLİĞİ	7
A. Bankacılık Sektöründe Sermaye	7
1. Bankacılık Sektöründe Sermayenin Önemi	7
2. Öz Sermayenin (Öz Kaynak) Bileşenleri	8
a. Anasermaye	8
b. Katkı Sermaye	10
c. Üçüncü Kuşak Sermaye	12
3. Sendikasyon ve Sekuritizasyon Kredileri	12
B. Sermaye Yeterliliği ve Basel II	15
1. Sermaye Yeterliliği İle İlgili Yasal Düzenlemeler	15
2. Basel II'nin Kapsamı	16
a. Asgari Sermaye Gereği	16
(1) Kredi Riski	16
(2) Operasyonel Risk	19
(3) Piyasa Riski	20
	iv

	Sayfa
b. Sermaye Gerekliliklerinin Denetimi	20
c. Piyasa Disiplini	21
3. Basel II'nin Etkileri	21
a. Kredi Riski İle İlgili Değişiklikler	21
b. Basel II'nin Sermaye Rasyosu Üzerindeki Etkileri	23
II. BÖLÜM	
SEKURİTİZASYON (MENKULLEŞTİRME)	28
A. Sekuritizasyon Kavramı	28
1. Genel Açıklamalar	28
2. Sekuritizasyon İşleminin Gelişimi ve Dünyadaki Uygulamaları	31
a. ABD'de Sekuritizasyon	31
b. Avrupa'da Sekuritizasyon	35
c. Diğer Piyasalar	37
3. Sekuritizasyon İşleminde Yer Alan Taraflar	38
4. Sekuritizasyon Süreci	42
5. Sekuritizasyon Yöntemleri	45
a. Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler (Pass Through)	45
b. Borçluluk İfade Eden Menkul Kıymet İhracı	46
(1) Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK)	47
(2) Nakit Akımlı Tahviller (Pay Through)	53
6. Sekuritizasyonun Hukuki Boyutu	56
7. Sekuritizasyon ve Operasyonel Konular	60
8. Sekuritizasyonun Vergi Boyutu	62
9. Sekuritizasyonun Avantajları	64

	Sayfa
10. Sekuritizasyon İşlemlerinde Rating Uygulaması	66
11. Sekuritizasyon Muhasebesi	71
B. Sekuritizasyonun Bankacılık Sektörü'ndeki Uygulamaları	77
1. Mortgage Kredisine Dayalı Aktif Sekuritizasyonu	77
ABD Mortgage Piyasası	81
(1) Özel Konut Finansmanı (Non-Agency Market) Piyasası, Prime, Subprime ve Alt A Mortgage Piyasalar	86
(2) ABD Mortgage Piyasası Örnek Sekuritizasyon İşlemi	89
2. Kredi Kartı Alacaklarının Sekuritizasyonu	91
3. Taşıtlı Kredilerinin Sekuritizasyonu	97
4. Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri (Collateralized Debt Obligations-CDO)	99
a. Bilanço İçi CDO'lar	102
b. Arbitraj CDO'lar	103
c. Bilanço İçi ve Arbitraj CDO'lar Arasındaki Farklar	105
5. Sekuritizasyon ve Mortgage Krizi	106
a. Mortgage Krizi ve Nedenleri	106
(1) Mortgage Krizinin Gelişimi	106
(2) Mortgage Krizinin Nedenleri	111
i. Mortgage Kredi Piyasasının Yapısı	111
ii. Subprime Sürecindeki Zayıflıklar	113
iii. Özel Amaçlı Kuruluşların (SPV) Statüsü	118
iv. Finansal Varlıkların Değerlemesi	119
v. Şeffaflık ve Sistemik Risk	122
b. Mortgage Krizinden Alınan Dersler ve İyileştirme Önerileri	122

	Sayfa
C. Sekuritizasyonun Banka Bilançosu Üzerindeki Etkileri	125
1. Krediler Üzerindeki Etkiler	126
2. Risk Yönetimi ve Sermaye Yeterliliği Üzerindeki Etkileri	128
III. BÖLÜM	
TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ'NDE SEKURİTİZASYON VE SERMAYE GEREKSİNİMİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ	134
A. Türk Bankacılık Sektörü'nde Sekuritizasyon	134
1. Sermaye Piyasası Mevzuatında Sekuritizasyon	134
a. 3794 Sayılı Kanun	135
3794 Sayılı Kanun'daki VDMK Uygulamasının Sekuritizasyon İşleminde Farklılıkları	137
b. 5582 Sayılı Kanun	140
(1) Seri III, No 33 sayılı İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ	142
(2) Seri III, No 34 sayılı Konut Finansmanı Fonlarına ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ	145
2. Türk Bankacılık Sektörü'nde Sekuritizasyon Uygulamalarının Mevcut Durumu	149
a. Türk Bankacılık Sektörü'nde Sekuritizasyon Uygulamalarının Gelişimi	153
(1) Türkiye'deki Konut Piyasasının Gelişimi	153
(2) Türkiye'de Konut Finansmanı	158
b. Türk Bankacılık Sektörü'ndeki Örnek Sekuritizasyon Uygulamaları	162

	Sayfa
B. Sekuritizasyonun Banka Sermaye Gereksinimi Üzerindeki Etkisi, Örnek Uygulama	171
1. Uygulama Hakkında Genel Bilgiler	171
2. Örnek Banka Bilançosunun Risk Analizinin Yapılması ve Sermaye Yeterlilik Rasyosunun Hesaplanması	172
a. Kredi Riskine Esas Tutarın Hesaplanması	173
b. Piyasa Riskine Esas Tutarın Hesaplanması	178
(1) Faiz Riski ve Hesaplanması	178
(2) Kur Riski ve Hesaplanması	179
(3) Hisse Senedi Riski ve Hesaplanması	180
c. Operasyonel Riske Esas Tutarın Hesaplanması	183
d. Sermaye Yeterlilik Rasyosu Hesaplanması	183
e. Likidite Rasyosu Hesaplanması	184
3. Örnek Bir Sekuritizasyon Uygulamasının Oluşturulması ve Bilanço Etkilerinin Analizi	186
a. Genel Açıklamalar	186
b. Örneğin Oluşturulması	187
c. Sekuritizasyon İşleminin Etkilerinin Analizi	189
(1) Sekuritizasyon İşlemi Sonrası Kredi Riskinin Hesaplanması	189
(2) Sekuritizasyon İşlemi Sonrası Sermaye Yeterliliği	190
(3) Sekuritizasyon İşlemi Sonrası Likidite Rasyosu	191
d. Sonuçlar	191
SONUÇ	193

	Sayfa
KAYNAKÇA	196
EK 1 : ABC Bank Finansal Veriler	202
EK 2 : Kredi Riskine Esas Tutar Hesaplaması	206
EK 3 : Piyasa Riskine Esas Tutar Hesaplaması	207
EK 4 : Operasyonel Risk Hesaplaması	213
EK 5 : Likidite Riski Hesaplaması_İkinci Vade Dilimi	214
EK 6 : Likidite Riski_Birinci Vade Dilimi	216
EK 7 : Sekuritizasyon_Kredi Riski	218
EK 8 : Sekuritizasyon_Likidite Riski	219
ÖZGEÇMİŞ	

TABLULAR

Tablo No	Açıklama	Sayfa No
Tablo 1	Basel II'ye Göre Risk Ağırlıkları	18
Tablo 2	Basel II Risk Ölçüm Yöntemleri	19
Tablo 3	ABD Toplam Sekuritizasyon Hacmi Gelişimi	32
Tablo 4	ABD Toplam Sekuritizasyon Hacmi Teminat Bazında Kırılımı	33
Tablo 5	Avrupa'da Sekuritizasyon Gelişimi	36
Tablo 6	Avrupa Toplam Sekuritizasyon Hacmi Teminat Bazında Kırılımı	36
Tablo 7	Sekuritizasyon ve Kredi İşlemlerinin Farkları	55
Tablo 8	Sekuritizasyonun Vergilendirmesi ile İlgili Değerlendirmeler	63
Tablo 9	Rating Şirketlerinin Derecelendirme Modelleri	66
Tablo 10	Yapılandırılmış Finansman ve Geleneksel Finansmanda Rating Modelleri	67
Tablo 11	Farklı Rating Seviyelerindeki Kredi Kayıp Tutarı	70
Tablo 12	Aktifin Satılması ve Teminat Olarak Gösterilmesi Karşılaştırılması	72
Tablo 13	ABD ve Avrupa Toplam Sekuritizasyon Hacmi Kredi Türü Bazında Kırılımı	78
Tablo 14	ABD Mortgage Finansman Kaynakları	79
Tablo 15	2007 yılı ABD Toplam Sekuritizasyon Hacmi Teminat Bazında Kırılımı	81
Tablo 16	Konut Kredilerine Dayalı Menkul Kıymet Hacimleri	83
Tablo 17	Resmi Olmayan Piyasalar Sekuritizasyon Hacmi	85
Tablo 18	Bank Of America Sertifikaları	90
Tablo 19	Bank of America Sertifikaları Kredi Desteği Durumu	91
Tablo 20	ABD'de Kredi Kartı Sekuritizasyon Hacmi	93
Tablo 21	Avrupa'da Kredi Kartı Sekuritizasyon Gelişimi	95
Tablo 22	S&P Avrupa Kredi Kartı Kalite Endeksi	96
Tablo 23	ABD'de Taşıt Kredilerinin Sekuritizasyonu	98
Tablo 24	Daimler Chrysler/ 2002'de Yapılan Sekuritizasyon Örneği	99
Tablo 25	CDO için Arbitraj Koşulları	104
Tablo 26	Resmi Olmayan Piyasalar Sekuritizasyon Hacmi	113

Tablo No	Açıklama	Sayfa No
Tablo 27	En Fazla Subprime Kredi Veren Finans Kuruluşları	114
Tablo 28	En Fazla MBS Çıkaran Aracı Kuruluşlar	115
Tablo 29	Türkiye’de VDMK İhracı	152
Tablo 30	Konut Kredilerinin Bireysel Krediler İçerisindeki Payı	155
Tablo 31	Dış Piyasalardan Sağlanan Kaynaklar	159
Tablo 32	Sendikasyon Kredileri	164
Tablo 33	Seküritizasyon Kredileri	165
Tablo 34	Türk Bankacılık Sektörü Kaynak Maliyeti	166

ŞEMALAR

Şema No	Açıklama	Sayfa No
Şema 1	Sekuritizasyon İşleminin Temel Tarafları	29
Şema 2	Ödeme Aktarmalı Sekuritizasyon Süreci	46
Şema 3	Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı	48
Şema 4	ABD İkincil İpotek Pazarındaki İşlemler	49
Şema 5	Tipik Bir İDMK İşlemi	52
Şema 6	Nakit Akımlı Tahviller Süreci	55
Şema 7	CMBS Hizmet Organizasyonu	61
Şema 8	ABD Mortgage Piyasasının Alt Grupları	84

GRAFİKLER

Grafik No	Açıklama	Sayfa No
Grafik 1	Avrupa'daki Mortgage Finansman Kaynakları	80
Grafik 2	ABD Resmi Piyasalar Sekuritizasyon Hacmi Gelişimi	82
Grafik 3	ABD Özel Piyasalar Sekuritizasyon Hacmi Gelişimi	84
Grafik 4	ABD'deki ABS'lerin Tüketici Kredileri Bazında Kırılımı	94
Grafik 5	CDO İşlem Hacminin Gelişimi	101
Grafik 6	Standart&Poors Ev Fiyatları Endeksi	106
Grafik 7	Özel Sektör Tahvil Piyasası İşlem Hacmi Gelişimi	109
Grafik 8	Artan Karşı Taraf Riski (TED Spread)	110
Grafik 9	VIX Gelişimi	111
Grafik 10	Türkiye'de Konut Kredilerinin Gelişimi	154
Grafik 11	Konut Kredileri / Toplam Krediler	156
Grafik 12	Konut Kredileri / GSMH	157
Grafik 13	Türk Bankacılık Sektörü Kaynak Yapısı	159
Grafik 14	Alacak Haklarının Menkulleştirilmesi	161

KISALTMALAR LİSTESİ

BDDK	:	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
CDO	:	Collateralized Debt Obligations (Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri)
CDS	:	Credit Default Swap
CLO	:	Collateralized Loan Obligations (Teminatlandırılmış Kredi Yükümlülükleri)
CMBS	:	Commercial Mortgage Backed Securitization (Ticari Amaçlı Konut Kredilerinin Sekuritizasyonu)
FAS	:	Financial Accounting Standard
FASB	:	Financial Accounting Standards Board
IAS	:	International Accounting Standard
QSPE	:	Qualified Special Purpose Entity
RMBS	:	Residential Mortgage Backed Securitization (İkamet Amaçlı Konut Kredilerinin Sekuritizasyonu)
SPV	:	Special Purpose Vehicle (Özel Amaçlı Kuruluş)
VDMK	:	Varlığa Dayalı Menkul Kıymet

GİRİŞ

Bankacılık sektörü açısından, bilanço kalemlerinden bir tanesi olan sermayenin ve sermaye yeterliliğinin özel bir önemi vardır. Bu önem, bankaların birer güven müessesesi olmaları ve sermayenin bu güveni destekleyecek en önemli varlık olmasından kaynaklanır.

Temel fonksiyonu fon fazlası olan müşterilerinden topladıkları mevduatı kredi olarak kullanılmak üzere olan bankaların bu faaliyetlerini sürdürülebilir şekilde gerçekleştirebilmesi için mevduat sahipleri nezdinde güven teşkil etmesi ve kredilerin geri ödenmesinde yaşanan gecikme dönemlerinde mali yapısını koruyabilmesi gerekmektedir. Bunların sağlanabilmesi için de bankaların güçlü sermaye yapısına sahip olması beklenir.

Böylelikle bankacılıkta sermaye, maruz kalınan risklerin azaltılması ve mevduat sahiplerinin güvence altına alınması açısından önem teşkil etmektedir. Bu öneme istinaden denetim otoriteleri de bankaların yeterli miktarda sermaye bulundurmalarını şart koşturmaktadır.

Sermayenin, bankaların faaliyetlerinin güvenilir bir şekilde devamını sağlamakla birlikte belli bir maliyeti vardır. Bu nedenle gereğinden fazla sermaye bulundurmak hissedarlar açısından tercih edilmez. Bunun yanında, sermaye getiri rasyosunu maksimize etmeye çalışan hissedarlar açısından daha az sermaye bulundurup bu rasyoyu maksimize etmek hedeflenir.

Bankacılık sektöründe yeterli miktarda sermaye bulundurulmasının önemi nedeniyle yasal düzenlemeler getirilmektedir. Uluslararası bankacılık piyasalarında 70'li yıllardan itibaren bazı düzenlemeler getirilmeye çalışılsa da risk bazlı sermaye yeterliliği düzenlemesi ilk olarak 1988 yılında çıkartılan ve **Basel I** olarak adlandırılan sermaye uzlaşısıdır.

Basel I'e göre bankalar, faaliyetleri dolayısıyla maruz kaldıkları kredi riskinin %8'i seviyesinde asgari sermaye tutmak zorundadır.

Basel I'de dikkate alınan temel bankacılık riski, kredi riskidir. Bununla birlikte, bankacılık sektörü faaliyetlerinin zaman içerisinde çeşitliliğinin ve karmaşıklığının artması maruz kalınan risklerin de artmasına neden olmuştur. Böylelikle bankalar piyasa riski ve operasyonel risk olarak adlandırılan iki temel risk grubunu daha dikkate almak durumunda kalmıştır.

Bu süreçte Basel Komitesi finansal piyasalarda meydana gelen gelişmeleri ve Basel I'in sermaye yeterliliği ölçümüne ilişkin eksikliklerini dikkate alarak Haziran 1999'da Yeni Basel Sermaye Yeterliliği uzlaşısına (**Basel II**) ilişkin metni yayımlamıştır. Metin ilgili çevrelerden gelen yorumlar ile revize edilmiş ve nihai metin Haziran 2004'te yayımlanmıştır.

Basel II uzlaşısının bankacılık sektöründe yaratacağı en önemli etki, sermaye yeterlilik rasyosunu azaltması, yani bankaların bulundurmaları gereken sermaye miktarının artırılması gereğidir. Bunun temel sebebi rasyonun paydasına operasyonel risk ve piyasa riskinin dahil edilmesi yanında, kredi riskinin hesaplama mantığının değişmesidir.

Aslında bankalar açısından her zaman önemli olan sermaye kalemi, Basel II ile birlikte önemini daha da arttırmıştır. Basel II üzerindeki tartışmaları bir tarafa bıraksak bile, 2007 yılında ABD'de başlayan ve küresel bir bankacılık krizine dönüşen mortgage krizinde de bankacılıkta sermayenin ne kadar önemli olduğu bir kez daha gündeme gelmiştir.

Sermaye yeterliliğinin önemi çerçevesinde, **sekuritizasyon (menkulleştirme)** olarak adlandırılan finansal enstrümanın önemli bir yeri vardır.

Sekuritizasyon en genel tanımıya, bilanço aktifinde yer alan bir kıymetin menkulleştirilmesi sürecidir. Bu işlem sonucunda ortaya çıkan menkul kıymete de aktife dayalı menkul kıymet (asset backed security) adı verilmektedir.

Sekuritizasyon işleminde, bir banka aktifinde yer alan çok sayıda kredi veya diğer kaynaklardan doğan alacaklar ile bir havuz oluşturulmakta, ve bu havuzdaki alacaklar menkul kıymete dönüştürülerek yatırımcılara satılmaktadır.

Bu anlamda sekuritizasyon, banka bilançosundaki krediler ve bazı alacaklar karşılığında sermaye piyasalarından finansman sağlamanın bir aracıdır.

Sekuritizasyonun bir finansman sağlama imkanı olması dışında belki de daha önemli bir diğer avantajı aktiflerin bilançodan çıkarılması suretiyle risklerin azaltılmasını sağlaması ve buna paralel olarak sermaye yeterliliği yükümlülükleri ve likidite açısından banka bilançosunu rahatlatmasıdır. Bu avantaj sermaye yeterliliği açısından bankalara önemli imkanlar sunmaktadır.

Basel II sermaye uzlaşısında da sekuritizasyon uygulamasına yer verilmiş ve menkul kıymetleştirilen alacaklarının sermaye yükümlülüklerine tabi olmaması için hangi şartların gerekli olduğu düzenleme altına alınmıştır.

Sekuritizasyon işleminde, ihraç edilecek menkul kıymet türüne göre ödeme aktarmalı menkul kıymetler (pass through), VDMK (varlığa dayalı menkul kıymetler) ve nakit akımlı tahviller (pay through) gibi yöntemler vardır. Bununla birlikte, bu yöntemler içerisinde, aktifin bilanço dışına çıkartılması suretiyle gerçekleştirilen ve tezin asıl odaklandığı sekuritizasyon işlemi, ödeme aktarmalı menkul kıymet çıkartılarak (pass through) yapılan işlemlerdir.

Sekuritizasyon işlemine konu olabilecek alacakların belli bir ödeme garantisi taşıyor olması gerekmektedir. Bu nedenle sekuritizasyon işlemi en çok konut kredileri (mortgage), kredi kartı alacakları, taşıt kredileri vb. tüketici kredileri karşılığında yapılmaktadır.

Sekuritizasyon işleminin en çok geliştiği ve hacminin yüksek olduğu ülke ABD'dir ve bu enstrümanın gelişimi ABD ipotek piyasalarının gelişimine dayanmaktadır. II. Dünya Savaşı'ndan sonra ABD'de hızla artan konut ihtiyacını finanse etmede geleneksel bankacılık sistemi yetersiz kalmış ve ABD'de bu dönemde kurulan devlet destekli kuruluşlar sekuritizasyon uygulamasının temellerini teşkil etmişlerdir.

2007 yılı sonu itibariyle ABD'de 2.147 Milyar EUR tutarında menkul kıymetleştirme işlemi yapılmış olup bu hacim içerisinde en çok pay devlet destekli kurumlar

tarafından gerçekleştirilen mortgage kredileri karşılığındaki işlemlerden oluşmaktadır.

ABD'deki ekonomik konjonktürün konut kredisi ve sekuritizasyon hacmindeki artışta etkili olduğu 2000-2006 döneminde, daha çok ve farklı türlerdeki kredi havuzları içeren ve banka bilançosundan büyük bir borç havuzunun çıkartılmasını mümkün kılan "teminatlandırılmış borç yükümlülükleri" (Collateralized Debt Obligations-CDO) gibi ürünler de geliştirilmiştir.

Türk Mevzuatındaki uygulamalarına bakıldığında, Sermaye Piyasası Mevzuatında sekuritizasyon ile ilgili çeşitli düzenlemeler yer almaktadır. Bu düzenlemeler arasında en kapsamlısı 06.03.2007 tarih ve 26454 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiş olan 5582 sayılı "Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanundur." Bu Kanunda düzenlenmiş olan ipoteğe dayalı menkul kıymetler, menkul kıymetleştirilen alacaklara katılım hakkı sağlayan ve ABD'de "pass-through" olarak adlandırılan varlığa dayalı menkul kıymetlere denk düşen menkul kıymetlerdir.

Bu Kanundan önce geçerli olan 3794 sayılı kanunda, varlığa dayalı menkul kıymetlere ilişkin düzenlemelere yer verilmiş olmakla birlikte, VDMK'lar bir alacağın bilanço dışına çıkartılması suretiyle yapılan sekuritizasyon işleminden farklıdır.

Türkiye sermaye piyasası mevzuatında sekuritizasyon uygulaması 5582 no'lu kanunla düzenlenmiş ve genel ekonomik durum bu finansal ürünün gelişmesine elverişli hale gelmiş olsa da, sekuritizasyonun şu ana kadar gerçek anlamdaki tek uygulaması Türk bankalarının ve bazı diğer özel şirketlerin alacaklarının yurtdışı piyasalarda menkul kıymetleştirilmesi olmuştur. Bu işlemlerde bir Türk bankasının alacakları yurt dışında kurulu bir özel amaçlı kuruluşa (SPV) temlik edilmekte ve söz konusu SPV Türk bankasının alacakları karşılığında yurt dışı piyasalarda varlığa dayalı menkul kıymet ihraç etmektedir

Türk Bankacık Sektörü'nde genel olarak sekuritizasyon işlemi yurtdışından gelen havaleler ve kredi kartı alacakları karşılığında gerçekleştirilmektedir. Bu tip alacakları olan bankalar, gerekli koşulların sağlanması halinde sekuritizasyon kredisi

kullanabilmektedir. Ancak bunun dışında, konut kredilerinin sekuritizasyonu şu ana kadar Türk Bankacılık Sektörü'nde hiç yapılmamıştır.

Konut kredilerinin gelişimi Türkiye'de 2004 yılından itibaren artmaya başlamıştır. Bu yıldan itibaren ekonomik istikrarın teşkil edilmiş olması düşen faiz oranları etkili olmuştur. Mevcut ekonomik konjonktür de göz önüne alındığında konut kredisi hacminin daha da artması beklenmektedir. Bu süreç içerisinde, Türk Bankacılık Sektöründeki sekuritizasyon hacminin artabileceği düşünülmektedir.

Yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde bu tez çalışmasında, Türk Bankacılık Sektörü'nde sekuritizasyon uygulaması ile sermaye gereksiniminin azaltılması üzerinde durulmuştur. Konut kredilerindeki artış trendi ile birlikte banka aktifleri içerisinde bu kredilerin payının giderek artacak olması, Basel II ve benzeri yükümlülükler ile birlikte sermaye gereksiniminin daha da önem kazanması gibi unsurlar ile birlikte değerlendirildiğinde sekuritizasyon Türk Bankacılık Sektörü'nde, özellikle konut kredilerinin menkulleştirilmesi suretiyle, kredi riski, likidite riski ve sermaye gereksinimi üzerinde önemli avantajlar yaratacaktır.

Çalışmada, sekuritizasyonun, bankanın maruz kaldığı riskler ve sermaye yeterlilik rasyosu üzerindeki sayısal etkilerini ölçmek amacıyla bir ÖRNEK ÇALIŞMAYA yer verilmiştir. Örnek çalışma kapsamında Türk Bankacılık Sektöründe faaliyet gösterdiği varsayılan bir bankanın (ABC Bank A.Ş.) risk ve sermaye rasyosu hesaplamaları yapılmış ve örnek bir konut kredisi sekuritizasyon işlemi oluşturularak etkileri incelenmiştir.

Tezin I. Bölümü'nde bankacılık sektöründe sermaye ve sermaye yeterliliği üzerinde durulmuştur. Bu çerçevede sermaye yeterliliği ile ilgili düzenlemelerden bahsedilmiş ve Basel II'nin sermaye yeterliliği üzerindeki etkileri incelenmiştir.

II. Bölüm'de sekuritizasyon kavramı tüm unsurları ile birlikte ele alınmıştır. Bu çerçevede sekuritizasyonun uygulamaları yanında hukuki, operasyonel ve muhasebesi gibi unsurları hakkında bilgiler verilmiştir. Bu bölümde ayrıca, sekuritizasyonun bankacılık sektöründeki temel uygulamaları olan konut kredisi, kredi kartları ve taşıt kredisi alacaklarının sekuritizasyonu üzerinde durulmuştur.

2007 yılında başlayan mortgage krizinin nedenleri ve sekuritizasyon ile bağlantılı yönlerine de bu bölümde yer verilmiştir.

Tezin III. ve son bölümünde sekuritizasyonun Türk Bankacılık Sektörü'ndeki uygulamaları ve yasal düzenlemeler hakkında bilgi verilmiş ve son olarak örnek uygulama çalışması ile sekuritizasyonun bir bankanın riskleri ve sermaye gereksinimi üzerindeki etkileri incelenmiştir.

Nihai olarak bu çalışmada, bankacılık sektöründe sermaye yeterliliğinin artan önemi dikkate alındığında, sekuritizasyon uygulaması ile Türk Bankacılık Sektörü'nde yasal sermaye gereksiniminin azaltılmasının ve bankaların daha güçlü bir mali yapıya sahip olmasının mümkün olup olmadığı incelenecektir.

I. BÖLÜM

BANKACILIK SEKTÖRÜNDE SERMAYE YETERLİLİĞİ

A. Bankacılık Sektöründe Sermaye

1. Bankacılık Sektöründe Sermayenin Önemi

Bankacılık sektöründe sermaye, maruz kalınan risklerin azaltılması ve mevduat sahiplerinin güvence altına alınması açısından özel bir öneme sahiptir. Bu nedenlerle denetim otoriteleri bankaların yeterli miktarda sermaye bulundurmaları için yasal düzenlemeler getirmektedir.

Sermayenin fazla olması, bankaların güvenilirliği açısından önemli olmakla birlikte karlılığı ve finansal kaldıraç oranlarını olumsuz etkilemektedir. Bu nedenle banka hissedarları daha az sermaye bulundurup sermaye getiri rasyosunu (return on equity-ROE) maksimize etmeyi hedeflemektedir.¹

Sermayenin risk yönetimi açısından fonksiyonu, kredi riski, piyasa riski ve operasyonel risk gibi bankaların maruz kaldığı temel risklere ve bu risklere bağlı olarak oluşabilecek kayıplara karşı bankayı korumasıdır. Sermayenin bu fonksiyonu aşağıdaki yöntemler ile sağlanmaktadır :

- a. Sermayenin zarar ve kayıplara karşı bir tampon vazifesi vardır. Bankanın sorunlu hale gelen kredilerine bağlı olarak dönemsel tahsilatlarını gerçekleştirilememesi riski vardır. Bunun sonucunda banka gelir-gider dengesizliğine bağlı olarak likidite sıkıntısı içine düşebilir. Sermaye yapısı güçlü olan bankalar bu tür dönemlerde faaliyetlerini sürdürülebilir kılabilirler. Kriz dönemlerinde, mevduat sahipleri bankanın sermayesinin güçlü olduğuna inanmaz ise fonlarını geri

¹ Timothy W Koch, S.Scott Macdonald, **Bank Management**, USA, Thomson Southwestern, s.463.

ekebilirler. Bu nedenle, yeterli sermayenin varlığı bir bankanın mevduat kaynaklı likidite riskine düşmesini de engeller.²

- b. Yeterli miktarda sermayesi olan bankalar, karlılıklarını arttırabilecekleri yeni yatırımlara girebilir ve finansal piyasalarda karşılarına gelen fırsatları değerlendirebilirler. Güçlü sermaye yapısı, bankaların bu tür yatırımlara girerken ihtiyaç duyacakları fonları da rahatça temin edebilmesini sağlayacaktır.³
- c. Aktif varlıkların büyümesi, karşılığında yeterli miktarda sermaye bulundurulmasını gerektirir. Bu nedenle mevcut sermaye miktarı büyüme saiki üzerinde bir limit vazifesi görür ve büyümeye bağlı olarak alınacak riskleri engellemiş olur.⁴

2. Öz Sermayenin (Öz Kaynak) Bileşenleri

a. Ana Sermaye

Bir banka bilançosunun ana sermayesi temel olarak ;

- Ödenmiş sermaye,
- Hisse senedi ihraç primleri,
- Yedek akçeler,
- Net dönem karı ve geçmiş yıllar karları

² A.e., s.483.

³ A.e.

⁴ A.e.

kalemlerinden oluşmaktadır.⁵

Öz sermayenin en önemli kalemi ödenmiş sermayedir. Bu tutar, bir firmanın ortakları, bir diğer deyişle pay sahipleri tarafından firmaya kuruluş aşamasında ya da daha sonra yapılan sermaye arttırmalarında konulan ya da konulması taahhüt edilen paradır.⁶

Yedek akçeler, bankaların bünyesini güçlendirmek, firmanın sürekliliğini ve gelişmesini sağlamak ve faaliyet sonunda özkaynaklarda doğabilecek azalışları karşılamak amacıyla dağıtılmayarak net kardan ayrılan ve bankada alıkonulan kısımlardır.⁷

Yıl sonlarında gelir ve gider hesaplarının devredildiği hesap olan net dönem karı hesabı da ana sermayenin temel unsurlarından bir diğeridir.

Ana sermaye grubu içerisinde temel olarak bankanın adi ve imtiyazlı hisse senetleri karşılıkları yer alır. Örneğin bankanın toplam 1 milyon hisse senedi varsa ve her bir hisse senedinin nominal değeri 10 USD ise ana sermaye hesabının değeri 10 Milyon USD olacaktır.

Hisse senetlerini halka arz ederek halka açılan ve hisse senetleri borsada işlem gören bankalar, halka arz yoluyla hem sermayenin tabana yayılmasını sağlar hem de yatırımcılardan sağladığı fonlarla yeni yatırımlara girebilme olanağını elde eder.

Hisse senedi arzı yolu ile sermaye elde edilmesinde, tahvil sahiplerine taahhüt edilen faiz ödemelerinden farklı olarak kar paylarının hissedarlara ödenmesi bankanın kazanmasına bağlıdır. Bu nedenle bir yatırımcı açısından bakıldığında

⁵ Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu, "Bankaların Özkaynaklarına İlişkin Yönetmelik", (Çevrimiçi) <http://www.bddk.gov.tr>, 27 Haziran 2009.

⁶ İlker Parasız, **Para Banka ve Finansal Piyasalar**, Bursa, Ezgi Kitabevi, 2000, s.193.

⁷ **A.e.**, s.194.

hisse satın alınması, borç olarak fon vermeye göre getiri belirsizliği açısından daha risklidir.⁸

Bankalar açısından hisse senedi arz etmek maliyetli bir yöntemdir. Buradaki temel maliyet unsuru, kar payı ödemelerinin vergiden muaf olmamasıdır.⁹ Ayrıca hisse senedi çıkarmanın operasyonel maliyetleri de fazladır.

Hissedarlar genellikle nakit kar payları ve sermaye kazançları elde etmeyi beklerler. Elde edilecek kazanç hisse senedinin imtiyazlı olup olmamasına göre değişir.

b. Katkı Sermaye

Banka bilançosunda katkı sermaye temel olarak;

- Genel karşılıklar,
- Menkul / gayrimenkul yeniden değerlendirme değer artışları,
- Sermaye benzeri borçlar

kalemlerinden oluşmaktadır.¹⁰

Karşılıklar, bankaların ve diğer alacaklardan doğmuş veya doğması beklenen ancak miktarı kesin olarak belli olmayan zararların karşılanması amacıyla ayrılan kaynaklardır. Menkul / gayrimenkul yeniden değerlendirme artışları ise bu varlıkların değerlerinde meydana gelen artış ile birlikte oluşan kaynaklardır.

⁸ Richard A.Brealey, Stewart C.Myers, Alan J.Marcus, **İşletme Finansının Temelleri**, Çevirenler : Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı, İstanbul, Mc Graw Hill/Literatür, 2002, s. 138.

⁹ Koch,Macdonald, **a.g.e.**, s. 490.

¹⁰ Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu, **a.g.e.**

Sermaye benzeri krediler, katkı sermaye grubu altında değerlendirilen bir diğer önemli kalemdir. Uluslararası finansal piyasalarda son 25 yıldır sermaye benzeri krediler, bankalar tarafından sermaye yeterliliğini karşılamak için kullanılmaktadır. Bu kredilerin sermaye olarak değerlendirilmesinin nedeni, görece olarak uzun vadeli ve devamlı nitelikte bir fon kaynağı özelliğinde olmalarıdır.

Sermaye benzeri krediler ana sermayenin bir parçası olarak değerlendirilemez çünkü bu kredilerin belli bir vade sonunda geri ödenmesi ya da yenilenmesi gerekecektir. Ayrıca sermaye benzeri kredilerde de diğer kredilerde olduğu gibi geri ödemelerde gecikme olması halinde faiz ödeme yükümlülüğü bulunmaktadır.

Sermaye benzeri kredilerin, banka sermayesinin bir parçası olarak değerlendirilebilmesi için bazı kriterleri karşılaması gerekmektedir. Buradaki temel kriter sermaye benzeri kredi kullandıran tarafların alacak haklarının mevduat sahiplerine göre ikincil öncelikli olmasıdır. Bankanın iflası halinde ancak mudilere ödemeler yapıldıktan sonra sermaye benzeri kredilerin geri ödemesi yapılabilir.

Kredilerin sermaye benzeri kredi olarak değerlendirilebilmesi için bir diğer kriter, kredinin ağırlıklı vade ortalamasının en az 7 yıl olmasıdır.¹¹

Sermaye benzeri kredilerin bankalara sağladığı çeşitli avantajlar vardır. Bunlardan en önemlisi kredi faiz ödemelerinin vergi matrahından indirilebilmesidir. Bu imkan, finansman maliyeti açısından bakıldığında sermaye benzeri kredilerin ana sermaye kalemlerine göre daha az maliyetli olmasını sağlamaktadır.

Sermaye benzeri kredilerin bir diğer avantajı uzun vadeli bir kaynak olması ve kısa vadede sermayeden indirilememesidir. Keza banka hissedarlarının paylarını istedikleri zaman çekebilme imkanları vardır. Bunun dışında, süre içerisinde sermaye benzeri kredi maliyeti, yönlendirildiği aktifin getirisinin altında kalarak sermayedarların kar elde etmesini sağlayacaktır.¹²

¹¹ W Koch, Macdonald, **a.g.e.**, s. 489.

¹² **A.e.**

c. Üçüncü Kuşak Sermaye

Basel II düzenlemesine göre bankalar ulusal denetim otoritesinin inisiyatifine bağlı olarak piyasa riskine ilişkin sermaye gereksiniminin bir kısmını karşılamak amacıyla, kısa vadeli sermaye benzeri borçlardan oluşan bir üçüncü kuşak sermaye kullanabilmektedir.

Bu düzenlemeye uygun şekilde Türkiye’de de BDDK üçüncü kuşak sermayeyi sermaye yeterliliği ile ilgili düzenlemelerinin kapsamına almıştır. Mevcut mevzuata göre üçüncü kuşak sermaye katkı sermayenin ana sermayenin üzerinde olan kısmı ile başlangıç vadesi en az iki yıl olan ve vade şartı hariç sermaye benzeri kredi niteliğine sahip krediler ya da ihraç edilen Sermaye Piyasası Kurulu kaydına alınmış borçlanma araçlarından oluşur.¹³

Bankalar, belirtilen kriterlere sahip olan sermaye benzeri kredilerini sadece piyasa riskini karşılamak amacıyla kullanabilmektedirler.

3. Sendikasyon ve Sekuritizasyon Kredileri

Sendikasyon kredileri bankalar tarafından kullanılan uzun vadeli kredilerdir. Bu krediler sermaye benzeri kredilerde olduğu gibi sermaye kalemi olarak değerlendirilmezler. Ancak uzun vadeli olmaları nedeniyle bankalar açısından önemli ve avantajlı fon kaynağı özelliği taşırlar.

Sendikasyon kredileri, lider banka (syndicate manager) önderliğinde birden fazla bankanın bir araya gelerek oluşturduğu konsorsiyum tarafından sağlanan kredilerdir. Bu krediler genelde uluslararası alanda tanınmış bir bankadan talep edilir. Bu banka borç talep eden hakkında bilgi toplar ve talep edilen tutarda fonu sağlayacak diğer bankaları sendikaya katılmaya davet eder. Bu banka ile krediyi sağlayacak diğer bankalar sendikasyon olarak, sağlanacak fonu bir araya getirirler.

Sendikasyon kredisinde borç veren birden fazla kreditör vardır ve sendikasyon sağlayacak bankalar arasında yasal bir bağ yoktur. Sendikasyondaki banka sayısı

¹³ Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu, **a.g.e.**

5-10 ve daha fazla olabilir. Bu bankaların grup içerisindeki katılım payları ve fonksiyonları değişik olabilir. Sendikasyon kredilerine katılan bankalar sendikasyon olarak verilecek krediye birbirlerinden farklı tutarlarda iştirak edebilir. Sendikasyon kredisi olarak verilecek tutara fon sağlayan her bir banka, kendi katılım payından sorumlu olup, diğer kreditör bankaların taahhüdünden sorumlu değildir.¹⁴

Sendikasyon kredileri mahiyetleri itibariyle büyük tutarlı kredilerdir. Bu kredilerin tutarı genelde 200-500 Milyon USD civarındadır. Bir bankadan talep edilen yüksek miktardaki kredi tutarı, oluşturulan sendikasyon tarafından sağlanarak, bir bankanın tek başına büyük risk altına girmesi önlenir. Diğer taraftan kredi talep eden taraf da büyük tutardaki fon için birden fazla kredi sözleşmesi yapmadan ve her bir kredi sözleşmesi için katlanması gereken iş yükünden ve kredi takibinin gerektirdiği maliyetlerden kurtulur ve zamandan tasarruf sağlar

Sendikasyon kredisine katılan bankaların her birinin verdiği sendikasyon kredisinden sağlayacağı gelir oranı aynıdır. Ancak, sendikasyon kredisi birden fazla dilimden oluşursa, her bir dilimi sağlayan bankanın krediden elde ettiği gelir tutarı zamana göre değişiklik arz edebilir. Sendikasyon kredileri, genelde orta ve uzun vadeli kredilerdir. Bu kredilerin kısa vadeli olmama nedeni, sendikasyonun sağlanması ve yüksek miktarda fonun bir araya getirilmesinin kısa süreli fon sağlanması için verimli olmamasından kaynaklanır. Sendikasyon kredilerinin vadeleri en az bir yıldır.¹⁵

Sendikasyon kredileri değişken faizli kredilerdir. Genelde bu kredilerde LIBOR değişken faizi uygulanır. Sendikasyon kredisi faiz, kredi talep edenin mali durumuna, kredi talep edenin ülkesinin mali ve siyasi durumuna, sağlanacak kredinin tutarına göre değişir.

Sendikasyon kredilerinin borç alan yönünden sağladığı avantajlar şunlardır :

- a. Sendikasyon kredileri ile büyük miktarlarda kredi sağlanmaktadır. Bu nedenle yüksek miktarda krediye ihtiyaç duyan borçlu bu krediyi çeşitli

¹⁴ Taner San, **Uluslararası Kredi Piyasaları ve Sendikasyonlar**, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği, 1998, s. 10.

¹⁵ **A.e.**, s. 12.

kurumları dolaşarak, her birinin kendine özgü kredi şartlarını yerine getirmektense, tek bir yerden büyük miktarda kredi sağlamaktadır. Yine borçlu, yüksek tutarda krediyi tek bir yerden sağlayarak, ayrı ayrı kurumlardan kredi alınması durumunda ortaya çıkan her bir kredinin yönetimi, takibi gibi iş yüklerinden tasarruf sağlamaktadır.

- b. Borçlu büyük miktarda krediyi çok kısa sürede tek bir yerden sağlayabilmektedir. Bu durumda acil fonların kısa sürede sağlanmasıyla bu fonların yatırımdan elde edilecek gelirden mahrum kalınmamakta ve bir an önce bu fonlar kullanılarak gelir doğurucu faaliyetlere yönlendirilmektedir.¹⁶
- c. Yüksek miktarda sağlanan sendikasyon kredisi borçlunun riskli olmadığı ve ticari itibarının yerinde olduğu yönde bir intiba da yaratmış olmaktadır.

Bu tez çalışmasının konusunu teşkil eden sekuritizasyon işlemi karşılığında temin edilen sekuritizasyon kredileri, banka aktifinde yer alan bir alacak karşılığında kullanılmaktadır. Bu alacaklar genellikle konut ve oto kredileri ya da kredi kartı alacaklarından oluşmaktadır.

Sekuritizasyon kredileri ile sendikasyon kredileri arasında önemli bir fark, sekuritizasyon işlemlerinde bir alacak teminatı gösterilmesi nedeniyle, vadenin çok daha uzun olmasıdır.

¹⁶ Ayşe Benli, **Sendikasyon Kredileri**, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği, 2003, s.12.

B. Sermaye Yeterliliği ve Basel II

1. Sermaye Yeterliliği ile İlgili Yasal Dzenlemeler

Bankacılık sektöründe sermayenin, yukarıda belirtilen nedenlerle önemli olması, bankacılık denetim otoritelerinin sermaye yeterliliği ile ilgili yasal dzenlemeler yapmalarını gerektirmiştir. Uluslararası bankacılık piyasalarında 70'li yıllardan itibaren bazı dzenlemeler getirilmeye çalışılsa da risk bazlı sermaye yeterliliği dzenlemesi ilk olarak 1988 yılında çikartılan ve Basel I olarak adlandırılan sermaye uzlaşısıdır. Bu uzlaşı gelişmiş ölkelerin merkez bankaları ve bankacılık denetim otoritelerinden yetkililerinin katılımıyla oluşturulan Basel Komitesi tarafından çikartılmıştır. Söz konusu uzlaşı başta G-10 ölkeleri olmak üzere pek çok ölkede denetim otoritesince kabul görmüştür. Genel olarak kabul gören böyle bir uzlaşının varlığı bankacılık sektörünü disipline ederek haksız rekabet koşullarını ortadan kaldırmıştır.

Basel I'de yer alan sermaye yeterliliği hesaplamasında bankalar faaliyetleri dolayısıyla maruz kaldıkları kredi riskinin %8'i seviyesinde asgari sermaye tutmak zorundadır.

Basel I'in yayımlanmasından sonraki süreçte bankaların maruz kaldığı risklerin çeşitlenmesi ve bu risklerin etkilerinin artması nedeniyle Basel I sermaye uzlaşısının etkinliği azalmıştır. Buna mukabil, ilgili risk gruplarından birisi olan piyasa riskinin sermaye yeterliliğine dahil edilmesi gerektiği anlaşılmış ve 1996 yılında piyasa riski sermaye yeterlilik rasyosunun paydasına dahil edilmiştir.

Sürecin devamında Basel Komitesi finansal piyasalarda meydana gelen gelişmeleri ve Basel I'in sermaye yeterliliği ölçümüne ilişkin eksikliklerini dikkate alarak Haziran 1999'da Yeni Basel Sermaye Yeterliliği uzlaşısına (Basel II) ilişkin metni yayımlamıştır. Metin ilgili çevrelerden gelen yorumlar ile revize edilmiş ve nihai metin Haziran 2004'te yayımlanmıştır.¹⁷

¹⁷ Ayhan Yüksel, **Basel II'nin KOBİ Kredilerine Muhtemel Etkileri**, BDDK Araştırma Raporları 2005/4, s. 2.

2. Basel II'nin Kapsamı

Basel II düzenlemesinde temel olarak risk duyarlılığı daha fazla olan ve daha esnek bir yapının oluşturulması, sermaye gereği hesaplamasında risk duyarlılığının artırılması, düzenleyici yükümlülüklerde teşviklerin ve uyumluluğun artırılması amaçlanmıştır. Düzenlemenin üç temel ayağı bulunmaktadır; asgari sermaye gereği, sermaye yeterliliğinin denetimi veya gözetim ve denetim süreci ve piyasa disiplini.¹⁸

a. Asgari Sermaye Gereği

1988 yılında yapılan Basel I düzenlemesinde sermaye yeterliliği rasyonunun paydasında sadece kredi riski yer almaktaydı. 1996 yılında yapılan bir değişiklikle bankalara piyasa risklerini kendi yöntemleri ile ölçebilmeleri için kendi sistemlerini kullanabilmeleri imkanı getirilmiş ve piyasa riski de rasyonun paydasına eklenmiştir.

Basel II'de mevcut sermaye tanımı ve asgari sermaye yeterlilik oranının yüzde 8 olması koşulu aynı kalmakla beraber rasyonun paydasında önemli değişiklikler yapılmıştır. Kredi riski daha detaylı tanımlanmış, piyasa riskinde değişiklik olmamış ve ilk defa operasyonel risk ilave edilmiştir.¹⁹

(1) Kredi Riski

Basel I'e göre sermaye yeterliliği rasyosu hesaplanırken paydada yer alan kredi riski borçlunun dahil olduğu kategoriye göre (ülkeler, bankalar ya da kurumlar) ağırlıklandırılmaktadır. Ülke ve merkez bankalarının yükümlülüklerinin değerlendirilmesinde OECD ülkesi olup olmaması dikkate alınmakta ve bankalar için de geçerli olan bu değerlendirmede OECD üyesi olan ülkeler doğrudan daha az riskli olarak görülmektedir.

¹⁸ Basel Bankacılık Denetim Komitesi, **Sermaye Ölçümü ve Sermaye Standartlarının Uluslararası Düzeyde Uyumlaştırılması (Yeni Basel Sermaye Uzlaşısı)**, Türkçe Çeviri, 2007, s.12 – 18 .

¹⁹ **A.e.**, s. 189.

Basel II'de ise, risk ağırlıklarının uluslararası bir risk derecelendirme kuruluşunun kriterlerine göre belirlenmesi öngörülmüştür.

Kredi riskinin ölçülmesinde kullanılması öngörülen yöntemlerden birisi olan **standart yaklaşımda** Basel I'de sabit bir risk ağırlığı esas alınmakta iken yeni düzenlemede risk ağırlıkları farklı kategorilere göre belirlenmiştir. Bu kategoriler aşağıdaki gibidir :

- 1) Ülkelerin risk ağırlıkları (sovereign claims),
- 2) Bankaların risk ağırlıkları için iki ayrı seçenek bulunmaktadır:
 - Bir ülkedeki tüm bankalar ülke risk ağırlığından bir kategori daha aşağıda değerlendirilecektir. (Bankalar I)
 - Risk ağırlıkları bankanın derecelendirme kuruluşlarından aldığı derecelendirme notuna dayandırılır. (Bankalar II)
- 3) Şirket risk ağırlıkları
- 4) Gayrimenkul teminatlı kredilerin risk ağırlıkları

Tablo 1 : Basel II'ye Göre Risk Ağırlıkları

Standart Risk Ağırlıkları	Ülke	Bankalar I	Bankalar II	Şirket
AAA'dan AA'ye	%0	%20	%20	%20
A+'dan A-'ye	%20	%50	%50 (Uzun vade) %20 (Kısa vade)	%50
BBB+'dan BBB-'ye	%50	%100	%50 (Uzun vade) %20 (Kısa vade)	BB-'ye kadar %100
BB+'dan B-'ye	%100	%100	%100 (Uzun vade) %50 (Kısa vade)	BB-'nin altı için %150
B-'den aşağı	%150	%150	%150	%150
Derecelendirilmemiş	%100	%100	%50 %20 (Kısa vade)	%100
Gayrimenkul teminatlı krediler	Konut ipoteği karşılığında verilen krediler %50, ticari gayrimenkul ipoteği karşılığında verilen krediler %100 risk ağırlığına tabi olacaktır.			

Kaynak : Türkiye Bankalar Birliği, **Basel Komite Yeni Sermaye Yeterliliği Düzenlemesi**, 2002, s. 5.

Kredi riski ölçümünde kullanılan diğer bir yöntem olan “**Dahili Derecelendirmeye Dayalı Yaklaşımın**” kullanımı, Komite'nin geliştirdiği standartlara dayalı olarak denetim otoritesinin iznine bağlı olacaktır. Bazı standartlara bağlı kalmak kaydı ile bankalara borçlunun kredibilitesini kendi dahili yöntemleriyle belirleme izni verilecektir. Aşağıdaki tabloda risk grupları bazında ölçüm yöntemleri yer almaktadır :

Tablo 2 : Basel II Risk Ölçüm Yöntemleri

Kredi Riski	Standart Yaklaşım (Standardized Approach)	Dahili Derecelendirmeye Dayalı Yaklaşım (Internal Ratings Based Approach-IRB)	
		Temel Yaklaşım	İleri Yaklaşım
Piyasa Riski	Standart Yaklaşım (Standardized Approach)	Dahili Modeller Yaklaşımı (Internal Models Approach)	
Operasyonel Risk	Temel Gösterge Yaklaşımı (Basic Indicator Approach)	Standart Yaklaşım (Standardized Approach)	Dahili Ölçüm Yaklaşımı (Internal Measurement Approach)

(2) Operasyonel Risk

1988 tarihli düzenlemede sermaye hesaplanmasında dikkate alınan tek risk kredi riski iken, 1996 yılında sermaye yeterlilik rasyosunun paydasına piyasa riski de eklenmiştir. Basel II düzenlemesinde ise bunlara ilave olarak faaliyet riskine de yer verilmiştir. Bilgisayar sistemlerinin çökmesi, dokümantasyon zayıflıkları gibi faaliyet risklerini de içine alan daha hassas bir risk ölçümü yapılabilmesi amaçlanmaktadır.

Faaliyet riskine ilişkin çalışmalar için üç farklı yaklaşım tanımlanmış durumdadır.

- i) *Temel Gösterge Yaklaşımında* (basic indicator approach) bankanın tüm faaliyeti için tek bir gösterge kullanmaktadır.
- ii) *Standartlaştırılmış Yaklaşım* farklı iş kolları için farklı göstergeler tanımlamaktadır.
- iii) *Dahili Ölçüm Yaklaşımı* (internal measurement approach) gereken sermayenin hesaplanmasında bankaların kendi zarar rakamlarının kullanılmasını esas almaktadır.

(3) Piyasa Riski

Basel II'ye göre piyasa riski piyasa fiyatındaki hareketlerden dolayı bilanço içi ve bilanço dışı pozisyonlarda ortaya çıkabilecek kayıp riski olarak tanımlanır. Bu kapsamda, piyasa riskinin bileşenleri faiz oranı riski, hisse senedi riski , kur riski ve emtia riskidir.²⁰

Piyasa riskinin ölçülmesi konusunda Basel II'de belirtilen iki yöntem vardır. Bunlar standart yöntem ve içsel risk yönetimi modelidir. Bankaların belirtilen çeşitli kriterleri karşılaması durumunda kendi ölçüm modellerini kullanmaları mümkündür.

b. Sermaye Gerekliliklerinin Denetimi

Sermaye gerekliliklerinin denetiminde amaç, bankaların doğru bir şekilde değerlendirilmiş risklerine karşılık tutmaları gereken sermayeyi belirleyecek birer dahili yönetime sahip olduklarından emin olabilmektir. Denetimciler bankaların riskleri oranında sermaye tutmaları konusunda sorumlu durumdadırlar. Dahili yöntemlerin kullanılması gerektiğinde denetime ve müdahaleye konu olabileceklerdir.²¹

Basel II düzenlemesinde gözetim ve denetim süreci için belirlenen ilkeler şunlardır :

1. Bankalar sermaye seviyelerini koruyacak stratejiler geliştirmek ve risk profilleri ile sermaye yeterliliklerini ilişkilendiren bir süreç geliştirmekle yükümlüdürler.
2. Denetim otoritesi bu süreç ve stratejileri incelemeli, değerlendirmeli, izlemeli ve gerektiğinde müdahale etmelidir.
3. Denetim otoritesi bankaların asgari sermaye yeterliliğine sahip olmasını sağlamalıdır.

²⁰ A.e., s.205.

²¹ A.e., s. 216, 217.

4. Denetim otoritesi sermaye yeterliliği asgari oranın altına inmeden önce erken müdahalede bulunmalıdır.

c. Piyasa Disiplini

Basel II düzenlemesinde piyasa disiplininin bankaların daha şeffaf bir yapı sergilemeleri ile sağlanması hedeflenmiştir. Piyasa katılımcılarının bankaların risk yapıları ve sermaye yeterliliği pozisyonları konusunda daha fazla bilgi sahibi olabilmeleri için şeffaf bir yapı gerekmektedir. Yeni yapı bankaların kamuoyuna açıklamalarında kullanılmak üzere sermaye yeterliliğinin hesaplanması ve risklerin değerlendirilmesi de dahil olmak üzere bir kaç alanda gereken şartları ve önerileri ortaya koymaktadır. Kredi riski, kredi riskinin azaltılması teknikleri ve aktif menkul kıymetleştirmelerinin denetimsel kabulü için gereken daha detaylı şartlarla beraber, ana grup şeffaflık/açıklama standartları tüm bankalar için geçerli olmaktadır.²²

3. Basel II'nin Etkileri

a. Kredi Riski ile İlgili Değişiklikler

Basel I düzenlemesinde, sermaye yeterlilik oranının hesaplanmasında dikkate alınan kredi riski bilanço içinde ve dışında yer alan tüm varlıkların taşıdıkları riske göre farklı katsayılar ile ağırlıklandırılması sonucunda belirlenmektedir. Bilanço içinde ve dışında bulunan tüm varlıklar %0, %20, %50 ve %100 olmak üzere toplam 5 adet risk ağırlığına tabi tutulmaktadır.

Yeni uygulamada ise kredi riski tamamen rating notlarına dayalı olarak tespit edilmektedir. Bu nedenle mevcut uygulamadan çok farklı bir ağırlıklandırma sistemi söz konusudur. Bu ağırlıklandırmada dikkate alınacak kriterler şunlardır :

²² A.e., s. 239.

1. Devletlerden olan alacaklar daha önce ilgili ülkenin OECD üyesi olup olmamasına bağlı iken yeni uygulamada bu ülkenin rating notuna bağlı olacaktır. Türk bankalarının hazine bonosu ve devlet tahvili portföyünün ağırlıklı olarak T.C. Hükümeti'nden olan alacaklarından oluştuğu bir veridir. Basel I uyarınca bankalar bu alacakları için, Türkiye'nin OECD üyesi olması nedeniyle, herhangi bir karşılık ayırmamaktadır. (0 risk ağırlığı) Basel II sürecinde ise bankaların devletten olan alacakları için %100 oranında karşılık ayırmaları gerekecektir.
2. Bankalardan olan alacaklar için iki opsiyon bulunmaktadır. Birinci opsiyonda banka kurulu bulunduğu ülkenin risk derecesinden bir düşük derecedeki risk ağırlığına tabi tutulmaktadır. İkinci opsiyonda ise bankaların kendi rating notlarına göre riskleri ağırlıklandırılmaktadır. İki tercihte de risk ağırlığı minimum %20'dir.
3. Firmalardan olan alacaklarda krediler kurumsal ve perakende olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Kurumsal firmalar için rating notuna ihtiyaç duyulmakta, rating notu olmayan firmalara ise %100 oranında risk ağırlığı uygulanmaktadır. Perakende krediler için ise vadesi geçmiş olanlar hariç olmak üzere %75 oranında risk ağırlığı uygulanmaktadır. Ancak burada kredinin perakende kredi sayılması için çeşitli kısıtlar bulunmaktadır. Bunun için Basel II'de bir firmanın bir bankacılık grubuna olan nakdi ve/veya gayrinakdi risk toplamı 1 Milyon EURO'nun altında olmalıdır. Ayrıca firmanın yıllık satış hasılatı 50 Milyon EURO'dan fazla olmamalıdır.
4. Eğer BDDK'da perakende krediler için geçerli olan bu limitleri aynen kabul ederse adetsel olarak bir çok kredi bir rating notuna ihtiyaç duyulmaksızın perakende grubuna girecek ve daha önce %100 olan kredi ağırlıkları %75'e düşecektir. %25'lik bu katkı sermaye yeterliliğini de olumlu etkileyecektir.
5. İkamet amaçlı gayrimenkul ipoteği güvencesindeki krediler (konut kredileri), ipoteğin güvencesini oluşturduğu kredilerin tamamını karşılaması koşullarına bağlı olarak %35 risk ağırlığına tabi olacaktır. Mevcut uygulamada bu oran %50'dir.

6. Ticari amaçlı gayrimenkul ipoteği güvencesindeki krediler ise teminatsız olarak kabul edilmekte ve %100 oranında karşılık ayrılmasını gerektirmektedir. Ülkemiz bankacılığında ticari amaçlı gayrimenkul ipoteği teminatından sıklıkla yararlandığı düşünöldüğünde söz konusu krediler için sermaye gereksiniminde artış olacaktır.
7. Gayrinakdi krediler için uygulanacak dönüştürme katsayıları Basel I ile paralellik göstermektedir.
8. Teminata alınan çek ve senetler ile kefalet teminat olarak kabul edilmemektedir. Bu konuda da önceki uygulama ile paralellik bulunmaktadır. Kefaletin risk azaltıcı bir faktör olarak dikkate alınması için kefilin kredi notunun A- veya daha iyi olması gerekmektedir. Nakit mevduat ise yine kabul edilen bir teminat türüdür.

b. Basel II'nin Sermaye Rasyosu Üzerindeki Etkileri

Toplam Sermaye

Kredi + Piyasa + Operasyonel Risk

Formülü ile ifade edilen rasyonun paydasında, Basel II uyarınca kredi riskinden ve operasyonel riskten kaynaklanan bir artış olacak ve bu da bankaların sermaye yükümlölüklerini arttıracaktır.

Basel II'nin asgari sermaye yeterliliği üzerindeki etkisini göstermek için aşığıda basit bir örneğe yer verilmiştir. Bu örnekte öncelikle Basel I'e daha sonra da Basel II'ye göre sermaye yeterlilik rasyosu hesaplanacak ardından aradaki farklar karşılaştırılacaktır.

A Bankası Bilançosu (Bin TL)

Aktif		Pasif	
Bankalar	1.200.000	Mevduat	
Menkul Değerler	440.000	TL Mevduat	250.000
<i>Hazine Bonosu</i>	<i>440.000</i>	DTH	500.000
Krediler	400.000		
Duran Varlıklar	600.000	Özkaynak	2.000.000
Diğer Aktif	110.000		
TOPLAM	2.750.000	TOPLAM	2.750.000

Örnek bilançosu yukarıdaki gibi olan A Bankası'nın kredilerinin detayı ise aşağıdaki gibidir :

A Bankası Kredi Detayları (Bin TL)

İpotek Teminatlı Ticari Krediler	200.000
Nakit Karşılıklı Krediler	50.000
Konut Kredileri	50.000
Perakende Krediler	100.000
TOPLAM	400.000
Gakrinakdi Krediler	25.000

Yukarıdaki veriler çerçevesinde Basel I uyarınca hesaplanacak kredi riski şöyle hesaplanacaktır :

Basel I'e GÖre Kredi Riski (Bin TL)

Aktif Kalemi	Bakiye	Ağırlık	Rasyo Bakiyesi
Hazine Bonosu	440.000	% 0	0
İpotek Teminatlı Ticari Krediler	200.000	% 50	100.000
Nakit Karşılıklı Krediler	50.000	% 0	0
Konut Kredileri	50.000	% 50	25.000
Perakende Krediler	100.000	%100	100.000
Gayrinakdi	25.000	%50	12.500
		TOPLAM	237.500

Örnekte piyasa riskinin hesaplanmasında BDDK'nın bankalara önerdiği standart metot kullanılmıştır. A Bankasının aktifinde yer alan hazine bonosu için faiz riski, yabancı para cinsinden krediler ve mevduat için ise kur riski söz konusudur. Hesaplamaları gerçekleştirebilmek için şu varsayımlar kullanılmıştır :

- Hazine bonosu sadece TL cinsindedir ve vadeye kadar olan süresi 6-12 ay arasındadır.
- 400 Milyon TL tutarındaki kredi portföyünün 100 Milyon TL'si EURO, 50 Milyon TL'si USD ve geri kalanı TL bazındadır.
- 500 Milyon TL tutarındaki döviz tevdiat hesabının 300 Milyon TL'si EURO, 200 Milyon TL'si ise USD olarak tasarruf edilmiştir.

A Bankası Döviz Pozisyonu (Bin TL)

	USD	EUR
Aktif	50.000	100.000
Pasif	200.000	300.000
Pozisyon	(150)	(200)

Standart metot uyarınca pozisyonlardan mutlak değer olarak büyük olandan %8 oranında **kur riski** için gerekli sermaye gereksinimi hesaplanırsa 16 Milyon TL sonucuna ulaşılır.

Buradan piyasa riski ise $16 \times 12,5 = 200$ Milyon TL olarak hesaplanmaktadır.

Rasyo hesabında dikkate alınacak sermaye miktarı esas olarak ana sermaye ve katkı sermayeden oluşur. Ana sermaye ödenmiş sermaye ve yedek akçelerden oluşmakta iken katkı sermaye yeniden değerleme fonu ve kredi karşılıkları gibi kalemlerden oluşur. Ayrıca bu iki kalemin toplamından, ilgili yönetmelikte belirtilen kalemlerin de indirilmesi gerekmektedir. Bunlar özel maliyet bedelleri, ilk tesis giderleri ve peşin ödenmiş giderler gibi kalemlerden oluşur. Burada dikkate alacağımız özkaynak tutarının yukarıda belirtildiği şekilde hesaplandığını varsayılmaktadır.

Sermaye Yeterlilik Rasyosu (Basel I uyarınca)

$$\frac{2.000.000}{237.500 + 200.000} = 4,5$$

İlgili bankanın mevcut durumda 1.500.000.000 TL tutarında ilave sermaye gereksinimi vardır.

Kredilerin Basel II uyarınca ağırlıklandırılması sonucunda çıkacak olan kredi riski ise aşağıdaki gibi hesaplanacaktır.

Basel II'ye Göre Kredi Riski (Bin TL)

Aktif Kalemi	Bakiye	Ağırlık	Rasyo Bakiyesi
Hazine Bonosu	440.000	% 100	440.000
İpotek Teminatlı Ticari Krediler	200.000	% 100	200.000
Nakit Karşılıklı Krediler	50.000	% 0	0
Konut Kredileri	50.000	% 35	17.500
Perakende Krediler	100.000	%75	75.000
Gayrinakdi	25.000	%50	12.500
		TOPLAM	745.000

Bunun yanında operasyonel riskin de hesaplanması gerekmektedir. Bankanın son 3 yıllık brüt gelir ortalamasınının 100 Milyon TL olduğunu varsayarsak temel gösterge yaklaşımına göre operasyonel risk :

$$OR = 100 * \%15 * 12,5 = 187.500.000 \text{ TL}$$

Sermaye Yeterlilik Rasyosu (Basel II uyarınca)

2.000.000

$$\frac{2.000.000}{745.000 + 200.000 + 187.500} = 1,76$$

745.000 + 200.000 + 187.500

Hesaplamalardan görüldüğü üzere Basel II sürecinde bankaların ilave sermaye gereksinimi daha da artmaktadır. Örneğimizde mevcut uygulama gereğince 4,5 olan sermaye rasyosu 1,76'ya gerilemiştir.

II. BÖLÜM

SEKURİTİZASYON (MENKULLEŞTİRME)

A. Sekuritizasyon Kavramı

1. Genel Açıklamalar

Sekuritizasyon¹ ya da menkulleştirme en kapsamlı tanımıyla; finansal bir ilişkiyi finansal işlem (transaction) haline getiren her türlü prosedir. Bu tanımı bir örnek ile açıklamak gerekirse; bir şirketin sahibi olmak, o şirket ile sahibi arasında bir ilişkiyi ifade eder. Bu ilişkinin hisse senetleri ile ifade edilmesi ise finansal bir işlemdir. Yani, firma hissedarlığı hisse senetleri ile (menkul kıymet) resmi olarak ifade edilebilmektedir.²

Sekuritizasyonun bir başka tanımı, bu kavramın sermaye piyasalarındaki fonksiyonu ile ilgilidir. Sekuritizasyon, aracı kullanılarak yapılan borçlanma yerine, sermaye piyasalarında direkt olarak borçlanma imkânı sağlayan finansal bir enstrümandır. Aslında, burada bahsedilen “borçlanma”, finansal olarak anlaşılan şekliinden farklıdır. Çünkü burada yaratılan kaynak, borçlanarak değil şirket aktifinde yer alan bir kıymetin satılması yolu ile sağlanmaktadır. Bu tanımıyla sekuritizasyon aktif menkulleştirmesi (asset securitization) olarak da adlandırılır.

Nihai olarak en genel tanımıyla sekuritizasyon, aktifte yer alan bir kıymetin menkulleştirilmesi sürecidir. Bu işlem sonucunda ortaya çıkan menkul kıymete de aktive dayalı menkul kıymet (asset backed security) adı verilir.³

“İngilizce’de securitization, asset securitization ve structured finance terimleri birbirlerinin yerine geçecek şekilde kullanılmaktadır. Bu terimlerin her biri bir şirketin

¹ Menkul kıymetleştirme ya da menkulleştirme deyimi, bu işlemin anavatanı olan ABD’de kullanılan securitization kelimesinin Türkçeleştirilmiş şeklidir. Bununla birlikte Türkçe literatürde sekuritizasyon terimi de yaygınlıkla kullanılmaktadır.

² Vinod Kothari, **Securitization**, Singapore, John Wiley&Sons, 2006, s. 5.

³ A.e, s.6.

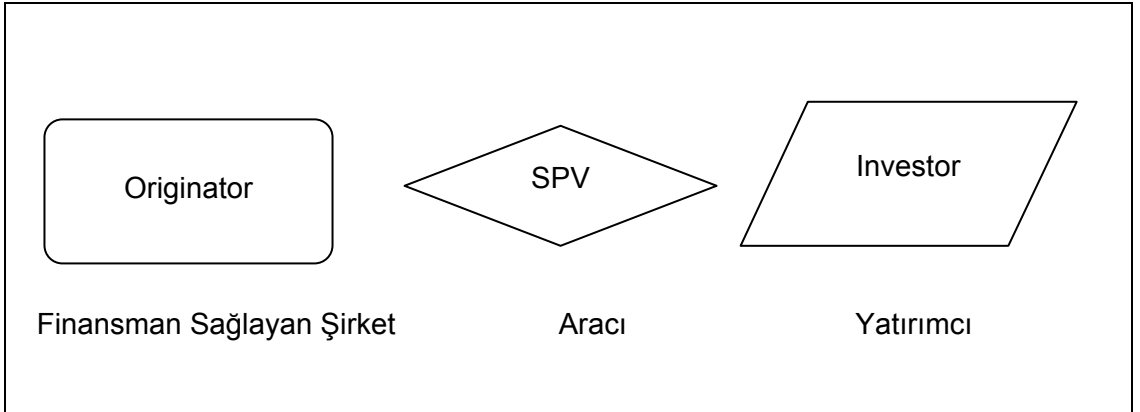
finansman sağlamak için kendi varlıklarından doğan nakit akımını kullandığını, bu terimler içinden securitization ise nakit akıma dayalı finansmanın menkul kıymet ihracıyla sağlandığını ifade etmektedir.”⁴

Sekuritizasyon yolu ile finansmanın sermaye piyasalarının bir aracı olduğunu söylemek mümkündür. Aktifleri üzerinden finansman sağlamayı planlayan bir yatırımcı sekuritizasyon sayesinde, yapacağı yatırımın finansmanını bankadan sağlamaktan ziyade sermaye piyasalarına taşır.

Sekuritizasyon işleminde çok sayıda tüketici kredileri veya diğer kaynaklardan doğan alacaklar ile bir havuz oluşturulmakta, ve bu havuzdaki alacaklar menkul kıymete dönüştürülerek yatırımcılara satılmaktadır.⁵

Sekuritizasyon işleminin temel olarak üç tarafı bulunmaktadır. Bunlar aşağıdaki şemada gösterilmiştir :

Şema 1 : Sekuritizasyon İşleminin Temel Tarafları



Sekuritizasyon uygulamasında yatırımcının aktifin ait olduğu şirkete değil, sadece ilgili aktife karşı yasal talep hakları bulunur. Organize bir piyasada gerçekleştirilen ve detayı ilerleyen bölümlerde işlenecek olan sekuritizasyon sürecinde yatırımcının iki temel güvencesinin olması gerekmektedir. Bunlar :

⁴ Halil Doğru, “Basel II ve IAS 39 Muhasebe Standardı Çerçevesinde Menkul Kıymetleştirme İşleminin Türkiye’de Banka ve Diğer Kaynak Şirketlerinin Bilanço ve Sermaye Yeterliliği Yükümlülüklerine Etkileri”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı 62, 2007, s.44.

⁵ Kothari, **a.g.e.**

1. “Yasal Öncelik (Legal Preference) : Şirketin iflası durumunda yatırımcıya, yatırıma konu aktiflerin tahsilatı sürecinde öncelik verir. Bu yasal öncelik yatırımcıya, şirkete ait aktiflerin transfer edilmiş olmasının getirdiği bir sonuçtur.
2. Yapısal Öncelik (Structural Preference) : Sekuritizasyona konu olan aktiflerin gerekli kriterlere haiz olmasıdır.”⁶

Sekuritizasyon işleminde, yatırımcı açısından çeşitli riskler mevcuttur. Bunlar kredi riski, likidite riski, erken ödeme riski, finansal riskler, faaliyet riski ve hukuki riskler bunların temel olanlarıdır. Bu risklerin varlığı nedeniyle sekuritizasyonda güvence sağlanması (credit enhancement) kavramı önemlidir. Verilen güvenceler kaynak şirket tarafından sağlanabildiği gibi üçüncü kişiler tarafından da sağlanabilir.⁷

Sekuritizasyon işleminde en çok kullanılan güvence türü varlığa dayalı menkul kıymetlerin değerinden fazla tutarda alacağın özel amaçlı kuruluşa devredilmesidir (over collateralization). Üçüncü kişiler tarafından verilen güvenceler ise banka, sigorta şirketi ve diğer mali kurumlarca sağlanan menkul kıymetleştirilen alacakların veya varlığa dayalı menkul kıymetlerin ana para ve faizlerinin geri ödenmesi ile ilgili garantiler, krediler ve sigortalardır.⁸

Sekuritizasyon uygulamasını bankalar açısından ele alırsak, sekuritize edilecek aktifler ağırlıklı olarak alacaklardan oluşur. Alacakların sekuritizasyona konu olabilmesi için ise ödeme garantisi olan alacaklardan oluşması gerekmektedir. Bu nedenle sekuritizasyonun ilk uygulamaları; konut finansmanı şirketleri, otomobil kiralama şirketleri, leasing firmaları ve kredi kartı firmaları gibi kurumlardan olmuştur.⁹

⁶ A.e., s.7.

⁷ Halil Doğru, **Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage, Genel ve Hukuki Esaslar**, İstanbul, Doğru Hukuk Yayınları, 2007, s.48.

⁸ A.e., s.48,49,50.

⁹ Kothari, **a.ge.**, s.26.

Sekuritizasyon neticesinde ihraç edilen menkul kıymetler, varlığa dayalı menkul kıymet (asset backed security) olarak adlandırılmaktadır. Menkul kıymetleştirilen alacakların ipotek (mortgage) teminatı taşıması durumunda ise ihraç edilen menkul kıymetler ipoteğe dayalı menkul kıymetler (mortgage backed securities) isimini alırlar ve diğer varlığa dayalı menkul kıymetlere göre daha güvenli olarak kabul edilirler.¹⁰

2. Sekuritizasyon İşleminin Gelişimi ve Dünyadaki Uygulamaları

a. ABD’de Sekuritizasyon

Sekuritizasyon işleminin doğuşu ABD ipotek piyasalarının gelişimine dayanmaktadır. Bu ürünün ABD’de gelişmiş olması bu ülkedeki finans sisteminin özelliğinden kaynaklanmaktadır. ABD’deki yasal düzenlemeler uyarınca, ülkenin bir bölümündeki likidite havuzundan diğer bir bölümdeki kredi talebinin karşılanması yasaklanmıştır. İpoteğe dayalı menkul kıymetler geliştirilerek bir ölçüde bu engelin ortadan kaldırılması amaçlanmıştır.¹¹

ABD’de birincil pazarda ipotek veren şirketler :

1. Ticaret Bankaları
2. İpotek Bankacılığı Şirketleri
3. Tasarruf kurumları

olarak sıralanabilir.

¹⁰ Doğru, **Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage, Genel ve Hukuki Esaslar**, s.50.

¹¹ Saadet Tantan, **Menkul Kıymetleştirme: ABD Uygulamaları ve Bankacılık Sektörü’ne Etkileri**, Ankara, SPK Yayınları No 44, 1996, s.40.

Bu şirketlerden ipotek bankacılığı şirketleri (Mortgage Banking Companies) mevduat kabul etme yetkisi olmayan, diğer taraftan varlıklarının ağırlığı birincil olarak ipoteklerden oluşan kurumlardır. Bu kurumlar varlıkları yeterli bir miktara ulaştıktan sonra ipoteklerini ikincil pazarda satmaktadırlar. En büyük ipotek şirketlerinin çoğunun sahibi ticaret bankaları, General Motors, Sears, Roebuck gibi firmalar ile Saloman Brothers, Morgan Stanley, Fordman Sachs gibi yatırım bankacılığı firmalarıdır.¹²

Yukarıda belirtilen firmalardan, ipotek bankacılığı şirketleri yanında tasarruf kurumlarının da varlıklarının büyük bir kısmı ipoteklerden oluşmaktadır. Ticaret bankaları ise verdikleri ipoteklerin daha az miktardaki kısmını ikincil pazarda satmaktadır.

Tablo 3 : ABD Toplam Sekuritizasyon Hacmi Gelişimi

Dönem	Toplam Sekuritizasyon Hacmi (Milyar EUR)
2000	1,088.0
2001	2,308.4
2002	2,592.7
2003	2,914.5
2004	1,956.6
2005	2,650.6
2006	2,455.8
2007	2,147.1
2008	933.6

Kaynak : Eurpoean Securitization Forum, "ESF Securitization Data Report Q4 2008", (Çevrimiçi) <http://www.europeansecuritization.com>, 1 Haziran 2009

Yukarıdaki tabloda ABD'deki toplam sekuritizasyon hacminin 2000-2008 dönemindeki gelişimine yer verilmiştir. Özellikle 2001 yılından itibaren artış gösteren sekuritizasyon hacmi 2007 yılına kadar ortalama 2.400 Milyar EUR seviyesinde

¹² A.e., s.41.

gerçekleşmiştir. 2007 yılında başlayan mortgage krizi ile birlikte 2007 ve 2008 yıllarında toplam hacimde azalma meydana gelmiştir.

Aşağıdaki tabloda ise ABD'deki sekuritizedasyon işlemlerinin, dayandığı teminatlar bazında 2007 yılı dağılımına yer verilmiştir¹³. ABD'deki en fazla sekuritizedasyon hacmi devlet destekli kurumlar tarafından gerçekleştirilen mortgage kredileri karşılığında işlemlerden oluşmaktadır. Bunu özel piyasalar mortgage kredileri ve kredi kartları, taşıt kredileri, öğrenci kredileri gibi alacaklar karşılığında çıkartılan ABS'ler (asset based securities) izlemektedir.

**Tablo 4 : ABD Toplam Sekuritizedasyon Hacmi Teminat Bazında Kırılımı
(Milyar EUR)**

	2007 Q1	2007 Q2	2007 Q3	2007 Q4	TOPLAM
ABS	133.4	127.9	60.3	49.8	371.4
CDO	124.7	132.6	65.0	29.7	352.0
Resmi Mortgage	198.3	213.6	226.0	220.1	857.9
Özel CMBS	43.0	67.9	36.4	19.3	166.6
Özel RMBS	159.2	145.7	67.8	26.6	399.2
TOPLAM	658.6	687.6	455.4	345.5	2,147.1

Kaynak : European Securitization Forum, "ESF Securitization Data Report Q4 2008", (Çevrimiçi) <http://www.europansecuritization.com>, 1 Haziran 2009

Tasarruf kurumlarının ve ticaret bankalarının bilanço yapıları itibariyle faiz riskine açık olmaları, ekonomik konjonktürün olumsuzlaştığı dönemlerde bu kurumların olumsuz etkilenmesine neden olmaktadır. ABD'deki büyük buhrandan sonra hükümet ipotek fon kıtlığını aşmak için çeşitli uygulamalar başlatmış, bu dönemde gayrimenkul fiyatlarındaki düşüşlerin ekonomiyi daha da zora sokacağı inancına varan hükümet çeşitli programlar uygulamaya koymuştur.¹⁴

¹³ Buradaki verilerin 2007 yılından seçilmesinin nedeni 2008 yılında mortgage krizinin etkisi ile verilerin önemli ölçüde değişmiş olmasıdır.

¹⁴ A.e., s.47-49.

II. Dünya Savaşı'ndan sonra ABD'de hızla artan konut ihtiyacını finanse etmede geleneksel bankacılık sistemi yetersiz kalmış ve ABD'de bu dönemde kurulan devlet destekli kuruluşlar sekuritizasyon uygulamasının temellerini teşkil etmişlerdir. Bu kuruluşlar şunlardır:

FSLIC : Federal Savings and Loan Insurance Corporation (Federal Tasarruf ve Kredi Sigortası Teşkilatı)

FHA : Federal Housing Administration (Federal Konut İdaresi)

FNMA : Federal National Mortgage Association (Federal Ulusal İpotek Birliği)

GNMA : Government National Mortgage Association (Hükümet Ulusal İpotek Birliği)

FHLMC : Federal Home Loan Mortgage Corporate Corporation (Federal Ev Kredi İpotek Kurumu)

ABD'de sekuritizasyon uygulamasının gelişimine hükümetin katılımı ve desteği yoğun olmuş ve hükümet tarafından ipotek piyasasına yatırım yapacak kuruluşlar oluşturulmuştur. Bu müdahale fon fazlası olan birimlerin konut kredi pazarı lehine reel sermaye stoğunu etkilemek için ipotek pazarına girmesini teşvik etmiştir.

ABD'de yukarıda belirtilen kamu kuruluşları tarafından yapılan aktife dayalı menkul kıymet ihracı dışında özel sektör kuruluşları tarafından da sekuritizasyon işlemlerine başlanmış ve buna paralel sekuritizasyon işlemleri 1980'li yılların başında önemli oranda artmıştır.¹⁵

Bu sürecin devamında, 1980'li yılların ortalarından itibaren ipotek teminatı olmayan taşıt ve diğer tüketici kredilerinden doğan alacakların da sekuritize edilmesine başlanmıştır.

ABD'de özel sektördeki sekuritizasyon işlemlerinde en çok işlem, üç büyük otomobil üreticisinin kurmuş olduğu finans şirketleri, diğer finans şirketleri, mevduat ve kredi

¹⁵ Doğru, **Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage, Genel ve Hukuki Esaslar**, s.198.

kuruluşları, bilgisayar şirketleri ve çeşitli üretim şirketleri ve hayat sigortası şirketleri alacakları üzerinden yapılmaktadır.¹⁶

ABD'de sekuritizedasyon işlemine ilişkin hususlar için özel yasal bir düzenleme bulunmamakta, işlemler Ticaret Kanunu kapsamında gerçekleştirilmektedir. Bununla birlikte sekuritizedasyon neticesinde ihraç olunan varlığa dayalı menkul kıymetlerin satışı menkul kıymet ve borsa düzenlemelerine tabidir. Bu düzenlemeler, 1940 tarihli Yatırım Şirketleri Kanunu, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu, 1934 tarihli Borsalar Kanunu ve Securities and Exchange Commission ile ilgili mevzuat olarak sıralanabilir.¹⁷

¹⁶ **A.e.**

¹⁷ **A.e,** s.199,200.

b. Avrupa'da Sekuritizasyon

Avrupa'da, ABD'nin aksine sekuritizasyon ancak 1990'ların başında aktif olarak kullanılmaya başlanmıştır. Avrupa'daki bu durum, sekuritizasyonun gelişimini sağlayacak öncü bir kamu kurumu bulunmaması ile ilgilidir.¹⁸ Ayrıca, Avrupa ülkelerindeki farklı yasal düzenlemeler sekuritizasyonun gelişmesini engellemiştir. Avrupa sekuritizasyon için ABD modelini benimserken bu modeli kendi iç dinamiklerine göre değiştirmek zorunda kalmıştır.

Bir çok Avrupa ülkesinde büyük kurumsal bankalar sekuritizasyonda ilk kredi tahsis eden kuruluşlar olmuştur. Bununla birlikte bir çok hükümet kamusal sermayeli özel şirketlerin aktiflerinin bilanço üzerindeki borçlarının azaltılması ve AB düzenlemelerindeki asgari zorunlulukların yerine getirilmesi amaçlarını sekuritizasyon yolu ile sağlamıştır. Avronun tedavüle girdiği 2000 yılından itibaren sekuritizasyon Avrupa'da çok daha önemli bir rol oynamaktadır.¹⁹

Avrupa ve ABD arasında bazı farklılıklar bulunmaktadır. ABD'de sekuritizasyon daha çok perakende satışlar üzerinden gerçekleştirilirken Avrupa'da daha çok kurumsal satışlar üzerinden gerçekleşmektedir. Ayrıca, hemen bütün ipoteğe dayalı menkul kıymet piyasaları ABD'deki ödeme aktarmalı sekuritizasyonun aksine nakit aktarmalı menkul kıymetler şeklindedir. Ödeme aktarmalı sekuritizasyon Avrupa'da nadiren gerçekleşmektedir.²⁰

Aşağıdaki tabloda Avrupa'daki sekuritizasyon hacminin gelişimi yer almaktadır. Verilerden görüleceği üzere Avrupa piyasalarında da sekuritizasyon işlem hacmi düzenli olarak artmaktadır.

¹⁸ Pelin Ataman Erdönmez, "Aktif Menkul Kıymetleştirilmesi", **Bankacılar Dergisi**, Sayı 57, 2006, s.79.

¹⁹ **A.e.**,s.80.

²⁰ **A.e.**

Tablo 5 : Avrupa'da Sekuritizasyon Gelişimi (Milyar EUR)

	Q1	Q2	Q3	Q4	Toplam
2000	14,1	16,4	21,4	26,3	78,2
2001	20,5	43,2	22,7	66,2	152,6
2002	24,3	42,6	35,7	55,1	157,7
2003	43,3	51,9	39,7	82,4	217,3
2004	55,8	59,0	53,2	75,5	243,5
2005	47,8	94,4	41,5	143,3	327,0
2006	69,0	114,3	112,8	184,9	481,0
2007	128,7	152,0	98,3	74,7	453,7
2008	40,0	169,4	134,1	367,6	711,1

Kaynak : Eurpoean Securitization Forum, "ESF Securitization Data Report Q4 2008",(Çevrimiçi) <http://www.europeansecuritization.com>, 1 Haziran 2009

**Tablo 6 : Avrupa Toplam Sekuritizasyon Hacmi Teminat Bazında Kırılımı
(Milyar EUR)**

	2007 Q1	2007 Q2	2007 Q3	2007 Q4	TOPLAM
ABS	9.8	21.1	14.1	12.8	57.8
CDO	25.9	28.1	25.0	9.7	88.7
CMBS	11.9	25.0	6.0	4.7	47.6
RMBS	81.1	77.8	53.2	47.5	259.7
TOPLAM	128.7	152.0	98.3	74.7	453.7

Kaynak : Eurpoean Securitization Forum, "ESF Securitization Data Report Q4 2008",(Çevrimiçi) <http://www.europeansecuritization.com>, 1 Haziran 2009

Avrupa'daki sekuritizasyon hacminin teminatlar bazında kırılımının yer aldığı yukarıdaki tabloya bakıldığında ise, en fazla işlem hacminin mortgage kredileri karşılığında yapıldığı ve bunu CDO'ların izlediği görülmektedir.

Avrupa'daki sekuritizasyon işlemlerini ülkeler bazında değerlendirdiğimizde, 2007 yılı sonu itibariyle menkul kıymet ihracında en büyük paya sahip ülke İngiltere'dir. Bunu sırasıyla İspanya, Hollanda ve İtalya izlemektedir.

İngiltere’de de ipotekli tahvillere ilişkin kanuni bir düzenleme yoktur. İngiliz hukukuna göre alacak hakkı sahipliğinin temlik alana intikal etmesi sürecindeki bazı hukuki problemler yer alması sürecin etkinliği üzerindeki engellerden bir tanesidir.²¹

Fransa sekuritizasyon işlemini 1988 yılında kabul edilen bir kanun ile düzenlemiş ve ABD ve İngiltere’den farklı olarak bu işlemi özel bir hukuki çerçeveye oturtmuştur. Bu kanun ile Fransa’da varlığa dayalı menkul kıymetlerin ihracı için bir fon (Fonds Communs de Creances / FCC) oluşturulması öngörülmüştür.²²

Almanya’da ise sekuritizasyon işlemi çok fazla rağbet görmemiştir. Bunun temel nedenleri ;

- a) İhtisaslaşmış ipotek bankaları tarafından ihraç edilen ipotekli tahvil piyasasının çok gelişmiş olması ve bunun sekuritizasyon işlemine ihtiyaç bırakmaması,
- b) Bankaları denetleyen kamu kuruluşlarının sekuritizasyon işlemine sıcak bakmamaları

olarak sıralanabilir.²³

c. Diğer Piyasalar

Amerika ve Avrupa’ya kıyasla diğer ülkelerde sekuritizasyon henüz gelişme aşamasındadır. Hem Asya’da hem de Latin Amerika’da menkul kıymet ihraççıları sekuritizasyonu alternatif finansman olarak görmeye başlamalarına rağmen, özellikle likidite sıkışıklığında bunu bir kerelik bir operasyon olarak değerlendirebilmektedirler. Amerika ve Avrupa’dan sonra Japonya menkul kıymet piyasalarında en aktif ülkedir. Japonya’daki artış eğiliminin, bankaların gayrimenkul

²¹ Doğru, **Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage, Genel ve Hukuki Esaslar**, s.209.

²² **A.e.**, s.210, 211.

²³ **A.e.**, s.210, 213.

ve hisse senedi fiyatlarının çöküşünden önce verilen kredilerle daha çok ilgilenmeye başlamasıyla artması beklenmektedir. Japonya ve Avustralya'dan sonra Asya ve Güney Pasifik ülkelerinde sekuritizasyon oldukça düşük kalmıştır. Bunun en önemli sebebi yasal alt yapının yeterli olmaması ve tarafların haklarının yeterince korunmamasıdır. Bölgede bankacılık ve kurumsal sektörün hızla büyüdüğü dikkate alınırsa menkul kıymet piyasalarının da hızla büyüyeceği öngörülmektedir.²⁴

3. Sekuritizasyon İşleminde Yer Alan Taraflar

Kaynak Firma (Originator)

Kaynak firma, sekuritizasyon işlemi başlatan ve bu işlemde fayda sağlayacak olan başlıca taraftır. Bu kurumlar bankalar, finans şirketleri, leasing şirketleri, uçak imal eden şirketler, sigorta şirketleri ve menkul kıymet alım ve satımı ile uğraşan şirketler olabilir.²⁵

Kaynak şirket alacaklarını belirli bir satış bedeli karşılığında menkul kıymetleştirilmek üzere özel amaçlı kuruluşa satar ve kaynak şirket ile özel amaçlı kuruluş arasında alacağın temlik sözleşmesi düzenlenir.²⁶

Hizmet Verenler (Servicers)

Menkul kıymetleştirilen alacakların tahsilat ve takip hizmetini veren kuruluşlardır. Sekuritizasyon sürecinde oluşturulan özel amaçlı kuruluş (SPV), menkulleştirilen alacaklar için tahsilat ve menkul kıymet sahiplerine ödeme işlemi gerçekleştirmediği için bu kuruluşlar görevlendirilirler.²⁷

²⁴ Erdönmez, **a.g.e.**

²⁵ Tantan, **a.g.e.**, s.26.

²⁶ Doğru, **Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage, Genel ve Hukuki Esaslar**, s.67.

²⁷ **A.e.**, s.71.

Kaynak firmalar (originator), teminat olarak sattıkları ya da kullandıkları kredilerin aynı zamanda hizmetini de yapabilirler. Bu durumda kaynak şirket varlıkların nakit akışından, yönetiminden ve devamlılığında sorumludur. Bu sorumluluk, vadesinde anapara ve faizin toplanması ve ödenmemiş hesapların takibini de kapsar.²⁸

Özel Amaçlı Kuruluş (SPV)

Menkulleştirilecek alacakların yatırımcılara satışı aracı bir kurum ya da iflas dışı finans şirketleri tarafından yapılır. Bu şirketlere özel amaçlı kuruluş adı verilmektedir. Özel amaçlı kuruluş, derecelendirilmiş bir alacak havuzu karşılığında yapılacak tek bir menkul kıymet ihracı için kurulur ve ihraç ettiği varlığa dayalı menkul kıymetler geri ödendiğinde görevi sona erer.²⁹

SPV'ler birçok farklı kaynak firma veya satıcıdan varlıkları alarak bunlardan bir havuz oluşturmakta ve çıkardıkları menkul kıymetleri yatırımcılara satmaktadır. ABD'de en büyük araçlar ABD federal ipotek kuruluşlarıdır. Bu federal kuruluşlar konut ipotek kredilerini tasarruf ve kredi birliklerinden ticari bankalardan vb. satın alır ve kredilerden paket oluşturur ve daha sonra buna dayalı menkul kıymetleri yatırımcılara satarlar.³⁰

Yatırım Bankaları (Investment Bankers, Underwriters)

Varlığa dayalı menkul kıymetlerin ihracı genellikle bir yatırım bankası aracılığı ile gerçekleştirilir. Bir aracılık yüklenicisi olarak yatırım bankası menkul kıymetleri ihraç edenden tekrar satmak amacıyla satın alır. Nihai olarak, işlemde ihraç eden tarafın ajansı gibi bir rol üstlenerek satıcıyı yeterli sayıda alıcı ile karşı karşıya getirir.³¹

²⁸ Tantan, **a.g.e.**, s.27.

²⁹ Doğru, **Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage, Genel ve Hukuki Esaslar.**, s.69.

³⁰ Tantan, **a.g.e.**, s.27.

³¹ **A.e.**, s.28.

Bunun yanında sekuritizasyon çok sayıda tarafın katılımı ile gerekleŖtiđi için ayrıntılı bir hukuki alt yapı gerektirmektedir. Bu iŖlemleri organize etme görevini de genellikle yatırım bankaları yerine getirir.³²

Kredi Garantisi Verenler (Credit Enhancers)

Kredi garantisi bir menkul kıymet ihracının doğasında yer alan kredi riskini azaltan bir araçtır. Kredi garantisinin (credit enhancement) amacı, derecelendirme notunu yükselterek varlığa dayalı menkul değerin pazarlanabilmesini ve fiyatını iyileŖtirmektir.³³

Güvenceler, güvencenin niteliğine göre bankalar, sigorta Ŗirketleri ve diğer finansal kurumlar tarafından sağlanabilmekte ve bu kapsamdaki üçüncü kişilerce sağlanan kredi garantisi, yüksek kredi dereceli bir bankanın teminat mektubu veya yine yüksek dereceli bir firmanın bonosu Ŗeklinde olabilmektedir.³⁴

Kredi garantilerini temel olarak ikiye ayırmak mümkündür:

“1. DıŖsal Kredi Garantileri: Üçüncü gruptan sağlanan destekleme kredileri kefalet bonoları ve finansal garantilerdir.

- a) Destekleme Kredileri (stanby letter of credit)
- b) Satıcı Garantör veya geri dönme (rücu etme)
- c) Kefalet Senedi

2. İçsel Kredi Garantileri”³⁵

³² Doğru, **Menkul KıymetleŖtirme ve Mortgage, Genel ve Hukuki Esaslar**, s.70.

³³ Tantan, **a.g.e.**

³⁴ **A.e.**

³⁵ **A.e.**, s.29.

Derecelendirme Kuruluşları

Derecelendirme kuruluşları varlığa dayalı menkul kıymetlerin derecelerini belirler. Kredi derecelendirme kredi riskinin bir ölçüsü olup, şirketin genel kredibilitesinden ziyade menkulleştirilecek alacaklar için yapılır. Bu çerçevede sekuritizedasyon işleminde, ödenmeme riski ihraç edenin kredi değerliliğine değil menkul kıymetin bağlı olduğu varlığın kredi kalitesine bağlıdır.

Derecelendirme kuruluşu varlığa dayalı menkul kıymeti, varlığın yatırımcılara yapılacak anapara ve faiz ödemelerinde kullanılacak nakit akışını sağlayabilmesi açısından derecelendirir ve aşağıdaki kriterlere dayandırır :

- a) "İhraç edenin yükümlülüğünü yerine getirmede zorlanma olasılığı
- b) Yükümlülüğün karşılıkları ve yapısı
- c) İflas halinde yükümlülüğün nispi pozisyonu"³⁶

Yeddiemin (Trustee)

Sekuritizedasyon işleminde hizmeti sunan ile yatırımcılar ve kredi garantisinin verenle yatırımcılar arasında bir aracıdır. Yeddieminin sorumlulukları fon adına ihraççıdan varlıkları satın almak ve yatırımcıların sertifikalarını ihraç etmek olarak sıralanabilir.³⁷

Yatırımcılar

Yatırımcılar, ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetleri satın alarak kaynak şirketin ihtiyaç duyduğu fonu sağlayan ve nihai olarak menkul kıymetleştirilen

³⁶ A.e., s.31.

³⁷ A.e., s.32.

alacaklar üzerinde hak sahibi olan tasarruf sahipleridir.³⁸ Bu kişiler ferdi yatırımcılardan kurumsal yatırımcılara kadar değişebilmektedir.

4. Sekuritizasyon Süreci

Sekuritizasyon işlemi yukarıdaki bölümlerde anlatıldığı şekilde, belirli bir grup alacak karşılığında çıkartılan menkul kıymetler karşılığında yapılır. Bu çerçevede sekuritizasyon işleminde öncelikli husus, bu işleme karar verildikten sonra işleme konu olacak varlıkların seçimidir. Bu aşama sekuritizasyon sürecinin en önemli aşaması olup aktif havuzunun seçimini gerektirir.³⁹

Daha sonraki aşamalar ise şöyle belirtilebilir :

1. "Katılımcıların, hukuki alt yapının ve alacakların satış fiyatının belirlenmesi,
2. Özel amaçlı kuruluşun kurulması,
3. Alacakların devri ve satış bedelinin ödenmesi,
4. Sözleşmenin imzalanması ve varlığa dayalı menkul kıymet ihraç ve satışı,
5. Alacakların tahsili ve varlığa dayalı menkul kıymetlerin geri ödenmesi"⁴⁰

Sekuritizasyon işlemine başlarken bu işleme tabi olacak aktiflerin seçilmesi birinci adımdır. Hangi tür aktiflerin sekuritize edileceği kaynak firmanın (originator) bu

³⁸ Doğru, **Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage, Genel ve Hukuki Esaslar**, s.74.

³⁹ Tantan, **a.g.e.**, s.12.

⁴⁰ Doğru, **Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage, Genel ve Hukuki Esaslar**, s.80-85.

işlemi yapma amacına bağlıdır. İşlem amacı karlılığı arttırmak olabileceği gibi riski azaltmak da olabilecektir.

Alacakların seçimi aşamasında yapılacak incelemelerde (due dilligence) menkul kıymetleştirilen alacaklar, bu alacakların borçluları ve kaynak şirket ile ilgili değerlendirmeler yapılır.

Alacak havuzu oluştururken dahil edilecek aktiflerin seçimi özellikle riski azaltacak çeşitlilikte olması dikkate alındığında (diversification) önem kazanmaktadır.

Havuzun oluşturulmasında dikkate alınacak seçim kriterleri şöyle belirtilebilecektir :

“a) Varlıklardan gelecek nakit akışları önceden belirlenen programa uygun olmalı ve buna bağlı olarak tahmin edilebilir nitelikte olan alacaklardan oluşmalıdır. Varlıklardan gelecek nakit akımların performansını ölçebilmek için gerekli istatistikî veriler mevcut olmalıdır.

b) Sekuritizasyon işleminin ekonomik olması için varlıkların yeterli büyüklükte, sayı ve değerinde olması gerekmektedir.

c) Gelen nakit akımlarının bir havuz oluşturulabilmesi için homojen nitelikte olmalıdır.

d) Varlıklar satılabilir kalitede olmalı ya da kalite düşük olduğunda **kredi garantisi (credit enhancement)** sağlanmalıdır.

e) Varlıklarda ve borçlularda farklılaşma (diversification) olması geri dönme riskini azaltan bir etki yapacaktır.

g) Sabit faiz ya da getiri, standardize kredi dokümantasyonu, tamamen amortize edilen ödeme akımı, düşük kredi dönmeme riski, yüksek likidasyon değeri ve ortalama vadenin en azından bir yıl olması, bu alacaklarda yer alması gereken diğer özelliklerdir.”⁴¹

⁴¹ Tantan, **a.g.e.**, s.12-13.

Özel amaçlı kuruluş, alacakları kaynak şirketin risklerinden izole etmek amacıyla kurulur. Bu kuruluş, derecelendirilmiş bir alacak havuzu karşılığında yapılacak tek bir sekuritizasyon için kurulur ve ihraç ettiği varlığa dayalı menkul kıymetler geri ödendiğinde tasfiye olur.

Sekuritizasyon sürecinin en önemli noktası varlıkların bir özel amaç aracına satılmasıdır. İhraççıdan ayrı olarak oluşturulan bu kurum varlıkların kaydi sahibi olmaktadır.

Yukarıda da bahsedildiği üzere, kaynak firma (originator) ile menkul kıymetler arasında bir izolasyon bulunmaktadır. Bunun sağlanabilmesi için olması gereken temel hususlar şunlardır:

a) Kaynak firma (originatorun) SPV'ye yapacağı satış gerçek satış niteliğinde olmalıdır. Bunun için:

- Kaynak firmanın finansal tablolarında transfer, bir satış işlemi olarak gösterilmesi,
- Kaynak firmaya rücu edilebilmesinin mümkün olması

gerekmektedir.⁴²

b) SPV, alacaklıların haklarını kusursuz olarak alabilmeleri için gerekli yükümlülüklerini yerine getirmelidir.

c) SPV'nin yapacağı iş, varlıkların satın alınması ve bu varlıklara dayalı borcun ihracı olarak sınırlanmalıdır. SPV'nin iflasına neden olacak başka türlü faaliyetlerle bulunması yasaktır.⁴³

⁴² **A.e.**, s.16.

⁴³ **A.e.**, s.15.

“SPV’ler 3 yasal şekilde kurulabilir. Bunlar :

- Anonim Şirket
- FON
- Ortaklık

olarak sıralanabilir. Gelir vergisi düzenlemelerine, yatırımcının talebini karşılamak için nakit akışlarını tekrardan yapılandırma ihtiyacına göre bu formlardan biri seçilir.”⁴⁴

5. Sekuritizasyon Yöntemleri

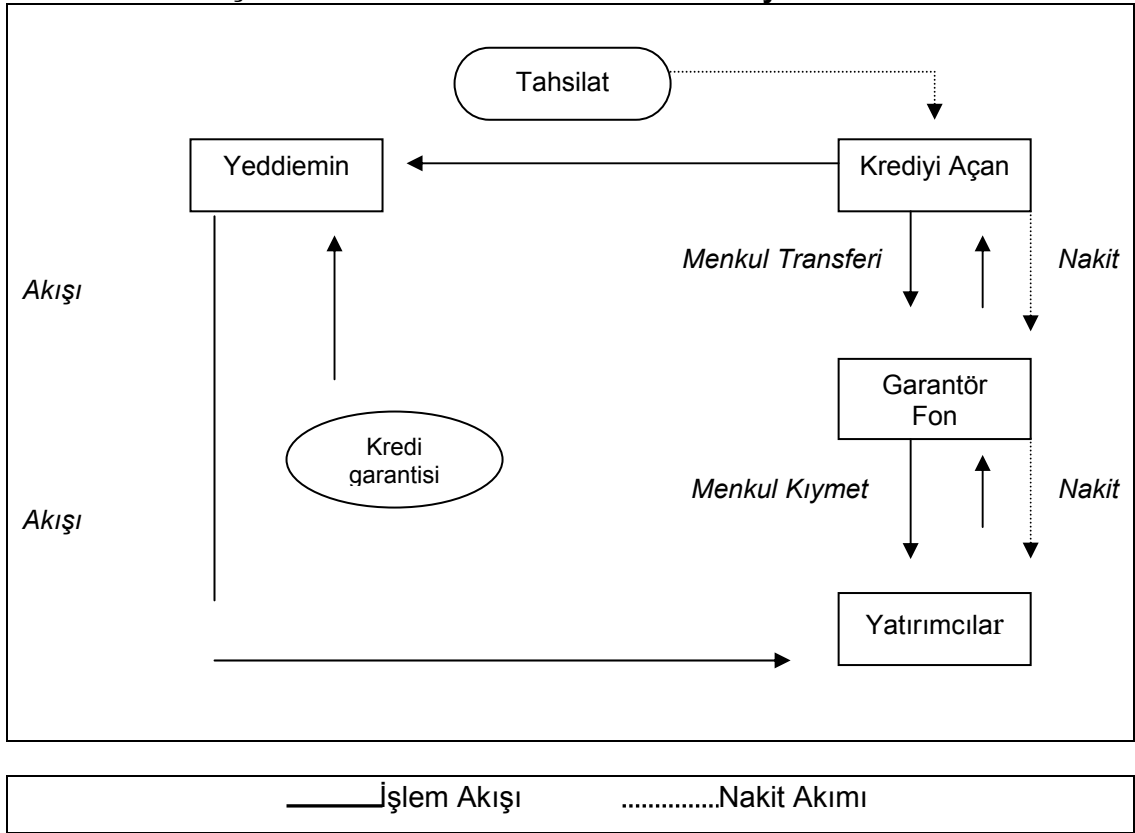
a. Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler (Pass Through)

Bu yapıda aktifleri elinde bulunduran kurum (krediyi açan (originator), elindeki varlıkları bir garantör fona (trust) satar. Belirlenen yeddiemin, fon adına yatırımcılara sertifikaları ihraç eder. Her bir sertifika kredi portföyünün bölünmez hakkını temsil eder. Böylece kaynak firma aktiflerdeki tüm haklarını, kredi garantörü ile imzalanan sigortaya göre kredi kontratlarını içeren sigorta poliçelerine göre ödemeleri alma hakkını fona verir.⁴⁵

⁴⁴ **A.e.**, s.17.

⁴⁵ **A.e.**, s.8.

Şema 2 : Ödeme Aktarmalı Sekuritizasyon Süreci



Kaynak : Vinod Kothari, **Securitization**, Singapore, John Wiley and Sons, 2006, s.44.

Pass Through işlemlerde menkul kıymetler varlık havuzunun sahipliğini temsil etmekte, varlıklar kaynak firmanın bilançosundan çıkarılmakta anapara ve faiz ödemeleri yatırımcılara aktarılmaktadır.

Pass throuh'ların en yaygın olanları GNMA Pass Through işlemleridir. Devletin garantisi olması bu kıymetlerin ikincil piyasada pazarlanabilmesini sağlamıştır.⁴⁶

b. Borçluluk İfade Eden Menkul Kıymet İhracı

Bu yöntemde ödeme aktarmalı menkul kıymetlerden farklı olarak sekuritizasyon yoluyla ihraç edilen menkul kıymetler ihraççının borcudur. Bu tür sekuritizasyon

⁴⁶ A.e, s.9.

varlığa dayalı tahviller ve nakit akımlı (pay through) olmak üzere iki yöneme ayrılmaktadır.⁴⁷

(1) Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK)

Ödeme aktarmalı menkul kıymetlerde olduğu gibi varlığa dayalı menkul kıymetler de bir alacak havuzuna dayalı olarak çıkarılmaktadırlar. Ancak bunlar ödeme aktarmalı menkul kıymetlerden farklı olarak ihraççının borcudur ve bilançosunun pasifinde yer alır. VDMK'ların dayanağını oluşturan portföyün mülkiyeti de ödeme aktarmalı menkul kıymetlerden farklı olarak ihraççıya aittir ve ihraççının bilançosunun aktifinde görülmeye devam eder.⁴⁸

VDMK'lerin normal tahvillerde olduğu gibi belirli bir vadesi ve faiz oranı vardır. Teminat olarak gösterilen havuzdan elde edilen nakit akımları VDMK'lerde yapılacak ödemelerde kullanılmaktadır.

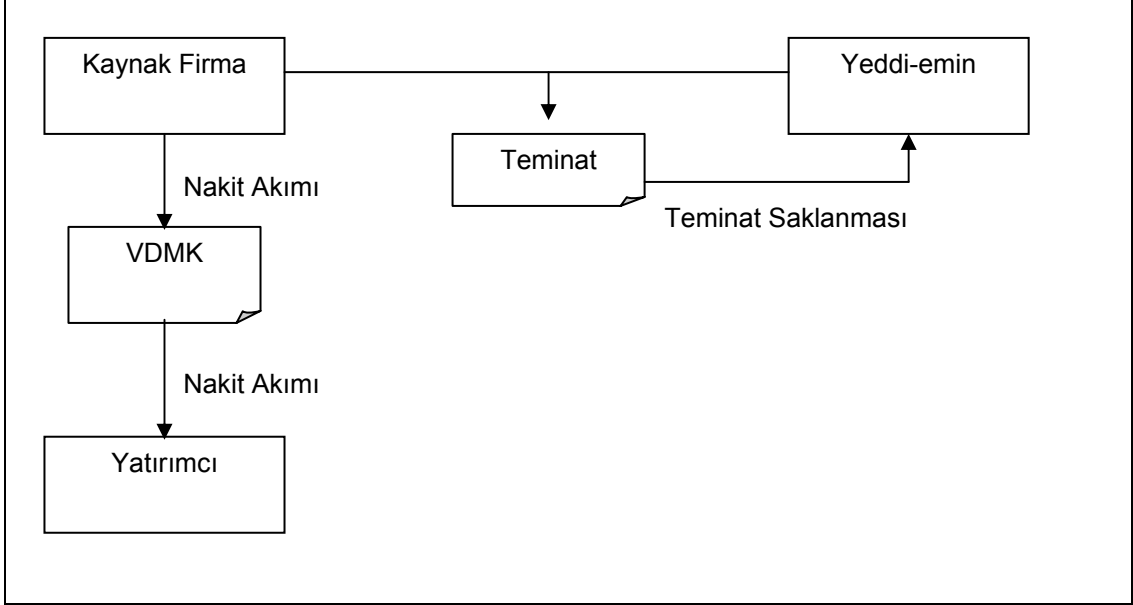
Bu çerçevede, VDMK ile normal tahviller büyük ölçüde birbirlerine benzemekle birlikte aralarındaki yegane fark, anapara ve faiz ödemelerinin bir alacak havuzu ile temin edilmiş olmasıdır. Buna göre VDMK'lerin normal tahvillerden farkı ihraççının VDMK'lere ilişkin anapara ve faiz ödemelerini gerçekleştirememesi halinde ortaya çıkmaktadır. Bu durumda yeddi-emine devreye girmekte, portföyde yer alan varlıkları satarak VDMK sahiplerinin anapara ve faiz alacaklarını ödemektedir.⁴⁹

⁴⁷ Nurcan Öcal, **Türkiye'de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, Ankara, SPK Yayınları No 106,1997, s. 20.

⁴⁸ **A.e.**, s.21.

⁴⁹ **A.e.**

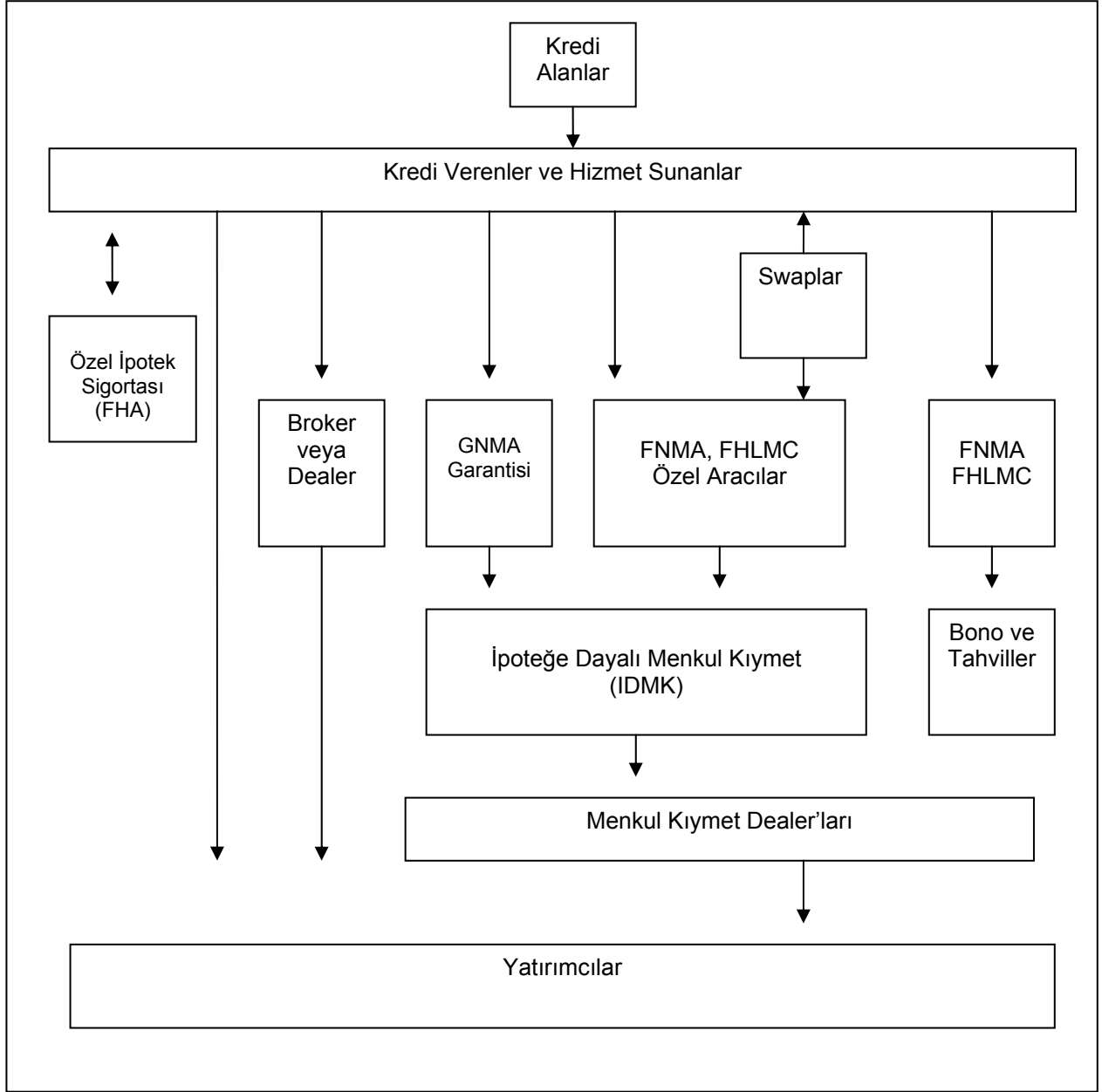
Şema 3 : Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı



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

ABD’deki sekuritizasyon sürecinde ikincil ipotek piyasasının önemi büyüktür. Bu piyasasın işleyişi aşağıdaki şemada gösterilmiştir.

Şema 4 : ABD İkincil İpotek Pazarındaki İşlemler



Kaynak : Saadet Tantan, **Menkul Kıymetleştirme: ABD Uygulamaları ve Bankacılık Sektörü'ne Etkileri**, Ankara, SPK Yayınları No 44, 1996, s.51.

Bu Őemaya göre ikincil piyasasın işleyişi aşağıdaki kanallardan gerçekleşmektedir :

1. **“Doğrudan Satış** : Kredi veren kurumların (bankalar, tasarruf kurumları vb.) verdikleri krediler belli bir miktara ulaştıktan sonra ikincil piyasada satılırlar. Bu kanalda ipotekler yatırımcılara doğrudan satılmaktadır.
2. **Brokerlar veya Dealer’lar vasıtasıyla satış** : Bir çok kredi veren kurum toptan kredilerine yatırımcı bulması için bir ipotek broker’ı ya da dealer’ı kullanılırlar. Dealer ipotek alım satım işlemini kendi adına yaparken broker alıcı ile satıcıyı karşı karşıya getirir.
3. **İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler** : Üçüncü bir kanal olan ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin (İDMK) en önemli avantajı alıcılara istediği boyutta ipoteği detaylı inceleme gereği olmaksızın yatırım yapma imkanı vermesidir. Menkul kıymetler kredi derecelendirme kurumlarından kredi derecesi aldıklarından dolayı tahviller gibi pazarda alınıp satılabilirler.”⁵⁰

İpoteğe dayalı menkul kıymet çıkartılırken kredi verenler ile yatırımcılar arasında çeşitli mekanizmalar bulunur. Bunlardan bir tanesi GNMA (Government National Mortgage Association) garantisidir. Burada krediyi veren satıcılar menkul kıymetleri çıkarmakta ve ödemelerin karŐılanacaĐına dair gerekli sigorta GNMA tarafından sağlanmaktadır.⁵¹

Diğer bit yöntemde de ipotekler FNMA (Federal National Mortgage Association) ve FHLMC (Federal Home Loan Mortgage Corporate Corporation) tarafından alınmaktadır. Alınan bu ipoteklerden bir havuz oluşturularak buna dayalı İDMK ihraç edilmektedir.⁵²

Gerek GNMA garantili işlemlerde gerekse FNMA ve FHLMC tarafından alınan işlemlerde menkul kıymetler, genellikle yatırım bankalarından oluşan dealer’lara satılmaktadır. Dealer’lar da yeni yatırımcı kitlesine bu menkul kıymetleri satmaktadır.

⁵⁰ Tantan, **a.g.e.**, s.50.

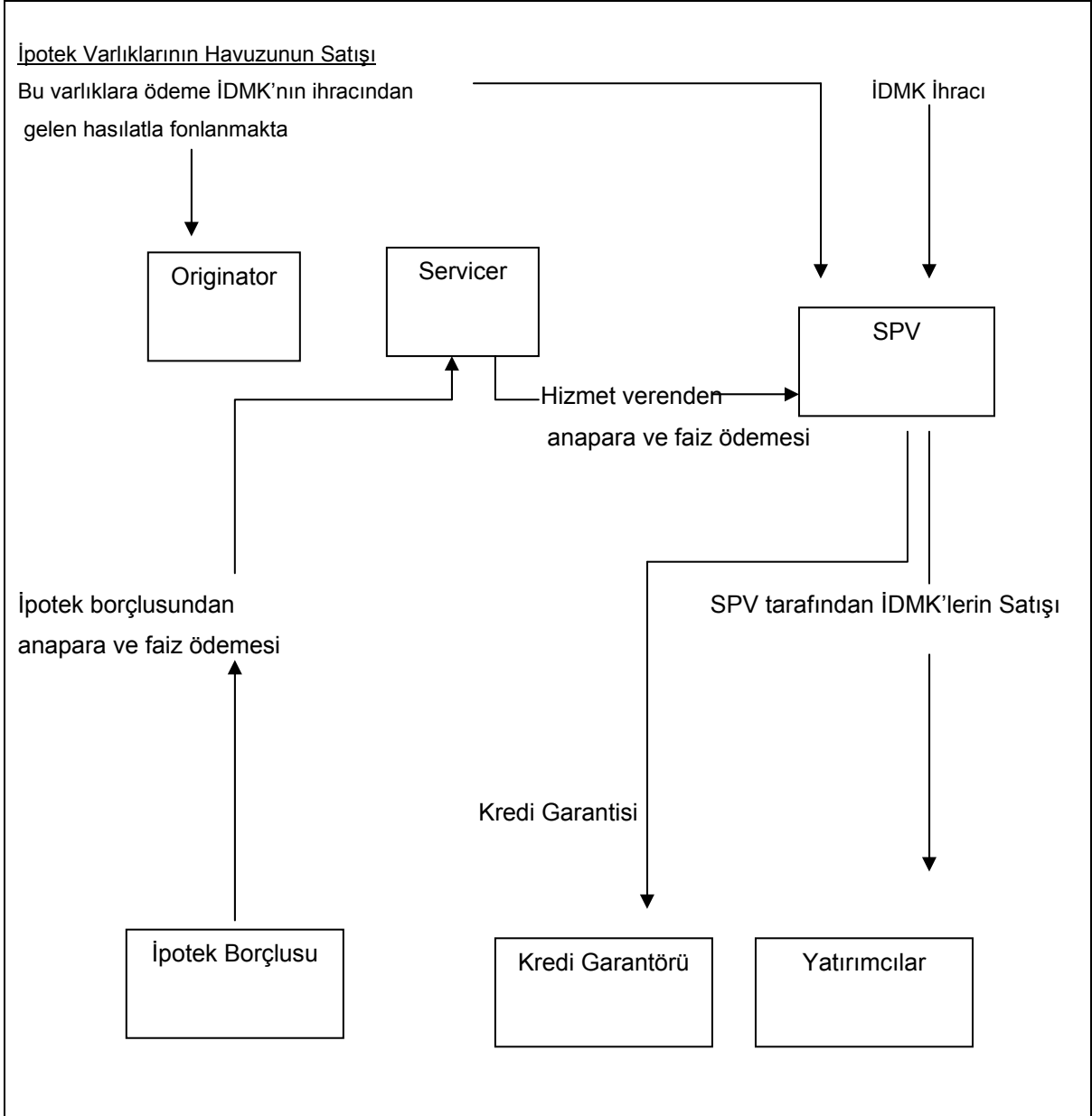
⁵¹ **A.e.**

⁵² **A.e.**

İDMK işlemlerinde diğ er bir kanal da swap işlemleri ile desteklenmektedir. Banka ve tasarruf kurumları gibi kredi veren tarafların ellerindeki d üş uk oranlı ipotek kredilerini ellerindeki garantili ipoteğ e dayalı pass-through menkul kıymetleri ile değıştirilebilmektedir. Bu swap'lar vasıtasıyla İDMK'lerin kredibilitesi artmakta ve bu kredi veren kurumların menkul kıymetleri ellerinde bulundurmaları durumunda aktif kalitelerini arttırırken satış kabiliyetini de arttırmaktadır.⁵³

⁵³ **A.e. s.57.**

Şema 5 : Tipik Bir İDMK İşlemi



Kaynak : Saadet Tantan, **Menkul Kıymetleştirme: ABD Uygulamaları ve Bankacılık Sektörü'ne Etkileri**, Ankara, SPK Yayınları No 44, 1996, s.58.

ABD'de ikincil ipotek piyasasının ve İDMK'lerin gelişimi hükümet kuruluşları olan GNMA, FNMA ve FHLMC'in verdiği garantilerle olmuştur.

İpoteğe dayalı menkul kıymetler, Pazar katılımcılarının değişik risk getiri gereksinimlerine ve bazı durumlarda yatırımcıları ipotekleri önceden ödenmesi riskini azaltma gereğine göre dizayn edilmektedir.⁵⁴

İpoteğe dayalı menkul kıymetler çok çeşitli olmakla birlikte en yaygın olarak kullanılanlar pass through sertifikalar, ipoteğe dayalı tahviller ve pay through'lardır.

Pass through sertifikaları, ipoteklerden oluşan bir havuzun sahiplik hakkını ve bu ipoteklerden kaynaklanan ödemeyi temsil etmektedir. İpotekler öncelikle garantör fon olarak bilinen araca satılmakta sertifikalar ise daha sonra sermaye piyasası yatırımcılarına satılmaktadır.⁵⁵

Pass through işlemlerin nakit akımı karakteristikleri söz konusu ipoteklerin nakit akımlarını yansıtmaktadır. Faiz ve anapara ipoteklerden gelen ödeme akışları ile uyumlu olarak aylık alınmaktadır. İpotek kredisini veren taraf (originator) genellikle krediye hizmet etmeye devam etmekte, topladığı faiz ve anaparadan hizmet ücretini düşerek yatırımcılara aktarmaktadır.

Pass through sertifikalarında önemli bir husus, bu menkul kıymetlere ABD hükümetinin verdiği garantidir. Bu durum yatırımcılar açısından riski azaltmaktadır.

(2) Nakit Akımlı Tahviller (Pay Through)

Pay through yöntemiyle yapılan sekuritizasyon işlemlerinde, VDMK'lerde olduğu gibi tahvillerin dayanağını oluşturan alacakların mülkiyeti kaynak firmaya aittir. Dolayısıyla, burada ihraç edilen menkul kıymetler ihraççının borç yükümlülüğünün

⁵⁴ A.e., s.58.

⁵⁵ A.e. s.59.

teminatıdır. Pass through'dan farklı olarak varlıklar kaynak firmanın bilançosunda kalmaktadır. Anapara ve faiz ödemeleri de yatırımcılara aktarılmaktadır.⁵⁶

Pay through yönteminde, pass through'da olduğu gibi tahvillerin dayanağını oluşturan varlıkların nakit akımları, tahvillerin anapara ve faizlerinin ödenmesinde kullanılmaktadır.

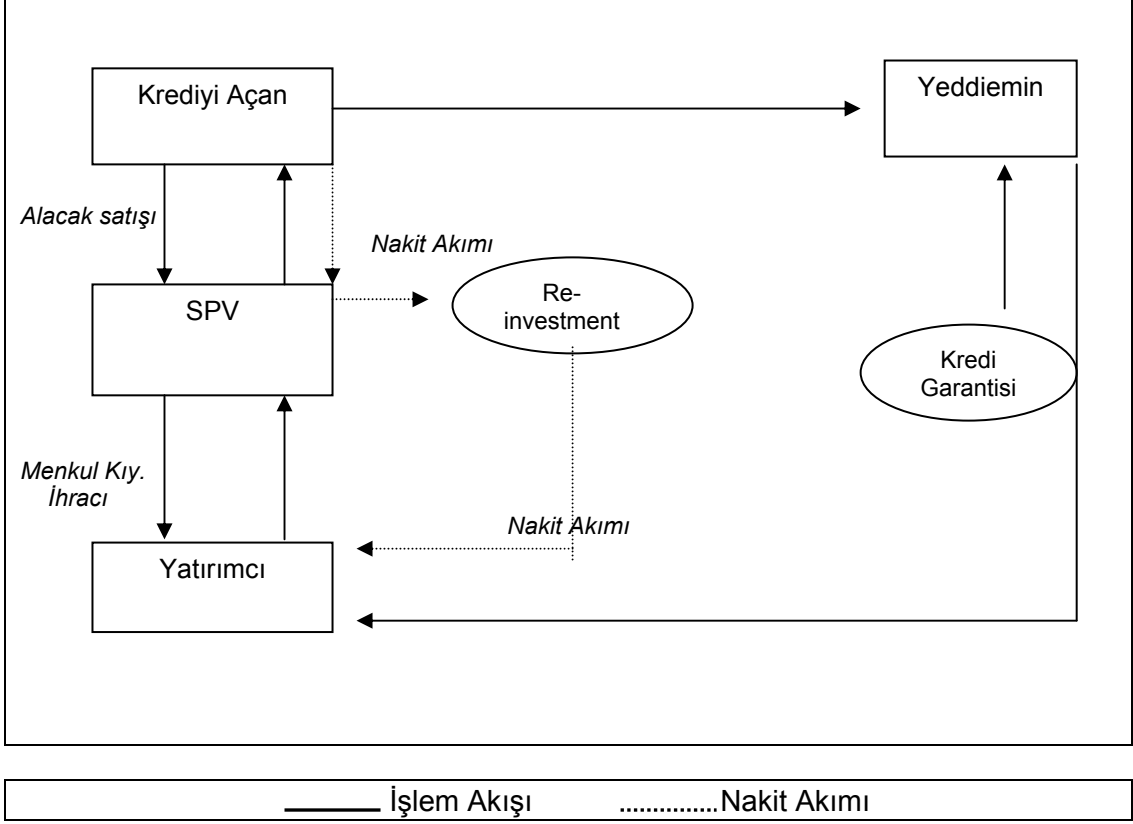
Teminat portföyünü oluşturan alacakların nakit akımları ile tahvillerin ödenmesi farklı zamanlarda gerçekleşse bile, alacaklardan sağlanacak nakit akımlarının tahvillerin ödemelerinin tam olarak ve zamanında yapılmasını sağlayacak şekilde yapılandırılmaktadır.

Pay through yönteminde tek bir alacak havuzuna bağlı olarak farklı vadelere sahip olarak birden fazla tahvil sınıfı yaratmak mümkün olabilmektedir.⁵⁷

⁵⁶ Öcal, **a.g.e.**, s.22.

⁵⁷ **A.e.**

Şema 6 : Nakit Akımlı Tahviller Süreci



Kaynak : Vinod Kothari, **Securitization**, Singapore, John Wiley and Sons, 2006, s.44.

Sonuç olarak bu yapının, ödeme aktarmalı yapıdan farkı değişik vadelerde menkul kıymet ihraç ediliyor ve satılıyor olmasıdır.

Bu yöntemde sekuritizasyona konu olan varlıklar kredi veren kurumun bilançosunda kaldığı için, gelen nakit akımlarını istediği gibi yapılandırmakta, böylece farklı isteklerdeki farklı yatırımcı tiplerine ulaşmak mümkün olabilmektedir. Bu durum menkul kıymetlerin pazarlanabilirliğini arttırmaktadır.⁵⁸

Bu yöntemin bir dezavantajı ise varlıkların bilançoda kalmış olması nedeniyle kazançların vergiye tabi olmasıdır. Menkul kıymetler borç şeklinde çıkarıldığından bunlar için belirli bir miktar öz sermaye bulundurmamak gereği doğmakta ve sermaye maliyeti artmaktadır.⁵⁹

⁵⁸ A.e.

⁵⁹ A.e.

6. Sekuritizasyonun Hukuki Boyutu

Sekuritizasyonun hukuksal boyutunda, bu konuda düzenlenmiş olan mevzuata bakılırsa; Anglo-Sakson hukukunun geçerli olduğu ABD ve İngiltere’de özel bir kanuni düzenleme bulunmadığı ancak Kıta Avrupası ülkelerinde sekuritizasyon için özel bir kanun çıkarıldığı görülmektedir. Sekuritizasyon için özel bir düzenleme yapmış ülkelere Fransa, İspanya, Belçika ve Türkiye örnek olarak gösterilebilir.⁶⁰

Bunun yanında, sekuritizasyon ihracına ilişkin olarak hemen her ülkede düzenleyici bir kamu otoritesi mevcuttur ve belli istisnalar dışında ihraç olunacak menkul kıymetin bir kamu otoritesi tarafından kayda alınması gerekmektedir. Örneğin ABD’de, ihraç edilen bir menkul kıymetin varlığa dayalı menkul kıymet olarak değerlendirilebilmesi için SEC (Securities and Exchange Commission) tarafından belirlenen özelliklere sahip olması gerekir.⁶¹

Sekuritizasyon işleminde önemli hukuki konulardan bir tanesi, yatırımcılara bir şirketin varlıkları üzerinde çeşitli haklar veriliyor olmasıdır. Bunun sonucunda, varlıklar kaynak şirkete ait iken, sekuritizasyon işlemi ile yatırımcılara bu varlıklar üzerinde hak tanınmaktadır. Bu çerçevede, sekuritizasyon işlemi ile ilgili hukuksal konuların temeli varlıkların satışı aşamasındadır.

Varlıkların devri borçlar hukuku, ticaret hukuku ve medeni hukuktan oluşan mevzuat içerisinde yer bulan bir husus değildir. Sekuritizasyon işleminde alacaklar SPV’ye devredilmekte ve bu devir asıl olarak alacağın temlik (assignment) sözleşmesiyle yapılmaktadır.⁶²

Sekuritizasyon işleminin hukuki boyutundaki önemli bir diğer husus, yatırımcıların, varlıklarını satan şirketin değil bu şirketin sekuritizasyon işleminde konu olan alacaklarının kredibilitesi ile ilgilenmesidir. Bu noktada şirket ile (originator) varlıkları arasında kritik bir ayırım söz konusu olmaktadır. Sekuritizasyon yatırımcıları

⁶⁰ Doğru, **Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage, Genel ve Hukuki Esaslar**, s.111.

⁶¹ **A.e.**, s.112.

⁶² **A.e.**, s.92.

açısından, ilgili şirketin iflas edip etmemesi değil, işleme konu varlıklarını tahsil kabiliyeti önem kazanmaktadır. Bu nedenle sekuritizasyon işleminin hukuki açıdan önemi, yatırımcılara şirketin alacakları üzerinde koşulsuz bir önceliklendirme yaratmasıdır.

Sekuritizasyon işleminin doğası gereği hukuksal bazı zorluklar ile karşılaşmaktadır. Bunlar temel olarak aşağıdaki gibidir :

- ✓ “Sekuritizasyonun yeni bir finansal enstrüman olması ve çok iyi anlaşılabilmesi, işlemde yer alan tarafların hukuki bazı zorluklar yaşamasına neden olabilmektedir.
- ✓ Bir çok ülkede sekuritizasyon ile ilgili hukuksal düzenlemeler eksik ya da yetersizdir.
- ✓ Bankacılık sektörü düzenleyici otoritelerinin sermaye yeterliliği ile ilgili sıkı düzenlemeleri sekuritizasyon işlemi ile bağlantılı hukuki çerçeveyi zorlaştırabilmektedir.”⁶³

Sekuritizasyon işlemi temel olarak teminatlı borç verme işlemine benzemektedir. Ancak gerek teknik gerekse hukuki olarak bakıldığında farklılıklar bulunmaktadır. Konuya hukuki açıdan bakıldığında da önemli hususlar bu farklılıklardan kaynaklanmaktadır.

Sekuritizasyon işleminin farklı yöntemleri olmakla birlikte, ortalama bir işlemdeki temel yasal konular aşağıdaki gibi özetlenebilecektir. Bu finansal enstrümanın etkili olarak uygulanabilmesi için aşağıdaki konulardaki yasal düzenlemelerin netleştirilmesi önemlidir:

- 1) “SPV’ye yapılan varlık satışı, alacakların tümü için geçerli olabileceği gibi kısmi olarak da yapılmış olabilir.

⁶³ Kothari, a.g.e., s.573.

- 2) Sekuritizasyon işlemine konu olan aktif varlığın bu işlem için uygun olup olmaması.
- 3) Varlıkların aracı kuruluşa (SPV) transferi için gerekli olan hukuki alt yapı ve yasal gereklilikler
- 4) Ana şirketin (originator) iflası halinde SPV'nin bundan etkilenmemesi için gerekli yasal düzenlemeler
- 5) SPV'nin teşkilatlanması ile ilgili konular
- 6) SPV'nin sorumluluklarını yerine getirmesi için gerekli düzenlemeler
- 7) SPV tarafından ihraç edilen finansal varlığın yasal çerçevesi
- 8) Ana şirket (originator) ile ilgili yasal konular⁶⁴

Yukarıda yer verilen yasal konular ile birlikte, alacağın temliki ile ilgili konularda ilgili ülke hukukunda düzenlemeler olması önemlidir. Aksi durumda sekuritizasyona tabi alacakların şirketin mal varlığından çıkıp SPV'nin mal varlığına geçmesi mümkün olmayacaktır. Bu durum, kaynak şirketin iflası durumunda, ilgili menkul kıymet yatırımcılarının alacaklarını tahsil edememesine de neden olabilecek bir husustur.⁶⁵

Sekuritizasyonda SPV'ye yapılacak alacak temlikinin hukuken gerçek bir alacak satışı mı (true sale), yoksa ödünç işlemi için verilmiş bir teminat mı olduğu önemli bir diğer hukuki meseledir. Eğer gerçek bir satış söz konusu değilse temlik bedeli ödünç para, alacaklar ise söz konusu ödünç için verilmiş teminat durumuna düşecektir.⁶⁶

⁶⁴ **A.e.**, s.575.

⁶⁵ Doğru, **Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage, Genel ve Hukuki Esaslar**, s.92-94.

⁶⁶ **A.e.**, s.98.

SPV'ye ilişkin konular, sekuritizedasyon işleminde önemli olan diğere bir hukuki meseledir. SPV'lerin oluşturulmasındaki temel amaç, sekuritizedasyona konu alacakların kaynak şirketten tamamen ayrıştırılması ve bu alacakların varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerine ödenmesine mani olacak şekilde üçüncü kişilerin bir hak iddiasında bulunulmasının engellenmesidir.⁶⁷

SPV'lerin bu bağımsızlığı, bu aracı kuruluşun varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerine olan borcu dışında başka bir borcu olmasına imkan verilmeyerek, üçüncü kişiler tarafından menkul kıymetleştirilen alacaklar üzerinde hak iddia edilmesini önlemek amaçlıdır.⁶⁸

Sekuritizedasyon işleminin hukuki boyutunu değerlendirirken, temel bir kredi işlemi ile karşılaştırılması yapılabilir. Sekuritizedasyon ve kredi arasındaki temel farklar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir:

Tablo 7 : Sekuritizedasyon ve Kredi İşlemlerinin Farkları

Konu Başlıkları	Sekuritizedasyon	Kredi
<i>Yasal çerçeve</i>	Aktif havuzunun transferi	Borç alanın kredi ile ilgili yükümlülükleri
<i>İşlemdaki taraflar</i>	İşlemda 3 taraf bulunur; ana firma, SPV ve yatırımcı. Bunun yanında işlemin türüne göre yeddiemin de bulunabilir.	İşlemda 2 taraf yer alır; borç alan ve borç veren.
<i>Ana firmaya borçlu olan kişiler ile ilişkiler</i>	İşlem ana firmaya borçlu olan kişileri de kapsar.	Ana firmanın borçluları etkilenmez.
<i>Yatırımcılara sunulan finansal enstrümanın niteliği</i>	SPV'nin ödeme yükümlülüğü ya da aktif havuzundan pay alma sağlayan kupon şeklindedir.	Ana firmanın ödeme yükümlülüğü söz konusudur.
<i>Yatırımcının yasal hakları</i>	Alacak SPV'den ya da SPV üzerinden borçlulardan talep edilebilir	Alacak ana firmadan talep edilebilir
<i>Yasal durumu</i>	Borçlanma işlemi gibi değerlendirilmez	Borçlanma işlemi gibi değerlendirilir
<i>Yasal sermaye üzerine etki</i>	Aktifteki riski azaltarak sermaye yükümlülüğünü azaltır	Sermaye yükümlülüğüne bir katkısı yoktur.
<i>Ana firmanın iflası</i>	Yatırımcılar SPV'ye transfer edilen aktif havuzundan haklarını talep eder	Kredi veren taraf ana firma üzerinden alacaklarını tahsil edebilir.
<i>Ana firmaya borçlu olan kişilerin yükümlülüklerini yerine getirmemesi</i>	Yatırımcıların hak kaybı olabilir	Kredi veren etkilenmez, karşısında borçlu olarak ana firma yer alır.

Kaynak : Vinod Kothari, **Securitization**, Singapore, John Wiley and Sons, 2006, s.576

⁶⁷ A.e., s.108.

⁶⁸ A.e.

7. Sekuritizasyon ve Operasyonel Konular

Sekuritizasyon süreci içerisinde, yukarıdaki bölümlerde de bahsi geçtiği üzere hizmet veren firmalar (servicer), varlığa dayalı menkul kıymetlerin dayanağını oluşturan portföyün izlenmesinden, portföye ilişkin anapara ve faiz ödemelerinin toplanarak özel amaçlı aracıya iletilmesinden sorumludur.

Bu işlemler çoğu zaman kaynak firma (originator) ya da ona bağlı kuruluşlar tarafından yerine getirilmektedir. Bu firmaların (servicer) faaliyetlerini uygun şekilde yerine getirmesi sekuritizasyonun istenildiği gibi işlemesi için önemlidir. Aksi takdirde bir çok operasyonel risk ile karşılaşılması söz konusu olacaktır.

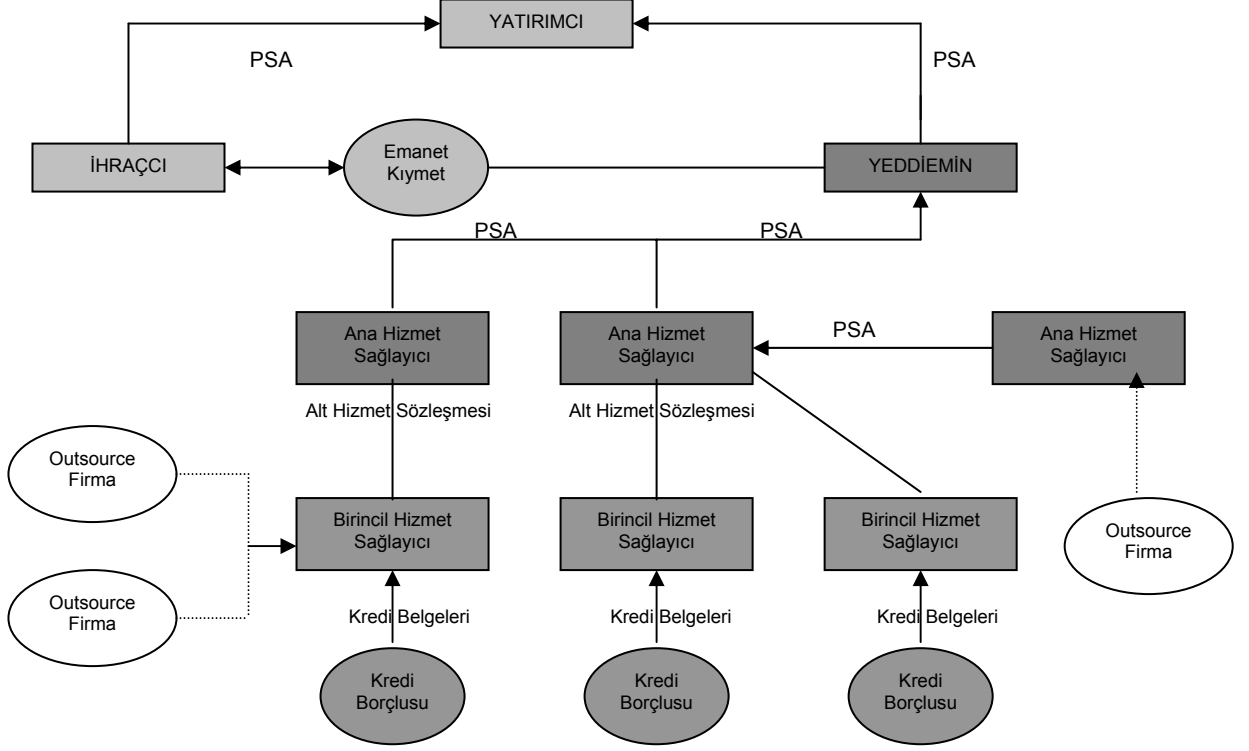
Sekuritizasyon sürecinin safhaları olan varlıkların satışı (origination), portföyün izlenmesi ve ödemelerin toplanması (servicing) ve aktiflerin bölümlendirmesi faaliyetleri giderek ayrı uzmanlık alaları haline gelmektedir. Özellikle, sekuritizasyonun en fazla yapıldığı mortgage kredilerinde hizmet fonksiyonu (servicing) üçe ayrılmıştır :

- a) "Birincil Hizmet Sağlayıcı (Primary Servicer) : Genellikle varlıklarını satan (originator) ve borçlular ile ilişkileri yürüten taraftır.
- b) Ana Hizmet Sağlayıcı (Master Servicer) : Tüm sürecin istenildiği gibi işlemlerini sağlayan ve yatırımcılar ile birincil hizmet sağlayıcılar arasında köprü kuran taraftır.
- c) Özel Hizmet Sağlayıcı (Specialized Servicer) : Sekuritizasyona konu krediler sorunlu hale geldiği zaman, bu kredilerin tahsilatını yapan hizmet sağlayıcıdır."⁶⁹

Sekuritizasyon sürecinin işlerliliğini sağlayan bu hizmet sağlayıcıların görev ve sorumlulukları konusunda Ticari Mortgage Kredilerine Dayalı Sekuritizasyon (Commercial Mortgage Based Securitization – CMBS) işlemleri için örnek bir organizasyon şeması aşağıdaki gibidir :

⁶⁹ Kothari, a.g.e., s.110.

Şema 7 : CMBS Hizmet Organizasyonu



PSA: Havuz ve Hizmet Sözleşmesi (Pooling And Servicing Agreement)

Kaynak : CMBS Function, (Çevrimiçi) <http://www.cmbs.org>, 1 Haziran 2009.

8. Sekuritizasyonun Vergi Boyutu

Sekuritizasyon işlemindeki vergi düzenlemelerinin en belirgin olarak yapıldığı ülke ABD'dir. Bu konudaki vergi düzenlemelerinde önemli olan konulardan birisi çifte vergilendirmeye neden olabilecek uygulamalardan kaçınılmasıdır.

Sekuritizasyon işleminin vergilendirilmesi aşamasında dikkate alınması gereken önemli konular şöyle sıralanabilir:

1. Sekuritizasyon işlemi vergilendirilirken bir satış işlemi mi yoksa bir finansman işlemi mi olarak değerlendirilmesi gerekir.
2. Sekuritizasyon işleminde varlıkların satışı yapılırken vergisel olarak nasıl değerlendirilmesi gerekir .
3. Yatırımcıların elde ettiği gelirin vergilendirilmesinin nasıl yapılması gerekir.
4. Özel aracı kuruluşların (SPV) vergilendirilmesi nasıl olmalıdır .

Yukarıda belirtilen bu konular çerçevesinde, bir sekuritizasyon işleminde vergi doğurabilecek konular şöyle belirtilebilir :

- a) "Aktif satışı yapıldığı esnada, kaynak sağlayan ana firma (originator) lehine belirgin bir artış olmaktadır.
- b) Sekuritizasyon işleminde aracılık fonksiyonu olan özel aracı kurumlar (SPV) aşağıdaki nedenler ile sadece bir aktarma organı olarak değerlendirilemezler:

1. SPV tarafından yaratılan fon sermaye olarak değerlendirilir ve vergiye tabidir.
2. Yatırımcıların kazançları dağıtıldıktan sonra dahi SPV'ye kalan bir kar söz konusu olabilir.
3. SPV'nin girdileri ile faiz ödemeleri arasında menfi bir zaman farkı söz konusudur."⁷⁰

Sekuritizasyon işleminin vergilendirmesinde işlemin bir satış işlemi ya da finansman işlemi olmasına göre farklı değerlendirme yapılabilir. Bu değerlendirmeler ilgili ülkede uygulanan vergi rejimine göre farklılık gösterebilir.

Sekuritizasyonun hangi açılardan bir satış, hangi açılardan finansman işlemi olduğu konusunda aşağıdaki tabloda bir değerlendirme yapılmıştır :

Tablo 8 : Sekuritizasyonun Vergilendirmesi ile İlgili Değerlendirmeler

Satış Değerlendirmesi	Finansman Değerlendirmesi
Aktifin satılması ile ileriye dönük kazançlar tek seferde elde edilmiş olur.	İşlemden elde edilen gelir, satış işleminden önce olduğu gibi, zamana bağlı olarak vergilendirilir.
Alacakların nominal değeri ile sekuritizasyon işlemi ile elde edilen tutar arasındaki fark iskonto olarak değerlendirilir.	İskonto, aktifin vadesine göre yayılır.
Sekuritizasyondan elde edilen kazanç/zarar hemen vergilendirilir	Kazanç/zarar ileriye dönük dönemlerde vergilendirilir
Ana firma tarafından elde edilecek gelir SPV'nin geliri olarak değerlendirilir	SPV'nin geliri sadece aracılık faaliyetleri nedeniyle elde ettiği kazançtan ibarettir.

Kaynak : Vinod Kothari, **Securitization**, Singapore, John Wiley and Sons, 2006, s.733.

⁷⁰ A.e.,s.733.

9. Sekuritizasyonun Avantajları

Sekuritizasyon yöntemi, klasik yöntemler ile borçlanma (tahvil çıkarma gibi) alternatiflerine kıyasla daha az maliyetli bir yöntemdir. Bu süreçte firmaların kredibilitesi olsun ya da olmasın aktiflerinin satılması suretiyle finansman sağlamaları mümkün olmaktadır.

Sekuritizasyon yönteminin getirdiği önemli avantajlardan birisi olan aracısız borçlanma (disintermediation) çeşitli zorlukları da barındırmaktadır. Bunlar:

- a) "Aracı olarak banka gibi kurumsal bir organizasyonun olmaması nedeniyle borçlanma işleminin sonuçlandırılmasının güçleşmesi,
- b) Borç vermek isteyen yatırımcı karşı firma hakkında sistemli ve doğru bilgi almanın zorlaşması,
- c) Alınan riskin değerlendirmesini yapmaktaki zorluklar"⁷¹

Bununla birlikte sekuritizasyonun organize piyasalar halinde yapılıyor olması bu zorlukları ortadan kaldırmaktadır. Burada önemli hususlardan bir tanesi, sekuritizasyon işlemlerinde aracılık faaliyetinin tamamen ortadan kalkmamasıdır. Sekuritizasyon işlemlerinde yukarıda da belirtilen SPV'ler (Special Purpose Vehicle) aracılık işlemlerini yerine getirmektedirler. Ancak buradaki aracılığın bankalardan farkı, "fund based" (kaynak temelli) değil "fee based" (komisyon bazlı) olmasıdır.⁷²

Risk yönetimi perspektifinden bakıldığında, sekuritizasyon uygulamasının, bu yöntemi kullanarak finansman sağlayan şirketler açısından önemli iki avantajı bulunmaktadır. Bunlar:

- a) Aktiflerin bilançodan çıkarılması suretiyle ilgili alacaklardan kaynaklanan risklerin azaltılması

⁷¹ A.e., s.75.

⁷² A.e., s.76.

- b) Çıkarılan menkul kıymetlerin kaynak şirketin bilançosunda borç olarak görünmemesi ve dolayısıyla kaynak şirketin bu sayede daha az borçlu bir bilançoya sahip olması
- c) Riske maruz değerlerin konsantrasyonun çeşitlendirilmesi
- d) Kaynak şirketin banka veya aracı kurum gibi sermaye yeterliliği düzenlemelerine tabi bir finansal kuruluş olması durumunda, menkul kıymetleştirilen alacakların bilanço dışına çıkması neticesinde sermaye yeterliliği yükümlülüklerinden kurtulma imkanına sahip olması⁷³

Sekuritizasyonun ekonomik etkileri ve diğer avantajları ise şöyle sıralanabilir :

1. Sekuritizasyonun aracılık maliyetlerini azaltması finansal piyasaların gelişmesine katkıda bulunmuştur. Sekuritizasyona bağlı menkul değerlerin alınıp satılabilmesi likidite riskini olumlu olarak etkilemekte, bankalarda ise sermaye yeterlilik rasyosuna önemli katkı sağlamaktadır.
2. Varlığa dayalı finansmanda, ana firmanın iflası veya ödeme güçlüğüne düşmesi, varlıklardan gelen ödemelerin yatırımcılara ödenmesine engel olmayacaktır. Hukuki olarak sağlanan bu imkân sekuritizasyonu, tahvil vb yatırım enstrümanları yanında daha cazip hale getirmektedir.
3. Sekuritizasyon işleminde yatırımcılar kredi kurumunun (originator) iflası halinde de koruma altındadır. Menkulleştirilen krediler, kaynak firmanın iflas riskinden izole edildiğinden menkul kıymetler ana firmanın kredi kalitesinden daha yüksek derecede alabilir.
4. Sekuritizasyon işleminin ipotekli tahviller ile karşılaştırıldığına ortay çıkan avantajları da mevcuttur. Her ne kadar ipotekli tahviller zaman zaman sekuritizasyon ve ipoteğe dayalı menkul kıymetler kavramı içinde değerlendirilse de bu iki menkul kıymet arasında önemli farklar bulunmaktadır. Varlığa dayalı menkul kıymetler/ ve

⁷³ Doğru, **Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage, Genel ve Hukuki Esaslar**, s.46.

ipoteğe dayalı menkul kıymetler, menkul kıymetleştirilen alacakların sahibi olan kaynak şirket tarafından değil, bu alacakları sekuritizasyon amacıyla devralan özel amaçlı kuruluş tarafından ihraç edilirken, ipotekli tahviller konut kredilerinden doğan alacakların sahibi olan bankaların kendisi tarafından ihraç edilmektedir. Ayrıca ipotekli tahvillerin bilanço dışına çıkartılması mümkün değilken, varlığa dayalı menkul kıymetlerde bu mümkün olabilmektedir.⁷⁴

5. Bilançosu faaliyetleri üzerinden değerlendirilen bir şirketin geleneksel yöntemlerde sermaye piyasasından kaynak sağlaması oldukça zor iken, alacakları sağlam olması durumunda, bu alacaklarının menkul kıymetleştirilmesi ve ihraç edilecek menkul kıymetlerin derecelendirilmesi ile bu tip şirketlerin kaynak bulması mümkün hale gelmektedir.⁷⁵

10. Sekuritizasyon İşlemlerinde Rating Uygulaması

Sekuritizasyon işlemi içerisinde, aktife dayalı menkul kıymetlerin ratingi önemli bir yer tutmaktadır. Sekuritizasyon, finansal işlemler içerisinde karmaşık yapıli finansal işlemler grubunda (structured finance) yer alır. Bu işlemlerdeki rating uygulamaları da geleneksel finansman yöntemlerine göre farklı yaklaşımlar gerektirir.

Rating firmalarının derecelendirme ölçeklerine bakıldığında, sekuritizasyon işlemleri ve klasik bir tahvil için aynı model kullanıldığı görülmektedir.⁷⁶ ABD menşeli rating şirketlerinin derecelendirme modelleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır :

Tablo 9 : Rating Şirketlerinin Derecelendirme Modelleri

S&P	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C	D
Moody's	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	C
Fitch	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	CC	C	DDD

⁷⁴ A.e., s.48.

⁷⁵ Doğru, **Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage, Genel ve Hukuki Esaslar**, s.57.

⁷⁶ Kothari, **a.g.e.**, s.310.

Bununla birlikte geleneksel finansman yöntemlerinde kullanılan derecelendirme modelleri ile yapılandırılmış finansman (structured finance) rating uygulamaları farklılık göstermektedir. Bu farklar temel olarak şöyle belirtilebilir :

Tabo 10 : Yapılandırılmış Finansman ve Geleneksel Finansman'da Rating Modelleri

Konu	Yapılandırılmış Finansman	Geleneksel Finansman
Rating süreci	Temel olarak aynıdır	
Rating anlayışı	Beklenen temerrüt tutarı ve temerrüt olasılığı mantığı aynıdır. Ancak yapılandırılmış finansmanda beklenmeyen kayıplar daha fazladır.	
Yapısal özellikler	Daha karmaşık yapıdadır	Tekdüze analizler yeterlidir.
Kredi risk analizi	Kantitatif özellikli modellere dayanan analizler kullanılır	Kantitatif yöntemler daha sınırlı kullanılır. Borçlunun mali durumu ön plandadır.
Çıkar Çatışması	Tarafların çıkar sağlama imkanı daha fazladır, müdahale edilebilen bir yapı söz konusudur.	Borçlu sayısı fazla olduğu için kontrol etmek daha zordur.
Rating Yapısı	Tahminlere dayalı modeller kullanılır	Olaylardan meydana geldikten sonra şekillenen yapıdadır.
Performans	Ortalamada daha durağan olmakla birlikte bazı aktif sınıflarında dalgalanma fazla olmaktadır.	Yapılandırılmış finansman modelleri benchmark olarak kullanılır.

Kaynak : Vinod Kothari, **Securitization**, Singapore, John Wiley and Sons, 2006, s.317.

Sekuritizasyon işlemlerinin derecelendirilmesinde kaynak firmanın (originator) kredibilitesinden ziyade, sekuritize edilen varlıkların kalitesi önem kazanmaktadır. Bu varlıkların içsel derecelendirmesi yapılırken de temel olarak sekuritizasyon işlemine baz aktif içerisinde yer alan kredi havuzları dikkate alınır. Bu değerlendirmede rating şirketlerinin dikkate aldığı temel veriler şunlardır :

1. Aktif Kalitesi

Bir sekuritizedasyon işlemnde rating firması için en 6nemli kriter, ilgili aktifin kalitesidir. Bu değerlendirme yapılırken derecelendirme şirketlerinin baz aldığı temel bazı kriterler vardır. Bu kriterler, derecelendirme şirketlerinin geçmişe d6n6k tecr6belerine ve dataya bağlı olarak şekillenmiştir. Aktif kalitesini belirleyen derecelendirmeye esas kriterler řunlardır⁷⁷ :

- a. Mortgage Kredi T6r6 (Sabit ya da değişken oranlı olması gibi)
- b. Sabit varlık T6r6 (Apartman dairesi ya da m6stakil villa vb.)
- c. Kredinin Amacı
- d. Borçlunun 6zellikleri (geri 6demeyi etkileyen fakt6rler)
- f. D6viz Kuru
- g. Gelir Bilgisi (Geri 6demeyi karşılayacak gelir olup olmaması durumu)
- h. Gayrimenkul Ekspertiz Değeri
- i. Gayrimenkullerin Coğrafi Dağılımı
- j. Havuz b6y6kl6ę6 (Bir havuz içerisinde yer alacak max kredi miktarı (adet)
- k. Borçlunun Geçmiş 6deme Performansı
- l. Gayrimenkul Sigortasının Kapsamı

⁷⁷ A.e., s.310.

2. İhraççının (Issuer) Borç Ödeme Gücü

Bir sekuritizasyon işleminde, yatırımcılara menkul kıymetleri satan ihraççı ya da aracı firmaların borç ödeme gücü, derecelendirme şirketleri açısından kritik konulardan bir diğeridir. Yasal nitelikli olan bu konu, aracı firmanın iflas etmesi halinde, yatırımcıların zarara uğrama riski söz konusu olması nedeniyle, derecelendirme sürecinde dikkate alınması gereken bir unsurdur.⁷⁸

3 Hukuki Alt Yapı ve Vergi Rejimi

Alacakların devri, alacaklar üzerindeki hakların korunması, sekuritizasyona bağlı menkul kıymetlerin hukuki gücü, SPV'nin bağımsızlığı gibi yasal konularda farklı uygulamaların varlığı nedeniyle derecelendirme şirketleri sekuritizasyon işlemleri için yasal bir görüş almaktadır. Sekuritizasyon işleminden elde edilecek gelirlerin vergilendirilmesi konusunda ülkelerarası farklılıklar olması nedeniyle derecelendirme şirketleri vergi uzmanlarından görüş almaktadır⁷⁹.

Bunun dışında, kredinin tahsilatını zorlaştıracak sözleşmelerde yer alan muhtelif maddeler de derecelendirmeyi etkilemektedir.

4. Erken Ödeme Riski

Kredi borçlusunun geri ödemeyi vadesinden önce yapması durumunda yatırımdan elde edilecek getiri miktarı azalmaktadır. Bu nedenle, sekuritizasyon işleminin derecelendirilmesinde bu imkanın kredi sözleşmesinde belirlenip belirlenmediği dikkate alınmaktadır. Bu değerlendirme yapılırken kredilere ait geçmiş data kullanılarak erken ödeme sıklığı tespit edilir. Örneğin faiz oranlarındaki volatilitenin bu riski arttıran bir faktördür.⁸⁰

⁷⁸ A.e., s.312.

⁷⁹ A.e., s.313.

⁸⁰ A.e.

5. Sekuritizasyon Sürecinde Yer alan Taraflar

Sekuritizasyon işleminde yer alan; tahsilat hizmeti veren kuruluşun (servicer) gücü, sekuritizasyon işlemine kredi, likidite desteği ve garanti veren bir kuruluşun varlığı gibi hususlar da derecelendirme notunu etkilemektedir.

Rating kuruluşları, bir sekuritizasyon işlemine ilişkin derecelendirme yaparken ana firma (originator) nezdinde değerlendirmeler yaparak aktif havuzunda yer alan kredilerin geçmiş dönem performansını analiz eder. Kredi portföyü üzerinde uygulanan stres testleri ile en kötü durum senaryosunda havuzdaki kredilerin nasıl etkileneceği ve buna bağlı olarak oluşan kaybın çıkartılan menkul kıymetleri nasıl etkileyeceği analiz edilir.⁸¹

Sekuritize edilecek havuzda yer alan kredilerin performansına yönelik bu analiz sonucunda, AAA derecesi, en kötü durum senaryosundan etkilenmeyecek rating seviyesi olarak yorumlanır. Aşağıdaki tabloda farklı rating seviyelerindeki kredi temerrüt oranlarına ilişkin bir örnek yer almaktadır :

Tablo 11 : Farklı Rating Seviyelerindeki Kredi Kayıp Tutarı

Rating	Temerrüt Sıklığı (2)	Kayıp Derecesi (3)	Kredi Kayıp Tutarı (2) x (3)
AAA	15%	82.3%	12.3%
AA	10%	76%	7.6%
A	8%	71%	5.7%
B	6%	66%	4.0%

Kaynak : Vinod Kothari, **Securitization**, Singapore, John Wiley and Sons, 2006, s.316

Sekuritizasyon gibi uygulamaların da yer aldığı yapılandırılmış finansman yaklaşımı içerisinde kullanılan rating modelleri, işleme esas menkul kıymetlerin temerrüde düşme olasılığı üzerinde odaklanır. İlgili aktifin piyasa değeri (mark to market) derecelendirme kapsamında yer almaz. Bunun dışında likit olmayan bir piyasada yapılan bir yatırım da aynı şekilde rating kapsamı dışında kalır.⁸²

⁸¹ A.e., s.314.

⁸² A.e., s.318.

Sekuritizasyon uygulamasında derecelendirme sisteminin önemi çok büyüktür. Bu sürecin sağlıklı bir şekilde işleyebilmesi için sağlam temellere dayanan bir rating sisteminin kurulmuş olması gerekmektedir. Buna paralel olarak, rating şirketlerinin faaliyetleri arasında sekuritizasyon gibi yapılandırılmış finansman uygulamaları daha fazla yer tutmaktadır. Moody's 2003 tarihli raporuna göre, yapılandırılmış finansman işlemlerinden elde edilen ciro rakamı olan 460 Milyon USD, toplam rating gelirlerinin %40'ını oluşturmaktadır. Bu oran aynı dönemde Fitch'de %50 seviyesindedir.⁸³

Tezin "Sekuritizasyon ve Mortgage Krizi" başlıklı kısımda, krizin oluşmasında önemli etkisi olan rating süreci hakkında değerlendirmeler yapılacak ve yapılandırılmış finansman uygulamasının bu süreçteki payı değerlendirilecektir.

11. Sekuritizasyon Muhasebesi

Sekuritizasyon işleminin muhasebesi ile ilgili mevcut kurallar, finansal kiralama (leasing) ve türev ürünlere benzer şekilde, bilanço dışı muhasebeleştirilmeye imkan vermektedir. Bu nedenle sekuritizasyon çeşitli avantajlar sağlamaktadır.

Sekuritizasyon ve genel olarak bilanço dışı işlemlerin muhasebesi tartışmalı bir konu olagelmiş ancak ABD Raporlama Standartları Kurulu'nun (US Financial Accounting Standards Board) geliştirdiği FAS 125 ve FAS 140 no'lu standartlar ile sekuritizasyon muhasebesinin kuralları konusunda gelişme sağlanmıştır. Özellikle FAS 140 daha geniş kapsamlı bir standart olarak geliştirilmiş olup İngiltere'de de içerik olarak FAS 140'a benzer FRS 5 ve IAS 39 yayımlanmıştır.

Türkiye'de ise Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu (TMSK) IASB tarafından çıkartılan Uluslararası Muhasebe Standartlarını türkçeleştirerek aynen benimseme yöntemini seçmiştir. Bu çerçevede TMSK 03.11.2006 tarihinde yayınladığı Finansal Araçlar : Muhasebeleştirme ve Ölçmeye İlişkin Türkiye Muhasebe Standardı (TMS 39) Hakkında Tebliğ Sıra No: 41 ile IAS 39'u aynen kabul etmiştir.

⁸³ A.e., s.319.

SPK, Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi şirketler bakımından muhasebe standartlarını IASB tarafından çıkartılan UMS'nı esas almak suretiyle 15.11.2003 tarih ve Seri: XI No.25 sayılı Sermaye Piyasalarında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ ile düzenlemiştir. Daha sonra bu tebliğe eklenen Ek Madde 1 ile işletmelerin UMS standartlarına uymalarının bahse konu tebliğ hükümlerinin yerine getirilmesi hükmünde olacağı kabul edilmiştir. Bu şekilde IAS 39 Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi şirketler bakımından da doğrudan uygulanan bir muhasebe standardı haline gelmiştir.⁸⁴

Sekuritizasyon muhasebesi konusunda geliştirilen standartlar temel olarak sekuritizasyon edilen aktifin bilanço dışına çıkartılması konusunda odaklanmaktadır. Bu değerlendirmede esas olan, sekuritizasyona konu olan aktifin satılması ve bilanço dışına çıkartılması ya da sağlanan fonun, ilgili aktif bilanço içerisinde kalmak üzere teminat olarak gösterilerek elde edilmiş olmasıdır.

Sekuritizasyon işlemine konu olan aktifin, bilanço dışına çıkartılması muhasebe ve risk yönetimi açısından avantajlar sağlamaktadır. Diğer taraftan, aktifin bilanço dışına çıkartılması suretiyle satışının yapılması vergi yükümlülüğü doğurabilmektedir. Bu nedenle aktifin satılması ya da bilançoda kalması farklı açılarda şirketin finansal durumunu etkileyebilmektedir.

Tablo 12 : Aktifin Satılması ve Teminat Olarak Gösterilmesi Karşılaştırılması

	Aktifin Satılması	Aktifin Teminat Olarak Gösterilmesi
Aktif	Bilanço dışına çıkar	Bilançoda kalır
Pasif	Bilanço dışına çıkar	Bilançoda kalır
Gelir	Artar	Değişmez
Masraflar	Gelirden düşülür	Alacak süresince amorti edilir

Kaynak : Vinod Kothari, **Securitization**, Singapore, John Wiley&Sons, 2006, s.767.

Sekuritizasyon işleminin muhasebeleştirilmesi konusunda, muhasebe standartları tarafından "aktif satışı" veya "aktifin teminat olarak gösterilmesi" durumlarına göre belirlenen uygulamalar FASB 77 ile biraz daha esnek hale getirilmiştir. Buna göre,

⁸⁴ Doğru, **Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage, Genel ve Hukuki Esaslar**, s.49.

aktif bilanço dışına çıkartılsa bile bazı risklerin kaynak firma üzerinde kalabilmesi bir alternatif olarak sunulmaktadır.⁸⁵

IAS 39'a göre bir kuruluşun aktifinde bulunan alacaklarını bilançosundan çıkartabilmesi için aşağıda belirtilen durumlardan birinin gerçekleşmesi gerekmektedir :

1. "Aktif satışını yapan kaynak firmanın, ilgili aktiften kaynaklanan alacaklarından tamamen feragat etmesi gerekmektedir (alacaklar üzerinde hiçbir kontrolünün kalmaması)
2. Alacakların IAS 39'da belirlenen kriterlere uygun olarak devredilmiş olması gerekmektedir."⁸⁶

Alacaklar üzerinde kontrolün kalmaması kriteri FASB (FAS 140) tarafından yine bazı kriterlere bağlanmıştır. Bunlar :

- a. "Satışa konu aktiflere, kaynak firma ve alacaklılarının hiçbir koşulda (iflas vb.) erişememesi gerekmektedir.
- b. Sekuritizasyon işlemine konu alacakları satın alan yatırımcıların, bu alacakları teminat olarak göstermesi ya da temlik etmesi üzerinde hiçbir yasa engel bulunmaması gerekmektedir.
- c. Satışı yapan firma ve alıcı firma arasında, ilgili alacaklar üzerinde ana firma lehine haklar veren hiçbir istisnanın bulunmaması gerekmektedir. Özellikle uygulamada ana firmaların "call option" işlemi yapmak suretiyle transfer edilen alacakların karları üzerinde hak iddia etmesi mümkün

⁸⁵ Kothari, **a.g.e.**, s.769.

⁸⁶ International Accounting Standarts Board (IASB), "IAS 39 Financial Instruments : Recognition and Measurement", (Çevrimiçi) <http://www.iasplus.com>, 27 Temmuz 2009.

olabilmektedir. Bu uygulama alacakların kontrolünün ana firmada kalmaması koşulunu zedelemektedir.”⁸⁷

FRS 5 yaklaşımı ise sekuritizedasyona bağlı risk ve avantajların transferine dayanır. Bahse konu risk, sekuritizedasyona konu olan alacakların tahsilinin yapılamayarak SPV tarafından ihraç edilen kağıtların ödenme zorunluluğudur. Elde edilecek avantaj ise menkul kıymetlerin rayiç fiyatları ile satılabilmesidir.

Sekuritizedasyon işlemlerinde, alacağın bilanço dışına çıkartılması her durumda mümkün olmamaktadır. IAS 39’a göre sekuritizedasyon işleminde alacakların bilanço dışına çıkartılması aşığıdaki kurallara göre mümkün olmaktadır :

1. Şayet alacağa ilişkin risk ve getirilerin çok büyük bir kısmı özel amaçlı kuruluşa devrolmuşsa, kaynak şirket, devrettiği alacaklarını bilançonun dışına çıkarabilecek, buna karşılık devir neticesinde ortaya çıkan hak ve yükümlölükleri ayrı ayrı varlık veya yükümlölük olarak bilançoya kaydedecektir (IAS 39 md. 20 a).

2. Şayet alacağa ilişkin risk ve getirilerin büyük bir kısmı kaynak şirkete ait olmaya devam ediyorsa, kaynak şirket alacakları bilançosundan çıkaramayacaktır (IAS 39 md. 20 b).

3. Şayet risk ve getirilerin bir kısmı devredilmiş, bir kısmı devredilmemiş ise alacakların kimin kontrolünde olduğuna bakılacaktır. Bu durumda;

(a) Kaynak şirket alacakların kontrolünü elinde bulundurmuyor ise alacakları bilançosundan çıkarabilecek; buna karşılık yukarıda (1)’de belirtildiği şekilde devir neticesinde ortaya çıkan hak ve yükümlölükleri de bilançosuna kaydedecektir (IAS 39 md. 20 c.i).

(b) Kaynak şirket, alacakların kontrolünü elinde bulundurmaya devam ediyor ise alacakları bilançosundan çıkaramayacaktır (IAS 39 md. 20 c.i).

⁸⁷ Financial Accounting Standarts Board (FASB), “Statement of Financial Accounting Standarts No.140”, (Çevrimiçi) <http://www.fasb.org>, 27 Temmuz 2009.

Kaynak şirketin alacakların kontrolünü elde tutmaya devam edip etmediğinin belirlenmesinde, özel amaçlı kuruluşun, alacakları üçüncü kişilere satma hakkına sahip olup olmadığına bakılmaktadır. Eğer özel amaçlı kuruluşun alacakları üçüncü kişilere satma hakkı varsa kaynak şirketin alacaklar üzerindeki kontrolünün devam etmediği; tersi durumda ise kontrolünün devam ettiği sonucuna varılmaktadır.⁸⁸

Temlikin yukarıdaki şartlara uygun yapılması durumunda kaynak şirket, menkul kıymetleştirilen alacakları bilançosundan çıkarabilmekte ve alacakların satış bedeli olarak tahsil ettiği nakdi kredi olarak bilançosunun pasifine kaydetmeksizin, aktifine varlık kalemi olarak kaydetmekte; böylece bilanço dışı finansman sağlama imkanına sahip olmaktadır. Temlikin IAS 39'daki şartlara uygun yapılmaması durumunda ise alacaklar bilançoda kalmakta ve alacakların devir bedeli olarak tahsil edilen tutar, bilançonun pasifine borç olarak kaydedilmektedir.

Sekuritizasyon işleminin muhasebeleşmesinde SPV'lerin ayrı bir önemi vardır. Özellikle, bu kuruluşların gereken yetkinliğe haiz olması durumunda (qualifying special purpose vehicle/QSPE) FIN 46R no'lu muhasebe yorumu uyarınca konsolidasyona tabi olmaması sonucu doğar.⁸⁹ Bu konu özellikle 2007 yılında ABD'de başlayan motrgage krizinden sonra tartışmalı hale gelmiştir. Mortgage krizi başığı altında daha detaylı değerlendirilecek olmakla birlikte, yetkin SPV'lerin (QSPE) bilanço dışı kalabailmesine imkan sağlayan muhasebe standartlarının değiştirilmesi için gerekli çalışmalar başlamıştır.⁹⁰

QSPE'lerin sekuritizasyon işlemlerindeki yeri, aktiflerini devreden ana firmadan (originator) bağımsız olarak devraldığı aktiflere istinaden menkul kıymet çıkartabilmesidir. QSPE'lerin hangi işlemleri yapabileceği FAS 125 altında düzenlemiştir. Bu işlemler :

⁸⁸ Doğru, **Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage, Genel ve Hukuki Esaslar**,s.50.

⁸⁹ Financial Accounting Standarts Board (FASB), "Statement of Financial Accounting Standarts No.46", (Çevrimiçi) <http://www.fasb.org>, 27 Temmuz 2009.

⁹⁰ International Accounting Standarts Board (IASB), "IASB Response to the Financial Crisis", (Çevrimiçi) <http://www.iasb.org>, 27 Temmuz 2009.

- a) Transfer edilen aktiflerde kendi unvanını kullanmak,
- b) Aktiflere bağlı nakit akışından yararlanma imkanı veren borçlanma senedi ya da hisse senedi çıkartmak,
- c) Devralınan aktiflere ait alacakların tahsilatını yapmak, mevcut kaynakları uygun yatırımlarda değerlendirmek,
- d) Aktife dayalı menkul kıymetleri elinde bulunduran yatırımcılara kazançlarını transfer etmek,
- e) Tüm bu işlemleri aktifleri devreden ana firmadan (originator) bağımsız olarak yapmak

şeklinde belirtilebilir.⁹¹

Sekuritizasyona esas aktiflerin değerlemesi, işlemin finansal tablolara olan etkisini değerlendirirken önemlidir. Sekuritizasyon işleminde satışı yapılan aktifler sonucunda bir kar ya da zarar elde edilmiş olması, satış fiyatı ile defter değeri arasındaki farka bağlıdır. Uluslar arası muhasebe standartları aktiflerin piyasa fiyatına göre değerlemesini gerektirmektedir. Pratikte kullanılan değerlendirme yöntemleri şimdiki değer yöntemi, opsiyon fiyatlama modeli, matris fiyatlama ve benzeri metodlardır.

⁹¹ Financial Accounting Standards Board (FASB), "Statement of Financial Accounting Standards No.125", (Çevrimiçi) <http://www.fasb.org>, 27 Temmuz 2009.

B. Sekuritizasyonun Bankacılık Sektörü'ndeki Uygulamaları

1. Mortgage Kredisine Dayalı Aktif Sekuritizasyonu

Konut kredileri, kullandırıldıkları müşterilerin yapısına göre ikiye ayrılmaktadır. Bunlar gerçek kişilere ikamet amaçlı olarak kullandırılan gayrimenkul kredileri ve ticari amaçlı kullanılan gayrimenkul kredileridir. Bu ayrıma bağlı olarak, mortgage kredilerine dayalı sekuritizasyon işlemleri ;

- a) Konut kredilerinin sekuritizasyonu (residential mortgage backed securitization (RMBS))
- b) Ticari amaçlı konut kredilerinin sekuritizasyonu (commercial mortgage backed securitization (CMBS))

olarak ikiye ayrılmaktadır.⁹²

Bunlardan özellikle ikamet amaçlı konut kredilerinin sekuritizasyonu (RMBS), sekuritizasyon uygulamasının temelini oluşturmakta ve en fazla işlem hacmi diğer teminatlara kıyasla bu grupta gerçekleştirilmektedir. RMBS genellikle pass through menkuller üzerinden yapılmakta ve bu menkul kıymetler ikamet amaçlı konut kredilerinden sağlanan nakit akımına bağlı olarak çıkartılmaktadır.⁹³

Aşağıdaki tabloda sekuritizasyon işlemlerinin en yoğun gerçekleştirildiği iki piyasa olan ABD ve Avrupa'daki toplam sekuritizasyon hacminin kredi türleri bazında kırılımı yer almaktadır. 2007 ve 2008 yıl sonu verilerinin yer aldığı tabloya göre en fazla sekuritizasyon işleminin ikamet amaçlı konut kredileri karşılığında gerçekleştirildiği görülmektedir.

⁹² James M.Kinney, **The Handbook of Mortgage Banking: A Guide To the Secondary Mortgage Market**, ABD,Dow Jones:Irwin, 1985, s.12.

⁹³ **A.e.**, s.15.

**Tablo 13: ABD ve Avrupa Toplam Sekuritizasyon Hacmi
Kredi Türü Bazında Kırılımı (Milyar EUR)**

	2007	2008	TOPLAM
ABS	429.20	161.70	590.90
CDO	440.70	88.0	528.70
RMBS	1,516.80	1,381.70	2,898.50
CMBS	214.20	13.30	227.50

Kaynak : European Securitization Forum, "ESF Securitization Data Report Q4 2008", (Çevrimiçi) <http://www.europeansecuritization.com>, 1 Haziran 2009

Konut kredileri genel olarak bankalar ve finans kuruluşları tarafından kullanılmakla birlikte farklı ülkelerde farklı finansman şirketleri tarafından da kullanılabilir. Bu kuruluşlar genel olarak ticari bankalar yanında

a) Konut finansmanı kuruluşları

b) Kooperatifler

vb. şirketler olabilir.

Bu şirketlerin geleneksel finansman kaynakları ise ;

1) Vadeli hesaplar

2) Düzenli ödemeli tasarruf hesapları (vergi avantajı olan)

3) Tahvil ihraç etmek suretiyle sağlanan finansman

4) Refinansman yöntemiyle sağlanan krediler

olarak sıralanabilir.⁹⁴

⁹⁴ Patrick Mansell, **Mortgage Banking and Residential Real Estate Finance by the Masters of The Industry**, USA, Financial Advisory Pres, 2003, s.25.

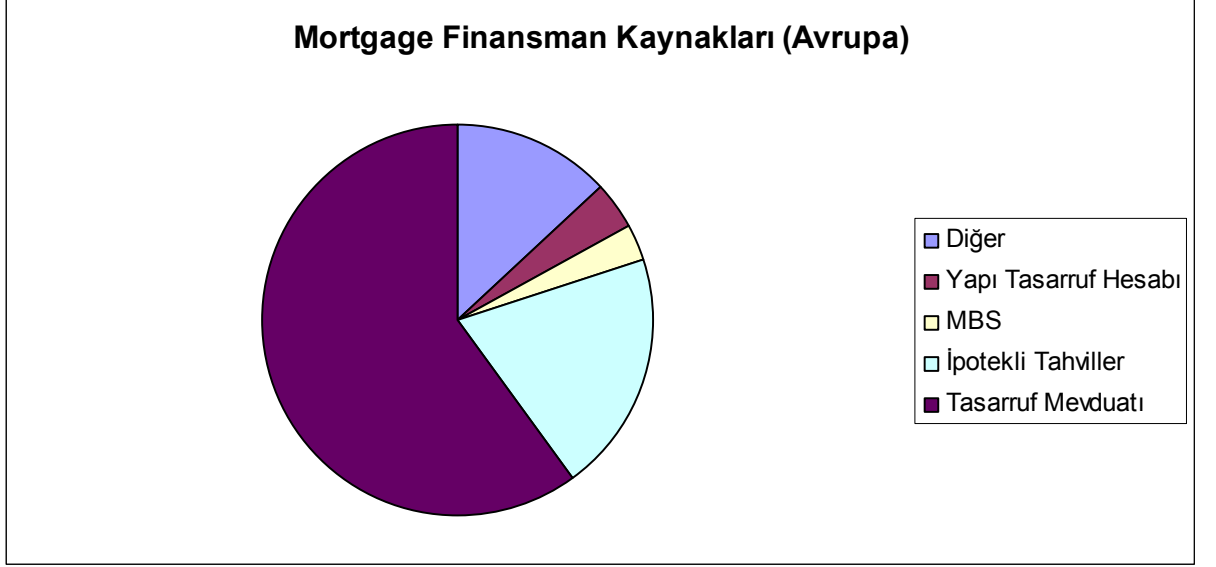
ABD ve Avrupa ülkelerinin mortgage finansman kaynakları açısından durumu karşılaştırıldığında, ABD'de sermaye piyasaları en fazla finansmanı sağlarken, Avrupa'da geleneksel finansman yöntemleri etkilidir. ABD ve Avrupa'daki mortgage finansman kaynaklarına ilişkin bilgilere aşağıdaki tablo ve grafikte yer verilmiştir. Tablodaki veriler, ABD'de mortgage finansmanı için kullanılacak fonların çeşitliliği açısından dikkat çekicidir.

Tablo 14: ABD Mortgage Finansman Kaynakları (Milyar USD)

	2000	2001	2002	2003	2004
Toplam Aktifler	5.126,30	5.635,80	6.309,60	7.105,10	8.071,10
Hanehalkı Finansman Piyasası	87,40	94,90	103,60	113,10	123,50
Finans dışı Kurumsal Piyasalar	21,40	23,00	24,00	25,00	26,00
Tarım dışı Kurumsal Olmayan Piyasalar	8,70	9,90	9,60	11,40	13,40
Merkezi ve Yerel Yönetimler	67,50	66,50	63,20	67,60	72,10
Federal Hükümet	17,70	17,10	16,20	15,30	14,80
Ticari Bankacılık	965,60	1.023,90	1.222,20	1.347,00	1.567,50
Tasarruf Kuruluşları	594,20	620,60	631,40	703,40	875,80
Kredi Birlikleri	124,90	141,30	159,40	182,60	211,20
Hayat Sigortası Şirketleri	4,90	4,90	4,70	4,40	4,70
Bireysel Emeklilik Fonları	7,70	4,60	2,80	1,70	1,40
Kamu Emeklilik Fonları	7,10	6,90	6,80	6,30	6,80
Kamu Destekli Kuruluşlar	205,10	225,60	271,10	363,30	367,80
Federal Mortgage Havuzları	2.425,60	2.748,50	3.063,70	3.367,00	3.416,90
ABS Piyasası	426,30	496,10	551,80	683,20	1.071,90
Finans Kuruluşları	130,60	120,10	135,00	152,20	190,20
Mortgage Kuruluşları	21,80	21,80	21,80	21,80	21,80
Konut Sermayesi Kredileri	492,00	518,00	583,30	684,90	881,30
Kurumsal Bankacılık	235,00	258,60	303,30	366,00	483,60

Kaynak : Vinod Kothari, **Securitization**, Singapore, John Wiley&Sons,2006 s.333.

Grafik 1 : Avrupa'daki Mortgage Finansman Kaynakları



Kaynak : Vinod Kothari, **Securitization**, Singapore, John Wiley&Sons, 2006, s.335.

Mortgage kredilerine dayalı sekuritizasyon uygulamasının değerlendirilmesi yapılırken, bu işlemin en sistematik ve en yoğun hacimli yapıldığı ABD konut piyasası özellikle üzerinde durulması gereken bir piyasadır.

ABD konut kredisi ve sekuritizasyon hacminin yüksek olmasında, önceki bölümlerde bahsedildiği gibi devlet destekli finansman kuruluşlarının önemi büyüktür.

Bir çok ülkede devletin konut finansmanına büyük oranda destek verdiği görülebilmektedir. Bu desteğin verilmesi devletin oluşturduğu bir finansman şirketi vasıtasıyla olabileceği gibi ikincil bir mortgage piyasası oluşturmak yöntemiyle de mümkün olabilir.⁹⁵

Devlet tarafından oluşturulmuş konut finansmanı şirketlerine verilebilecek bir örnek Japon Devletine ait olan Japonya Konut Finansmanı Şirketidir. Hong Kong, Malezya, Fransa, Hindistan ve İspanya gibi ülkelerde de konut finansmanı devlet tarafından desteklenmektedir.⁹⁶

⁹⁵ Kinney, **a.g.e.**, s.25.

⁹⁶ Kothari, **a.g.e.**, s..336.

Sekuritizasyon ikinci el mortgage piyasalarında, konut finansmanın maliyetini azaltıcı bir platform olarak değerlendirilmektedir. İkincil mortgage piyasaları konusunda dünyada iki temel örnek vardır. Bunlar ABD'deki hükümet sponsorluğundaki kurumlar ve Kıta Arupası'ndaki mortgage tahvilleri sistemidir.⁹⁷

ABD Mortgage Piyasası

Önceki bölümlerde sekuritizasyon işleminin işleyişindeki temel aşamalara ve kavramlara yer verilmiştir. Sekuritizasyon işleminin dünyadaki uygulamalarına bakıldığında, bu finansal enstrümanın yoğunlukla ABD konut kredileri (mortgage) piyasasında kullanıldığı görülmektedir.

ABD'de mortgage kredi ve sekuritizasyon hacminin yüksek olmasında GNMA, FNMA ve FHLMC gibi devlet destekli kuruluşların önemi büyüktür. Aşağıdaki tabloda yer alan ABD sekuritizasyon hacmi verilerine bakıldığında, 2007 yılı sonu itibariyle toplam sekuritizasyon hacminin %40'nın devlet destekli ilgili kuruluşlar tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir.

**Tablo 15 : 2007 yılı ABD Toplam Sekuritizasyon Hacmi
Teminat Bazında Kırılımı**

Sekuritizasyon Türü	Hacim (Milyar EUR)
ABS	371.4
CDO	352.0
Resmi Mortgage	857.9
Özel CMBS	166.6
Özel RMBS	399.2
TOPLAM	2,147.1

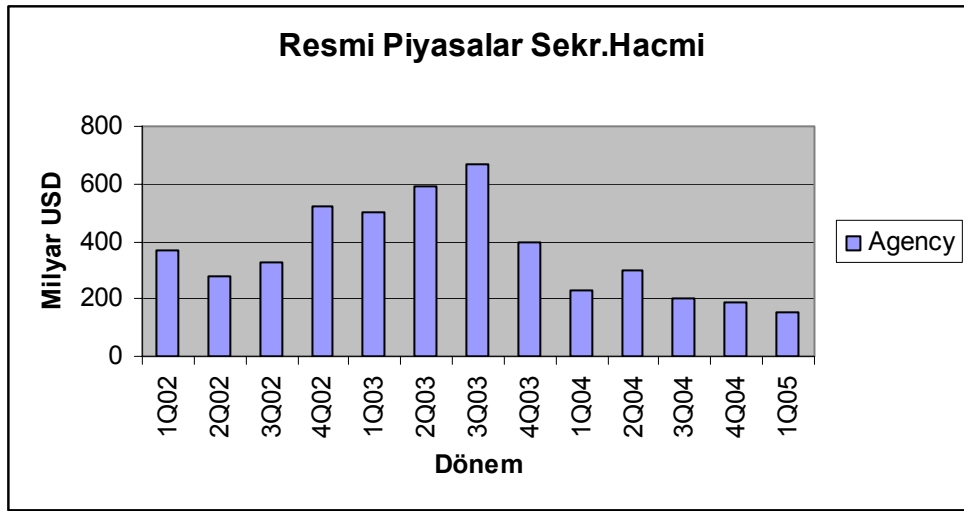
Kaynak : European Securitization Forum, "ESF Securitization Data Report Q4 2008", (Çevrimiçi) <http://www.europansecuritization.com>, 1 Haziran 2009

⁹⁷ Kinney, a.g.e., s.30.

Bununla birlikte, ABD toplam sekuritizasyon hacmi içerisindeki devlet katkısı önemli bir yer teşkil etse de, ABD resmi mortgage sekuritizasyon hacminin yıllar boyunca gelişimine bakıldığında, bu verinin azalış trendine girdiği görülmektedir.

Aşağıdaki grafikte resmi piyasalar sekuritizasyon hacminin 2002-2005 dönemi içerisindeki çeyrek dönemler bazında seyri yer almaktadır. Verilere göre 2003 yılının ortalarından itibaren resmi piyasalarda gerçekleştirilen sekuritizasyon hacmi azalış trendine girmiştir.

Grafik 2 : ABD Resmi Piyasalar Sekuritizasyon Hacmi Gelişimi



Kaynak : Vinod Kothari, **Securitization**, Singapore, John Wiley&Sons, 2006, s.400.

Benzer bir sonuca aşağıdaki tablo verileri üzerinden de ulaşılmaktadır. Aşağıdaki tabloda ABD'deki temel konut kredisi finansman şirketleri olan GNMA, FNMA ve FHLMC gibi kuruluşların kullandıkları konut kredilerinin (mortgage) hacimleri yer almaktadır. Verilere göre bu üç devlet kuruluşunun toplam sekuritizasyon hacmi 2003 yılında 2.130 Milyar USD seviyesine ulaşmış, bir sonraki yıl ise %50 seviyesinde azalma meydana gelmiştir.

Tablo 16: Konut Kredilerine Dayalı Menkul Kıymet Hacimleri (Milyar USD)

Yıl	GNMA	FNMA	FHLMC	TOPLAM
1995	72.9	110.4	85.9	269.2
1996	100.9	149.9	119.7	370.5
1997	104.3	149.4	114.3	368
1998	150.2	326.1	250.6	726.9
1999	151.5	300.7	233	685.2
2000	103.3	211.7	166.9	481.9
2001	174.6	528.4	389.6	1,092.6
2002	174	723.3	547.1	1,444.4
2003	218.6	1,198.6	713.3	2,130,5
2004	126.6	527.2	365.2	1,019
2005	67.8	362.3	285.2	715.3

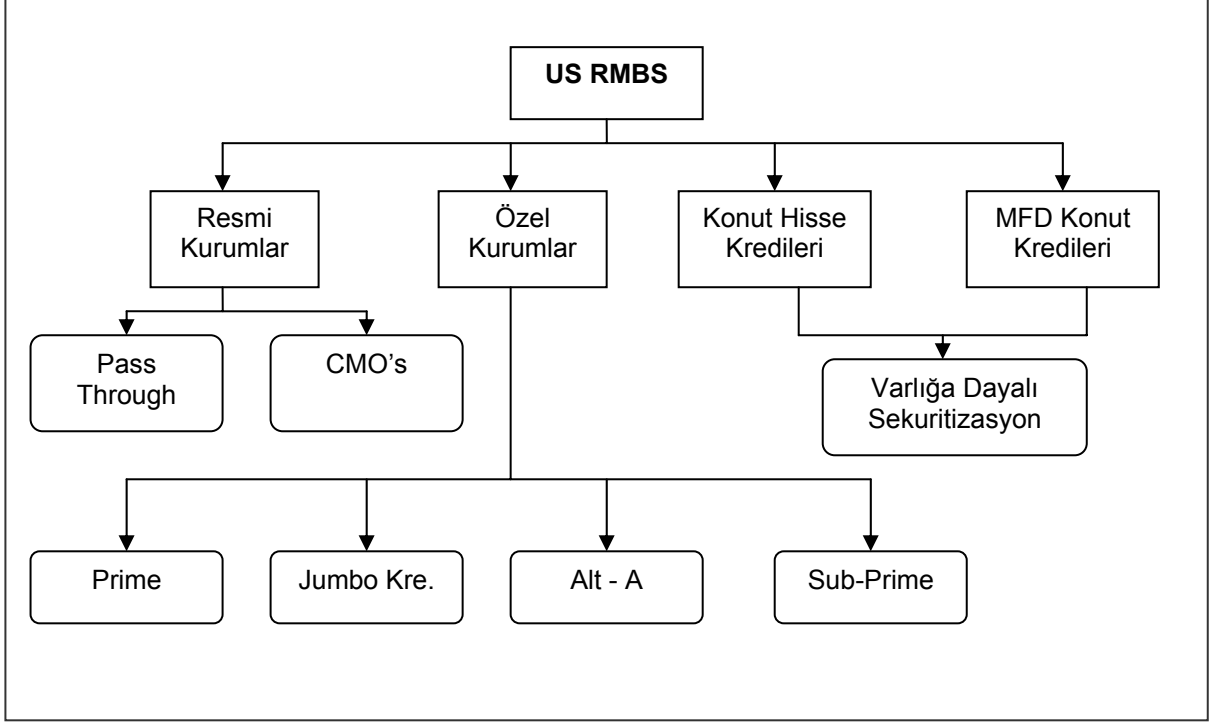
Kaynak : Vinod Kothari, **Securitization**, Singapore, John Wiley&Sons,2006, s.334.

Resmi kurumların mortgage sekuritizasyon hacimlerindeki bu azalış trendinde, 2001 yılından itibaren başlayan özel şirket ve kuruluşların konut kredilerine dayalı menkul kıymet ihraçlarındaki artış etkili olmuştur. Bu gelişme sonucunda yeni ihraç edilen menkul kıymetler içerisindeki özel kuruluşlar (private label / non agency) payı %20 seviyelerinde iken, bu oran kısa süre içerisinde %40 ve üzeri seviyelere yükselmiştir.⁹⁸

ABD mortgage piyasasını resmi kuruluşlar yanında, özel piyasalar ile birlikte değerlendirdiğimizde aşağıdaki şekil piyasanın detaylı alt bölümlerini göstermektedir:

⁹⁸ Kothari, a.g.e., s.400.

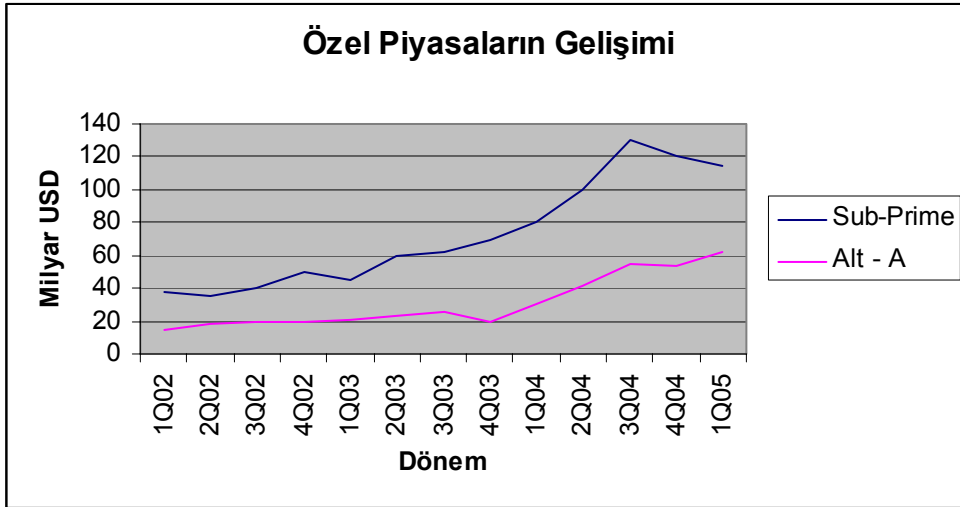
Şema 8 : ABD Mortgage Piyasasının Alt Grupları



Kaynak : Vinod Kothari, **Securitization**, Singapore, John Wiley&Sons,2006 s.337.

Aşağıdaki grafikte, ABD özel piyasalarından sub prime ve Alt A'daki gelişim trendi yer almaktadır. Veriler çeyrek dönemler itibariyle gösterilmiştir.

Grafik 3 : ABD Özel Piyasalar Sekuritizasyon Hacmi Gelişimi



Kaynak : Vinod Kothari, **Securitization**, Singapore, John Wiley&Sons,2006, s.337.

Aşağıdaki tabloda 2001 -2006 dönemi içerisindeki özel piyasaların yıl sonları itibariyle sekuritizasyon hacim bilgileri yer almaktadır. 2003 yılının sonlarına doğru, ABD'deki faiz oranlarındaki düşüşün de etkisiyle kullanılan kredi hacminde önemli artış olmuştur. Bu dönemden itibaren özel piyasalardaki kredi hacmi hızla artmaya devam ederken resmi piyasaların hacminde daralma olmuştur. Nihai olarak 2006 yılına gelindiğinde, özel piyasalarda kullanılan konut kredisi hacmi 1.480 Milyar USD seviyesinde ulaşmış ve toplam 1.040 Milyar USD seviyesinde olan resmi piyasa kredi toplamının %45 üzerine çıkmıştır. Aynı yıl özel piyasalarda ihraç edilen aktife dayalı menkul kıymet tutarı 1.033 Milyar USD seviyesine ulaşarak 905 Milyar USD tutarındaki resmi piyasaların üzerine çıkmıştır.⁹⁹

Tablo 17 : Resmi Olmayan Piyasalar Sekuritizasyon Hacmi (Milyar USD)

Yıl	Subprime	Alt-A	Jumbo	TOPLAM
2001	87,10	11,40	142,20	240.70
2002	122,70	53,50	171,50	347.70
2003	195,00	74,10	237,50	506.60
2004	362,63	158,60	233,40	754.63
2005	465,00	332,30	280,70	1.078.00
2006	448,60	365,70	219,00	1.033.30

Kaynak : Inside Mortgage Finance, "US Mortgage Originations", (Çevrimiçi) <http://www.imfpubs.com>, 10 Haziran 2009

Özel şirketlerin kullandığı mortgage kredilerindeki artışın niteliği incelendiğinde, ABD mortgage piyasasındaki bazı yapısal değişikliklerin burada etkili olduğu anlaşılmaktadır. Bu değişiklikler temel olarak :

- "Konut kredilerinin belirlenmiş olan limitlerin üzerinde kullanılır hale gelmesi (jumbo mortgages)

⁹⁹ Michel G. Crouhy, Robert A.Jarrow ve Stuart M.Turnbull, "The Subprime Credit Crisis of 07", (Çevrimiçi) <http://papers.ssm.com>., 25 Mayıs 2009, s.4.

- b) Kredi dereceleri vasat olan kişilere kullanılan kredilerin artmış olması (bu piyasalar detayı ileride verilecek olan Alt A ve Subprime piyasalar olarak adlandırılmaktadır)”¹⁰⁰

(1) Özel Konut Finansmanı Piyasası (Non-Agency Market), Prime, Subprime ve Alt –A Mortgage Piyasaları

ABD’de konut kredilerine dayalı menkul kıymet ihracının önemli kısmını yapan devlet destekli kuruluşlar (agency market), ihraca esas olan menkul kıymetler ve konut kredilerinde belirlenmiş olan standartların bulunmasını beklerler. Bununla birlikte bu nitelik ve standartlara uygun olmayan krediler ve menkul kıymetler de bulunabilmekte, devlet destekli kurumlar tarafından sekuritize edilmeyen bu kıymetler özel şirketler tarafından menkulleştirilmektedir.¹⁰¹

Mortgage kredilerine dayalı menkul kıymetlerde olması gereken standartlar temel olarak aşağıdaki gibidir. Bu niteliklere sahip olmayan kredilerin değerlendirilmesi özel piyasalar tarafından yapılmaktadır.

- a) “İkamet amaçlı konut kredilerinin 1-4 arası nüfusa sahip hanehalkı tarafından kullanılmış olması gerekmektedir (single family loans). Dörtten daha fazla sayıda kişiden oluşan ailelere verilecek konut kredileri (mortgages) devlet destekli kuruluşlar tarafından satın alınmaz.
- b) Konut kredilerinin en fazla 15 ila 30 yıl vadeli olması gerekmektedir.
- c) Mortgage kredileri genellikle sabit oranlıdır. Az da olsa değişken oranlı mortgage kredileri de standartlara uygun olarak değerlendirilebilir.

¹⁰⁰ Kothari, **a.g.e.**, s.402.

¹⁰¹ James A. Rosenthal, Juan M., **Securitization of credit: inside the new technology of finance**, Ocampo, USA: John Wiley and Sons, 1988, s.42.

- d) Mortgage kredileri genellikle aylık ödemelidir.
- e) Erken ödeme ve kapamalarda bir komisyon alınmaz.
- f) Mortgage kredileri, krediye esas gayrimenkulün satılması ile kapanmalıdır. Kredi konutu satın alan kişi tarafından üstlenilemez.
- g) Mortgage kredisinin kullanılabilabileceği maksimum limit belirlenmiştir. Bu limitlere ilişkin bilgiler aşağıdaki gibidir:

Hanehalkı Sayısı	2006	2005	2004
One – Family	417.000 USD	359.650 USD	333.700 USD
Two- Family	533.850 USD	460.400 USD	427.150 USD
Three – Family	645.300 USD	556.500 USD	516.300 USD
Four – Family	801.950 USD	691.600 USD	641.650 USD

- h) Bu limitlerin üzerindeki mortgage kredileri jumbo mortgage olarak adlandırılır ve özel şirketler tarafından kullanılabilir.
- i) Kredi için gerekli belgelerin tam olması gerekir. Ayrıca kredibilite açısından müşterinin belli bir rating üzerinde derecelendirilmiş olması gerekmektedir.”

102

Özel konut finansmanı piyasasının temel alt sınıfları prime, alt-A ve subprime olarak adlandırılmaktadır.

Bu piyasalarda, yukarıdaki bölümde belirtildiği gibi resmi mortgage kuruluşları tarafından kabul edilmeyen standartlarda olan krediler işlem görmektedir. Bu kriterlere göre :

¹⁰² Kothari, a.g.e., s.340.

1 – Prime sınıfındaki krediler kredi derecelendirme (scoring) ve dokümantasyon için gerekli şartları taşımakta ancak resmi mortgage kurumlarının bekledikleri diğer standartları karşılamamaktadır.

2 - Alt-A piyasasındaki krediler FICO¹⁰³ derecelendirme yükümlülüklerini yerine getirmekte ancak borcun varlığına dair dokümantasyon bakımından yetersiz olan kredilerdir. Bu nedenle yüksek riskli özelliği olan borçlanıcılara verilen kredilerdir. Bu kredilerin temel özellikleri :

- a) “Geleneksel kurallara bağlı programları saf dışı bırakmasıdır.
- b) Borç gelir rasyosu %80'nin üzerinde olup birincil derece ipotek yaptıramayanlar tarafından kullanılır.
- c) Krediyi talep edenler yasal olarak ABD'de bulunup ABD vatandaşı olmayan kişilerdir.”¹⁰⁴

3 - Üçüncü kategori ise sub prime piyasalardır. Burada kredi borçlusunun geçerli herhangi kredibilite notu bulunmamaktadır. Bu nedenle kredi yüksek ücret ve faiz oranları ile verilmektedir. Bu krediyi kullanan kişilerin özellikleri ;

- a) “Kredi taksit ödemelerini ilk yılda 60 günlük dönemler halinde iki veya daha fazla, ya da ilk iki yılda 120 günlük dönemler halinde bir veya daha fazla geciktirmesi,
- b) Geliri öncelikle nakit ya da şahsi çekle ödenmesi, tasarruf değeri oldukça düşük olması,
- c) Borç/Gelir rasyosunun %45'in üzerinde olması

¹⁰³ FICO, kredi skorlaması sistemini ilk olarak geliştiren Fair Isaac Şirketinin kısaltılmasıdır.

¹⁰⁴ **A.e.**, s.336.

- d) Serbest meslek çalışanı ise düzenli gelirinin olmaması ya da gelirini belgelemede zorluk çekmesi

olarak belirtilebilir".¹⁰⁵

(2) ABD Mortgage Piyasası rnek Sekuritizasyon İşlemi

ABD'de gerçekleştirilen konut kredisine dayalı bir sekuritizasyon işlemine ilişkin bir örneğe aşağıda yer verilmiştir. Bank Of America tarafından gerçekleştirilen bu işlem 26.01.2005 tarihinde gerçekleştirilmiştir. Sekuritizasyona konu varlıklar, Bank Of America tarafından kullanılan bazı kredilerden oluşmaktadır.

Aşağıdaki tabloda sekuritizasyon işlemi esnasında çıkarılan sertifikaların detay bilgileri yer almaktadır :

¹⁰⁵ BDDK Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı, **ABD Mortgage Krizi**, BDDK alışma Tebliği, Sayı 3, Ağustos 2008, s.19.

Tablo 18 : Bank Of America Sertifikaları

Class	Tutar (USD)	Oran (%)	Faiz Tipi	Fitch	S&P
Sunulan Sertifikalar					
1-A-1	20.021.000	5,5	Sabit Faiz	AAA	AAA
1-A-2	1.505.000	5,5	Sabit Faiz	AAA	AAA
1-A-3	5.076.000	5,5	Sabit Faiz	AAA	AAA
1-A-4	3.619.000	5,5	Sabit Faiz	AAA	AAA
1-A-5	2.059.000	5,5	Sabit Faiz	AAA	AAA
1-A-6	3.741.000	5,5	Sabit Faiz	AAA	AAA
1-A-7	145.293.000	5,5	Sabit Faiz	AAA	AAA
1-A-8	5.370.000	5,5	Sabit Faiz	AAA	AAA
1-A-9	5.067.000	5,5	Sabit Faiz	AAA	AAA
1-A-10	1.000.000	5,5	Sabit Faiz	AAA	AAA
30-IO	0	5,5	Sabit Faiz	AAA	AAA
30-PO	445.987	5,5	Principal Only	AAA	AAA
1-A-R	100	5,5	Sabit Faiz	AAA	AAA
B-1	3.304.000	5,5	Sabit Faiz	AA	AA
B-2	1.501.000	5,5	Sabit Faiz	A	A
B-3	701.000	5,5	Sabit Faiz	BBB	BBB
Sunumu Yapılan Toplam	198.703.087				
Sunuma Konu Olmayan Sertifikalar					
B-4	701.000	5,5	Sabit Faiz	BB	BB
B-5	500.000	5,5	Sabit Faiz	N/A	B
B-6	301.031	5,5	Sabit Faiz	None	None
TOPLAM	200.205.118				

Kaynak : Vinod Kothari, **Securitization**, Singapore, John Wiley&Sons, 2006, s.347.

Örnekteki çıkartılan menkul kıymetlerin türü pass-through sınıfına girmektedir ve bu işlemlerdeki getiri oranı bütün sınıflar için %5,5'dir. Bunun yanında farklı sınıflardaki sertifikalar için satış fiyatları değişmektedir.¹⁰⁶

¹⁰⁶ Kothari, a.g.e., s.349.

Yukarıdaki sertifikaların kredi desteği (credit enhancement) bakımından durumu ise aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Tabloda verilere göre, kredi desteği ve rating arasında pozitif korelasyon bulunmaktadır.

Tablo 19 : Bank of America Sertifikaları Kredi Desteği Durumu

Class	Tutar (USD)	Rate	Kredi Desteği (%)
1-A	192.751.000	AAA	3,5
IO	0	AAA	3,5
PO	445.987	AAA	3,5
Residual	100	AAA	3,5
B-1	3.304.000	AA	1,85
B-2	1.501.000	A	1,1
B-3	701.000	BBB	0,75
B-4	701.000	BB	0,4
B-5	500.000	B	0,15
B-6	301.031	Rate Yok	0
TOPLAM	200.205.118		

Kaynak : Vinod Kothari, **Securitization**, Singapore, John Wiley&Sons, 2006, s.347.

2. Kredi Kartı Alacaklarının Sekuritizasyonu

Kredi kartı alacakları sekuritizasyona tabi sabit taksit ödemeli diğer kredilere göre farklı bir yapıdadır. Kredi kartlarının borçlu cari hesap şeklinde çalışıyor olması (rotatif olması) bu farkın temel nedenidir. Kredi kartı çıkaran bankanın bu üründen kazancı komisyon, ücret faiz vb. unsurlardan oluşmaktadır. Kredi kartı ürününden elde edilen gelirlerin farklı yapılarda olması, getirinin dönemsel olarak değişmesine neden olur.¹⁰⁷

Bunun yanında kredi kartlarından kaynaklanan riskler bankalar tarafından kontrol edilebilir niteliktedir. Banka, bir kredi kartı müşterisinin limitlerini istenildiği zaman iptal edebileceği gibi çeşitli parametrelerini de değiştirebilmektedir.

¹⁰⁷ John Henderson&Jonathan P.Scott, **Securitization**, England, Woodhead Faulkner, s.87.

Kredi kartı sekuritizedasyonunun ilk örneği 1986 yılında Salomon Brothers tarafından yapılmıştır. Kurum, bir bankadan satın aldığı alacakları karşılığında sertifika çıkartarak sekuritizede etmiştir.¹⁰⁸

Kredi kartı alacaklarının sekuritizede edilmesi 1991 yılına kadar her bir işlem için ayrı bir havuz oluşturulmasını gerektirmekte iken bu tarihten sonra yapılan düzenlemeler ile tek bir havuz oluşturularak, yapılacak ilave her sekuritizedasyon işleminde bu havuzun kullanılması imkanı getirilmiştir. Bu imkan kredi kartı sekuritizedasyon hacminin artmasında etkili olmuştur.¹⁰⁹

Kredi kartı sekuritizedasyon hacmi, bankaların bu ürünü kullandırımı hacmi ile paralel bir şekilde artış göstermiştir. rnek vermek gerekirse, Citicorp 1990-1992 yılları arasında kredi kartı hacmini %42 oranında arttırmış ve bu hacmin yaklaşık 2/3' olan 33 Milyar USD'yi sekuritizede etmiştir.¹¹⁰

Sekuritizedasyon oranlarının artması paralel bir şekilde kredi kartı kullandırımı hacmini de arttırmıştır. Sekuritizedasyon ile birlikte tüketiciler finansmanı kredi hacmi 1994 yılında %18, 1995'de %22 oranında artış göstermiştir. 2001 yılı itibariyle kredi kartı sekuritizedasyon hacmi mortgage dışındaki ABS'lerin %28,2'sini oluşturur hale gelmiştir.¹¹¹

Aşağıdaki tabloda ABD'deki kredi kartı alacaklarına dayalı sekuritizedasyon hacmine ilişkin verilerin gelişimi yer almaktadır. Kredi kartı alacaklarının sekuritizedasyon işlemleri içerisindeki payı zaman içerisinde azalış göstermektedir.

¹⁰⁸ Kothari, **a.g.e**, 388.

¹⁰⁹ John N.McElvarey, **Securities Backed By Credit Card Receivables**, New Hope PA, Frank J.Fabozzi Associates, 2000, s.45,46.

¹¹⁰ Charles W Calomiris, Joseph R Mason, **Credit Card Securitization and Regulatory Arbitrage**, Federal Reserve Research Papers, Nisan 2003, s.1.

¹¹¹ **A.e.**

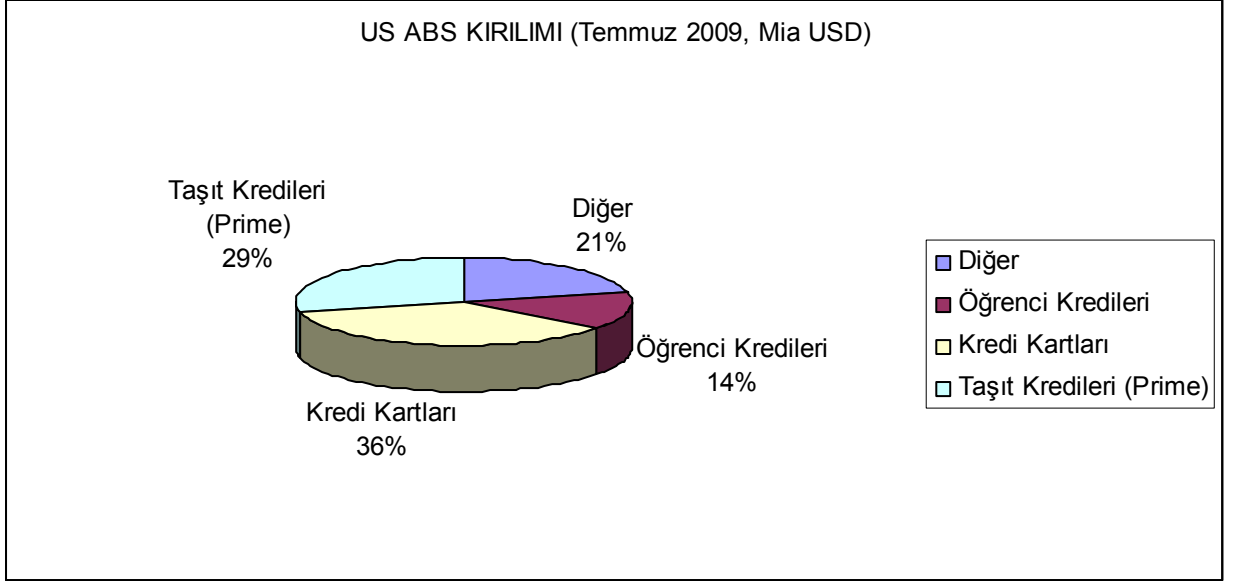
Tablo 20 : ABD’de Kredi Kartı Sekuritizasyon Hacmi (Milyar USD)

Yıl	Kredi Kartı Sekuritizasyon Hacmi	% Toplam ABS
1995	153.1	%48.4
1996	180.7	%44.7
1997	214.5	%40.0
1998	236.7	%32.4
1999	257.9	%28.6
2000	306.3	%28.6
2001	361.9	%28.2
2002	397.9	%25.8
2003	401.9	%23.7
2004	390.7	%21.4
2005	365.2	%19.6

Kaynak : Vinod Kothari, **Securitization**, Singapore, John Wiley&Sons,2006, s.389.

Bununla birlikte kredi kartı alacaklarının sekuritizasyonu, konut kredileri dışındaki banka kredileri arasında halen en fazla menkulleştirilen alacak grubu olmaya devam etmektedir. Mortgage kredileri dışındaki tüketici kredileri karşılığında ihraç edilen ABS'lerin Temmuz 2009 itibariyle verileri aşağıdaki gibidir. Bu verilere göre kredi kartı alacaklarının sekuritizasyon hacmi, toplam ABS'erin %36'sını oluşturarak birinci sırada yer almaktadır.

Grafik 4 : ABD'deki ABS'lerin Tüketici Kredileri Bazında Kırılımı



Kaynak :Securitization Statistics, (Çevrimiçi) <http://www.abalert.com>, 20 Haziran 2009.

Avrupa'da kredi kartı alacakları bankaların aktifleri içerisinde önemli bir paya sahip olmasına rağmen bu alacakların sekuritizasyon hacmi düşüktür. 2006 yılı Eylül ayı itibariyle Avrupa kredi kartı sekuritizasyon hacmi 29.448 Milyon £ tutarındadır. ¹¹²

Avrupa'da kredi kartı sekuritizasyon işlemi gelişimi aşağıdaki tabloda gösterilmiştir :

¹¹² Standart&Poors, "European Credit Card Index Report Q3 2006", (Çevrimiçi) <http://www.standartandpoors.com>, 25 Mayıs 2009.

Tablo 21 : Avrupa’da Kredi Kartı Sekuritizasyon Gelişimi

Yıl	Originators	Trusts	İşlemler
1995	1	1	1
1996	1	1	3
1997	2	2	5
1998	2	2	8
1999	3	3	12
2000	4	4	17
2001	5	6	20
2002	7	9	27
2003	8	10	34
2004	9	11	51
2005	10	12	61

Kaynak : Vinod Kothari, **Securitization**, Singapore, John Wiley&Sons, 2006, s.389.

Bankaların kredi kartı hizmeti, belirlenmiş olan limitler çerçevesinde devam eden bir kredi ilişkisidir. Kredi kartı hamili tarafından kullanıldığı zaman, kullanılan tutar banka açısından bir alacak haline gelmekte ve sekuritizasyon işlemine esas olmaktadır.

Sekuritizasyona konu olacak kredi kartı alacaklarında da karşılanması gereken çeşitli kriterler bulunmaktadır. Bu kriterlerin ABD için belirlenmiş olanları şöyledir:

- a) “İlgili alacağın gerçekten var olması gerekmektedir.
- b) USD bazında ödenebilir olması gereklidir.
- c) Kredi kartı borçlusunun beyan etmiş olduğu adresinin ABD sınırları içerisinde olması gerekmektedir.
- d) Kredi kartının iptal edilmiş olmaması ve sahtecilik ve dolandırıcılık gibi amaçlar ile kullanılmamış olması gerekmektedir.
- e) Kredi kartının, sekuritizasyon işlemi yapan banka tarafından ya da adına çıkartılmış olması gerekmektedir.

- f) Kredi kartı alacakları arasında banka tarafından kesilmiş bir masraf yer almamalıdır.”¹¹³

Sekuritizasyon işlemi kapsamında kredi kartı portföy getirisi, ilgili kart portföyünün getiri oranından ve ilgili dönem içerisinde tahsil edilen komisyon ve ücretlerden oluşmaktadır. Bu getiriler dönemsel olarak farklılık gösterebilmektedir.

ABD’de kredi kartı hizmeti veren bankaların portföy getirisi %18-20 seviyesindedir ve oran sabitlenmiş durumdadır. Sekuritize edilmiş kredi kartı alacakları üzerinden yapılan getiri analizinde de %19,35 seviyelerinde getiriler tespit edilmiştir (Moody’sin toplam 325 Milyar USD ve 255 adet sekuritizasyon işlemi sonucuna göre).¹¹⁴

Benzer bir araştırma S&P tarafından yapılmış olup, aşağıdaki tabloda yer verilmiştir. Bu tablodaki önemli iki veri getiri oranı ve ödenme oranıdır. Bu oranların yüksek olması, kredi kartı alacağının sekuritize edilmesi değerlendirilmesi yapılırken önemlidir.

Tablo 22 : S&P Avrupa Kredi Kartı Kalite Endeksi

	Haz.01	Ara.01	Haz.02	Ara.02	Haz.03
Kredi Kartı Bakiyesi (Milyon Pound)	13.916	14.416	16.817	18.800	21.908
Getiri (%)	17	17,7	15,8	18,3	17,1
Zarar Oranı (%)	3,4	4,2	4,3	3,7	3,8
Ağırlıklı Birim Oranı (%)	5,3	4	4	4	3,8
Yanlış kullanım	4,3	4,4	4,3	4	4
Ödenme Oranı	19,1	18	16,3	15,3	18

Kaynak : Vinod Kothari, **Securitization**, Singapore, John Wiley&Sons,2006, s.390.

¹¹³ Rosenthal, Ocampo, **a.g.e.**, s.60.

¹¹⁴ Kothari, **a.g.e.**, s.390.

Bir kredi ürünü olan kredi kartlarında da tahsili sorunlu hale gelen alacaklar olabilmektedir. Tahsil edilemeyen kredi kartı alacakları da dönemsel olarak değişebilmektedir.

Moody's 255 kredi kartı sekuritizasyon işlemi üzerinde yaptığı araştırmada, tahsil edilemeyen kredi kartı alacaklarının oranı %5,24 olarak belirlenmiştir.¹¹⁵

Tahsil edilemeyen kredi kartı alacaklarının oranı sekuritizasyon işleminin yapıldığı piyasaya göre de değişmektedir. Sub-prime kredi kartlarında bu oran 2003 yılında %17,53 seviyelerinde gerçekleşmiştir.¹¹⁶

3. Taşıt Kredilerinin Sekuritizasyonu

Oto kredilerinin sekuritizasyonu, mortgage dışındaki ABS'ler arasında önemli sekuritizasyon piyasasından bir diğeridir. Taşıt kredisi sekuritizasyon hacmi düzenli artış göstermekle birlikte, aktife dayalı sekuritizasyon piyasasının gelişmesine ve ürün çeşitliliğinin artmasına bağlı olarak, genel ABS işlem hacmi artışının altında kalmıştır.¹¹⁷

Bu kredilerden oluşan aktiflerin kalitesi genel olarak yüksek olmakta ve sorunlu hale gelen kredilerin nakde dönüştürülmesi kolaylıkla yapılabilmektedir. Piyasanın ağırlıklı kısmı 0 km. araçlardan oluşmakla birlikte 2.el araç finansmanından oluşan aktiflerin sekuritizasyonu da yapılabilmektedir.¹¹⁸

¹¹⁵ Moody's, "Moody's Credit Card Index", (Çevrimiçi) <http://www.moodys.com>, 25 Mayıs 2009.

¹¹⁶ Kothari, **a.g.e.**

¹¹⁷ Neil McPherson, **Securities Backed by Auto Loans and Leases**, New Hope PA, Frank J.Fabozzi Associates,2000, s.61.

¹¹⁸ Kothari, **a.g.e.**, s.401.

Tablo 23 : ABD’de Taşıt Kredilerinin Sekuritizasyonu

	Taşıt Kredisi Sokr. Bakiyesi	Toplam Sokr.İşlemleri İçerisindeki Payı
1995	59,5	18,8
1996	71,4	17,7
1997	77	14,4
1998	86,9	11,9
1999	114,1	12,7
2000	133,1	12,4
2001	187,9	14,7
2002	221,7	14,4
2003	234,5	13,8
2004	232,1	12,7
2005 Q3	226	11,8

Kaynak : Vinod Kothari, **Securitization**, Singapore, John Wiley&Sons,2006, s.400.

Gelişimi yukarıdaki tabloda yer alan ABD taşıt kredisi sekuritizasyon hacminin **Temmuz 2009** itibariyle toplam ABS piyasası içerisindeki payı, Grafik 4’de belirtildiği üzere %29 oranıyla kredi kartlarının hemen ardından gelmektedir.

Taşıt kredilerinin sekuritizasyonunda önemli bir yasal problem gerçek dışı otomobil satışlarıdır. Bu işlemlerde otomobil sözleşme üzerinde satılmış görülmekte ancak fiziksel olarak teslim edilmeyebilmektedir.¹¹⁹

Aşağıdaki tabloda taşıt kredileri üzerinden yapılan bir sekuritizasyon işleminin örneği yer almaktadır. Yapılan bu işlem sonrasında çıkarılan sertifikalara ilişkin bilgiler tablodaki gibidir

¹¹⁹Rosenthal, Ocampo, **a.g.e.**, s.100.

Tablo 24 : Daimler Chrysler/ 2002'de Yapılan Sekuritizasyon Örneği

	Nominal Bedel (Milyon USD)	Kupon	İhraç Fiyatı	İhraç Hacmi	Yasal Vade
Class A 1	356.694	1,83%	NA	NA	Haz.03
Class A 2	675.000	2,20%	99,9962%	674,9744	Nis.05
Class A 3	430.000	2,93%	99,9865%	429,942	Haz.06
Class A 4	395.000	3,53%	99,9718%	394,8886	Ara.07
Diğer	62.369	0	NA	NA	NA
TOPLAM	1.919.063			1.499,805	

Kaynak : Vinod Kothari, **Securitization**, Singapore, John Wiley&Sons, 2006, s.405.

4. Teminatlandırılmış Borç Yüklümlükleri (Collateralized Debt Obligations - CDO)

Teminatlandırılmış borç yüklümlükleri ya da genel kullanımı ile CDO'lar, aktife dayalı olarak çıkartılan bir menkul kıymet türüdür. Dayalı olduğu aktifin yapısına göre CLO (collateralized loan obligations) ya da CBO (collateralized bond obligations) olarak iki ana gruba ayrılmaktadır.

CDO'lar, varlıklardan oluşturulmuş bir havuza dayandırılmış kredi aracı olarak yaygın bir şekilde kullanılan ürünlerden birisidir. CDO işlemlerinde krediler, tahviller, mortgage kredileri, kredi kartları, tüketici kredileri gibi dayanak varlıklar bir araya getirilmekte ve risk profillerine göre kredi riskinin dağıtılmasına olanak sağlanmaktadır. Bunun dışında, CDO'ların kullanımındaki önemli bir avantaj bir banka bilançosundan büyük bir borç havuzunun çıkartılmasının mümkün olmasıdır.¹²⁰

CDO'ların temel özellikleri şöyle sıralanabilir :

¹²⁰ BDDK Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı, **a.g.e.** s.14.

- a) Menkul kıymetin dayalı olacağı aktif havuzu, CDO işleminin amacına bağlı olarak (arbitraj ya da bilanço içi) oluşturulur.
- b) Aktiflerin seçiminde çeşitlilik olması esastır.
- c) Havuz içerisinde yer alan krediler, temerrüde düşme oranı (probability of default) ve sektör gibi kriterlere bağlı olarak değerlendirilir.
- d) Menkul kıymetler vade sonunda tek seferde ödemeli olarak çıkartılır.
- e) CDO portföy yöneticisinin tekrar yatırım (reinvestment) yapma imkanı bulunmaktadır

CDO'lar bağlı oldukları aktife (nakit ya da sentetik CDO), aktifin içeriğine (yüksek getirili, gelişmekte olan piyasa, yapısal finansman), amacına (arbitraj ya da bilanço içi) ve finansal kaldıraç yapısına (nakit akım, piyasa fiyatı) göre çeşitli sınıflara ayrılmaktadır.¹²¹

CBO ve CLO dışında temel CDO türlerinden birisi olan CSO'lar (collateralized synthetic obligations) kredi türev ürünleri karşılığında çıkarılmış menkul kıymetlerdir. Buradaki kredi türev ürünlerinden en çok kullanılanı Credit Default Swaps (CDS) olarak adlandırılan ve kredilerin temerrüde düşmesi riskini karşılayan finansal bir enstrümandır. CDS'ler ilk olarak 1990'lı yılların başlarında bankalar tarafından kredi riskini azaltmak için kullanılmıştır. 2008 ilk yarı yılı itibarıyla ABD'deki CDS piyasasının hacmi 15,5 Trilyon USD seviyesine ulaşmıştır.¹²²

CDS işleminde bir taraf (protection seller) belirli bir komisyon karşılığında, karşı tarafın belli bir risk ve risk grubunun temerrüde düşme riskini satın almaktadır.¹²³

¹²¹ Kothari, **a.g.e.**, s.415.

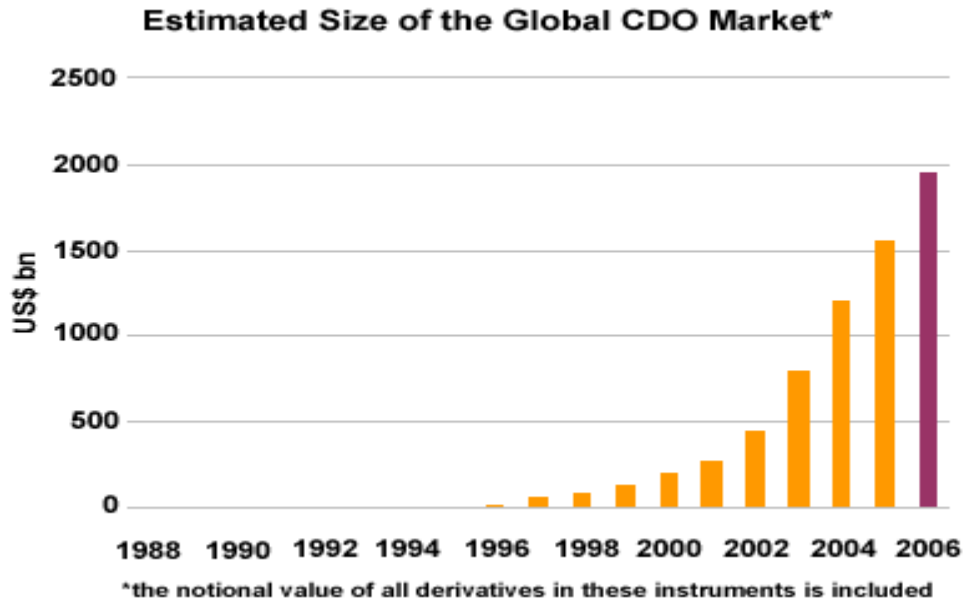
¹²² Credit Default Swaps, (Çevrimiçi) <http://www.wikipedia.org>, 25 Mayıs 2009.

¹²³ Stephen J.Lubben, "Credit Derivatives and The Future of Chapter 11", (Çevrimiçi) <http://papers.ssrn.com>, 01 Haziran 2009, s.9.

CDO'lar ilk olarak 1987 yılında ihraç edilmiş ancak işlem hacimleri özellikle 1998 yılından sonra önemli bir artış göstermiştir. Bu süre zarfında CDO'lar farklı aktiflere dayalı olarak çıkartılmış ve 1995 yılından itibaren konut kredilerine dayalı menkul kıymetler karşılığında çıkartılan CDO'lar ile birlikte bu ürünün kullanım hacmi çok genişlemiştir. 2000'li yılların başından itibaren yüksek getirili krediler karşılığında çıkartılan CDO'lar işlem hacimlerinin artmasında etkili olmuştur.¹²⁴

CDO'ların işlem hacmindeki gelişmeler aşağıdaki grafikte yer almaktadır.

Grafik 5 : CDO İşlem Hacminin Gelişimi



Kaynak :Global CDO Market, (Çevrimiçi) <http://www.celent.com>, 24 Temmuz 2009.

Özellikle 2003-2006 dönemi içerisinde subprime kredileri karşılığında çıkartılan CDO'ların hacmi önemli oranda artış göstermiştir. CDO'lardaki bu önemli artış, tezin bir sonraki bölümünde işlenecek olan mortgage krizi üzerinde etkili olmuştur.

¹²⁴ Douglas J Lucas, Laurie S.Goodman, Frank J.Fabozzi, **Collateralized Debt Obligations**, USA, John Wiley&Sons,2002, s.7,8.

a. Bilanço İçi CDO'lar

Sekuritizasyon uygulamasının bir çeşidi olan bilanço içi CDO'larda bilançoda yer alan bir kredi portföyü dikkate alınır. İlgili kredi portföyü genellikle düşük ratinge sahip kredilerden oluşmaktadır.

Bilanço içi CDO'lar nakit CDO'lar ya da sentetik CDO'lar olmak üzere ikiye ayrılır.

Nakit CDO'lar ilk olarak 1997 yılında Nations Bank tarafından kullanılmış, daha sonra LTCB, IBJ, Summitoma Bankboston, Bank of Montreal gibi kuruluşlar tarafından da kullanılmıştır.¹²⁵

Buradaki metodoloji sekuritizasyonun temel adımları olan, homojen bir kredi portföyünün SPV'ye aktarılması ve menkul kıymet çıkartılarak yatırımcılara satılması adımlarından oluşmaktadır.

Nakit CDO'lardaki kredi portföyü genellikle BB ve BBB arasında ratinge sahip sendikasyon kredilerinden oluşmaktadır. Bu işlemlerde kredi portföyü yaklaşık 500 ayrı krediden oluşmaktadır.¹²⁶

Nakit CDO'larda portföy riskinin bir göstergesi olarak çeşitlilik derecesi (diversification score) kullanılmaktadır. Çeşitlilik derecesini etkileyen kriterler CDO'ya esas kredilerin farklı endüstrilere ve borçlulara dağılmış olmasıdır. Dolayısıyla portföydeki endüstri sayısı ve endüstri bazında borçlu sayısına göre bu derece değişmektedir.¹²⁷

Kredi kartlarının sekuritizasyonunda olduğu gibi nakit CDO'larda da tekrar yatırım süresi (reinvestment period) bulunmakta olup genellikle geri ödeme başlangıcından

¹²⁵ Kothari, **a.g.e.**, s.420.

¹²⁶ J.Lubben, **a.g.e.**, s.12.

¹²⁷ Lucas, Goodman, Fabozzi, **a.g.e.**, s.42.

önce 1 yıldır. Bu süre içerisinde ana firma (originator) CDO portföyüne ilgili standartlara uygun olmak koşulu ile yeni krediler ekleyebilmektedir.¹²⁸

Sentetik CDO'lar bilanço içi veya arbitraj şekillerinde olabilmektedir. Nakit ve sentetik CDO'lar arasında çeşitli benzerlikler olsa da arada önemli farklar bulunmaktadır. Bunlar :

- Sentetik CDO'ların nakit CDO'lara göre, kredi portföy rating ortalaması daha düşüktür.
- Sentetik CDO işleminde piyasa riskinin hedge edileceği bir taraf bulma imkanı yoktur.
- Sentetik CDO işleminde bir seferde yaratılacak finansman imkanı daha geniştir.¹²⁹

b. Arbitraj CDO'lar

Arbitraj CDO'larda amaç, sekuritizasyon işleminin temel katkısı olan kredi riskini azaltmak ve aktifteki likit varlıklarının oranını arttırmaktan çok, CDO'lar üzerinden yapılan alım satım işlemleri üzerinden kar elde etmektir. Arbitraj CDO'lar genellikle portföy yöneticileri, yatırım bankaları ve sigorta şirketleri tarafından ihraç edilmektedir.

Klasik bir sekuritizasyon işleminde kaynak firma (originator) kendi aktifinde bulunun varlıkları menkulleştirmektedir. Arbitraj CDO'larda ise ihracı yapan taraflar aktifin asıl sahipleri değil, bu aktifleri piyasadan satın almış gruplardır.¹³⁰

¹²⁸ **A.e.**, s.421.

¹²⁹ Janet M.Tavakoli, **Collateralized Debt Obligations**, USA, Wiley Finance, 2002, s.117.118.

¹³⁰ Laurie S Goodman, Frank J.Fabozzi, **CDO Structure and Arbitrage**, New Hope PA, Frank J.Fabozzi Associates, 2001, s.79.

CDO işlemlerinde bir arbitraj imkanı, teminatların getiri oranı ile CDO'nun ağırlıklı ortalama maliyeti arasındaki farktan kaynaklanmaktadır. Aşağıdaki tabloda örnek bir CDO'nun öz kaynak karlılığı gösterilmektedir:

Tablo 25: CDO için Arbitraj Koşulları

	Hacim	Oran	Ürün
Aktif	500	10.5 %	52.5
Yüksek Getirili Kredi Portföyü			
Pasif			
AAA Borç Senetleri	350	5.45%	19.075
A Borç Senetleri	50	6.15%	3.075
BBB Borç Senetleri	25	7.15%	1.7875
BB Borç Senetleri	25	11%	2.75
Özsermaye	50	0	0
Ağırlıklı ortalama fonlama marjı (pasif)			5.93%
Ağırlıklı ortalama fonlama oranı (sermaye dahil)			5.34%
Teminatların getirisi			52.5
Düşük fonlama maliyeti			26.68
Örnek kayıp ve masraflar		3.25%	16.25
Sermaye getirisi			10.43
Sermaye getiri oranı		50	20.88%

Kaynak : Vinod Kothari, **Securitization**, Singapore, John Wiley&Sons,2006, s.424.

Örnekteki arbitraj imkanı CDO'nun yüksek oranlı getirisinden kaynaklanmaktadır. CDO'nun sermaye getiri oranı 50 USD olup bu getiri 500 USD'lik bir aktif üzerinden gerçekleşmektedir. Normalde, sermayenin uzun vadeli riske bağlı getiri oranı düşük olarak gerçekleştiği için bir arbitraj imkanı oluşmamaktadır ancak yatırıma tabi kredilerin piyasa fiyatlamasının çok efektif yapılamaması arbitraja açık bir kapı bırakmaktadır.

c. Bilanço İçi ve Arbitraj CDO'lar Arasındaki Farklar

1. Bilanço içi bir CDO'nun temel amacı sermaye yeterliliği üzerindeki baskıyı azaltmak ve sermaye maliyetini aşağıya çekmek için bankalar tarafından gerçekleştirilir. Arbitraj CDO'lar ise bankalar dışındaki kuruluşlar tarafından (sigorta şirketleri, yatırım fonları vb.) gerçekleştirilir ve sermaye maliyetini azaltmak gibi bir amaç içermez.¹³¹

2. Bilanço içerisinde yapılan CDO'ların hacmi büyüktür ve genellikle 1 Milyar USD ve üzerinde işlemler gerçekleştirilir. Arbitraj CDO'lar ise daha küçük tutarlarda (200-500 Milyon USD arası) yapılır.¹³²

3. Bilanço içi CDO'larda aktif dışına çıkartılan bir varlık söz konusu olduğu için bu işlemde gerçek bir satış olup olmadığı ve kanunen belirlenmiş satış kriterlerine uyulup uyulmadığı tartışmalı bir konudur. Arbitraj CDO'larda ise CDO'ya konu krediler (veya borç senetleri) SPV tarafından piyasadan alındığı için işlemde gerçek bir satış olup olmaması geçersiz bir kaygıdır. CDO işleminde gerçek bir satış olup olmaması, SPV'nin konsolidasyonu ile ilgili tartışmaları da ardından getirmektedir.¹³³

4. Klasik bir CDO işleminde aktif dayalı bir menkul kıymetin satışı yapılmaktadır. Bu satışın SPV'ye yapılabilmesi ve yatırımcılar tarafından satın alınabilmesi için kaynak firma (originator) tarafından teminat benzeri bir güvence vermesi beklenir. Bu güvence SPV'ye kaynak firma tarafından sermaye konulması şeklinde de gerçekleştirilebilir. Arbitraj CDO'ların doğası gereği böyle bir teminat koyulması gerekmemektedir.¹³⁴

¹³¹ Kothari, **a.g.e.**, s.426.

¹³² **A.e.**

¹³³ **A.e.**

¹³⁴ **A.e.**

5. Sekuritizasyon ve Mortgage Krizi

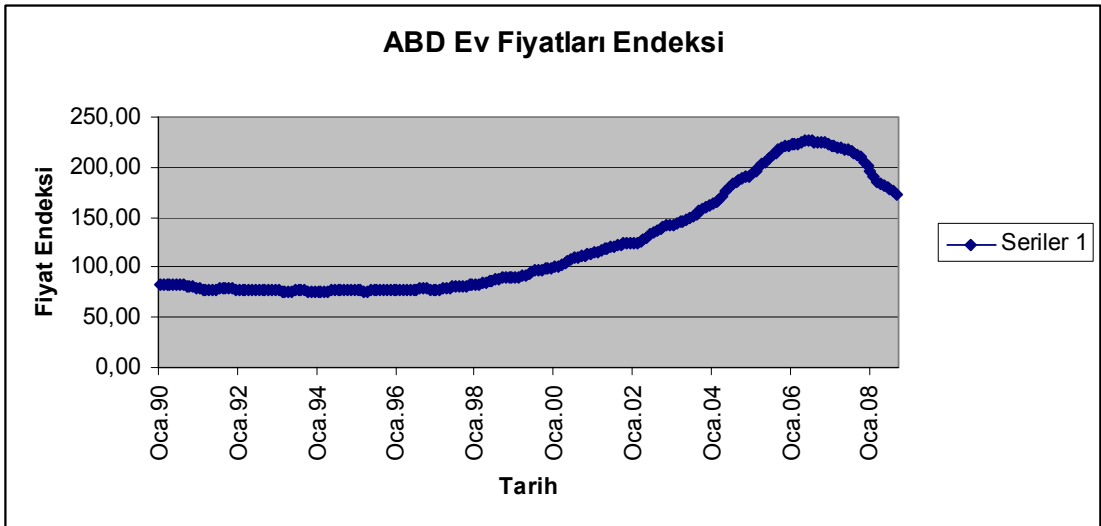
a. Mortgage Krizi ve Nedenleri

(1) Mortgage Krizinin Gelişimi

2007 yılında ABD mortgage piyasasının subprime olarak nitelendirilen ve yüksek riskli müşterilerden oluşan kısmında, geri ödenmeyen kredilerin oranı artmış, ipoteklerin nakde çevrilme maliyeti yükselmiş ve ev fiyatlarında yüksek oranda düşüşler meydana gelmiştir. Esas olarak ABD’de 2006 yılında başlayan bu kriz 2007 yılında global bir kriz haline dönüşmüştür.

Bu krizde 2001 yılında başlayan ABD gayrimenkul piyasasındaki fiyatların aşırı oranda yükselmesi (housing bubble) etkili olmuştur. Bu yükseliş trendi 2005 yılında maksimum seviyesine ulaşmış, daha sonra 2006 yılından itibaren gayrimenkul fiyatları hızla düşmeye başlamıştır.

Grafik 6 : Standard &Poors Ev Fiyatları Endeksi



Kaynak : Standart and Poors, “S&P Case Shiller Home Price Indices”, (Çevrimiçi) <http://www.standardandpoors.com>, 4 Nisan 2009

Bu gelişim sonucunda ipotek değişim oranlarının yükselmesi (foreclosure rates), mortgage kredisi ile ev sahibi olmuş olan hanehalkının borçlarını geriye

ödeyememesine ve subprime, **Alt-A, CDO, CDX** mortgage, kredi, hedge fon ve uluslararası bankacılık piyasalarında Ağustos 2007 yılında kriz meydana gelmesine sebebiyet vermiştir.

2001 yılından itibaren başlayan ABD piyasalarındaki gayrimenkul talebindeki bu artışın önemli nedenlerinden birisi, alınan konutu ikamet amacıyla kullanacak kişiler yanında, spekülatif amaçlı olarak konut fiyatlarındaki artıştan getiri elde etmek isteyen yatırımcı profilidir.¹³⁵

Ev fiyatlarındaki bu önemli artış, ABD’de uzun süredir devam eden düşük faiz oranlarından etkilenmiştir. Düşük faiz oranı, mortgage kredilerinin maliyetlerini düşürerek ev fiyatlarının yükselmesine neden olmaktadır.¹³⁶

Düşük faiz oranlarının bir diğer etkisi, bankalar ve diğer finansal kurumları daha fazla getirisi olan yatırım araçlarına teşvik etmiş olmasıdır. Bunun sonucunda, yüksek riske bağlı olarak getiri oranları daha yüksek olan subprime piyasalarında kullanılan konut kredilerinde önemli artışlar meydana gelmiştir.¹³⁷

Riskli yatırım alanlarının artmasındaki önemli nedenlerden bir diğeri de likidite oranlarının yüksek olmasıdır. ABD para piyasalarında bir süredir devam eden genişleyici para politikaları, yatırımcıların risk iştahını arttırıcı bir etki yaratmıştır.

Krizin oluşmasında özellikle etkili olan subprime piyasaları, kredibilitesi ve gelir seviyesi düşük olan kesime kullanılan kredilerden oluşmaktadır. Subprime mortgage piyasalarındaki konut kredilerinin toplam kredilere oranı 2001 yılında %5 seviyesinde iken 2006 yılında %13’e yükselmiştir.¹³⁸ Konut fiyatlarının yükseliş trendi yanında faiz oranlarının ABD’de düşük seviyelerde gerçekleşmesi gayrimenkul

¹³⁵ G. Crouhy, Jarrow ve Turnbull, **a.g.e.** s.4.

¹³⁶ **A.e.**

¹³⁷ **A.e.**

¹³⁸ Inside Mortgage Finance, “US Mortgage Originations”, (Çevrimiçi) <http://www.imfpubs.com>, 14 Şubat 2009.

talebinde, finansman ve refinansman yoluyla borçların geri ödenmesi imkanını arttırıcı bir etki doğurmuştur.¹³⁹

Bu veriler dışında, ABD'deki ekonomik göstergelerin geneline bakıldığında 2007 yılında bir bozulma göze çarpmaktadır. Finans, sigorta, gayrimenkul, inşaat ve madencilik sektörü başta olmak üzere toplam 4 sektörün büyüme hızının yavaşlamasıyla birlikte genel ekonominin büyüme hızı da yavaşlamıştır.¹⁴⁰

Bunun dışında 2006 yılında enflasyon verileri işsizlik ve sanayi üretimi ile birlikte ele alındığında resesyon beklentileri oluşmuş, sanayi üretim endeksinin artış hızı 2006 yılında %2,9'dan 2007 yılı sonunda %1,2'ye gerilemiştir. İşsizlik oranı ise 2007 sonunda %4,4'ten %5'e yükselmiştir.¹⁴¹

2006 yılında, mevcut ev sahibi olanların %4,9'u (2.45 milyon) subprime piyasalarından kredi kullanmıştır. Aynı yılın sonu itibariyle toplam mortgage kredilerin sorunlu hale gelenlerinin yüzdesi (NPL oranı) %2,27 iken subprime için bu oran %10,09'dur.¹⁴²

ABD mortgage piyasasındaki krizin birinci etkisi kredi geri ödemelerinin sorunlu hale gelmesidir. 2007 Ekim itibariyle subprime kredilerin %16'sı 90 günü geçen gecikmeler ile temerrüde uğramıştır. Bu etki kredi veren finansman kuruluşlarını da olumsuz etkilemiştir. Bunun yanında finansman kuruluşlarının, mortgage kredilerinden olan alacaklarını sekuritizedasyon yöntemiyle satmış olması diğer yatırımcıları da etkilemiş, mortgage aktiflerine dayalı menkul kıymetlerin değerinin düşmesine neden olmuştur.¹⁴³

Bu kriz beraberinde likidite krizinin ortaya çıkması sermaye hareketleri vasıtasıyla etkinin global olarak hissedilmesine neden olmuştur.

¹³⁹ **Bkz:** ABD Özel Piyasalar Sekuritizedasyon Hacmi Gelişimi, Grafik 3.

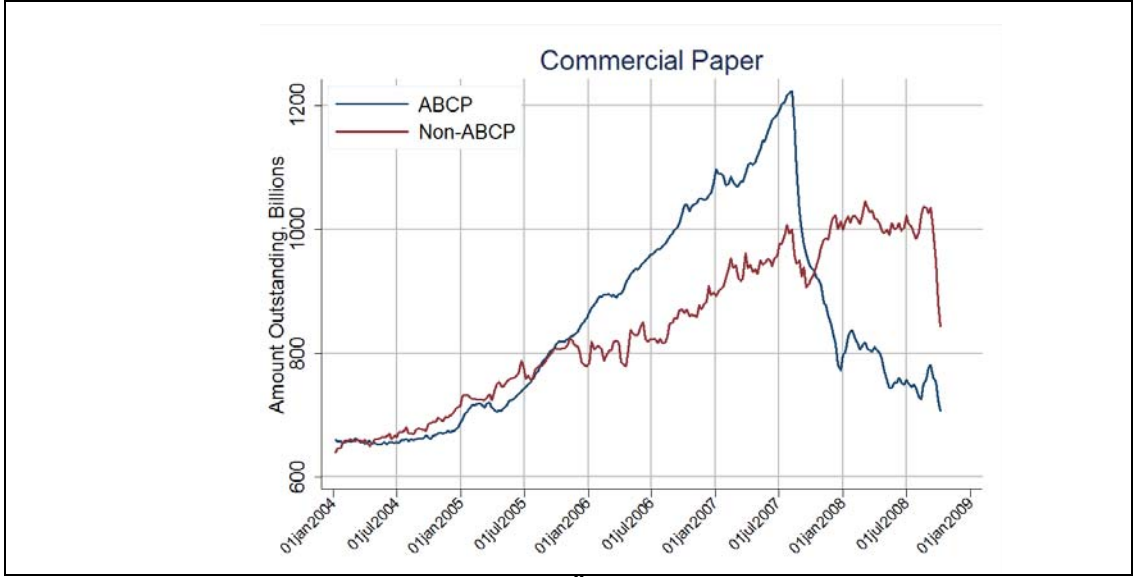
¹⁴⁰ BDDK Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı, **a.g.e.**, s.33.

¹⁴¹ **A.e.**, s.35.

¹⁴² G. Crougby, Jarrow ve Turnbull, **a.g.e.**, s.6.

¹⁴³ **A.e.**, s.7.

Grafik 7 : Özel Sektör Tahvil Piyasası İşlem Hacmi Gelişimi



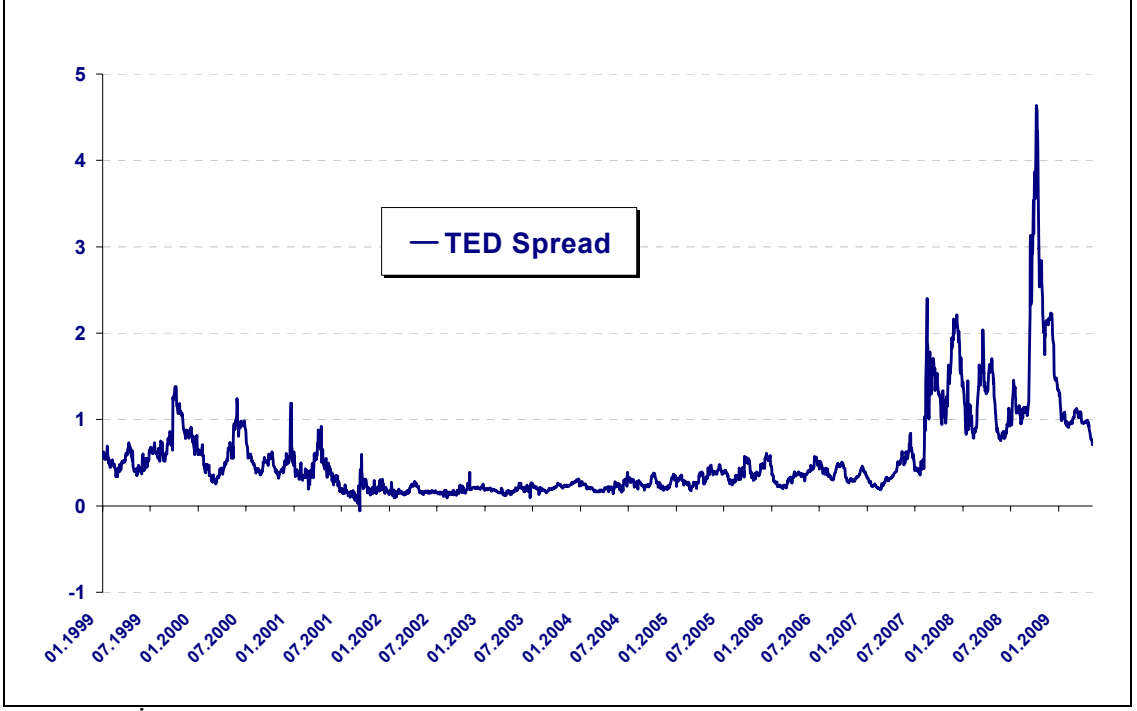
Kaynak : Burak Saltoğlu, **Kredi Krizi ve Risk Ölçümü**, Risk Yöneticileri Derneği Toplantısı Sunumu, Nisan 2009, s.8.

Mortgage krizinin bir likidite krizine dönüşmesi bankacılık sektörünü önemli ölçüde etkilemiştir. Yukarıdaki grafikte, likidite krizinin bir göstergesi olan “özel sektör tahvil piyasası işlem hacmi gelişimi” yer almaktadır. Kriz ile birlikte artan karşı taraf riski piyasadaki bankalar ve diğer firmaların finansman kaynaklarını daraltmış ve tahvil ihraç etmek suretiyle piyasadaki borç alma imkanı önemli ölçüde daralmıştır.

Krizin bankacılık sektöründeki olumsuz etkileri, en büyük yatırım bankalarından Lehman Brothers’ın iflas etmesi ile daha da derinleşmiştir. Bu kadar büyük ölçekteki bir bankanın dahi iflas edebilme ihtimali piyasada ciddi bir güven bunalımına neden olmuş ve borçlanma işlemleri durma noktasına gelmiştir.

Aşağıdaki grafikte, artan karşı taraf riski *TED spread* olarak adlandırılan ve bankalararası para piyasası ve kısa vadeli ABD hazine bonosu faizleri arasındaki fark ile ifade edilen parametre ile gösterilmiştir. Bu değerdeki artış bankalararası para piyasasında borç alma maliyetindeki artışı göstermektedir :

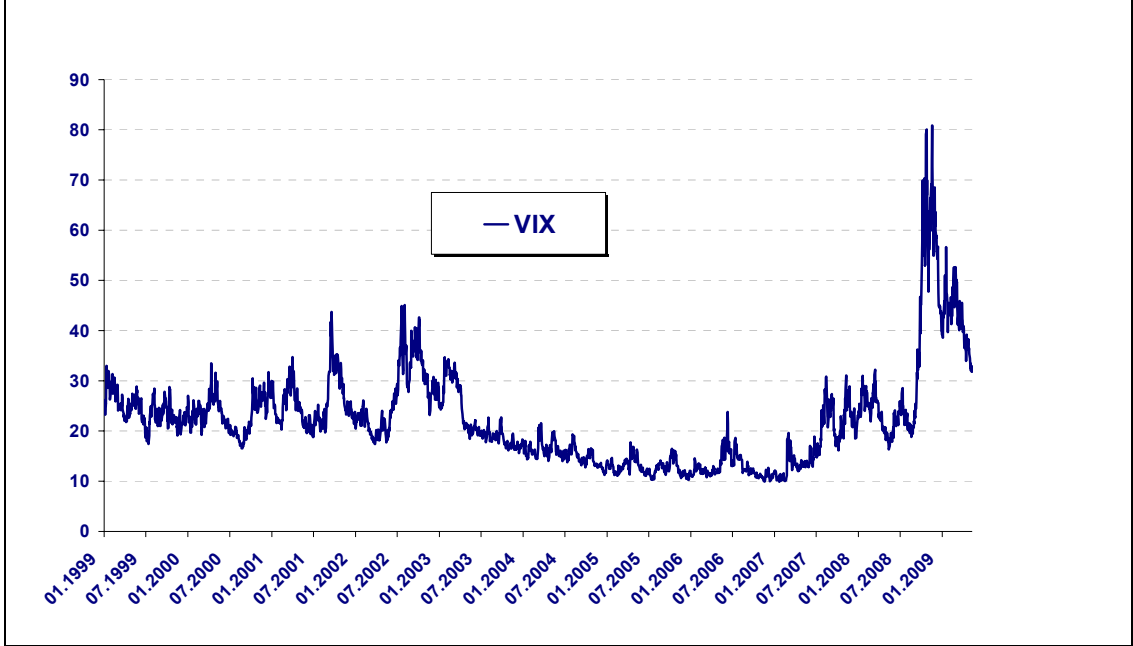
Grafik 8 : Artan Karşı Taraf Riski (TED Spread)



Kaynak : İnan Demir, **Küresel Krizin Gölgesinde**, Finansbank Hazine Araştırma ve Satış Sunumları, Nisan 2009, s.3.

Krizin yukarıda belirtilen seyri ve önemli bankaların iflas etmesi, piyasadaki volatilité miktarını da önemli ölçüde arttırmıştır. Volatilité hacminin ölçülmesinde kullanılan endekslerden bir tanesi olan “Chicago Board Options Exchange Volatility Endex” (VIX) değerlerine aşağıdaki grafikte yer verilmiştir :

Grafik 9 : VIX Gelişimi



Kaynak : İnan Demir, **Küresel Krizin Gölgesinde**, Finansbank Hazine Araştırma ve Satış Sunumları, Nisan 2009, s.4.

(2) Mortgage Krizinin Nedenleri

Yukarıda mortgage krizinin gelişimi hakkında bilgiler verilmiş ve krizin nedenleri genel olarak belirtilmiştir. Bu krize neden olan unsurlar detaylı olarak incelendiğinde aşağıdaki başlıklar halinde gruplandırma yapılabilir :

i. Mortgage Kredi Piyasasının Yapısı

ABD mortgage piyasasında resmi kuruluşlar yanında özel piyasalar da yer almaktadır. Bu piyasaların temel grupları esas olarak Prime, Sub-prime, Alt-A ve Jumbo krediler olarak adlandırılmaktadır.

Aşağıdaki tabloda bu piyasaların 2001 yılından itibaren gelişimine ilişkin veriler yer almaktadır. Burada özellikle dikkat çeken husus sekuritizasyon piyasasının bir kısmını oluşturan sub prime işlem hacimlerindeki önemli artıştır.

Tablo 26 : Resmi Olmayan Piyasalar Sekuritizasyon Hacmi (Milyar USD)

Yıl	Subprime			Alt-A			Jumbo		
	Verilen Kredi	Sekuritiz Edilen Tutar	Rasyo	Verilen Kredi	Sekuritiz Edilen Tutar	Rasyo	Verilen Kredi	Sekuritiz Edilen Tutar	Rasyo
2001	190,00	87,10	46,00	60,00	11,40	19,00	430,00	142,20	33,00
2002	231,00	122,70	53,00	68,00	53,50	79,00	576,00	171,50	30,00
2003	335,00	195,00	58,00	85,00	74,10	87,00	655,00	237,50	36,00
2004	540,00	362,63	67,00	200,00	158,60	79,00	515,00	233,40	45,00
2005	625,00	465,00	74,00	380,00	332,30	87,00	570,00	280,70	49,00
2006	600,00	448,60	75,00	400,00	365,70	91,00	480,00	219,00	46,00

Kaynak : Inside Mortgage Finance, US Mortgage Originations, <http://www.imfpubs.com>

2001 yılında, resmi piyasalarda toplam 1.433 Milyar USD tutarında mortgage kredisi kullanılmış ve bunun 1.087 Trilyon USD'lik kısmı sekuritiz edilmiştir. Aynı yılda özel piyasaların tamamında kullanılan toplam mortgage kredisi 680 Milyar USD ve sekuritiz edilen kısmı 240 Milyar USD olarak gerçekleşmiş ve bu hacmin çoğu jumbo piyasalardan gelmiştir. Alt-A ve Sub-prime piyasaları göreceli olarak daha küçüktür.

2003 yılının sonlarına doğru, ABD'deki faiz oranlarındaki düşüşün de etkisiyle kullanılan kredi hacminde önemli artış olmuştur. Bu dönemden itibaren özel piyasalardaki kredi hacmi hızla artmaya devam ederken resmi piyasaların hacminde daralma olmuştur. Nihai olarak 2006 yılına gelindiğinde, özel piyasalarda kullanılan konut kredisi hacmi 1.480 Milyar USD seviyesinde ulaşmış ve toplam 1.040 Milyar USD seviyesinde olan resmi piyasa kredi toplamının %45 üzerine çıkmıştır. Aynı yıl özel piyasalarda ihraç edilen aktife dayalı menkul kıymet tutarı 1.033 Milyar USD seviyesine ulaşarak 905 Milyar USD tutarındaki resmi piyasaların üzerine çıkmıştır.¹⁴⁴

Tablo 32'deki verilerden çıkartılabilecek diğer bir sonuç Alt-A ve sub-prime kredilerdeki artış trendi yanında, kullanılan kredilerden sekuritiz edilen kısmının da artmasıdır. 2005 ve 2006 yıllarında bu piyasalarda kullanılan mortgage

¹⁴⁴ A.e., s.10.

kredilerinin önemli kısmı sekuritize edilmiş ve krediyi veren şirketlerin bilançolarında bunların küçük bir kısmı kalmıştır.

Bu verilerden çıkarılabilecek nihai sonuç, banka ve finansman kuruluşları tarafından kullanılan mortgage kredilerinin kalitesinin giderek düşmüş olması ve bu kredilerden kaynaklanan riskin sekuritizasyon ile yaygınlaşmış olmasıdır.¹⁴⁵

ii. Subprime Sürecindeki Zayıflıklar

Subprime kredilerine, kullanıldıkları süreç içerisinde bakıldığında, kredi ve sekuritizasyon işlemlerinde yer alan tarafların farklı saiklerle hareket etmesinden kaynaklanan zayıflıklar olduğu tespit edilmektedir.¹⁴⁶

Subprime piyasalarında, mortgage kredilerinin hedef kitlesi olan müşteri profili, yeterli bilgiye sahip olmayan, kullandıkları kredinin detaylarını sorgulamayan ve düşük kredibiliteye sahip yapıdadır. Bu nedenle, bu piyasada kredi kullandıran bankalar daha fazla risk nedeniyle yüksek faiz oranları uygulamaktadır. Subprime kredi borçluları, mevcut mortgage faiz oranlarına göre yaklaşık 200 ila 300 baz puan arasında daha fazla ödeme yapmaktadır. Bu durum, kredilerin geri ödenmesini güçleştiren ve mortgage krizine neden olan etkenlerden birisidir.¹⁴⁷

Subprime kredi piyasasında en fazla kredi veren banka ve finans kuruluşları aşağıdaki tabloda yer almaktadır :

¹⁴⁵ **A.e.**, s.11.

¹⁴⁶ Adam B.Ashcraft, Til Schuermann, **Understanding The Securitization of Subprime Mortgage Credit**, Federal Reserve Bank of New York Çalışma Kağıtları, No.318, Mart 2008, s.3.

¹⁴⁷ G. Crouhy, Jarrow ve Turnbull, **a.g.e.**, s.5.

Tablo 27 : En Fazla Subprime Kredi Veren Finans Kuruluşları (Milyar USD)

Kredi Veren	2006		2005	
	Hacim	Pay	Hacim	Değişim
HSBC	52.8	8.8%	58.6	-9.9%
New Century Financial	51.6	8.6%	52.7	-2.1%
Countrywide	40.6	6.8%	44.6	-9.1%
Citigroup	38.0	6.3%	20.5	85.5%
WMC Mortgage	33.2	5.5%	31.8	4.3%
Fremont	32.3	5.4%	36.2	-10.9%
Ameriquest Mortgage	29.5	4.9%	75.6	-61.0%
Option One	28.8	4.8%	40.3	-28.6%
Wells Fargo	27.9	4.6%	30.3	-8.1%
First Franklin	27.7	4.6%	29.3	-5.7%
Top 25	543.2	90.5%	604.9	-10.2%
TOPLAM	600	100%	664.0	-9.8%

Kaynak: Inside Mortgage Finance, "US Mortgage Originations", (Çevrimiçi) <http://www.imfpubs.com>, 10 Haziran 2009.

Supprime kredi verme sürecindeki problemlerden bir diğeri , banka (originator) ve yatırımcılar arasındaki aracılık faaliyetlerini yürüten kuruluşların, sekuritizasyona tabi olan kredi portföyünün niteliği hakkında, banka kadar detaylı bilgiye sahip olmamasıdır.¹⁴⁸

Bu durum, subprime piyasasında kullanılan kredileri, aktif kalitesini bozma ihtimali yüksek olması nedeniyle bilançosundan çıkartmak isteyen bankaların, sekuritize edilecek portföyde yer alan krediler hakkında doğru bilgi vermeme saikine neden olmaktadır.

Aracı kuruluşlar bir sekuritizasyon işleminin tamamlanması için gerekli tüm adımları yerine getirirler. Bu işlemler, rating firmaları ve portföy yöneticileri gibi sekuritizasyon işleminin temel oyuncularını ile ilişkilerin yürütülmesini de kapsar. Kaynak firma ile aracı kuruluş arasındaki asimetrik bilgi problemi, aracı kuruluş ile rating firmaları ve portföy yöneticileri arasında da bulunmaktadır. Bir rating şirketi, aktife dayalı olarak

¹⁴⁸ B.Ashcraft, Schuermann a.g.e, s.5.

çıkartılan menkul kıymetin rating seviyesini belirlerken büyük oranda aracı kuruluştan elde ettiği bu bilgileri baz alır.¹⁴⁹

Rating şirketlerinin yaptıkları değerlendirmeler için aldığı ücretlerin aracı kuruluşlar tarafından ödenmesi bir çıkar çatışması yaratabilecek niteliktedir. Nitekim bu durum, yatırımcıların rating şirketlerinin derecelendirmesine istinaden kararlarını aldıklarını düşünülürken, aracı firma kaynaklı yönlendirmelerin ve bu firmaların hatalı değerlendirmelerin tüm süreci etkileyebileceği anlamı taşımaktadır.

2006 yılında en fazla aracılık işlemi yapan kuruluşların bilgisi aşağıdaki tabloda yer almaktadır :

Tablo 28 : En Fazla MBS Çıkaran Aracı Kuruluşlar

Kredi Veren	2006		2005	
	Hacim	Pay	Hacim	Değişim
Countrywide	38.5	8.6%	38.1	1.1%
New Century	33.9	7.6%	32.4	4.8%
Option One	31.3	7.0%	27.2	15.1%
Fremont	29.8	6.6%	19.4	53.9%
Washington Mutual	28.8	6.4%	18.5	65.1%
First Franklin	28.3	6.3%	19.4	45.7%
Residential Funding Corp.	25.9	5.8%	28.7	-9.5%
Lehman Brothers	24.4	5.4%	35.3	-30.7%
WMC Mortgage	21.6	4.8%	19.6	10.5%
Ameriquest	21.4	4.8%	54.2	-60.5%
Top 25	427.6	95.3%	417.6	2.4%
TOPLAM	448.6	100%	508.0	-11.7%

Kaynak : Inside Mortgage Finance, "US Mortgage Originations", (Çevrimiçi)

<http://www.imfpubs.com>, 4 Nisan 2009.

Temel olarak, subprime kredi verme sürecindeki en önemli zayıflık, rating şirketlerinin derecelendirme sürecinden kaynaklanmaktadır.¹⁵⁰ Bu süreçteki bazı önemli hususlar aşağıda belirtilmiştir :

¹⁴⁹ A.e., s.7.

1. Genel olarak aktife dayalı menkul kıymetlerde (asset backed securities), portföy yapısına bağlı olarak (derecelendirilen ürün çeşitliliği de dikkate alındığında) rating notları fazla oranda değişiklik göstermekte ve özellikle etkilenen kıymetlerin sayısı (magnitude of changes) çok fazla olmaktadır. Bunun yanında, muhtemel bir kaybın volatilitesi aktif sınıflarına göre çok değişiklik göstermektedir.¹⁵¹
2. Suprime piyasasında çıkartılmış bir aktife dayalı menkul kıymetin arkasındaki kredilerin kapsamı sabittir ve bu kredilerin geri ödemelerinde problem yaşanmaya başlanması halinde bunu engelleyecek bir tedbir alınması genellikle mümkün olmaz.¹⁵²
3. Genel olarak sekuritizasyon işlemine konu aktife dayalı menkul kıymetlerin içsel derecelendirilmesinde kantitatif ağırlıklı tahmin modelleri kullanılır. Bu modellerin ekonomik konjonktürdeki değişiklikleri doğru bir şekilde ele alması modelin gücüne göre değişiklik gösterir.¹⁵³

Subprime piyasalarında rating sürecinden kaynaklanan bir diğer sonuç, özellikle CDO'lar gibi karmaşık finansal ürünlerin derecelendirme notlarında kısa sürede meydana gelen düşüşler ve bu tür karmaşık ürünlerin değerlemesinde rating firmalarının yeterli ve güvenilir veriye sahip olmamasıdır.¹⁵⁴

Mortgage krizinde önemli oranda değer kaybeden menkul kıymetler genellikle AAA ve AA ratinglidir. Bu seviyelerde derecelendirilmesine rağmen önemli oranda değerlerini yitirmiş olması karmaşık yapıya sahip ürünlerle ilgilidir. Bu finansal ürünlerin değerlendirme zorlukları farklı tipte teminat yapılarının ve nakit akışlarının değerlendirilmesinin karmaşık yapısından kaynaklanmaktadır.

¹⁵⁰ **A.e.**, s.66.

¹⁵¹ G. Crouhy, Jarrow ve Turnbull, **a.g.e.** s.26.

¹⁵² **A.e.**

¹⁵³ **A.e.**

¹⁵⁴ **A.e.**

CDO'ların gelişimine ilişkin olarak Tezin İkinci bölümünde yer vermiş olduğumuz ilgili grafikte CDO işlem hacminin 1997 yılından itibaren artmaya başladığı ve özellikle 2000'li yıllarda (2004, 2005 ve 2006 yılları) işlem hacminin çok daha geliştiği görülmektedir. CDO işlem hacmindeki bu artış konut kredileri ve özellikle yüksek getirili subprime konut kredileri karşılığında çıkartılmış menkul kıymetlerden kaynaklanmıştır. CDO'lar, daha yüksek kar elde etmek isteyen yatırımcılar için yeni bir alternatif olarak değerlendirilmiş ve hacmi artmıştır.

Bunun dışında birincil ve ikincil piyasalar içerisinde yatırımcı ve yatırım aracı sayısının günümüzde artmış olması CDO dışında, kredi temerrüt swapları (CDS), kredi ilişkili borç senetleri (CLN), toplam getiri swapları (TRS) gibi farklı ürünlerin ortaya çıkmasına neden olmuştur.¹⁵⁵

Bununla birlikte, birincil ve ikincil piyasadaki katılımcıların farklı yasal otoriteler tarafından denetleniyor olması piyasa genelinde etkili bir denetim mekanizması kurulmasını güçleştirmiştir.¹⁵⁶

Subprime mortgage kredilerinin geri ödemelerinde yaşanan problemler ile birlikte CDO portföyü geniş olan bankaların aktif değer kaybı artmaya başlamıştır. Nihai olarak da ellerinde CDO olan yatırımcıların bu menkul kıymetleri nakde döndürmek için taleplerinin artması ile birlikte Bear Sterns ve Lehman Brothers bankaları iflas etmiş, diğer büyük bankaların bir çoğu da önemli zararlar ve değer kayıpları ile karşılaşmıştır.

S&P'un raporlarına göre 2005 yılının birinci çeyreğinden 2007 yılının üçüncü çeyreğine kadar CDO'lara bağlı aktiflerin %66'sının derecelendirme notu düşmüş, %44'ünün derecesi ise yatırım yapılabilir seviyeden spekülatif seviyeye gerilemiştir.¹⁵⁷

¹⁵⁵ BDDK Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı, **a.g.e.**, s.23.

¹⁵⁶ **A.e.**

¹⁵⁷ B.Ashcraft, Schuermann **a.g.e.**, s.8.

Genel olarak sekuritizasyon işlemlerinde ve sekuritize edilen varlıklara yapılan yatırımlarda rating derecelerinin önemi büyüktür ve yatırımcıların verdikleri kararlar büyük oranda bu notlara göre belirlenir.

Rating sürecindeki bir diğer problem, rating şirketlerine yapılan ödemelerin aktifleri rate edilen şirketler tarafından ödeniyor olması ve rating şirketlerinin aynı zamanda ilgili firmalara danışmanlık veriyor olmasıdır. Bu durum çıkar çatışmasına neden olmakta ve rating şirketlerinin bağımsızlığını zedelemektedir.¹⁵⁸

Rating şirketlerinin sekuritize edilen varlıklarının derecelendirmesini yaparken ortaya çıkan bir diğer zayıflık derecelendirmeye esas verilerin doğruluğuna ilişkindir. Sekuritize edilecek aktiflerin değerlendirilmesi, menkul kıymetleri satan ihraççılar (issuers) ve aracılar (arrangers) tarafından gerçekleştirilmektedir. Rating şirketleri de derecelendirme notları için gerekli verileri ihraççılar ve aracılardan temin etmekte ve verinin doğruluğunu kontrol etmemektedir. Bu durum rating modellerinde kullanılan modellerin yanlış sonuçlar verebilmesine ve hesaplanan PD (probability of default) ve LGD (loss given default) verilerinin hatalı olmasına neden olmaktadır.¹⁵⁹

Sonuç olarak, sekuritizasyon işleminde, özellikle subprime piyasalarda yapılan aktif varlıkların ratingi, süreçteki riskleri tam olarak ayrıştıramamış ve tüm oyuncuları rating notları üzerinden karar veren sekuritizasyon işlem sürecinin büyük bir krize yol açmasına neden olmuştur.

iii. Özel Amaçlı Kuruluşların (SPV) Statüsü

Sekuritizasyon işleminin önemli bir parçası olan SPV'ler, pratikte sekuritizasyon işlemini başlatan bankalar tarafından desteklenerek kurulmaktadır. Ana firma olan bankadan sekuritizasyona konu aktifleri devralan SPV'nin kurulması için gerekli sermaye genellikle kaynak firma olan banka tarafından karşılanmaktadır.

¹⁵⁸ A.e.

¹⁵⁹ A.e. s.11.

SPV'lerin amacı, devraldıkları aktiflerden elde ettikleri getiri ile kaynak maliyeti arasındaki spread'den gelir elde etmektir. Bunun yanında SPV'lerin faaliyetlerinden kar elde edebilmeleri için devraldıkları kredilere ayrıca bir spread ödememesi gerekir. Bu da sekuritizasyon işlemine konu kredilerin AAA rating derecesine sahip olmasını gerektirir.¹⁶⁰

SPV'lerin aktif-pasif yapısına bakıldığında, uzun vadeli kredileri kısa kaynaklar ile finanse ettikleri görülür ki bu 2007 mortgage krizini teşvik eden unsurlardan bir tanesidir.¹⁶¹

Mortgage krizi başladığı zaman SPV'lerin aktifindeki varlıkların değerleri de düşmeye başlamış ve mevcut döngüyü sürdüremez hale geldikleri için ana firma olan bankalara dönmeye başlamışlardır. Bu konuda ilk olarak HSBC 28 Kasım 2007'de 45 Milyar USD'lik bir aktifi bilançosuna tekrar almak durumunda kalmıştır. Daha sonra 5 Aralık 2007'de Standard Chartered Bank 1.7 Milyar USD, Rabobank 6 Aralık 2007'de 7.6 Milyar USD ve Citigroup 14 Aralık 2007'de 49 Milyar USD tutarındaki aktifleri bilançolarına tekrar dahil etmek zorunda kalmıştır.¹⁶²

SPV'lerin krizi derinleştiren bu etkisi, temel muhasebe problemlerinden birisi olan "konsolidasyon" ve "bilanço dışı yükümlülükler" konularını tekrar gündeme getirmiştir.

iv. Finansal Varlıkların Değerlemesi

Finansal varlıkların değerlendirilmesi sürecinde uluslararası muhasebe standartlarına göre (IFRS) genellikle rayiç değer (fair value) yöntemi kullanılmaktadır.

Yürürlükte olan muhasebe standartlarından bazıları sub prime pozisyonların rayiç değer yöntemine göre muhasebeleştirilmesini mümkün kılmaktadır. Bu standartlar ve kapsamaları aşağıdaki gibidir :

¹⁶⁰ G. Crouhy, Jarrow ve Turnbull, **a.g.e.** s.30

¹⁶¹ B.Ashcraft, Schuermann **a.g.e.** s.14.

¹⁶² **A.e.**

FAS 115 : Alım satım amaçlı menkul kıymetler ve satılmaya hazır menkul kıymetler

FAS 133 : Türev ürünler

FIN 45 : Başlayan garantiler

FAS 159 : Rayiç değer hesaplaması tercih edilen pozisyonlar

Rayiç değer yönteminde, bilanço içerisinde yer alan bir finansal varlığın güncel piyasa koşullarındaki değeri esas alınmaktadır. Bu değerlendirme yönteminde finansal varlığın türüne göre farklı uygulamalar söz konusu olabilmektedir.

Birinci durumda ilgili finansal varlık likit yapıdadır ve istenildiği zaman elden çıkarılabilecek niteliktedir. Bu nedenle bu finansal varlığa ait değerlemeyi yaparken mevcut piyasa fiyatı baz alınabilmekte bu değer varlığın gerçek değerini yansıtmaktadır.

İkinci durumda, söz konusu finansal varlığın değerlemesi bir model kullanmayı gerektirmektedir. Opsiyon fiyatlaması yapılırken kullanılan Black Scholes modeli buna örnek olarak gösterilebilir. Bu tür değerlendirme modellerinde kullanılan parametreler piyasadandan elde edilebilen faiz oranları ve diğer menkul kıymet fiyatlarıdır.

Finansal varlıkların piyasa değerlemesi yapılırken geçerli olan **üçüncü durumda** ise yine bir değerlendirme modeli kullanılmakta ancak gerekli parametrelerin fiyatı piyasadandan kolayca elde edilememektedir. Bu nedenle finansal varlık değerlemesi varsayımlara ya da içeriden alınan bilgiye dayanır. FAS 157 ve SOP 94-6 no'lu muhasebe standartlarına göre üçüncü seviye menkul kıymetlerin bilanço dipnotlarında detaylı olarak anlatılması gerekmektedir.¹⁶³

Rayiç değer hesaplaması yapılan finansal varlığın değeri, birinci durumda gerçeği yansıtmakta iken ikinci ve özellikle üçüncü durumda varsayıma ve kullanılan

¹⁶³ G. Crougby, Jarrow ve Turnbull, **a.g.e.**, s.25.

modellemeye bağlı olarak objektifliğini yitirmektedir. Sonuç olarak, likit olmayan piyasalarda rayiç değer yöntemini kullanmak zorlaşmaktadırdır.¹⁶⁴

Aktife dayalı varlıkların değerlemesini yapmak bu ürünün niteliğine bağlı olarak zordur. Nakit akışı tahmini, farklı türdeki teminatlar ve karmaşık pasif yapısı değerlemeyi karmaşık hale getiren çeşitli nedenlerdir

2008 yılının ilk çeyreğinde ABD bankalarının yukarıda belirtilen üçüncü duruma giren finansal varlıklarında artışlar meydana gelmiştir. Goldman Sachs'ın raporlarında bu tip finansal varlıkların %40 oranında artarak 96,4 Milyar USD seviyesine çıktığı bildirilmekte ve bu rakamın 25 Milyar USD tutarındaki kısmının aktife dayalı menkul kıymetlerden oluştuğu anlaşılmaktadır. Bu rakamlar Morgan Stanley ve Lehman Brothers için sırasıyla 78,2 Milyar USD ve 42,5 Milyar USD seviyesindedir.¹⁶⁵

Finansal piyasaların bir kriz ortamında olumsuz bekleli içerisine girmesi bu tipteki aktiflerin değerinin düşmesine neden olmaktadır. Çünkü, bu varlıkların değerlemesinde subjektif unsurlar ve bekletiler ön planda olduğu için mortgage krizinde önemli değer kayıpları ortaya çıkmıştır. Sonuç olarak, 2007 ve 2008 yıllarında ortaya çıkan mortgage krizi, bekletileri olumsuz etkilemiş ve bu bekletiler finansal varlıkların rayiç değerinin bir sarmal içerisinde erimesine, aktif kalitesi bozulan finansal kurumların kredibilitelerinin azalmasına ve borç alamaz hale gelmesine neden olmuştur.¹⁶⁶

Rayiç değer yöntemi, menkul kıymetlerin değerlemesinde yaygın bir yöntem olmakla birlikte, tanımından kaynaklanan bir takım zorluklar içermektedir. FAS 157 rayiç değer (fair value); bir aktifin satış ya da bir pasif varlığın alış bedelinin ölçüm günü itibariyle piyasa oyuncuları tarafından belirlenen değer olarak tanımlanmaktadır. Rayiç değer yöntemine göre değerlemesi yapılacak bir varlığın satılacağı günkü

¹⁶⁴ **A.e.**

¹⁶⁵ **A.e.**, s.19.

¹⁶⁶ **A.e.**, s.22.

rayiç değeri, özellikle likit olmayan piyasalarda daha zor bir şekilde değerlendirilebilmektedir.

Rayiç değer tanımında yer alan diğer tartışmalı konu, varlığın değerlendirme zamanlaması ile ilgilidir. Bir varlığın bilançodan çıkartılacağı tarihteki değerinin finansal raporlama tarihinde farklı bir şekilde değerlendirileceği aşikardır. Bunun yanında, rayiç değer yönteminde beklentiler ön plana çıktığı için bilanço tarihi değerinden ziyade ilgili zaman dilimindeki beklentiler dikkate alınmaktadır.¹⁶⁷

2008 mortgage krizinde, subprime pozisyonların rayiç değer yönteminde göre değerlendirilmiş olması nedeniyle, ilgili varlıkları bilançolarında tutanlar ile piyasa oyuncuları arasındaki beklenti farklılıklarının ne kadar önemli olduğu görülmüştür. Özellikle 3.seviye aktiflerin değerlemesinden kaynaklanan problemler 2008 yılının üçüncü ve dördüncü çeyreğinde önemli büyüklükteki finans kuruluşlarının yüksek oranda aktif değer kaybı yaşamasına neden olmuştur.

Bu süreçte, Avrupa Bölgesi'nin en büyük bankalarından BNP Paribas Ağustos ayında 3 büyük hedge fonunu, aktif değerlemesinin likit olmayan mevcut piyasada değerlendirilmesinin imkansız hale gelmesi nedeniyle kapatmak zorunda kalmıştır. Bu fonlara ilişkin aktif büyüklük değeri 3.47 Milyar USD'den 1.6 Milyar USD'ye gerilemiştir. Kriz süresince buna benzer örnekler diğer büyük finans kuruluşlarında da (Merrill Lynch, JP Morgan vb. ABD menşeli kurumlar da dahil olacak şekilde) meydana gelmiştir.¹⁶⁸

v. Şeffaflık ve Sistemik Risk

Yukarıdaki bölümlerde de bahsedildiği üzere mortgage krizinin nedenlerinden bir tanesi, sub prime piyasalarda işlem gören finansal ürünlerin karmaşık yapısıdır. Ürünlerin bu durumu fiyatlama, derecelendirme ve risk değerlendirmesi süreçlerinin, yatırımcılar tarafından gerektiği şekilde anlaşılmasına neden olmuştur. Bununla

¹⁶⁷ Stephen G. Ryan, "Accounting in for The Subprime Crisis", (Çevrimiçi) <http://papers.ssrn.com>., 4 Nisan 2009, s.28.

¹⁶⁸ G. Crouhy, Jarrow ve Turnbull, **a.g.e.**, s.21.

birlikte yatırımcılar rating şirketlerinin yaptığı bu değerlendirmeye istinaden kararlarını vermektedir.¹⁶⁹

Şeffaf olmayan bu süreçte alınmış olan yatırım kararları ilgili firmaların yükümlülüklerinin de net olarak anlaşılmasına neden olmaktadır.

Sistemik risk bir piyasanın başka bir piyasayı etkileme imkanı varsa ortaya çıkmaktadır. Kriz döneminde bir çok portföy yöneticisi aktifte dayalı menkul kıymetlerini satarak hazine bonosu gibi enstrümanlara yönelmiş ve bu piyasadaki fiyatların artmasına ve getirinin azalmasına neden olmuştur.¹⁷⁰

Şeffaflık eksikliğine bağlı olarak mortgage kredilerinin teminatları konusunda tam bilgi sahibi olunmaması yatırımcılar nezdinde panik yaratmış ve bu psikoloji ABS dışındaki piyasaları da etkilemiştir. Sonuç olarak, subprime piyasalarında oluşan belirsizlik sistemik olarak diğer piyasaları da olumsuz etkilemiştir.

b. Mortgage Krizinden Alınan Dersler ve İyileştirme Önerileri

Mortgage krizi ile ilgili olarak yukarıda yer verilen kısımlarda, ABD mortgage piyasasının işleyişinden kaynaklanan zayıflıklara yer verilmiştir. Bu zayıflıklar içerisinde de özellikle rating sürecinin önemli zafiyetler içerdiğinden bahsedilmiştir. Bu çerçevede yaşanan bu krizde etkisi önemli olan rating süreci için alınan derslerden yola çıkarak aşağıdaki konularda iyileştirme kaydedilmesi gerektiği düşünülmektedir :

- a) Rating şirketlerinin, verdikleri notun ne anlama geldiğini net bir şekilde açıklaması, ölçüm kriterlerinin, kapsamının ve kullanılan verilerin şeffaflığının sağlanması gerekmektedir.

¹⁶⁹ A.e., s.25.

¹⁷⁰ A.e.

- b) Kullanılan ölçüm metodolojisi ve varsayımlarının açık olması, ve bu suretle verilen bir rating notunun gerekirse ilgili üçüncü şahıslar tarafından denetlenmesi ve yeniden hesaplanması sağlanmalıdır.
- c) Özellikle karmaşık finansal ürünlerin (ABS ve CDO'lar gibi) derecelendirilmesindeki güvenilir veri problemi göz önünde bulundurularak, bu tür ürünlerin değerlemesinde kullanılan verilerin devlet gözetimindeki bir teşkilat tarafından kontrol edilmesi ve denetlenmesi sağlanmalıdır.
- d) Rating şirketleri tarafından kullanılan verinin denetlenebilir olması gerekir.

Bunun dışında bankalarca kullanılan kredilerin bankaların hesaplarından çıkarak artan bir kompleks yapıya ve karmaşıklığa başka ürünlere dönüşmesi sürecinin (originate to distribute), ya da bu çalışma kapsamında belirtildiği şekilde sekuritizasyon sürecinin efektif şekilde işleyebilmesi için piyasadaki tüm oyuncuların risk yönetimi politikaları ve kamuyu bilgilendirme konularında yüksek standartlara sahip olması ve ilgili risklerin ölçümü için güvenilir ve anlaşılır derecelendirmelerin var olması durumunda mümkündür.¹⁷¹ Bu çerçevede bankaların kredi kullanımına ilişkin değerlendirme sürecinde daha hassas davranması önemlidir.

Bunun yanında önemli konulardan bir diğeri muhasebe standartları ve özellikle 3.seviye menkul kıymetlerin muhasebeleştirilmesi ile ilgilidir.

Sekuritizasyon işlemlerinin muhasebeleştirilmesi konusunda FAS 140, IAS 39 ve FRS 5 sekuritizasyon muhasebesi ile ilgili temel esasları içermektedir.¹⁷² Subprime Mortgage Krizi ile birlikte bu standartlar ve özellikle FAS 140'ın içeriği ve QSPE (Qualifying Special Purpose Entity) düzenlemeleri, ilgili otoriteler tarafından tartışılır hale gelmiştir.¹⁷³

¹⁷¹ BDDK Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı, **a.g.e.**, s.5.

¹⁷² Financial Accounting Standards Board "FASB Interpretation No 46 ;Consolidation of Variable Interest Entities an interpretation of ARB", (Çevrimiçi) <http://www.fasb.org>, 27 Temmuz 2009.

¹⁷³ International Accounting Standards Board (IASB), "IASB Response to the Financial Crisis", **a.g.e.**

Bu tartışmalar çerçevesinde gerek IASB (International Accounting Standarts Board), gerekse FASB (Financial Accounting Standarts Board) tarafından yürütülen değişiklik projeleri mevcut olup bu projelerin devamlılığı sağlanmalıdır.

C. Sekuritizasyonun Banka Bilançosu Üzerindeki Etkileri

Bankaların finansman yöntemleri temel olarak ;

- Yabancı kaynaklar ile finansman sağlama (borçlanma)
- Sermaye arttırımı (halka arz, yeni hissedar girişi vb. yöntemler)

olarak sıralanabilir. Bu yöntemler arasında bir karşılaştırma yapıldığında borçlanmanın faiz oranına bağlı olarak değişen bir maliyet yaratırken, sermaye arttırımı yönteminde vergisel maliyetler ön plana çıkmaktadır.¹⁷⁴

Yukarıda belirtilen temel finansman yöntemleri dışında, sekuritizasyon ya da kredi satışı ile de finansman yaratmak mümkündür. Bu yöntemler arasında bir karşılaştırma yapıldığında sekuritizasyon yönteminin bazı avantajlar oluşturduğu görülür.

Sekuritizasyonun avantajlarını değerlendirirken, bu işlemdeki bazı alternatif yöntemler dikkate alınabilir. Örneğin bir CLO (collateralized loan obligations) işleminde originator olan banka kredilerini aktif dışına devretmek ile birlikte belli bir mikar sermayesini de yatırmakta ve sekuritizasyona tabi olan kredilerin izleme fonksiyonunu da yerine getirmektedir. Ya da bir SCLO (synthetic collateralized loan obligations) işleminde sekuritize edilen kredilerin bir kısmı banka bilançosunda bırakılmakta bununla birlikte bu kredilerin batma riski için bir güvence satın alınmaktadır.

¹⁷⁴ Timothy W Koch, S.Scott Macdonald, **Bank Management**, USA, Thomson Southwestern,1998, s.463.

Sekuritizasyon işlemi temel olarak, bir banka bilançosunda yer alan kredilerin aktif dışına çıkartılması ve bunun karşılığında likit varlık elde edilmesi suretiyle etkiler doğurmaktadır. Sekuritizasyon işlemi ile birlikte kredi riski, likidite riski ve sermaye yeterlilik oranı gibi temel veriler etkilenmektedir.

Sekuritizasyon işleminin banka bilançosu üzerindeki etkileri temel olarak iki başlıkta incelenebilir. Bunlar sekuritizasyonun banka kredileri ve kredi verme eğilimi üzerindeki etkileri ve banka risk yapısı ve sermaye yeterliliği üzerindeki etkileridir.

1. Krediler Üzerindeki Etkiler

Sekuritizasyon işlemi temel olarak banka bilançosunun aktif kısmında yer alan krediler karşılığında gerçekleştirilmektedir. Bu nedenle sekuritizasyon işleminin krediler üzerindeki ilk etkisi bankanın kredi riskini azaltmasıdır.

Bununla birlikte sekuritizasyon hacmi ve kredi riski birlikte karşılaştırıldığında, sekuritizasyon hacminin genişlemesi ve bankaların kredi riskinin artmasının paralel bir seyir izleyebildiği de görülmektedir.

Özellikle 1990 yıllardan itibaren artış gösteren tüketici kredileri ve bu kredilerin içinde önemli yer teşkil etmeye başlayan kredi kartları, kredi kartı alacaklarının sekuritize edilmesi ile birlikte daha da artış göstermiştir. Bu alacakların sekuritize edilerek bilanço dışına çıkartılması bankaların sermaye yeterliliğini olumlu olarak etkilemekte ve sekuritizasyon yöntemi ile bilanço dışına çıkartılan kredi alacakları ile birlikte maruz kalınan kredi riski daha da arttırmaktadır.¹⁷⁵

Artan CDO hacmi ile birlikte, sekuritizasyon yöntemi ile menkul kıymet ihraç eden bankaların yarattığı sistemik risk daha çok artış göstermektedir. Bu artış, bankanın mali durumunun sağlıklı olmaması durumunda fazlalaşmaktadır.¹⁷⁶

¹⁷⁵ Calomiris, Mason, **a.g.e.**, s.3.

¹⁷⁶ Dennis N.Hansel, Jan Pieter Krahenen, "Does Securitization Reduce Bank Risk? Evidence from the European CDO Market", (Çevrimiçi) <http://www.nccr-finrisk.uzh>, 20 Temmuz 2009, s.1.

Sekuritizasyon işlemi, banka kredilerinin kaynak maliyetindeki dalgalanmalardan daha az etkilenmesini sağlamaktadır. Bankaların kredi verme eğilimi üzerinde etkili olan önemli verilerden bir tanesi faiz oranları olup krizler ile birlikte meydana gelen dalgalanmalardan etkilenmektedir. Bu tür dönemlerde bankalar daha az kaynak toplayıp daha az kredi verme eğilimine girebilmektedir. Bununla birlikte sekuritizasyon ile banka aktifleri içerisinde yer alan likit olmayan varlıkların likit hale gelmesi mümkün olabilmektedir. Bunun sonucunda bankaların kredi olarak kullanılabilecekleri kaynaklar artmaktadır.¹⁷⁷

Özellikle sekuritizasyon hacmindeki önemli artış bankaların likidite yaratma faaliyetlerini önemli oranda etkilemiştir. Sekuritizasyon ile birlikte bankalar “originate and hold” (kullandır ve tut) modelinden “originate and sell” (kullandır ve sat) modeline geçmiştir. Sekuritizasyon ile birlikte büyüyen ikincil piyasalar, bankaların daha yüksek hacimlerde kredi kullanılabilesine sebep olmuş ve finansal dalgalanmaların kredi hacimleri üzerindeki azaltıcı etkilerini minimize etmiştir.¹⁷⁸

Sekuritizasyon işlemi banka kanalı üzerinden işleyen para politikalarındaki transmasyon mekanizmasını da etkilemektedir. Sekuritizasyonun kredi hacmi üzerindeki etkilerini 1999 – 2005 dönemindeki ABS hacmi ile birlikte inceleyen bir çalışmada, para politikaları ile bankaların kredi verme eğilimi arasındaki bağlantının azaldığı gözlemlenmiştir.¹⁷⁹

Sekuritizasyon işlemi bankaların kredi kullanım oranlarını arttırmakla birlikte genel ekonomik parametrelere olan etkisi sınırlı olmaktadır. Bu konuda yapılan bir çalışmada; sekuritizasyon işlemi ile yaratılan kaynağın banka kredilerini ortalama

¹⁷⁷ Elena Loutschina, “Does Securitization Affect Bank Lending ? Evidence from Bank Responses to Funding Shocks”, (Çevrimiçi) <http://papers.ssrn.com>, 20 Temmuz 2009, s.1,2,25.

¹⁷⁸ Elena Loutschina, Philip E.Strahan, “Securitization and the Declining Impact of Bank Finance on Loan Supply: Evidence from Mortgage Acceptance Rates”, (Çevrimiçi) <http://papers.ssrn.com>, 20 Temmuz 2009, s.1,2,26.

¹⁷⁹ Yener Altunbaş, Leonardo Gambacorta, David Marques, **Securitisaton and The Bank Lending Channel**, Avrupa Merkez Bankası Çalışma Kağıtları No 838, Aralık 2007, s.5,6.

%10 oranında arttırmakla birlikte ekonomik büyümeye olan katkısının daha sınırlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.¹⁸⁰

2. Risk Yönetimi ve Sermaye Yeterliliği Üzerindeki Etkileri

Sekuritizasyon işleminin sermaye yeterliliğine etkileri konusunda Basel düzenlemelerine bakıldığında Basel 1988 uzlaşısı içerisinde herhangi bir düzenlemenin yer almadığı görülmektedir. Basel II yayımlanıncaya kadar sekuritizasyona ilişkin esaslar Basel Komitesince yayımlanan açıklayıcı nitelikteki raporlarda yer almıştır (Asset Securitization, Consultative Documents, Basel Committee on Banking Supervision, Ocak 2001, <http://www.bis.org>).¹⁸¹

İlgili raporlarda, bankaların menkul kıymetleştirilen alacaklarının sermaye yükümlülüklerine tabi olmaması için aşağıdaki şartların mevcut olması gerekmektedir :

“1. Devredilen alacaklar, hukuken kaynak şirketten ve kaynak şirketin risklerinden izole edilmeli, yani, iflas durumunda kaynak şirket ve/veya kaynak şirketin alacaklıları, menkul kıymetleştirilen alacaklar üzerinde bir hak iddia edememeli ve bu durum bir hukuki görüş ile desteklenmelidir.

2. Özel amaçlı kuruluş muhasebe standartlarında belirlenen kriterlere uymalı ve özel amaçlı kuruluşta hak sahibi olanlar alacaklar üzerinde de hak sahibi olmalıdır.

3. Kaynak şirketin, devredilen alacaklar üzerinde fiili veya dolaylı kontrolü bulunmamalıdır.

¹⁸⁰ Adam B. Ashcraft, Charles Steindel, **Measuring the Impact of Securitization on Inputted Bank Output**, Federal Reserve Bank Of New York Çalışma Kağıtları, 4 Şubat 2008, s.14.

¹⁸¹ Doğru, “Basel II ve IAS 39 Muhasebe Standardı Çerçevesinde Menkul Kıymetleştirme İşleminin Türkiye’de Banka ve Diğer Kaynak Şirketlerinm Bilanço ve Sermaye Yeterliliği Yükümlülüklerine Etkileri”, **a.g.e.** s.53 .

Yukarıdaki şartlar tam olarak yerine gelmedikçe, temlik, muhasebe standartlarına göre veya hukuken “gerçek satış” olarak kabul edilse dahi menkul kıymetleştirilen alacakların, sermaye yeterliliği rasyosunun hesabında yükümlülük olarak dikkate alınması gerekecektir. Dolayısıyla menkul kıymetleştirilen alacakların konutlar üzerinde kurulu ipotek teminatı taşınması durumunda yüzde 4, bu şekilde ipotek teminatı taşınmaması durumunda yüzde 8 oranında sermaye ayırma yükümlülüğü ortaya çıkacaktır.”¹⁸²

Basel Komitesi Haziran 2004’de Basel II’yi yayımlamış ve sermaye maliyeti ve sekuritizasyona ilişkin hükümleri belirlemiştir.

Basel II’deki sermaye maliyetine ilişkin bu genel açıklamaları dışında, ilgili düzenlemede sekuritizasyon işleminin sermaye yeterliliğine tabi olmaması için aranan şartlara detaylı olarak yer verilmiştir.

Basel II’ye göre bankaların, menkul kıymetleştirilen alacaklarını sermaye ayırma yükümlülüğü doğuracak varlıklar içine dahil etmemesi, yani bunlar karşılığında bir sermaye ayırma yükümlülüğüne tabi olmamaları için sekuritizasyonun aşağıdaki şartlara uygun olarak yapılması gerekmektedir (Basel II Part 2, IV. C.1):

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

2. Kaynak şirketin (bankanın), devredilen alacaklar üzerindeki fiili veya dolaylı kontrolü devam etmemelidir. Devredilen alacaklar, hukuken kaynak şirketten ve kaynak şirketin risklerinden izole edilmeli yani iflas durumunda kaynak şirket ve/veya kaynak şirketin alacaklıları, menkul kıymetleştirilen alacaklar üzerinde bir hak iddia edememeli ve bu durum bu konuda uzman bir hukuk danışmanın hukuki görüşü ile desteklenmelidir.

Kaynak şirketin (i) devrolan alacaklardaki değer artışlarını elde etmek amacıyla bu alacakları geri satın alma imkanına sahip olması veya (ii) kaynak şirketin devrettiği alacakların risklerinden sorumlu olmaya devam etmesi halinde kaynak şirketin

¹⁸² A.e., s.53, 54.

devrettiği alacakların fiili kontrolünü elinde bulundurmaya devam ettiği kabul edilecektir.

3. İhraç olunan varlığa dayalı menkul kıymetlerin geri ödenmesi kaynak şirket tarafından taahhüt edilmiş olmamalıdır.

4. Alacakları temlik alan bir özel amaçlı kuruluş olmalı ve bu kuruluşta hak sahibi olanlar menkul kıymetleştirilen alacaklar üzerinde de bir kısıtlamaya tabi olmaksızın hak sahibi olmalıdır.

5. “Clean-up calls”¹⁸³ hakkı tanınmışsa bu hak aşağıdaki koşullara uygun kullanılmalıdır :

i. “Clean-up calls” in kullanılması zorunlu değil; kaynak şirketin inisiyatifine bırakılmış olmalıdır.

ii. “Clean-up calls”, sekuritizasyonda güvence sağlama (credit enhancement) fonksiyonunu yerine getirme ve yatırımcıların sahip oldukları güvencelere ilişkin risklerden kaçınma amacıyla kullanılmamalıdır.

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

6. Sekuritizasyon işlemine ilişkin sözleşmelerde:

- (i) Kaynak şirketin alacak havuzundaki alacakları değiştirmek suretiyle havuzun ağırlıklandırılmış ortalama geri ödeme kalitesini yükseltme yükümlülüğüne,

¹⁸³ Sekuritizasyon işleminde tedavülde kalan varlığa dayalı menkul kıymetlerin erken itfasına sebep olacak şekilde kaynak şirkete tanınan, menkul kıymetleştirilen alacakları geri satın alma hakkı.

- (ii) Sekuritizasyon işleminin gerçekleşmesinden sonra kaynak şirket tarafından sağlanmış güvencelerin artırılmasına veya
- (iii) Menkul kıymetleştirilen alacak havuzunun geri ödeme kalitesinin düşürülmesi karşılığında yatırımcılara veya güvence sağlayanlara ödenecek getirilerin artırılmasına

yönelik hükümlerin bulunmaması gerekmektedir.

Yukarıdaki şartların tamamı mevcut olsa dahi eğer bir banka var olan sözleşmesel yükümlülüklerini aşar şekilde yükümlülük altına girerse bu banka, menkul kıymetleştirilen alacaklar için bu alacaklar hiç menkul kıymetleştirilmemiş gibi sermaye yeterliliği yükümlülüklerine tabi olacaktır. Zımni destek olarak adlandırılan bu durumda banka ayrıca, sekuritizasyon işlemine sözleşmesel olmayan bir destek sağladığını ve bunun sermaye yeterliliği üzerindeki etkilerini kamuya açıklamakla yükümlü tutulmuştur (Basel II Part 2,D.1.ii).

Bir banka, bir sekuritizasyon işleminin yukarıdaki şartlara uygun yapılmış olması sebebiyle menkul kıymetleştirilen alacakları için sermaye ayırma yükümlülüğüne tabi olmasa bile eğer sekuritizasyon işlemine aynı zamanda güvence sağlıyor ve bu nedenle bir mali yükümlülük altına giriyorsa Basel II'ye göre bu yükümlülükler karşılığında da belirli bir sermaye bulundurma zorunluluğu bulunmaktadır. Aynı şekilde menkul kıymetleştirilen alacakların devredilmesi karşılığında elde edilen kazanç üzerinde menkul kıymet sahipleri hak sahibiyse bu kazanç da özel bir sermaye yükümlülüğüne tabi olmaktadır.”¹⁸⁴

Basel II, bankaların sadece sekuritizasyon işlemine sadece kaynak şirket olarak katılmasına değil aynı zamanda menkulleştirilen varlıklara yatırım yapmasında uygulanacak sermaye yeterliliği kurallarını da düzenlemiştir.

¹⁸⁴ A.e., s.55, 56.

Sekuritizasyon işleminin banka bilançosu üzerindeki en önemli etkisi riskler ve sermaye yeterlilik oranı üzerinde oluşmaktadır. Bu finansal enstrümanın gelişmesine katkı sağlayan en önemli etken de bilanço üzerindeki bu etkileridir.

Temel olarak sekuritizasyon banka risklerini azaltmakta ve sermaye yeterlilik oranı arttırarak sermaye maliyetini düşürmektedir.

Sekuritizasyon işleminin bankanın riskleri üzerindeki etkileri konusunda Jiangli, Pritsker ve Raupach tarafından yapılan bir çalışma ilgi çekicidir. Bu çalışmada 2001 - 2006 yılları baz alınarak bu dönemde sekuritizasyon işlemi gerçekleştiren belli bir grup banka incelenmiştir. İlgili dönem içerisinde 147 mortgage, 34 kredi kartı, 24 HEL (Home Equity Lines), 32 C&I(Commercial and Industrial Loans) ve 48 tane de diğer başlığı altındaki sekuritizasyon işlemi gerçekleştirilmiştir. Bunun dışında, ilgili dönem içerisinde hiç sekuritizasyon işlemi yapmayan bankalar da yer almaktadır.

Analiz sonucunda, sekuritizasyon işlemi ile bankaların ROE (return on assets) değerinin 1 bp ila 142 bps arasında artış gösterdiği, kaldıraç oranlarının da 43 ila 153 bps arasında artış gösterdiği gözlemlenmiştir.¹⁸⁵ Bunun dışında sekuritizasyon işleminin risk ve volatilitiyi azalttığı görülmüştür.¹⁸⁶ Çalışmada çıkan bir diğer sonuç, vergi oranları ve sermaye maliyetlerine bağlı olarak bankaların sekuritizasyon işlemi yapma eğiliminin arttığıdır.¹⁸⁷

Benzer bir çalışma Micahalak ve Uhde tarafından da gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada da 1997 - 2007 dönemi baz alınarak, Batı Avrupa'da yerleşik 55 adet halka açık bankanın 743 adet sekuritizasyon işlemi incelenmiştir. Çalışmada bu veriler ışığında sekuritizasyonun, bankaların mali yapısının istikrarlılığı üzerindeki etkileri incelenmiştir.

Micahalak ve Uhde tarafından yapılan analiz sonuçlarına göre, sekuritizasyon işleminin sermaye yeterliliğini ve maruz kalınan riskleri rahatlatıcı etkisi olduğu tespit

¹⁸⁵ Wenying Jiangli, Matthew Pritsker, Peter Raupach, "Banking And Securitization", **Journal of Banking and Finance**, 23 Kasım 2007, s.39-40.

¹⁸⁶ **A.e.**, s.41.

¹⁸⁷ **A.e.**, s.42.

edilmiştir. İnceleme sonucunda bankaların finansal kaldıraç oranının da olumlu etkilendiği görülmüştür. Bu olumlu etkiler yanında, incelemede kullanılan z-score tekniği ile varılan bir diğer sonuç analiz yapılan dönem içerisinde kredi sekuritizasyon işlemi ile finansal istikrar arasında negatif bir ilişki olduğudur.¹⁸⁸

Sekuritizasyonun sermaye yeterliliği ve risk yönetimi üzerindeki etkileri konusunda hazırlanmış ampirik bir diğer çalışma Dionne ve Harchaoui tarafından yapılmıştır. Çalışmada kurulan bir model ile sekuritizasyon ve risk bazlı sermaye yeterlilik rasyoları arasındaki ilişki incelenmiş ayrıca sekuritizasyonun banka risklerine etkileri analiz edilmiştir. Yapılan çalışmanın sonuçlarına göre, sekuritizasyon sermaye yeterliliğini rahatlatıcı etkiler yaratmakta ancak sonrasında bankaların daha fazla kredi kullanarak risk seviyelerini arttırdıkları tespit edilmiştir. Bu sonuca göre, sekuritizasyon işleminin risk yönetimi ve sermaye yeterliliği üzerindeki olumlu etkileri bankaların risk iştahına bağlı olarak sekuritizasyon öncesindeki seviyelerin üzerine çıkabilmektedir.¹⁸⁹

¹⁸⁸ Tobias Michalak, Andre Uhde, "Credit Risk Securitization and Banking Stability", (Çevrimiçi) <http://papers.ssrn.com>, 15 Nisan 2009, s.22-23.

¹⁸⁹ Georges Dionna, Tarek M.Harchaoui, "Banks' Capital, Securitization and Credit Risk : an Empirical Evidence for Canada", (Çevrimiçi) <http://papers.ssrn.com>, 15 Nisan 2009 , s.20.

III. BÖLÜM

TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ'NDE SEKURİTİZASYON VE SERMAYE GEREKSİNİMİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

A. Türk Bankacılık Sektörü'nde Sekuritizasyon

1. Sermaye Piyasası Mevzuatı'nda Sekuritizasyon

Türkiye'de sekuritizasyon ile ilgili mevzuat kapsamında üç önemli kanun uygulamaya konulmuştur. Bunlardan birincisi 13.05.1992 tarihinden önceki dönemi kapsamaktadır. Bu tarihten önce D tipi finansman bonoları ve banka garantili bonolara ilişkin düzenlemeler sekuritizasyon konusunda Sermaye Piyasası Mevzuatında yer alan düzenlemeleri oluşturmuştur.¹

13.05.1992 tarihinde ise 21227 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren **3794** sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile sekuritizasyon konusundaki ilk yasal düzenlemeler yapılmıştır.

3794 sayılı Kanun'dan önce, Medeni Kanunumuzda (MK md. 970-972) rehinli tahvil ismi ile düzenlenmiş olan uygulama, Kıta Avrupası'nda çok eskilerden bu yana yaygın olarak uygulanan ipotekli tahvil (mortgage bonds veya covered bonds) ile aynıdır. Dolayısıyla sekuritizasyon işlemi için aslında kanuni bir düzenlemeye ihtiyaç bulunmamaktadır. Varlığa dayalı menkul kıymetlerin mevcut özel hukuk hükümleri çerçevesinde ihraç edilmesi mümkündür. Kanuni düzenleme daha çok alacağın temlikinin tabi olduğu kanun hükümlerinin sekuritizasyon için uygun olmaması durumunda bunları değiştirmek ya da özel amaçlı kuruluşu iflas ve vergi risklerinden korumak amacıyla yapılmaktadır.²

¹ Nurcan Öcal, **Türkiye'de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, Ankara, SPK Yayınları No 106,1997 s.37.

² Halil Doğru, **Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage, Genel ve Hukuki Esaslar**, İstanbul, Doğru Hukuk Yayınları, 2007s.248.

a. 3794 Sayılı Kanun

13.05.1992 tarih ve 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 13/A maddesinde Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK) aşağıdaki gibi belirtilmiştir:

“Alacaklar ve duran varlıklar karşılık gösterilerek Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler ihraç edilebilir. Bunları ihraç edecek kuruluşlar, ihraç şartları, karşılık gösterilecek alacak ve varlık türler, ihraç limiti, değerlendirme ilke ve esasları, nitelikleri Kurul tarafından çıkartılacak tebliğler ile düzenlenir.

VDMK'ler ihraççıların kendi ticari işlemlerinden doğmuş alacakları ve SPK'nın ilgili tebliği hükümleri çerçevesinde temellük edecekleri alacakları karşılığında SPK tarafından kayda alınarak ihraç edilen kıymetli evraklardır.”³

Bu ve ilgili maddelere göre VDMK ihracına ilişkin düzenlemeleri yapmak ve VDMK ihracı ile uğraşacak genel finans ortaklıklarını denetlemek yetkisi Sermaye Piyasası Kurulu'na (SPK) verilmiştir.

İlgili Kanunu'nun 13/A maddesinde VDMK'lerin duran varlıklar ve alacak karşılık gösterilmek suretiyle ihraç edilebileceği belirtilmekte ancak duran varlıklar karşılık gösterilmek suretiyle ihraç edilecek VDMK'ler henüz düzenlenmemektedir.⁴

İlgili Kanuna ilişkin tebliğ başlığı tüm VDMK'leri içerdigi izlenimi vermekle birlikte, tebliğin Amaç ve Kapsam başlıklı birinci maddesinde yalnızca alacaklar karşılık gösterilmek suretiyle ihraç edilerek VDMK'lerin düzenlendiği belirtilmektedir.⁵

İlgili Kanunda, VDMK ihracına konu olabilecek alacak türleri şöyle sıralanmıştır :

- 1) “Tüketici Kredileri: Bankalar tarafından gerçek kişilere, ticari amaçla kullanılmamak kaydıyla kullanılan kredilerdir.

³ Öcal, **a.g.e.**, s. 38.

⁴ **A.e.**, s.41.

⁵ **A.e.**, s.42.

- 2) Konut Kredileri: Bankaların hazır konut alan kişilere açtıkları bireysel kredilerdir.
- 3) Finansal Kiralama Sözleşmesinden Doğan Alacaklar: 3226 Sayılı Finansal Kiralama Kanunu ile ilgili mevzuat çerçevesinde yapılan sözleşmelerden doğan alacaklar.
- 4) İhracat İşlemlerinden Doğan Alacaklar: Yurtdışı factoring işlemlerinden doğan alacakları kapsamaktadır.
- 5) Diğer Alacaklar: Bankalar dışındaki, mal ve hizmet üretimi faaliyetlerinde bulunan anonim ortaklar ile Kamu İktisadi Teşebbüslerinin müşterilerine yaptıkları taksitli satışlardan doğan senede bağlanmış alacaklardır.”⁶

VDMK’ler doğrudan veya alacakların temellükü suretiyle dolaylı ihraç edilebilmektedir. İhraççı kuruluşun kendi ticari işlemlerinden doğan alacakları karşılığında VDMK ihraç etmesine doğrudan ihraç, başka kuruluşların alacaklarını temellük ederek bunlar karşılığında ihraçta bulunmasına da dolaylı ihraç denilmektedir. VDMK’lerin halka arz yolu ile satışı zorunludur ve başka türlü VDMK ihraç etmek bu kanun uyarınca mümkün olmamaktadır.⁷

VDMK’lerin dolaylı olarak ihraç edilmesi durumunda, menkul kıymetleri ihraç edebilecek kuruluşlar ;

- a. Bankalar,
- b. Finansal kiralamaya yetkili kuruluşlar,
- c. Genel finans ortaklıkları

⁶ A.e., s.43.

⁷ A.e., s.44.

olarak sıralanabilir.⁸

Bankalar, kendi ticari işlemlerinden doğan ve menkul kıymetleştirilebilecek alacak türleri arasından yer alan tüketici ve konut kredileri karşılığında doğrudan VDMK ihraç edebilecekleri gibi menkulleştirilebilecek başka kuruluşlara ait alacakları da temellük etmek suretiyle dolaylı olarak da ihraç edebilmektedir.⁹

VDMK ihracına konu olabilecek alacakları temellük ederek bunlar karşılığında ihraçta bulunabilme hakkı sadece bankalar ve genel finans ortaklıklarına verilmiştir. Alacakların temliki, alacaklarını temlik eden kuruluş ile banka arasında yapılacak temlik sözleşmesi ile gerçekleştirilmektedir.

3794 Sayılı Kanun'daki VDMK Uygulamasının Sekuritizasyon İşleminden Farklılıkları

3794 Sayılı Kanundaki varlığa dayalı menkul kıymet tanımına bakıldığında, bu menkul kıymetlerin alacaklar ve duran varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edileceği belirtilmekte, ihraç koşullarına ilişkin detaylara ise SPK Seri III No 14 Tebliğ'de yer verilmektedir. Bu Tebliğ'de, Kanununun 13/A maddesinde düzenlenen varlığa dayalı menkul kıymetler düzenlenmiştir.

SPK'nın bu Tebliğ ile varlığa dayalı menkul kıymet çeşitleri içinden sadece "alacaklar" karşılık gösterilerek ihraç edilenleri düzenlemeyi amaçladığı anlaşılmaktadır. SPK tarafından "duran varlıklar"¹⁰ karşılık gösterilerek çıkarılacak varlığa dayalı menkul kıymetlere ilişkin bir düzenleme yapılmamıştır.¹¹

⁸ A.e., s.45.

⁹ A.e.

¹⁰ Duran varlıktan kasıt eşyanın taşınır ve taşınmaz oluşu gibi hukuksal nitelikleri değil muhasebe ve finansman açısından bu varlığın paraya çevrilebilme süresi yani likiditesi dikkate alınmaktadır. Bunun yanında duran varlık söz konusu edildiğinde de menkul kıymetleştirilen duran varlığın kendisi değil , bu duran varlıktan elde edilecek nakit akımları anlaşılmalıdır.

¹¹ Doğru, **Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage, Genel ve Hukuki Esaslar**, s.249.

3794 Sayılı Kanun metninde yer alan VDMK uygulaması ile sekuritizedasyon işlemi karşılaştırılırsa şu farklılıklar belirtilebilir :

- 1) Gerçek anlamda bir sekuritizedasyondan söz edebilmek için menkul kıymetleştirilecek varlığın mutlaka menkul kıymetin geri ödenmesinde kullanılacak bir nakit akımı yaratması gerekir. Binadan elde edilecek nakit akımları devredilmeksizin sadece binanın bedeli teminat gösterilerek yapılan menkul kıymet ihracı da sekuritizedasyon olarak kabul edilemez ve bir şirketin bu şekilde, kendi aktifindeki bir taşınmaz karşılığında menkul kıymet ihraç etmesi Medeni Kanun'da düzenlenen ipotekli borç senetleri veya irat senetlerine benzer. Bununla birlikte, SPK tebliğine bakıldığında bu ayırımın net bir şekilde yer almadığı anlaşılmaktadır.¹²
- 2) SPK varlığa dayalı menkul kıymetleri, esas olarak alacak temellük etmek suretiyle ve alacak temliki olmaksızın bir şirketin kendi aktifindeki alacaklar karşılığında doğrudan ihraç edilenler olarak ikiye ayırmaktadır. Buradan anlaşıldığı gibi SPK, bir şirketin kendisinin kendi aktifinde bulunan alacakları karşılık göstererek ihraç ettiği, yani özel amaçlı kuruluş kullanılmadan ihraç edilen menkul kıymetleri (doğrudan ihraç) de varlığa dayalı menkul kıymet saymaktadır. Bu değerlendirme, VDMK'ları diğer menkul kıymetlerden ayıran en önemli özellik olan alacakların özel amaçlı kuruluşa devri ve VDMK'nın bu SPV tarafından çıkartılması gereği ile çelişmektedir.¹³ Türkiye'de bugüne değin yapılan VDMK ihraçlarının tamamı doğrudan ihraç şeklinde gerçekteştirilmiştir.¹⁴
- 3) 3794 sayılı Kanun'daki VDMK düzenlemelerini gerçek bir sekuritizedasyon işleminden ayıran diğer bir konu VDMK sahiplerinin alacaklarının korunmasına ilişkindir. İlgili Kanun'daki düzenlemeye bakıldığında VDMK

¹² **A.e.** s.250.

¹³ **A.e.**, s.252.

¹⁴ **A.e.**, s.253.

ihraç limitinin menkul kıymetleştirilen alacaklara orantılı olarak belirlenmesi yatırımcılar için yeterli bir güvence sağlamamaktadır.¹⁵

- 4) VDMK ihracında şirket öz sermayesini kıstas alan tahvil ihraç limiti de uygulanmadığında yatırımcılar, karşılık gösterilen alacaklara güvenerek öz kaynakları yetersiz, aşırı borçlanmış bir şirketin çıkardığı menkul kıymetleri satın alma durumu ile karşı karşıya kalabilecektir. Bu durumda ihraççı şirket iflas ettiğinde aşırı borçlu olması ve menkul kıymetleştirilen alacaklar üzerinde diğer alacaklıların da hak iddia etmeleri neticesinde menkul kıymetleştirilen alacaklar ödenmesine rağmen VDMK sahipleri alacaklarını tahsil edememe durumu ile karşılaşabileceklerdir. Bu durum nedeniyle Kanun kapsamında ihraç edilen bir VDMK'nın tahvil gibi klasik menkul kıymetlere oranla çok daha riskli olduğu sonucu çıkmaktadır.¹⁶

“Sonuç olarak SPK Tebliği hükümlerine göre Doğrudan İhraç Yöntemi ile ihraç olunan VDMK'nın geri ödenmesinin karşılık gösterilen alacaklardan yapılacak tahsilat ile sağlanmasını öngören bir hukuki mekanizma olmadığından, uluslar arası piyasalarda kabul gören kıstaslar bakımından sekuritizasyonun en temel özelliklerini taşımaktan uzak olduğunu söylemek gerekir.”¹⁷

Kanunun bu noktadaki açığı nedeniyle, 1999 yılında yürürlüğe giren 4487 sayılı Kanun ile VDMK sahiplerinin karşılık gösterilen alacaklar üzerinden haklarını korumayı ve bu alacaklar üzerinde üçüncü kişilerin hak sahibi olmasını engellemeyi amaçlayan bir hüküm kabul edilmiştir.¹⁸ Bu değişiklik ile 4487 Sayılı Kanun ve Sermaye Piyasası Kanunu'nun 13/A maddesine aşağıdaki hüküm eklenmiştir :

¹⁵ **A.e.**, s.254.

¹⁶ **A.e.**, s.256.

¹⁷ **A.e.**

¹⁸ **A.e.**, s.259.

“ Varlığa dayalı menkul kıymetler itfa edilinceye kadar bunların karşılığını oluşturan alacak ve duran varlıklar başka bir amaçla tasarruf edilemez, rehnedilemez, teminat gösterilemez, haczedilemez.”¹⁹

Bu düzenleme ile VDMK ihraççısının alacaklar üzerindeki tasarruf yetkisinin sınırlanması ve alacaklar üzerinde üçüncü kişilere yönelik haciz yasağı getirilmesi sağlanmıştır.²⁰

b. 5582 Sayılı Kanun

5582 sayılı "Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun" (Kanun) 06.03.2007 tarih ve 26454 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Temel amacı modern bir konut finansman sisteminin kurulmasını sağlamak olan bu Kanunun 12.maddesi ile Sermaye Piyasası Kanununa eklenen 38/B maddesinin ikinci fıkrası; konut finansmanı fonu, fon portföyünde yer alan krediler, fon kurma limiti, pozisyonun riskten korunması veya kredi değerliliğinin artırılması amacıyla yapılan sözleşmeler dahil fon portföyüne alınabilecek varlık türleri, portföy sınırlamaları ile ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin (İDMK) ihraç ve kurul kaydına ilişkin esasları içermektedir.

5582 Sayılı Kanun, SPK'nın daha önce çıkarmış olduğu 13/A maddesindeki varlığa dayalı menkul kıymetlere ilişkin hükmü tamamen iptal etmiş, bunun yerine varlığa dayalı menkul kıymet ve ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç edecek varlık finansmanı fonu ve konut finansmanı fonunu düzenlemiştir. Ayrıca, önceki kanunun 13/A maddesinde düzenlenen varlığa dayalı menkul kıymetlere ilişkin hükümler metinden çıkarılarak ilgili maddede ipoteğe dayalı menkul kıymetler düzenlenmiştir.²¹

¹⁹ **A.e.**, s.260.

²⁰ **A.e.**

²¹ **A.e.**, s.247,248, s.276.

5582 sayılı Kanun ile birlikte Türkiye'deki sekuritizasyon uygulaması farklı bir boyut kazanmıştır. Bu Kanunda düzenlenen ipoteye dayalı menkul kıymetler yatırım fonu niteliğindeki konut finansmanı fonları tarafından ihraç edilen, bu bakımdan da ABD'de ve Fransa'daki "trust"lar tarafından ihraç edilen, bir alacak hakkı değil, mal varlığına (menkul kıymetleştirilen alacaklara) katılım hakkı sağlayan ve ABD'de "pass-through" olarak adlandırılan varlığa dayalı menkul kıymetlere denk düşen menkul kıymetlerdir.²²

5582 sayılı Kanun konut finansmanı sistemini bütün olarak düzenleyen bir kanun değil, birden çok kanunda değişiklik yapan bir kanundur. Başta 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu olmak üzere, 2004 sayılı İcra ve İflas Kanunu, 4077 Sayılı Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun, 3226 sayılı Finansal Kiralama Kanunu, 2985 sayılı Toplu Konut Kanunu, 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu, 6802 sayılı Gider Vergisi Kanunu, 492 sayılı Harçlar Kanunu, 488 sayılı Damga Vergisi Kanunu ve 3065 sayılı Katma Değer Vergisi Kanunu'nda değişiklikler yapmıştır.²³

Bu değişikliklerden en önemlileri aşağıdaki gibidir :

- a. "Tüketicilerin Kanun kapsamına giren işlemlerine (konut finansmanı işlemleri) ve bu işlemlerden doğacak tüketici borçlarının takibinde uygulanacak hükümlere ilişkin olarak Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun ve İcra İflas Kanunu'nda yapılan düzenlemeler.
- b. Konut finansmanı işlemleri ve bu işlemlerle ilgili menkul kıymet ihraçlarının maliyetlerini azaltmak amacıyla getirilmiş vergi teşvikleri.
- c. Konut finansmanı için gerekli fonları sağlamada kullanılacak menkul kıymetler ve bu menkul kıymetleri ihraç edecek kuruluşlara ilişkin olarak Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan değişiklikler."²⁴

²² Halil Doğru, "Basel II ve IAS 39 Muhasebe Standardı Çerçevesinde Menkul Kıymetleştirme İşleminin Türkiye'de Banka ve Diğer Kaynak Şirketlerin Bilanço ve Sermaye Yeterliliği Yükümlülüklerine Etkileri", **Bankacılar Dergisi**, Sayı 62, 2007, s.46.

²³ Doğru, **Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage, Genel ve Hukuki Esaslar**, s.280.

²⁴ **A.e.**, s.281.

5582 sayılı kanun ile Sermaye Piyasası Kanunu'na eklenen 38/A maddesinde konut finansmanı; konut edinmeleri amacıyla tüketicilere kredi kullandırılması, konutların finansal kiralama yoluyla tüketicilere kiralanması, sahip olunan konutların teminatı altında tüketicilere kredi kullandırılması olarak tanımlanmaktadır. Bu kapsamdaki kredilerin yeniden finansmanı amacıyla kullandırılan krediler de konut finansmanı kapsamındadır.²⁵

Sermaye Piyasası Kurulu, 5582 Sayılı Kanun ile birlikte iki tane tebliğ yayımlamıştır. Bunlar;

a) Seri III, No 33 sayılı İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ ve

b) Seri III, No 34 sayılı Konut Finansmanı Fonlarına ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'dir.

(1) Seri III, No 33 sayılı İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ

5582 Sayılı Kanun'un 8. maddesi ile değiştirilen Sermaye Piyasası Kanunu'nun 13/A maddesinin son fıkrasında, ipotek teminatlı menkul kıymetlere (İTMK) ilişkin; ihraç limiti, ihraç şartları, teminat havuzundaki varlıkların riskten korunması amacıyla yapılabilecek sözleşmeler ve bu menkul kıymetlerin Kurul kaydına alınmasına ilişkin usul ve esaslar ile ipotek teminatlı menkul kıymetlere ilişkin diğer hususlar düzenlenmiştir

İpotek teminatlı menkul kıymetlere ilişkin esaslar ise, Seri III, no 33 sayılı tebliğ ile düzenlenmiştir. Tebliğdeki tanıma göre İTMK:

²⁵ A.e.

“İhraççının genel yükümlülüğü niteliğinde olan ve teminat varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen borçlanma senetleridir. İTMK’lar sabit veya değişken faizli, iskontolu veya primli nama veya hamiline yazılı olarak ihraç edilebilir.”²⁶

“Bu Tebliğ’de yer alan ipotek teminatlı menkul kıymetlere ilişkin hükümlerin büyük ölçüde Alman ipotekli tahvilleri düzenleyen Alman İpotekli Tahvil Yasası’ndan alındığı anlaşılmaktadır.”²⁷

5582 Sayılı Kanun ile değişik Sermaye Piyasası Kanunu’nun 13/A maddesine göre ipotek teminatlı menkul kıymet (İTMK) sadece bankalar ve ipotek finansmanı kuruluşları tarafından ihraç edilebilir.

Kanun’da Bankalar arasında bir ayırım yapılmamıştır. Buna göre 5411 sayılı Bankacılık Kanunu’na göre faaliyet gösteren mevduat bankaları, katılım bankaları ile yatırım ve kalkınma bankalarının tümünün İTMK ihraç etmesi mümkün gözükmektedir.²⁸

5582 sayılı Kanuna ilişkin 33 sayılı tebliğde, İTMK ihracı yapacak bankaların risk yönetimi sistemlerine de atıfta bulunulmuştur. Buna göre İTMK ihracı ve teminat varlıklarının yönetimi ile ilgili olarak kredi riski, faiz riski, kur riski, diğer piyasa riskleri, karşı taraf riski, operasyonel risk ve likidite riskini de içerecek şekilde risk yönetimi sistemlerinin kurulması gerektiği belirtilmiştir.

Yine risk yönetimi sisteminin bir parçası olarak, İTMK’lardan kaynaklanan yükümlülüklerin karşılanabilmesi amacıyla faiz veya kur riskine karşı koruma sağlayacak türev araçların kullanılabileceği belirtilmiş ve bu ürünlerde yer alması gereken standartlar belirlenmiştir.

İpotek finansmanı kuruluşları Kanun’da; münhasıran konut finansmanından kaynaklanan alacakların devralınması, devredilmesi, devralınan alacaklardan oluşan

²⁶ Sermaye Piyasası Kurulu, “Seri III, No 33 Sayılı İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlere İlişkin Tebliğ”, (Çevrimiçi) <http://www.spk.gov.tr>, 27 Haziran 2009.

²⁷ Doğru, **Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage, Genel ve Hukuki Esaslar**, s.301.

²⁸ **A.e.**, s.302.

varlıkların yönetimi ve alacakların teminat olarak alınması suretiyle kaynak temini amacıyla kurulan, sermaye piyasası kurumu niteliğini haiz anonim ortaklıklar olarak tanımlanmıştır.

İpotek finansmanı kuruluşları, Kıta Avrupası'ndaki ipotekli tahvil ihraç eden ipotek bankalarına (mortgage banks) benzerlik göstermektedir.²⁹

Tebliğde, İTMK çıkartılabilecek ipotekli kredilerin sahip olması gereken nitelikler de ilgili maddelerde belirtilmiştir. Bu maddelerde genel olarak;

- Kredinin teminatı olan taşınmazın Türkiye Cumhuriyeti sınırları içinde olması ve yapı kullanma izni bulunması,
- Kredinin vadesi gelmiş tüm ödemelerinin ödenmiş olması,
- Kredinin teminatı olan taşınmazın piyasa değerinin hesaplanmış olması

olarak belirtilmiştir.³⁰

Tebliğin 12 maddesi, Kanunun 13/A maddesine dayanarak, ipotekli alacakları teminatlarını koruma altına alacak önemli konuları içermektedir. Bunlar Tebliğ'de şöyle belirtilmektedir :

- a) "İTMK'ler itfa edilinceye kadar teminat varlıklar teminat amacı dışında tasarruf edilemez, rehnedilemez, teminat gösterilemez, kamu alacaklarının tahsili amacı da dâhil olmak üzere haczedilemez, iflas masasına dâhil edilemez, ayrıca bunlar hakkında ihtiyati tedbir kararı verilemez.
- b) Teminat varlıklarla ilgili her türlü nakit akışı için bir banka nezdinde ihraççının diğer hesaplarından ayrı olarak bir hesap açılır. Teminat varlıklardan sağlanan nakit, teminat varlıklara dâhil olup ilgili kredi hesaplarından ivedilikle bu hesaba aktarılır.

²⁹ A.e., s.303.

³⁰ Sermaye Piyasası Kurulu, a.g.e.

- c) İhraççının ipotek teminatlı menkul kıymetlerden kaynaklanan ödeme yükümlülüğünü yerine getirememesi ve teminat havuzlarına dahil edilen varlıkların menkul kıymet sahiplerinin alacaklarını karşılamaya yetmemesi halinde alacağı teminat havuzundaki varlıklarla karşılanmayan ipotek teminatlı menkul kıymet sahipleri, ihraççının diğer malvarlığına başvurabilir.”³¹

33 sayılı tebliğde düzenlemesi yapılan bir diğer önemli olan konu, İTMK'ların teminatlarına, yani ipotekli kredilere, ilişkindir. Öncelikle İTMK'ların teminatları, teminat defteri adı verilen bir kayıt sistemine tabidir. Tebliğin 8.maddesinde teminat defteri; teminat varlıkların, ihraççının diğer malvarlığından ayrıştırılması amacıyla yazılı ve/veya elektronik olarak takip edildiği bir kayıt sistemi olarak tanımlanmıştır.³²

(2) Seri III, No 34 sayılı Konut Finansmanı Fonlarına ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ

34 Sayılı Tebliğe göre **konut finansmanı fonu**, ihraç edilen ipoteğe dayalı menkul kıymetler (İDMK) karşılığında toplanan paralarla, İDMK sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre oluşturulan malvarlığıdır.

Kanuna göre ipoteğe dayalı menkul kıymetler konut finansmanı fonları tarafından ihraç edilebilmektedir. Konut finansmanı fonları ABD'deki uygulama ile kıyaslandığında özel amaçlı kuruluş (SPV) işlevini görecektir.

Sekuritizasyon uygulamaları içerisinde yer alan special purpose vehicle (SPV) uygulamasına karşılık gelen konut finansman fonları, önemi nedeniyle tebliğde detaylı olarak yer almıştır. Tebliğde yer alan konut finansmanı fonlarına ilişkin önemli maddeler şöyle belirtilebilir :

³¹ A.e.

³² A.e.

- a) Fon'un Türkiye Cumhuriyeti sınırları içinde kurulması zorunludur. Fon'un tüzel kişiliği bulunmamaktadır. Fon malvarlığı kurucunun, hizmet sağlayıcının, ve diğer kredi verenlerin malvarlığından ayrıdır. Aynı kurucu tarafından kurulan fonlar kuruluş sırasına göre ardışık sayı ile numaralandırılır.
- b) Fon süreli veya süresiz olarak kurulur. Fon doğrudan aktarım usulü ile yönetilir. Doğrudan aktarım, fon portföyünde yer alan varlıklardan elde edilen, ödeme planına bağlı olan veya olmayan nakit akımlarının bu Tebliğ kapsamında gerekli kesintiler yapıldıktan sonra İDMK sahiplerine aktarılmasıdır. İDMK ödemeler tamamlandıktan sonra itfa edilir.
- c) Fon kurulu esas olarak; fon portföyünün oluşturulması, değerlendirilmesi ve fon varlıklarının bu Tebliğ hükümleri çerçevesinde saklanması, kaydedilmesi, kayıtların doğru olarak tutulması ve izlenmesi, bunlara ilişkin belge düzeninin kurulup bilgi ve belgelerin muhafazası, Fonun, İDMK sahiplerinin hak ve menfaatlerini koruyacak şekilde, bu Tebliğ, fon içtüzüğü ve izahnamede belirlenen ilke ve yöntemlere uygun olarak temsili, yönetimi ve denetiminin gözetiminden sorumludur.
- d) Fonun faaliyetlerinin verimliliğinin ve etkinliğinin, finansal ve idari konulara ait bilgilerin güvenilirliğinin ve zamanında elde edilebilirliğinin sağlanmasını; fon faaliyetlerinin ilgili mevzuata, sözleşmelere, fon içtüzüğüne, izahnameye uygun yürütülmesini; hata, hile ve usulsüzlüklerin önlenmesini ve tespitini; muhasebe kayıtlarının doğru ve eksiksiz olmasını ve finansal bilgilerin doğru ve güvenilir olarak zamanında hazırlanmasını temin etmek amaçlarıyla iç kontrol sistemi kurulması gereklidir.
- e) Fon içtüzüğünde belirtilmek şartıyla aşağıdaki varlıkları portföye dahil edebilir:

1. İpotekli konut kredileri
2. İpoteğe dayalı menkul kıymetler ve ipotek teminatlı menkul kıymetler
3. Nakit benzeri kısa vadeli yatırımlar
4. Türev araçlardan kaynaklanan haklar ve teminatlar

Konut Finansman Fonu, borçlanma yoluyla kredi temini ve bu kredilerin birincil kredi verenlere aktarılmasını sağlayacaktır. Ayrıca, birincil kredi verenlerden ilgili alacakların devralınması ve bu alacakların portföyde tutulması veya saklanması, ipotek teminatlı alacaklara dayalı bonolar (İDMK) aracılığıyla menkul kıymetleştirilmesi ya da ipoteğe dayalı menkul kıymetler (ipotek fonları) aracılığıyla menkul kıymetleştirilmesi işlevine de sahip bulunmaktadır. Tüm bu işlevlerin yanı sıra Konut Finansman Fonu garanti sağlama özelliğine de haizdir.³³

Konut Finansmanı Fonu'nun aktifinde konut kredisi alacakları, pasifinde ise menkul kıymetler yer almaktadır. Pasifte bulunan menkul kıymetler kapsamında garantörler ve yatırımcılar bulunurken, aktifte yer alan konut kredisi alacaklarına ilişkin olarak kurumsal düzeyde bir kayıt kuruluşu bulunmaktadır. Garantörler, menkul kıymetlerin ana para ve faiz ödemelerinin taşımakta olduğu risklere karşı kurucu veya üçüncü kuruluşlardan garanti sağlamaktadırlar.

“5582 Sayılı Kanun ve ilgili Tebliğ hükümlerine göre kaynak şirketlerin konut finansmanı fonlarının kurucusu olmasına engel bir hüküm bulunmamaktadır. Bu bakımdan konut finansmanı fonlarının kendi kurucularının alacaklarını menkul kıymetleştirilmesi mümkündür.”³⁴

Ayrıca, 5582 sayılı Kanunda fon mal varlığının fon kurucusunun mal varlığından ayrı olduğuna ve kaynak şirketin iflası halinde fon mal varlığının iflas masasına dahil edilmeyeceğine dair hükümler mevcuttur. Bu bakımdan menkul kıymetleştirilen

³³ Ercan Alptürk, “Konut Ediniminde Alternatif Finansman Yöntemi:Mortgage”, (Çevrimiçi) <http://www.ceterisparibus.net>, 14 Mayıs 2009, s.3.

³⁴ Doğru, **Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage, Genel ve Hukuki Esaslar**, s.47.

alacakların kaynak şirketin mal varlığından, yani bilançosundan çıkartılması kanuni bir zorunluluk teşkil etmektedir.³⁵

5582 sayılı Yasa ile gündeme gelen yeniliklerden birisi de Varlık Finansman Fonu'dur. Varlık Finansman Fonu, ihraç ettiği sermaye piyasası araçları karşılığında toplanan paralarla, sermaye piyasası araçları sahipleri hesabına oluşturulan mal varlığı olarak tanımlanmaktadır. Varlık finansmanı fonu portföylerine alınabilecek varlıklar SPK tarafından belirlenecektir. Fon; ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler karşılığında toplanan paralarla, varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre oluşturulan mal varlığı olarak tarif edilmiştir.³⁶

34 Sayılı Tebliğ'de düzenlenmiş olan ve sekuritizasyon süreci içerisinde yer alan bir diğer taraf "**hizmet sağlayıcıdır**". Sekuritizasyon süreci içerisinde servicer olarak incelenen tarafın karşılığı olarak düşünülebilecek hizmet sağlayıcı, pratikte ihraççı banka ya da diğer bankalar olmaktadır.

Tebliğin 8.maddesine göre hizmet sağlayıcı, ipotekli konut kredilerinin günlük idaresinden sorumlu olan, kurucu veya kurucu niteliğini haiz diğer bir kuruluştur. Bu kuruluşun temel sorumlulukları şöyle belirtilebilir :

- a) İpotekli konut kredilerine ait anapara ve faiz ödemelerinin zamanında tahsil edilmesi ve fon hesabına aktarılması,
- b) Konutlara ilişkin sigorta primlerinin veya borçlunun borcuna yönelik sigortalanmış olması halinde buna ilişkin sigorta primlerinin tahsili ve sigorta şirketine ödenmesi,
- c) Borçluların ödeme kabiliyetlerinin gözetimi ve denetimi ile ödemelerin geç yapılması veya hiç yapılmaması halinde borçluya gerekli ihtarların yapılması, donuk alacak niteliğindeki ipotekli konut kredileri için gerekli takip işlemlerinin

³⁵ **A.e.**

³⁶ Alptürk, **a.g.e.**, s.4.

yürütülmesi ve elde edilen gelirlerden fon payına düşen kısmının fon hesabına aktarılması.

İpotekli konut kredilerinin, sekuritizasyon işlemi çerçevesinde, konut finansmanı fon portföyüne alınması durumunda ipoteğin fon hesabına, kurucu adına tapu siciline tescil ettirilmesi zorunludur. Fon imzalanacak bir sözleşme çerçevesinde portföye dahil etmek üzere, kredi verenin kendi kaynaklarından kullandığı kredileri, kredi verenden devralır ve böylece kredinin sahipliği ile ilgili tüm haklar fona geçer.³⁷

2. Türk Bankacılık Sektörü'nde Sekuritizasyon Uygulamalarının Mevcut Durumu

a. Türk Bankacılık Sektörü'nde Sekuritizasyon Uygulamalarının Gelişimi

13.05.1992 tarihinde 21227 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren **3794** sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun ardından, Türk Bankacılık Sektörü'nde faaliyet gösteren çeşitli bankalar VDMK ihracına başlamıştır. SPK kayıtlarına göre, ilk kez İnterbank A.Ş.'nin finansal kiralama alacaklarına dayanarak ihraç edeceği 4.250 Milyon TL'lik VDMK'ler 17.08.1992 tarihinde SPK kaydına alınmıştır.³⁸ Böylece VDMK'ler Türkiye'de ilk kez 20.08.1992 tarihinde İnterbank şubelerinde satışa sunulmuştur.

İnterbank'dan sonra Pamukbank'ın tüketici ve konut kredisi alacaklarına karşılık ihraç edeceği 100 Milyar TL'lik VDMK SPK kaydına alınmış, ardından Yapı Kredi Bankası'nın konut kredileri ile kart alacaklarına dayanarak ihraç edeceği 1.061 Milyar TL'lik VDMK çıkartılmıştır.³⁹

³⁷ Sermaye Piyasası Kurulu, **a.g.e.**

³⁸ Doğru, **Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage, Genel ve Hukuki Esaslar**, s.78.

³⁹ **A.e.**

Varlığa dayalı menkul kıymet bazı açılardan bir tahvil veya finansman bonosuna benzer ve sahibine anapara ve bu anaparanın faizinden oluşan bir alacak hakkı sağlar. Ancak, geri ödemede kullanılan kaynaklar ve karşılaşılan riskler kıyaslandığında tahvil gibi klasik menkul kıymetler ile varlığa dayalı menkul kıymetler arasında önemli hukuki ve finansal farklılıklar mevcuttur.

Tahvil gibi klasik menkul kıymetlerin geri ödenip ödenmemesi, ihraççı şirketin gerek mevcut, gerekse menkul kıymetin vade süresi içindeki mali yapısı ve performansına sıkı sıkıya bağlıdır. Bu nedenle tahvil alım kararı verilirken, tahvil ihraç eden şirketin şu anki ve gelecekteki mali yapısı, faaliyetlerinin kârlılığı ve riskleri dikkate alınır. Bu yüzden de mali yapısı yeteri kadar güçlü olmayan ve bünyesinde finansal riskler barındıran şirketlerin sermaye piyasalarında tahvil ihracı ile fon sağlaması kolay olmamaktadır.⁴⁰

Varlığa dayalı menkul kıymetlerde, ve genel olarak sekuritizasyon işlemlerinde, ise temel amaç, alacakları, alacakların sahibi olan şirketin mali yapısı ve faaliyetleri ile ilgili olarak doğabilecek tüm risklerden izole ederek, sadece varlığa dayalı menkul kıymetlerin geri ödemesine tahsis etmektir.⁴¹

Türkiye’de VDMK uygulaması başladığında, bu enstrümanı en çok bankacılık kesimi kullanmıştır. Bu durum, VDMK çıkartmanın bankalar lehine yarattığı bazı avantajlardan kaynaklanmıştır. Bu avantajlar ;

- Bankaların özel amaçlı kurum kurmadan (SPE) ve derecelendirme şirketlerine başvurmadan, sadece SPK’dan izin alarak VDMK ihraç edebilmesi,
- Bankalar dışındaki kuruluşlar olan finansal kiralama şirketleri, factoring şirketleri ve genel finans ortaklıklarının VDMK ihracını banka garantisi ile yapabilmesi ve bu nedenle bankaların rekabet avantajı elde etmesi

⁴⁰ Doğru, “Basel II ve IAS 39 Muhasebe Standardı Çerçevesinde Menkul Kıymetleştirme İşleminin Türkiye’de Banka ve Diğer Kaynak Şirketlerinin Bilanço ve Sermaye Yeterliliği Yükümlülüklerine Etkileri”, s.46.

⁴¹ **A.e.**, s.47.

- VDMK'ların dispo­nibilite ve munzam karşılıklara tabi olmaması nedeniyle bankalar açısından kaynak maliyeti avantajı yaratması

olarak sıralanabilir.⁴²

Varlığa dayalı menkul kıymet ile ilgili yasal düzenleme yapıldıktan sonra VDMK ihraçları başlamışsa da, bu menkul kıymetlerin, Amerika'daki asılları olan “asset backed securities” ile ilgisinin bulunduğunu söylemek pek mümkün değildir.⁴³

VDMK, 1990'lı yılların başlarında bir süre ucuz (mevduat munzam karşılığına tabi olmayan) mevduat olarak aslı ile ilişkisiz biçimde bankalar tarafından kullanıldıktan sonra bu menkul kıymetlerin ihraçları tamamen durmuştur.⁴⁴

1993 yılında VDMK'ların çıkarılan kararname ile mevduat sayılmaması ve böylece yasal karşılıklara tabi olmamasına paralel olarak VDMK ihracı 1993 yılında 52.756.4 milyar TL düzeyine ulaşmış ancak 1994 yılında krizin etkisiyle 42.299.4 milyar TL düzeyine gerilemiştir. 1995 yılına gelindiğinde VDMK ihracı, 1993 yılına göre %115' lik bir artışla 113.928.5 milyar TL seviyesine çıkmıştır. 1993-1995 döneminde diğer menkul kıymet ihraçları dikkate alındığında; devlet iç borçlanma tahvilleri ve hazine bonusu ihracında önemli artışlar gözlenirken benzer şekilde özel kesimin tahvil ve hisse senedi ihracı da artış göstermiştir.⁴⁵

1995 sonrası dönemlerde ise VDMK ihracının ani bir düşüşle 1995 yılındaki 113.928.5 milyar TL düzeyinden 1996 yılında 41.628.5 milyar TL düzeyine gerilediği dikkati çekmektedir. Bu gerileme, 1997 ve 1998 yıllarında da devam etmiş ve VDMK ihracı 1998 yılında 11.000 milyar TL düzeyine kadar inmiştir. 1995 sonrası dönemlerde VDMK ihracı sürekli azalma gösterirken kamu kesimi devlet tahvili ve

⁴² Nursen Vatansever, “**Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Uygulaması**”, **Muğla Üniversitesi SBE Dergisi** , Gz 2000, Cilt 1, Sayı 1, s.270, 271.

⁴³ Doğru, “Basel II ve IAS 39 Muhasebe Standardı erevesinde Menkul Kıymetleştirme İşleminin Türkiye’de Banka ve Diğer Kaynak şirketlerin Bilanço ve Sermaye Yeterliliği Yükümlülüklerine Etkileri,” s.45.

⁴⁴ **A.e.**

⁴⁵ Vatansever, **a.g.e.**, s.273.

hazine bonusu ihracı önem kazanmakla beraber özel kesimin tahvil ihracında azalma gözlenmiştir.⁴⁶

Türk Sermaye Piyasası'ndaki VDMK ihracına ilişkin veriler aşağıdaki tabloda yer almaktadır :

Tablo 29 : Türkiye'de VDMK İhracı

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Kamu Kesimi	329.241	834.345	1.439.666	4.969.897	6.259.962	11.352.381	26.886.408
Devlet İç B. Tahvili	150.090	186.593	343.345	1.247.869	3.185.561	4.708.066	20.027.770
İç İstikraz Hazine Bonusu	179.150	647.752	1.096.321	3.722.028	3.074.401	9.546.260	6.858.638
Gelir Ortaklığı Senetleri	--	20.380	12.418	4.456	--	--	--
Döviz Endeksli Senetler	15.886	40.479	21.487	13.659	--	--	--
ÖZEL KESİM	71.993	84.727	174.526	161.961	378.449	841.777	855.541
Tahvil	715.	491	1.883	1.229	1.495	2.532	
Hisse Senedi	9.573	37.553	51.332	102.202	305.732	696.821	678.870
Kar-zarar Ortaklığı Belgesi	--	--	300	--	--	--	--
Banka Bonusu	2.387	2.024	1.300	2.362	9.934	--	--
Finansman Bonusu	1.205	156	1.533	2.880	2.200	--	--
VDMK	52.756	42.299	113.928	41.628	23.000	11.000	--
Gayrimenkul Sertifikası	--	--	--	--	2.713	--	--

Kaynak: Nursen Vatansever, "Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Uygulaması", **Muğla Üniversitesi SBE Dergisi** , Güz 2000, Cilt 1, Sayı 1, s.272.

Türkiye'de 1998 yılından sonra VDMK ihracı yapılmamıştır. Bu yıldan günümüze kadar ise Türkiye'deki sekuritizasyon uygulaması Türk şirketlerinden özellikle

⁴⁶ A.e.

bankaların alacaklarının yurtdışı piyasalarda menkul kıymetleştirilmesi ile sınırlı kalmıştır.⁴⁷

Türkiye sermaye piyasası mevzuatında sekuritizasyon uygulaması 5582 no'lu kanunla düzenlenmiş ve genel ekonomik durum bu finansal ürünün gelişmesine elverişli hale gelmiş olsa da, sekuritizasyonun şu ana kadar gerçek anlamdaki tek uygulaması Türk bankalarının ve bazı diğer özel şirketlerin alacaklarının yurtdışı piyasalarda menkul kıymetleştirilmesi olmuştur. Bu işlemlerde bir Türk bankasının alacakları yurt dışında kurulu bir özel amaçlı kuruluşa (SPV) temlik edilmekte ve söz konusu SPV Türk bankasının alacakları karşılığında yurt dışı piyasalarda varlığa dayalı menkul kıymet ihraç etmektedir.⁴⁸

(1) Türkiye'deki Konut Piyasasının Gelişimi

2007 yılında yürürlüğe giren 5582 sayılı Kanunun çıkartılmasında, Türkiye ekonomisinin ilgili dönemde yaşadığı gelişmeler etkili olmuştur. Bu gelişmeler şöyle sıralanabilir :

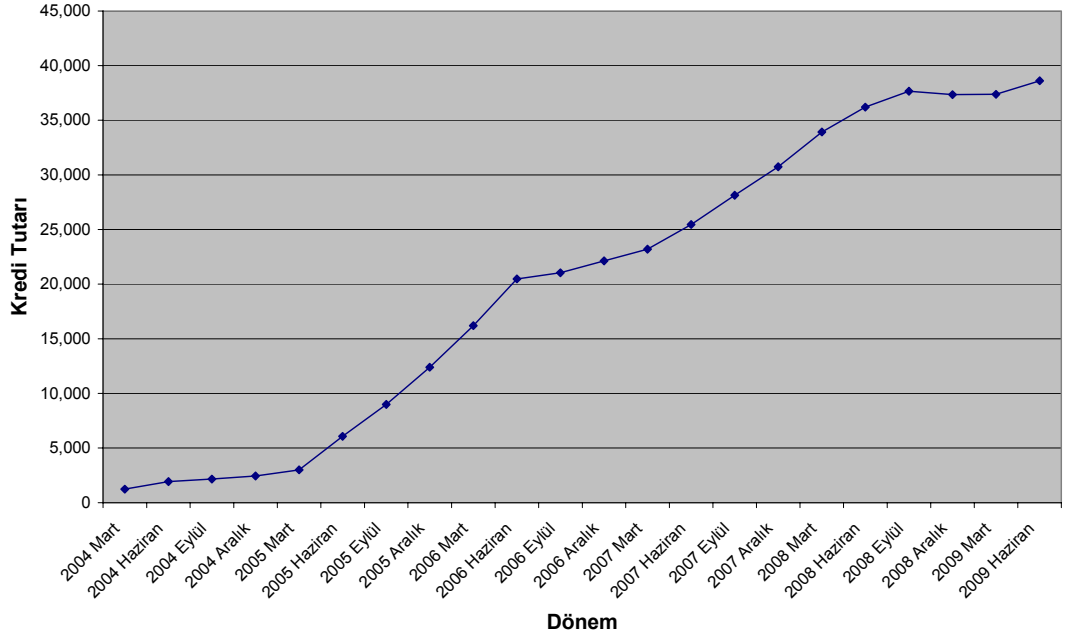
1. Düşen enflasyon oranı
2. Faizlerde düşüş trendi ve kredi faizlerinin düşmesi
3. Faizlerde düşmeye bağlı olarak yatırımcıların yüksek getiri beklentisi ile alternatifler yatırımlara yönelmesi (gayrimenkul)
4. Yatırımcılar için dövizin tercih nedeni olmaktan çıkması
5. Banka mevduatlarına garanti sınırlaması getirilmesi

⁴⁷ Doğru, **Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage, Genel ve Hukuki Esaslar**, s.247.

⁴⁸ **A.e.**

Ekonomik konjonktürdeki bu faktörler Türkiye’de gayrimenkul piyasasının gelişmesine katkı sağlamıştır. Gayrimenkul piyasasının gelişimini gösteren bazı verilere aşağıda yer verilmiştir.

Grafik 10: Türkiye’de Konut Kredilerinin Gelişimi (Mio TL)



Kaynak : Türkiye Bankalar Birliği, **Bankalarımız Kitabı 2005,2006,2007,2008,2009**

(Çevrimiçi) <http://www.tbb.org.tr>, 4 Kasım 2009.

Konut kredilerinin Türk Bankacılık Sektörü’ndeki gelişiminin yer aldığı yukarıdaki grafikte özellikle 2005 yılından itibaren önemli bir artış olduğu görülmektedir. Bu artış trendi 2006 ve 2007 yıllarında da devam etmiştir.

Konut kredilerinin kullanılan toplam bireysel krediler içerisindeki payına bakıldığında da ilgili yıllar içerisinde de artış olduğu görülmektedir. Toplam bireysel krediler ve konut kredi verilerine aşağıdaki tabloda yer verilmiştir. Tablodaki verilerde de 2006 yılından başlayarak konut kredilerinin toplam bireysel kredilerin yaklaşık %50’sini oluşturmaya başladığı görülmektedir.

Bankacılık sektörü tarafından kullanılan toplam nakit kredi hacmi içerisindeki payına bakıldığında, konut kredilerinin 2004 yılı sonundaki % 2,36 seviyesinden, 2009 Haziran itibariyle %10,64 seviyesine ulaştığı görülmektedir.

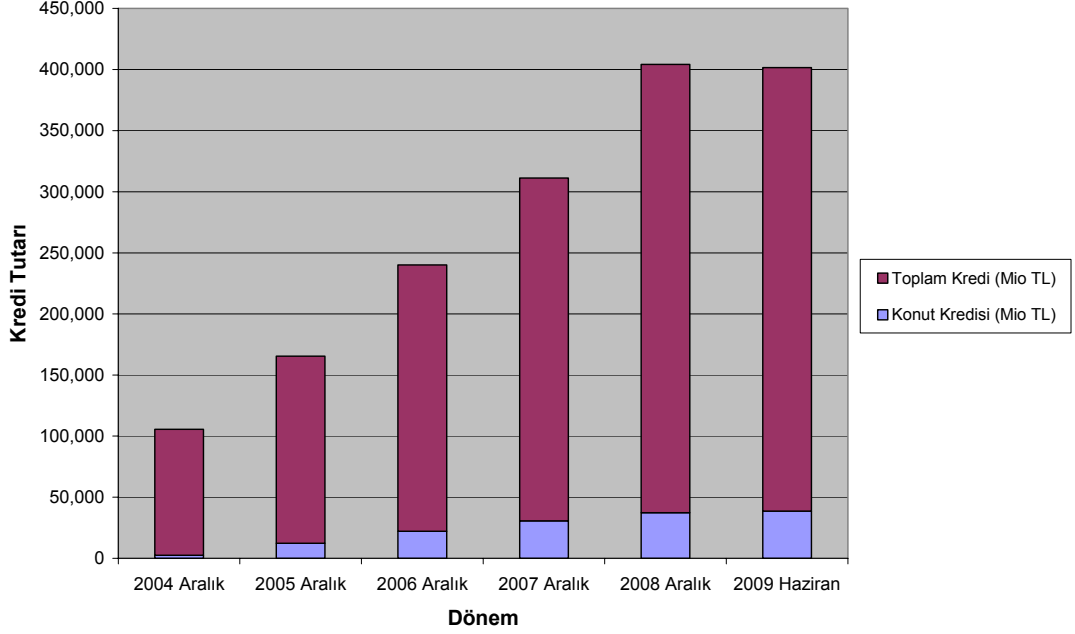
Tablo 30 : Konut Kredilerinin Bireysel Krediler İçerisindeki Payı

Dönem	Konut Kredi Tutarı (Bin TL)	Toplam Bireysel Krediler (Bin TL)	Konut Kredileri / Bireysel Krediler
2004 Mart	1.245.684	11.113.120	% 11,21
2004 Haziran	1.925.840	14.626.174	% 13,17
2004 Eylül	2.169.757	15.819.690	% 13,72
2004 Aralık	2.439.096	16.794.037	% 14,52
2005 Mart	3.307.364	18.863.237	% 17,53
2005 Haziran	6.073.167	19.537.829	% 31,08
2005 Eylül	8.994.246	23.678.778	% 37,98
2005 Aralık	12.388.716	28.265.486	% 43,83
2006 Mart	16.202.311	33.531.027	% 48,32
2006 Haziran	20.474.812	41.576.151	% 49,25
2006 Eylül	21.041.215	42.899.748	% 49,05
2006 Aralık	22.136.700	45.174.746	% 49,00
2007 Mart	23.206.746	47.236.008	% 49,13
2007 Haziran	25.470.745	52.051.475	% 48,93
2007 Eylül	28.132.286	57.465.539	% 48,96
2007 Aralık	30.735.007	64.001.758	% 48,02
2008 Mart	33.930.000	69.873.000	% 48,56
2008 Haziran	36.202.000	75.049.000	% 48,24
2008 Eylül	37.649.000	80.668.000	% 46,67
2008 Aralık	37.347.000	78.844.000	% 47,37
2009 Mart	37.384.000	78.229.000	% 47,79
2009 Haziran	38.610.000	81.003.000	% 47,66

Kaynak : Türkiye Bankalar Birliği, **Bankalarımız Kitabı 2005, 2006, 2007, 2008,2009**

(Çevrimiçi) <http://www.tbb.org.tr>, 4 Kasım 2009.

Grafik 11 : Konut Kredileri / Toplam Krediler



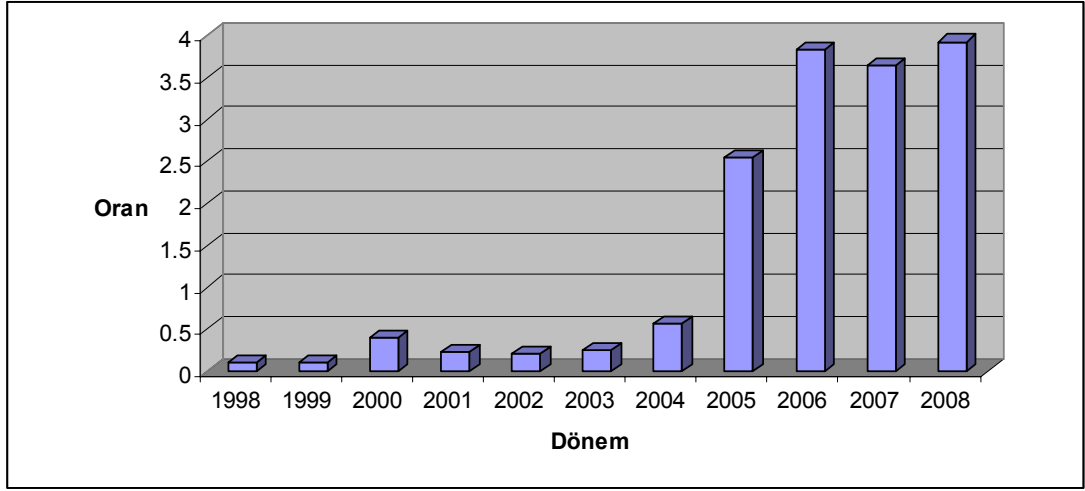
Kaynak : Türkiye Bankalar Birliği, **Bankalarımız Kitabı 2005, 2006, 2007,2008,2009** (Çevrimiçi) <http://www.tbb.org.tr>, 4 Nisan 2009, BDDK, “BDDK Aylık Bülten Aralık 2008”, (Çevrimiçi) <http://bddk.org.tr>, 4 Temmuz 2009.

Konut kredilerinde meydana gelen bu artış, 2004-2008 yılları arasında yurtiçindeki istikrarlı ekonomik ortam ve düşen faiz oranları ile ilişkilendirilebilir. Bunun yanında Türk Bankacılık Sektöründe faaliyet gösteren bankaların konut kredilerinde büyüme isteği ve bu kredilere kullanılabilen uzun vadeli fonlar temin edebilmesi bu süreçte etkili olmuştur.

İpoteğe dayalı finansman modellerinin gelişmesindeki önemli bir diğer etken bu modellerin vergi avantajı yaratması ve yatırım unsuru olarak teşvik edilmesidir.

Konut kredilerindeki artış hacmi yanında, Türkiye’de konut kredilerinin GSYİH içerisindeki payı 2008 yıl sonu itibariyle %4 seviyesindedir. Bu oran ABD’de %70’in üzerinde olup AB üyesi ülkelerin ortalaması yaklaşık %47’dir. Bu veriler çerçevesinde bakıldığında Türkiye finansal piyasalarındaki konut kredi hacminin daha da artması beklenebilir.

Grafik 12 : Konut Kredileri / GSYİH



Kaynak : Ziraat Bankası, **Mortgage: Ülkemizdeki ve Dünyadaki Uygulamaları**, Ankara, Ziraat Bankası Yayınları, 2008, s.25.

Konut kredi hacminin daha da artması ve sürdürülebilir olması bazı faktörlere bağlıdır. İdeal bir mortgage sistemi için gerekli unsurlar şunlardır:

- a. "İpoteklerin hızlı bir şekilde tesis edilebilmesi,
- b. Tapu kayıtlarının güvenilir ve erişilebilir olması,
- c. Borç ödemelerinde sıkıntıya düşülmesi halinde takip sürecinin iyi işlemesi,
- d. Gayrimenkullerin değerlerinin tespit edilmesinde standartların oluşturulması,
- e. Alacakların menkul kıymetleştirilmesini sağlayacak sermaye piyasası kurumlarının ve araçlarının oluşturulması,
- f. Kredi talep edenlere kaynak sağlanması,

g. Vergisel teşviklerin sisteme dahil edilmesi,

h. Makro ekonomik koşulların belirli bir istikrar çizgisine sahip olması⁴⁹

(2) Türkiye’de Konut Finansmanı

Avrupa ülkelerinde konut kredilerinin fon kaynakları çeşitlilik göstermekle birlikte konut kredilerinin fonlanmasında İngiltere’de %80 mevduat, %20 sekuritizedasyon, Almanya’da %60 mevduat %40 sekuritizedasyon, Danimarka’da tamamen sekuritizedasyon göze çarpmaktadır. ABD’de ise konut kredileri ağırlıkla sekuritizedasyon ile finanse edilmektedir.⁵⁰

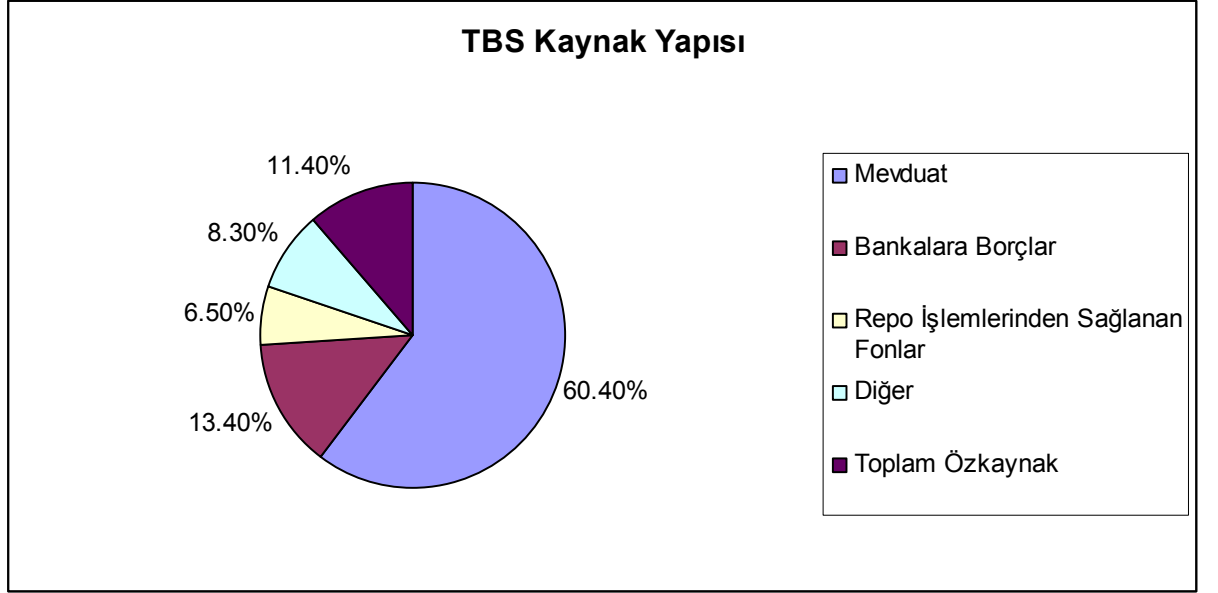
Türk Bankacılık Sektörü’nde de bankaların en önemli fon kaynağı mevduattır. Bununla birlikte son yıllarda, ekonomik göstergelerin iyileşmesi ve bankaların kredibilitelerinin artması ile birlikte dış piyasalardan daha uzun vadeli ve düşük maliyetli fon temin etme olanağı yaratılmıştır.

Türk Bankacılık Sektörü’nün pasif yapısında mevduat oranları ve uzun vadeli kaynakların oranlarına aşağıda yer verilmiştir.

⁴⁹ Ziraat Bankası, **Mortgage: Ülkemizdeki ve Dünyadaki Uygulamaları**, Ankara, Ziraat Bankası Yayınları, 2008, s.24.

⁵⁰ **A.e.**, s.25.

Grafik 13 : Türk Bankacılık Sektörü Kaynak Yapısı



Kaynak : BDDK 2008 Aralık Ayı Bülteni, (Çevrimiçi) <http://www.bddk.org.tr>, 4 Nisan 2009.

Bankaların kaynak yapısına bakıldığında, Ekim 2008 döneminde toplam pasiflerin %88,6'sı yabancı kaynaklardan, %11,4'ü özkaynaklardan oluşmaktadır. Bankaların en büyük fon kaynağı durumunda olan mevduatın bankacılık sektörü toplam pasifleri içindeki payı %60,4 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bankacılık sektörü yabancı kaynakları açısından bakıldığında, bankalara borçlar kaleminin mevduatın ardından %13,4'lük pay ile ikinci sırada yer aldığı görülmektedir.

Tablo 31 : Dış Piyasalardan Sağlanan Kaynaklar (Milyar USD)

	2003	2004	2005	2006	Haziran 2007	Ekim 2008	Mart 2009
Sendikasyon Kredileri	3.8	6.5	8.1	12.5	11.8	12.8	10.02
Sekuritizasyon Kredileri	2.8	3.5	7.0	9.2	12.3	12.6	12.2

Kaynak : BDDK 2009 Mayıs Ayı Bülteni, (Çevrimiçi) <http://www.bddk.org.tr>, 4 Kasım 2009.

Türk Bankacılık Sektörü'ndeki bankaların yurtdışından temin ettiği sekuritizasyon ve sendikasyon kredileri bankaların kaynaklarının ortalama vadesini arttırmış, nominal

ve reel faizlerin düşmesi ve aktif ile pasif arasındaki vade boşluğunun azalması yönünde olumlu gelişme yaratarak konut kredisi olarak plase edilecek rakamları arttırmıştır. 2005 yılından sonra konut kredilerinin GSMH içerisindeki payının artmasında bu önemli bir etken olmuştur.

Türkiye’de konut kredilerinin ilerleyen yıllarda daha da artması beklenmektedir. Ülkemiz ile benzer ekonomik konjonktürden geçen Portekiz ve Yunanistan’da, enflasyonun düşüşüne paralel olarak konut kredilerinde önemli artışlar olmuştur. Portekiz’de enflasyonun %5’lere gerilemesinin ardından yaklaşık 7 yıl içerisinde konut kredisi portföyünün 12 Milyar EUR’dan 57,4 Milyar EUR’ya ulaştığı görülmüştür. Benzer bir trendin Yunanistan’da da görüldüğü ve enflasyonun %5 seviyelerine düşmesi ile birlikte yukarı yönelen ivmenin 5 yıl sürdüğü gözlemlenmiştir.⁵¹

Türk Bankacılık Sektörü açısından, konut kredilerindeki bu artışı bu dikkate alırsak, bankaların yurtdışından temin ettikleri sekuritizasyon kredileri içerisinde mortgage kredileri karşılığında kullanılan kredilerin payının artacağı tahmin edilebilmektedir. Bunun yanında 5582 sayılı Kanun ile birlikte, bankaların mortgage kredileri ile yurtiçinde de kaynak sağlama imkanı oluşabilecektir.

GYODER firmasının hazırladığı konut kredileri araştırma raporuna göre 2015 yılına kadar konut ihtiyacının 8 milyonu bulacağı, bunun en fazla %30’unun yeni konut finansmanı sistemi mortgage ile karşılanabileceği, 2015 yılına kadar 77,5 Milyar USD’lik ilave konut kredisi sağlanacağı ve bu kredinin büyük kısmının bankalar tarafından sağlanacağı tahmin edilmektedir.⁵²

SPK’nın tahminlerine göre Türk konut piyasasının İspanya ve Güney Kore örneklerine yakın bir büyüme göstererek mortgage finansmanının ortalama 150 Milyar USD ile GSMH’nin %35’ine yaklaşacağı tahmin edilmektedir.⁵³

⁵¹ Ziraat Bankası, **a.g.e.**, s.26.

⁵² **A.e.**, s.27.

⁵³ **A.e.**

Türkiye’de bankaların sekuritizasyon işleminin faydalarından yararlanabilmeleri için mortgage kredilerini de sekuritize edebilecek alt yapının sağlanması gerekmektedir. Son yıllarda Türk Bankacılık sektöründe faaliyet gösteren bankaların konut kredileri toplam kredi büyüklükleri içerisinde önemli yer teşkil etmeye başlamıştır. Bu trendin artacağına dair beklentiler de değerlendirildiğinde bankaların mortgage kredilerinin sekuritize edilmesinden elde edeceği önemli bir kaynak söz konusudur. Ancak mortgage kredilerinin menkulleştirilmesi işleminin, sistemi başarı ile uygulayan ülkelerde olduğu gibi işleyebilmesi için bazı koşulların oluşması gerekmektedir. Bunlar şöyle özetlenebilir :

1. “Finansal sistemin temel fonlama kaynaklarının oluşması ve Sermaye Piyasasının sisteme hazır olması, piyasanın yeterli derinlik ve çeşitliliğe sahip olması,
2. Reel faizlerin ve enflasyonun daha makul seviyelere düşmesi,
3. Mortgage brokerlerinin ve şahıs ve şirketlerin kredibilitésinin tespitini yapacak risk değerlendirme şirketlerinin çalışma şartlarına ilişkin mevzuatın oluşturulması,
4. Sistemin hükümet destekli kuruluşlarca teşvik edilmesi, bu kuruluşların piyasayı düzenleyici ve yönlendirici fonksiyonlar üstlenmesi ve ihraç edilen menkul kıymetler için garanti ve sigorta müesseselerinin oluşturulması gerekmektedir,
5. Birincil piyasalar ile ikincil piyasalar arasındaki ilişkinin ürün ve kurum bazında net bir şekilde ortaya konulması (kredi veren kurumlar, hizmet veren firmalar, düzenleyici kuruluşlar, garantörler, özel amaçlı kurumlar, derecelendirme kuruluşları, yatırımcılar) gerekmektedir,
6. Bu sistemin temeli yatırımcılara güven veren bir menkul kıymetin geliştirilmesidir. Bu nedenle konut finansmanı kuruluşları tarafından ihraç edilen ipotek teminatlı menkul kıymetlerin ödemelerinin yatırımcılara yapılmasının ilgili kuruluşlarca garanti edilmesi, bu kuruluşlar tarafından

ödeme yapılmaması durumunda ihraca dayanak teşkil eden teminat havuzunda yer alan kıymetlerden yatırımcıya ödeme yapılması, teminat havuzunun yatırımcıya ödeme yapabilecek mali güçte olması ve tüm bu işlemlerin denetime tabi olması gerekmektedir.”⁵⁴

b. Türk Bankacılık Sektöründeki Örnek Sekuritizasyon Uygulamaları

Genel olarak sendikasyon ve sekuritizasyon kredileri Türk Bankacılık Sektöründe 2004 yılından itibaren önem kazanmıştır. “Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası 2005 yılı Finansal İstikrar Raporu’nda sekuritizasyon kredileri şöyle tanımlanmıştır :

Sekuritizasyon kredileri, banka portföyünde yer alan alacakların gelecekte sağlayacağı nakit akımlarının diğer bir deyişle çeşitlendirilmiş ödeme haklarını (diversified payment rights) teminat göstererek yurtdışından sağlanan fonları ifade etmektedir. Çeşitli Türk bankaları yurtdışı kredi kartı alacaklarına ve yurt dışı havale akımlarına ve diğer gelecekte tahsili söz konusu ödemelere dayalı olmak üzere yurtdışındaki bankalardan sekuritizasyon anlaşmaları çerçevesinde kredi temin edebilmektedir.”⁵⁵

Bankaların yurtdışından temin ettikleri bir diğer kaynak sendikasyon kredileri ile sağlanmaktadır. Sendikasyon kredilerinde birden fazla finansal kuruluş bir araya gelerek ortak şartlar ile bir bankaya fon sağlamaktadır. Bu kredilerin önemli bir özelliği büyük miktarlarda kullandırılması ve kredi kullandırım üst sınırı olan birden fazla bankanın bir araya gelerek bu sınırı aşabilmesidir.⁵⁶

⁵⁴ **A.e.**, 28-30.

⁵⁵ Sadık Çukur, Mehmet Eryiğit, Seda Duran, “Sendikasyon ve Sekuritizasyon Kredileri Anlaşmalarının Borçlanan Bankaların Hisse Fiyatlarına Etkileri”, **İktisat İşletme Finans Dergisi** ,Cilt 23 Mart 2008, Sayı 264 s.61.

⁵⁶ **A.e.**, s.60.

Sekuritizasyon kredileri sendikasyon kredileri arasında önemli bir fark, sekuritizasyon işlemlerinde bir alacak teminatı gösterilmesi nedeniyle, vadenin çok daha uzun olmasıdır.

Türk Bankacılık Sektörü'nde sekuritizasyon kredileri genellikle aşağıdaki alacaklar karşılık gösterilerek kullanılmaktadır.

1. Çeşitlendirilmiş Ödeme Hakları (Diversified Payment Rights (DPR)) : Bankaların yurtdışı kaynaklı gelen havaleleri teminat göstererek sekuritizasyon kredisi kullanması.
2. Kredi Kartı Alacakları : Türk Bankacılık Sektörü'ndeki bankaların kredi kartı alacakları karşılığında kullandıkları sekuritizasyon kredisi kullanması

Sekuritizasyon işleminin yurtdışındaki. Özellikle ABD'deki uygulamalarına bakıldığında, kaynak firma (banka) alacaklarını kurulan bir SPV'ye devretmekte alacaklar bilanço dışına çıkartılabilmektedir. European Securitization Forum Autumn 2007 raporuna göre 2007 Eylül sonu itibariyle sekuritizasyon kredileri stokunun 1.32 trilyon EUR olduğu ve bu tutarın %65'inin mortgage kredilerinden, %22'sinin ise CDO'lardan (teminatlı borç senedi) oluştuğu görülmektedir.⁵⁷

Türk Bankacılık Sektöründe ise bu süreç biraz farklı işlemektedir. Aşağıdaki iki tabloda Türk Bankacılık Sektörü'nde kullanılan sekuritizasyon ve sendikasyon kredilerinin yıllara göre gelişimi yer almaktadır :

⁵⁷ A.e., s.62.

Tablo 32 : Sendikasyon Kredileri (Milyon USD)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Akbank	750	580	450	800	1.050	1.650	2.169
Alternatifbank					55		
Denizbank					325	650	
Finansbank		110			415	1.175	580
Fortisbank		70		200	400		
Garanti Bankası					1.212	710	1.533
İş Bankası					450	887	1.500
Şekerbank					27,5		
TEB	80						
Tekstilbank	25		75			180	300
Toprakbank	90						
TSKB						170	245
Vakıfbank						500	1.400
Yapı Kredi	750	575				800	700
TOPLAM	1.695	1.335	525	1.000	3.935	6.722	8.427

Kaynak : Sadık Çukur, Mehmet Eryiğit, Seda Duran, "Sendikasyon ve Sekuritizasyon Kredileri Anlaşmalarının Borçlanan Bankaların Hisse Fiyatlarına Etkileri", **İktisat İşletme Finans Dergisi** ,Cilt 23 Mart 2008, Sayı 264 s.62.

Tablo 33 : Sekuritizasyon Kredileri (Milyon USD)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Akbank						1.000	600
Denizbank						300	
Finansbank				150	350	500	
Fortisbank							
Garanti Bank						825	1.420
İş Bankası	150				600	1.050	800
Vakıfbank							915
Yapı Kredi				200			1.195
TOPLAM	150			350	950	3.675	4.930

Kaynak : Sadık Çukur, Mehmet Eryiğit, Seda Duran, "Sendikasyon ve Sekuritizasyon Kredileri Anlaşmalarının Borçlanan Bankaların Hisse Fiyatlarına Etkileri", **İktisat İşletme Finans Dergisi** ,Cilt 23 Mart 2008, Sayı 264 s.63.

Tablodaki verilere göre Türk Bankacılık Sektörü'nde özellikle 2004 yılından itibaren yurtdışından sağlanan fonlarda artış olduğu görülmektedir. Bunun temel nedenleri :

- a. Türkiye ekonomisinde 2004 yılından itibaren istikrar sağlanması,
- b. Yurtdışından sağlanan fon maliyetlerinde azalma olması,
- c. TL'nin USD ve EUR karşısında değer kazanması ve kur volatilitesinin azalması

olarak sıralanabilir.

Sendikasyon ve sekuritizasyon kredileri ile yurtdışından fon sağlama maliyetinin, yurtiçinden toplanacak mevduatın maliyeti ile karşılaştırılması aşağıdaki tabloda yer almaktadır :

Tablo 34 : Türk Bankacılık Sektörü Kaynak Maliyeti

	Libor %	Mevduat %	Kur \$	Net Maliyet
2000	7,00	38,17	0,62	103,24
2001	3,44	62,20	1,23	25,93
2002	2,48	53,83	1,51	1,59
2003	2,45	40,22	1,50	-0,01
2004	4,10	23,61	1,43	-0,23
2005	5,83	19,88	1,34	13,49
2006	6,32	21,43	1,44	1,46

Kaynak : Sadık Çukur, Mehmet Eryiğit, Seda Duran, "Sendikasyon ve Sekuritizasyon Kredileri Anlaşmalarının Borçlanan Bankaların Hisse Fiyatlarına Etkileri", **İktisat İşletme Finans Dergisi** ,Cilt 23 Mart 2008, Sayı 264 s.64.

Tablodaki verilere göre özellikle 2003 yılından itibaren yurtdışı kaynakların maliyetleri negatife dönmüş ve bu maliyetler bankaları yurtdışı fon sağlamaya yönlendirmiştir.⁵⁸

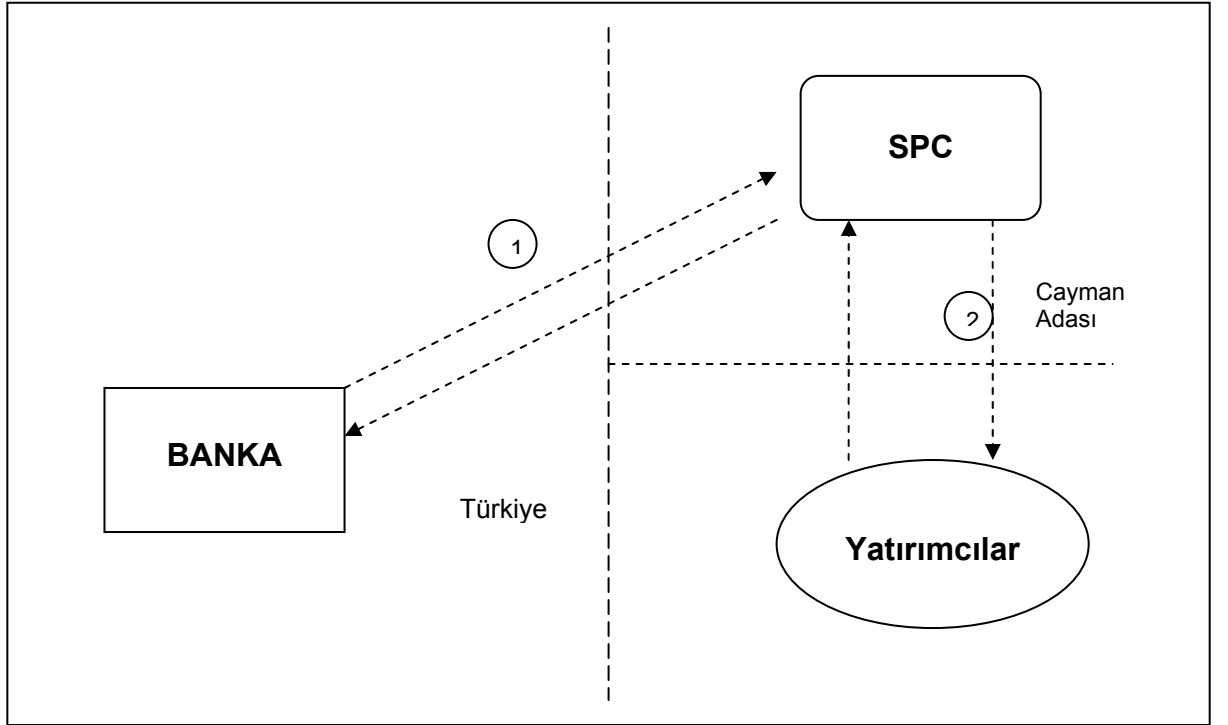
Türk Bankacılık Sektörü'nde genel olarak sekuritizasyon kredileri gelen havaleler ve kredi kartı alacakları karşılığında gerçekleştirilmektedir:

Bu kredilerden gelen havaleler karşılığında yapılan bir işleme ilişkin örneğe aşağıda yer verilmiştir.

⁵⁸ **A.e**, s.64.

Banka (Originator)	ABC Bank A.Ş.
Special Purpose Company	XYZ Limited_Cayman Islands
Kredi Tutarı	100.000.000 USD
Kredi Teminatı	Diversified Payment Rights (Alacak Hakları)
Menkul Kıymet Tipi	Seri 2005 A, Floating Rate
Vade	2012

Grafik 14 : Alacak Haklarının Menkulleştirilmesi



Yukarıdaki şemada yer alan, alacak haklarının menkulleştirilmesine ilişkin örneğin işlem akışı şu şekilde olmaktadır :

1. Birinci işlemde Banka, alacak hakları ile ilgili tüm yetkilerini, yükümlülükleri hariç olmak üzere, bu işlem için oluşturulan SPC'ye devretmektedir.

2. İkinci aşamada ise SPC menkul kıymet çıkartarak yatırımcılara sunmakta ve Bankaya finansman sağlamaktadır. Bankanın sorumluluklarında bir değişiklik olmamakta ve alacak haklarının sahibi olan Türkiye'deki banka müşterilerine gerekli ödemeler yapılmaktadır.

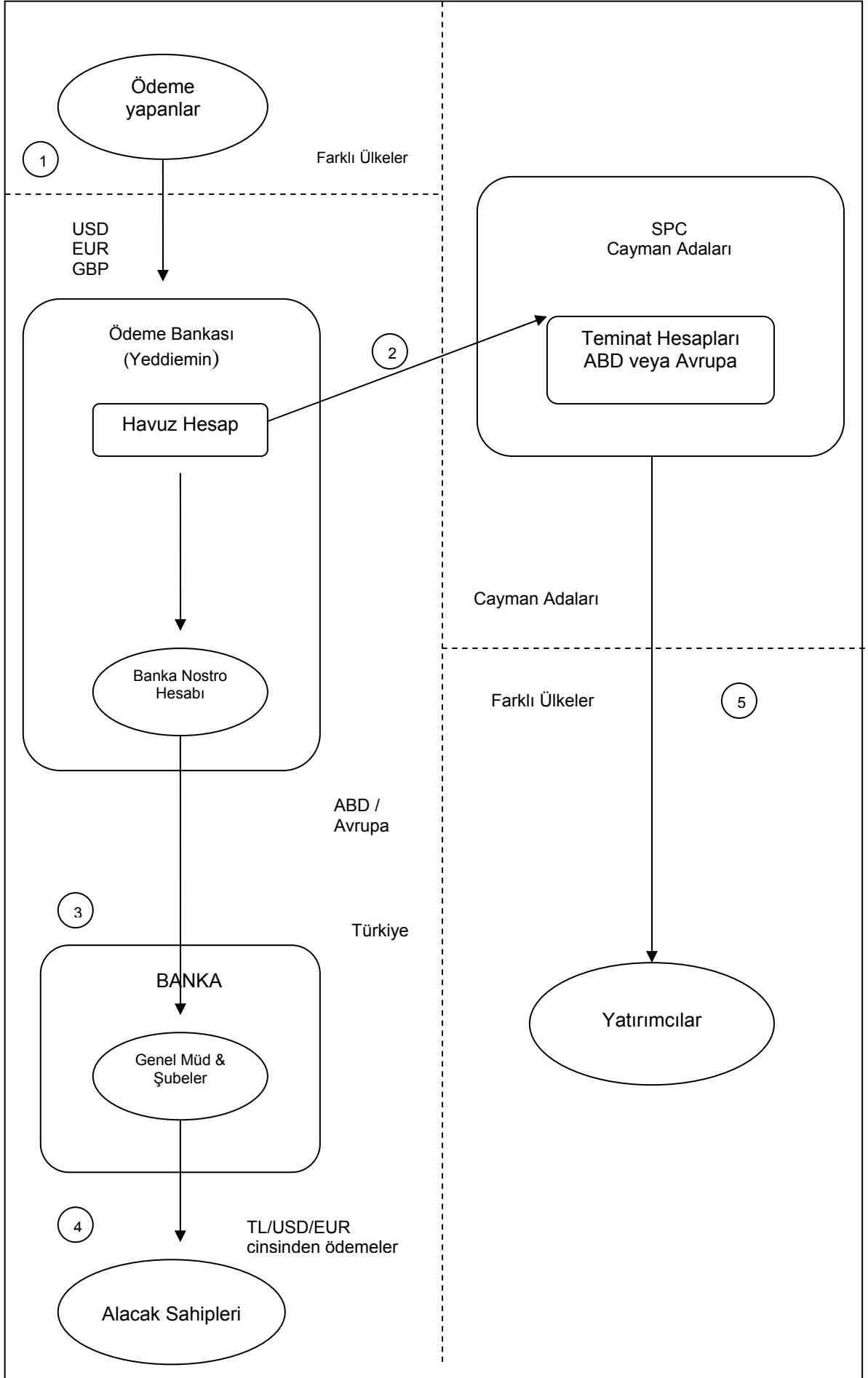
Bu işlemler için Banka ile SPC arasında bir satış sözleşmesi düzenlenmektedir. Buna göre Banka mevcut olan ve gelecekte elde edeceği havale alacaklarını SPC'ye satmaktadır. Bu satış işleminde borç senetleri çıkartılmakta ve SPC tarafından Bankaya taahhüt verilmektedir. Bu taahhüt gelen ödemelerin teminat teşkil eden tutarı aşan kısmının Bankaya ödeneceğini kapsamaktadır. Bu işlemdeki satış sözleşmesi ABD yasaları kapsamında düzenlenmekte ancak satış koşulları Türk yasaları kapsamında değerlendirilmektedir.

Sekuritizasyon işlemi kapsamındaki havalelerin ödenmesine ilişkin işlem akışı aşağıdaki diyagramda belirtildiği gibidir. Diyagrama göre işlem akışları şöyle gerçekleşmektedir :

1. Yurtdışında yerleşik kişiler tarafından Türkiye'deki ilgili Bankaya para transferleri yapılmaktadır. Sekuritizasyon işlemine tabi olan bu alacaklar USD, EUR ve GBP cinsinden ödemeleri kapsamaktadır. Western Union, kredi kartı ve çek ödemeleri sekuritizasyona tabi olan alacaklar kapsamında değildir.
2. Sekuritizasyon işleminde bu alacaklar teminat gösterildiği zaman araya yeddiemin statüsü ile başka bir banka girmektedir. Bu banka nezdinde açılan bir havuz hesapta yurtdışından gelen havaleler toplanır. Ardından, her faiz döneminde SPC nezdindeki teminat hesaplarına transferler yapılır. Transfer tutarları günlük ödemeler ve bir sonraki ödemeye yetecek miktarda yapılır.
3. Teminat hesaplarına aktarılması gerekmeyen havale tutarları SPC tarafından serbest bırakılır.
4. Banka, kendi kaynakları ile havale alacaklılarına, USD, EUR ya da GBP cinsinden ödemelerini yapar.

5. Her ödeme vadesinde, teminat hesaplarında tutulan mevduat bedelleri, menkul kıymetler karşılığında yatırımcılara ödenir. Bu menkul kıymetlere ilişkin hesaplar, ABD'de yer alan yeddiemin banka hesapları üzerinde tutulur.

Banka tarafından havale alacakları teminat gösterilerek temin edilen sekuritizasyon kredisinin geri ödemeleri sabit taksitler halinde yapılır.



B. Sekuritizasyonun Banka Sermaye Gereksinimi Üzerindeki Etkisi, Örnek Uygulama

1. Uygulama Hakkında Genel Bilgiler

Tezin son bölümünde, sekuritizasyon uygulamasının bir banka bilançosu üzerindeki etkileri sayısal olarak ortaya konmaya çalışılacaktır. Daha önce ilgili bölümlerde belirtildiği gibi, sekuritizasyon işleminin bir banka bilançosu üzerindeki temel etkileri kredi riski, likidite riski ve sermaye yeterliliği rasyosu üzerinde olmaktadır.

Örnek kapsamında, bir bankaya ait (ABC Bank A.Ş.) detaylı finansal veriler dikkate alınarak, Basel II uzlaşısına göre hesaplanan sermaye yeterliliği rasyosu kapsamındaki riskler hesaplanacaktır. Buna göre kredi riski , piyasa riski ve operasyonel risk verileri hesaplanarak sermaye rasyosu verisine ulaşılabacaktır.

Sermaye rasyosu hesaplaması , BDDK tarafından 1 Kasım 2006 tarih ve 26333 Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “Bankaların Sermaye Yeterliliğinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik’te belirtilen metodoloji kapsamında gerçekleştirilecektir. Bu nedenle, bu yönetmelik kapsamında belirtilen formata uygun bir hesaplama ve taslak belirlenecektir.

Basel II’ye göre hesaplanmış olan sermaye rasyosuna ulaştıktan sonra, örnek bir sekuritizasyon işlemi oluşturulacaktır. ABC Bank A.Ş.’nin portföyünde yer alan belli bir miktardaki **konut kredisinin (mortgage)** sekuritizasyonu, çeşitli varsayımlar çerçevesinde gerçekleştirilecektir.

Türk Bankacılık Sektöründe, bilgimiz dahilinde olan, bir konut kredisi sekuritizasyon işlemi şu ana kadar gerçekleştirilmiş değildir. Bu nedenle bu işlemin muhasebeleştirilmesi ve bankanın bilanço kalemlerinden hangilerinin etkilendiği konusunda uluslararası muhasebe uygulamalarındaki örneklerden yararlanılmıştır.

Örnek olarak belirtilen sekuritizasyon işleminin bilanço verileri üzerindeki etkileri dikkate alınarak, bankanın risk verileri ve bu etkilere göre sermaye yeterlilik rasyosu tekrar hesaplanmıştır.

Sonuç olarak, ABC Bank A.Ş.'nin risk ve sermaye rasyosu verilerinin sekuritizasyon işleminden nasıl etkilendiği analiz edilmeye çalışılmıştır.

2. Örnek Banka Bilançosunun Risk Analizinin Yapılması ve Sermaye Yeterlilik Rasyosunun Hesaplanması

Bu çalışmada kullanılacak örnek finansal tablolara ekte yer verilmiştir (**EK 1**). Çalışmada, Türk Bankacılık Sektöründe faaliyet gösterdiği varsayılan ABC Bank A.Ş. şirketine ait olacak şekilde bir örnek oluşturulmuştur.

ABC Bank A.Ş.'nin özet finansal verilerine aşağıda yer verilmiştir :

Aktif Kalemler		Pasif Kalemler	
Hesap	Bakiye (000 TL)	Hesap	Bakiye (000 TL)
Nakit Değerler	3.149.174	Mevduat	31.878.134
Bankalar	771.028	Alınan Krediler	8.495.724
Finansal Varlıklar	3.430.530	Sermaye Ben. Krediler	2.604.774
Krediler	35.756.090	Özkaynaklar	5.679.638
Maddi Duran Varlık.	733.284		
AKTİF TOPLAMI	53.145.956	PASİF TOPLAMI	53.145.956

Türk Bankacılık Sektörü'nde faaliyet gösteren Bankaların asgari sermaye yeterlilik rasyolarının hesaplanmasında, BDDK tarafından 1 Kasım 2006 tarih ve 26333 Sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "*Bankaların Sermaye Yeterliliğinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik*" esas alınmaktadır. Bu yönetmelik kapsamında belirtildiği şekilde bankaların ;

- ✓ Kredi riskine esas tutar
- ✓ Piyasa riskine esas tutar
- ✓ Operasyonel riske maruz tutar

hesaplamalarını yapmaları gerekmektedir.

Örneğimizdeki risk hesaplamaları (kredi riski, piyasa riski, operasyonel risk) ve bu verilere bağlı olarak sermaye yeterliliği hesaplamaları “Bankaların Sermaye Yeterliliğinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik” kapsamında yapılmıştır.

Bunun dışında, sekuritizasyon uygulaması ile etkilerini görmek istediğimiz likidite oranı ise, yine Türk Bankacılık Sektörü’ndeki mevzuat baz alınarak “*Bankaların Likidite Yeterliliğinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelikte*” belirtilen esaslar çerçevesinde hesaplanmıştır.

ABC Bank A.Ş.’nin EK 1’de yer verilen finansal veriler kullanılarak hesaplanan risk ve sermaye yeterlilik rasyosu hesaplamaları aşağıdaki gibidir.

a. Kredi Riskine Esas Tutarın Hesaplanması

Kredi riskine esas tutar, bilanço içi varlıklar ile gayrinakdi krediler, taahhütler ve türev finansal araçlara ilişkin kredi riskine esas tutarların toplamından oluşur. “*Bankaların Sermaye Yeterliliğinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik*” kapsamında kredi riskine esas tutarın hesaplanmasında dikkate alınacak unsurlar şöyle belirtilmiştir :

1. Bilanço içi varlıklar ile gayrinakdi krediler, taahhütler ve türev finansal araçların kredi riskine esas tutarları belirlenirken Yönetmeliğin ekinde yer alan ağırlıklandırmalar kullanılmaktadır. Bu oranlar, %0, 10, 20, 50, 100, 150 ve 200 olarak finansal tablo kalemi bazında belirtilmektedir. Buna göre örneğin ;

- a. Tasfiye olunacak krediler (ayrılan karşılıklar düşüldükten sonraki net değeri),
- b. A ve B grubu menkul kıymetler dışında kalan vadesi gelmiş menkul kıymetler,

- c. Maddi duran varlıklar (amortismanlar düşüldükten sonraki net değeri dikkate alınır),
- d. Gayrinakdi kredi ve taahhütler (ayrılan karşılıklar düşüldükten sonraki net değeri dikkate alınır. Gayrinakdi kredinin kullanım amacına göre oranar değışmektedir).

%100 oranında,

- e. Kredi kartı harcamalarından kaynaklı kredi alacaklarının kalan vadesi 6 aydan 12 aya kadar olan taksit ödemeleri tutarı

%150 oranında,

- f. Kredi kartı harcamalarından kaynaklı kredi alacaklarının kalan vadesi 12 ayı aşan taksit ödemeleri tutarı

%200 oranında

- g. İkamet amacıyla kullanılan gayrimenkullerin birinci derece ipoteği karşılığı kullanılan krediler,
- h. İkamet amacıyla kullanılan gayrimenkullerin birinci derece ipoteği karşılığı verilen gayrinakdi krediler ve taahhütler,

%50 oranında

- i. Satın alınan çekler,
- j. Ters repo işlemlerinden alacaklar,
- k. Risk bazlı sermaye yükümlülüğü dahil olmak üzere koruyucu denetim ve düzenlemelere tabi olan OECD ülkeleri sermaye piyasası aracı kurumlarına

verilen veya bu aracı kurumların kefaleti veya garantisi ile verilen nakdi krediler.

%20 oranında

- I. B Grubunda yer alan bankalarca ihraç edilmiş ve sermaye piyasası mevzuatında belirtilen nitelikleri haiz ipotek teminatlı menkul kıymetler

%10 oranında

- m. Nakit değerler,
- n. Zorunlu karşılıklar,
- o. A Grubu teminat karşılığı kullanılan krediler

%0 oranında ağırlıklandırılacaktır.

Ağırlıklandırılacak olan gayrinakdi krediler, taahhütler ve türev finansal araçlar öncelikle yönetmelikte belirlenmiş olan krediye dönüştürme oranları ile çarpılır. Buna göre örneğin ;

- Nakit temini için verilen teminat mektupları, (Lehdarın üstlendiği bir finansal yükümlülüğün teminatı olarak verilen teminat mektupları)
- Aval verilen kabul kredileri

için **yüzde yüz** krediye dönüştürme oranı uygulanırken;

- Nakit temini amacıyla verilenler dışında kalan diğer teminat mektupları,
- Menkul kıymet ihracında satın alma garantileri

için **yüzde elli** krediye dönüştürme oranı uygulanır. Bu oran yönetmelikte belirtilen kredi sınıflarına göre %0'a kadar düşebilmektedir.

2. Teşkilatlanmış borsalarda alım satımı yapılan türev finansal araçlara ilişkin pozisyonlar, bankaların öz kaynaklarına ilişkin yönetmelikte ana sermayeden ve sermayeden indirilen değer olarak dikkate alınan tutarlar, bankanın alım satım hesaplarında yer alan ve piyasa riskine esas tutarın tespit edilmesinde taşıdıkları spesifik risk için sermaye yükümlülüğü hesaplanan hisse senetleri, yatırım fonu ve katılma belgeleri ile getirisi faiz oranı ile ilişkilendirilmiş menkul kıymetler, Bankaların Öz kaynaklarına İlişkin Yönetmelikte ana sermayeden ve sermayeden indirilen değer olarak dikkate alınan tutarlar, teşkilatlanmış borsalarda alım satımı yapılan türev finansal araçlara ilişkin pozisyonlar için kredi riskine esas tutar hesaplanmaz.

3. Tükenme ve değer kaybı ile karşı karşıya olan varlıkların kredi eşdeğerleri ilgili amortismanlar ve karşılıklar düşüldükten sonra hesaplanır.

4. Döviz, faiz oranı ve altına dayalı vadeli, futures ve swap alım satım sözleşmeleri ile satın alınan alım ve satım opsiyonlarına başlangıç vadelerine göre aşağıdaki tabloda belirtilen krediye dönüştürme oranları uygulanır :

Başlangıç Vadesi (Sözleşme Üzerindeki Vade)	Faiz Oranına Dayalı Sözleşmeler (%)	Döviz Kuruna ve Altına Dayalı Sözleşmeler
İki Haftaya Kadar Vadeli	0	0
Bir Yıl ve Daha Az Vadeli	0,5	2
Bir Yıldan İki Yıla Kadar	1	5
İki Yıldan Son. Her İlave Yıl İçin	1	3

Bu oranlar, hisse senedine ve emtiaya dayalı vadeli, futures, swap alım satım sözleşmeleri ile satın alınan alım satım opsiyonlarına vadeye kalan sürelerine göre aşağıdaki gibi değişmektedir :

Vadeye Kalan Süre (Sözleşme Üzerindeki Vade)	Hisse Senedine Dayalı Sözleşmeler (%)	Kıymetli Madene Dayalı Sözleşmeler
Vadesine 1 Yıl ve daha az kalmış	6	7
Vadesine 1 - 5 yıla kadar kalmış	8	7
Vadesine 5 yıldan fazla kalmış	10	8
İki Yıldan Sonraki Her İlave Yıl İçin	1	3

Yönetmelikte yer alan bu hususlar dikkate alınarak, 31.12.2008 tarihli örnek Banka bilanço verilerine göre kredi riskine esas tutarın hesaplanmasına **EK 2'de** yer verilmiştir.

Hesaplama öncelikle, ABC Bank A.Ş.'nin finansal verileri, "*Bankaların Sermaye Yeterliliğinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik'te*" belirtilen oranlara göre sınıflandırılmıştır. Bu hesaplama ait veriler EK 2'deki **VERİLER excel sheet** içerisinde yer almaktadır.

Hesaplamanın ikinci adımında, ilgili ağırlıklandırma sınıfında olan veriler konsolide edilmiş ve gerekli oranlar ile çarpılmak suretiyle toplam risk ağırlıklı varlıklara ya da bir diğer deyişle kredi riskine esas değere ulaşılmıştır.

Kredi riski kapsamına giren bilanço kalemlerinin Yönetmelik'te belirtilen oranlarda ağırlıklandırılması ile ulaşılan bu değer ;

41.804.900 bin TL (EK 2, HESAPLAMA excel sheet)

olarak hesaplanmıştır.

b. Piyasa Riskine Esas Tutarın Hesaplanması

Piyasa riskine esas tutar, “Bankaların Sermaye Yeterliliğinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik” uyarınca Standart Metod ya da BDDK tarafından kullanımına izin verilen risk ölçüm modelleri ile hesaplanmaktadır.

Örnek çalışmamızda ABC Bank A.Ş.’nin finansal verileri dikkate alınarak standart metot yöntemiyle piyasa riski hesaplanmıştır. Hesaplamaya ilişkin tablolar **EK 3’de** yer almaktadır.

Bu hesaplamada özet olarak, BDDK’nın öngördüğü standart metoda uygun şekilde faiz oranı riski, hisse senedi riski ve kur riski için hesaplanan sermaye yükümlülükleri belirlenmiş ve bunların toplamı **12,5** ile ağırlıklandırılarak piyasa riskine esas tutara ulaşılmaktadır.

(1) Faiz Riski ve Hesaplanması

Bu hesaplamada yönetmeliğe göre öncelikle bankanın alım satım hesapları içinde yer alan getirisi faiz oranı ile ilişkilendirilmiş finansal araçlar, uzun ve kısa pozisyonları dikkate alınarak vade merdiveni tablosu üzerinde yerleştirilmektedir.

Vade merdiveni tablosu her bir döviz cinsinin TL karşılıkları bazında ayrı ayrı düzenlenmektedir.

Sabit faizli menkul kıymetler, vadeye kalan sürelerine göre, değişken faizli menkul kıymetler ise yeniden fiyatlama tarihine kalan sürelere göre vade merdiveni tablosundaki vade dilimlerinden uygun olanına yerleştirilir. Her bir vade dilimindeki uzun ve kısa pozisyonlar yönetmelikte belirtilen risk ağırlığı ile ağırlıklandırılır. Aynı vade dilimindeki ağırlıklandırılmış toplam kısa ve toplam uzun pozisyonlardan mutlak değer olarak küçük olanı üzerinden **yüzde on dikey sermaye yükümlülüğü hesaplanır**. Her bir vade dilimi için tek bir net pozisyon bulunması amacıyla bütün vade dilimlerindeki kısa ve uzun pozisyonlar netleştirilir.

Elde edilen vade dilimlerinin net kısa ve uzun pozisyonları her üç zaman aralığı için ayrı ayrı toplanır. I. zaman aralığı için yüzde **kırk**, II. ve III. zaman aralığı için yüzde **otuz** oranında **Yatay Sermaye Gereksinimi** hesaplanır.

Dikey ve yatay sermaye gereksinimleri toplamı, getirisi faiz oranı ile ilişkilendirilmiş finansal araçlara ilişkin genel piyasa riski için gerekli olan sermaye yükümlülüğünü gösterir.

Faiz riskinin hesaplanmasında öncelikle **genel piyasa riski** hesaplanmıştır. Bunun için getirisi faiz ile ilişkilendirilmiş olan ürünler vade merdiveni tablosuna vadeleri bazında yerleştirilmiştir. Her bir döviz cinsi bazında yapılması gereken bu hesaplama TL, USD ve EUR para cinsleri bazında ayrı ayrı yapılmıştır (**EK 3, PR 200A(1), (2), (3) excel sheet**).

Yönetmelik uyarınca hesaplanması gereken getirisi faiz oranı riski ile ilişkilendirilmiş finansal araçlara ait spesifik risk hesaplaması için, alım satım hesapları içerisinde yer alan menkul kıymetler için hesaplama yapılmıştır (**EK 3, PR 201A**).

Bu hesaplamalar sonunda faiz riski ;

Genel Piyasa Riski :	203.226
Spesifik Risk :	23.073
TOPLAM :	226.299

Bin TL olarak hesaplanmıştır.

(2) Kur Riski ve Hesaplanması

Sermaye yükümlülüğünün hesaplanması amacıyla her bir döviz cinsinin Yeni Türk Lirası karşılıkları itibarıyla aktif ve pasif hesaplarda bulunan tüm döviz varlık ve yükümlülüklerle ilişkin net pozisyon, döviz cinsinden cayılamaz nitelikli gayrinakdi kredilere ilişkin net pozisyon ve türev finansal araçlara ilişkin net pozisyon bulunur. Her bir döviz cinsi için hesaplanan net kısa pozisyonlar ve net uzun pozisyonlar ayrı ayrı toplanır ve bunlardan mutlak değer olarak büyük olanı ile mutlak değer olarak

net altın pozisyonu toplamı üzerinden yüzde sekiz oranında sermaye yükümlülüğü hesaplanır.

ABC Bank A.Ş.'nin her bir döviz cinsi için net kısa pozisyonlar ve net uzun pozisyonları ilgili hesaplama tablosunda yerine koyulmuştur.

Hesaplamalar sonucunda uzun net pozisyon toplamı 216.554 bin TL, kısa net pozisyon toplamı ise 424.298 bin TL olarak hesaplanmıştır.

Mutlak değer olarak büyük olan 424.298 bin TL %8 oranında ağırlıklandırılarak kur riski ;

33.944 (EK3, PR203A excel sheet)

bin TL olarak hesaplanmıştır.

(3) Hisse Senedi Riski ve Hesaplanması

Bankalar, alım-satım hesaplarında yer alan hisse senedi ve hisse senetlerindeki fiyat değişikliklerinden etkilenen finansal araçlar üzerinden piyasa riskini:

a) Münferit hisse senetleri ile ilişkilendirilmiş future ve vadeli işlemlerin cari piyasa fiyatlarını,

b) Bir hisse senedi endeksi ile ilişkilendirilmiş future işlemlerde, işlemin dayanağını oluşturan hisse senedi portföyünün cari piyasa fiyatını

esas alarak hesaplarlar.

Hisse senetlerine ilişkin tutulan pozisyonlar ile spesifik ve genel piyasa riskleri için sermaye yükümlülükleri, her bir teşkilatlanmış borsa bazında ayrı ayrı hesaplanır. Hisse senetleri pozisyonlarının taşıdığı spesifik risk için ayrılması gereken sermaye yükümlülüğü, hisse senetlerine ilişkin kısa ve uzun pozisyonların mutlak değerleri

toplamlarının yüzde sekizidir. Söz konusu oran, likit ve iyi çeşitlendirilmiş portföyler için yüzde dört olarak uygulanır.

Hisse senetleri pozisyonlarının taşıdığı genel piyasa riski için ayrılması gereken sermaye yükümlülüğü, hisse senetlerine ilişkin toplam uzun pozisyonlar ile toplam kısa pozisyonlar arasındaki farkın **yüzde sekizidir**.

rnek hesaplamada, ABC Bank A.ř.'nin toplam değeri 270.078 bin TL tutarında olan ve tamamı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda olan hisse senetlerini tuttuğu varsayılmıştır.

Bu hesaplamaya göre, tamamı uzun pozisyon olarak tutulan 270.078 bin TL üzerinden %8 oranında ağırlıklandırma yapılarak spesifik ve genel piyasa riski için sermaye yükümlülüğü olması gerekmektedir.

Sonuç olarak, 21.606 bin TL tutarında spesifik ve genel piyasa riski hesaplanmış ve toplam hisse senedi riski ;

43.212 (EK3, PR202A excel sheet)

bin TL olarak hesaplanmıştır

Örnek verilere göre, ABC Bank A.Ş.'nin faiz riski, kur riski ve hisse senedi riskine ilişkin hesaplamalar sonucunda piyasa riskine esas tutarı

3.793.188 bin TL

olarak hesaplanmıştır. Hesaplama özet tablosu aşağıdaki gibidir :

	Sıra Açıklaması	Tutar
1	Faiz Oranı Riski İçin Hesaplanan Sermaye Yükümlülüğü-Standart Metot (2+3+4)	226.299
2	a. Genel Piyasa Riski İçin Hesaplanan Sermaye Yükümlülüğü	203.226
3	b. Spesifik Risk İçin Hesaplanan Sermaye Yükümlülüğü	23.073
4	c. Faiz Oranı Riskine Tabi Opsiyonlar İçin Hesaplanan Sermaye Yükümlülüğü	
5	Hisse Senedi Pozisyon Riski İçin Hesaplanan Sermaye Yükümlülüğü-Standart Metot (6+7+8)	43.212
6	a. Genel Piyasa Riski İçin Hesaplanan Sermaye Yükümlülüğü	21.606
7	b. Spesifik Risk İçin Hesaplanan Sermaye Yükümlülüğü	21.606
8	c.Hisse Senedi Pozisyon Riskine Tabi Opsiyonlar İçin Hesaplanan Sermaye Yükümlülüğü	
9	Kur Riski İçin Hesaplanan Sermaye Yükümlülüğü-Standart Metot (10+11)	33.944
10	a. Sermaye Yükümlülüğü	33.944
11	b. Kur Riskine Tabi Opsiyonlar İçin Hesaplanan Sermaye Yükümlülüğü	
12	Toplam RMD-İç Model	
13	Piyasa Riski İçin Hesaplanan Toplam Sermaye Yükümlülüğü (1+5+9+12)	303.455
14	Piyasa Riskine Maruz Tutar (12,5 x 13. Sıra)	3.793.188

c. Operasyonel Riske Esas Tutarın Hesaplanması

Örnek çalışmamızda operasyonel risk tutarı temel gösterge yöntemi kullanılarak hesaplanmıştır. Bu yöntemde Bankanın son üç yıl itibariyle gerçekleşen yıl sonu brüt gelir tutarlarının yüzde onbeşinin ortalamasının onikibuçuk ile çarpılması suretiyle bulunacak değer, operasyonel riske esas tutar olarak dikkate alınır.

Bankanın son üç yıl itibariyle gerçekleşen yıl sonu brüt gelir tutarlarının yüzde onbeşinin ortalamasının 12,5 ile çarpılması suretiyle bulunacak değer

6.589.344.000 TL (EK 4)

olarak hesaplanmıştır

d. Sermaye Yeterlilik Rasyosu Hesaplaması

Türk Bankacılık Sektörü'nde geçerli olan sermaye yeterliliği ile ilgili mevzuata göre sermaye yeterliliği standart oranının asgari %8 olarak tutturulması gerekmektedir.

Bankaların Sermaye Yeterliliğinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik uyarınca sermaye yeterliliği standart oranı, "Sermaye Yeterliliği Analiz Formunda" belirtilen esaslara göre hesaplanmaktadır.

İlgili forma göre sermaye yeterliliği standart oranı :

Özkaynak

Kredi riskine esas tutar + operasyonel riske esas tutar + piyasa riskine esas tutar

formülü ile hesaplanmaktadır.

Örneğimizde hesaplanan kredi, piyasa ve operasyonel riske esas tutar verileri dikkate alınarak ve ABC Bank Bilançosu'ndan özkaynak verisine istinaden sermaye yeterliliği rasyosu aşağıdaki gibi hesaplanacaktır :

$\frac{8.191.341}{41.804.000 + 6.589.344 + 3.793.188}$ <p>Sermaye yeterliliği Oranı = %15,69</p>

e. Likidite Rasyosu Hesaplaması

Örnek çalışmamızda, sekuritizasyon uygulamasının banka likiditesi üzerindeki etkilerini analiz etmek için likidite rasyosu hesaplamasına da yer verilmiştir. Bu hesaplama, yine Türk Bankacılık Sektörü mevzuatına uygun olarak "*Bankaların likidite yeterliliğinin ölçülmesine ve değerlendirilmesine ilişkin Yönetmelik*" dikkate alınarak yapılmıştır.

İlgili Yönetmeliğe göre toplam likidite rasyosu hesaplanırken iki vade dilimi esas alınmaktadır. Birinci vade dilimi 0 – 7 gün vade aralığında, ikinci vade dilimi ise 0 – 31 gün vade aralığında yer almaktadır.

Likidite rasyosu hesaplanırken, Bankaların likidite Yeterliliğinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik ekinde yer alan, her bir bilanço kalemi bazında belirlenmiş oranlar ile, finansal tablolarda yer alan bakiyelerin ağırlıklandırılması yapılır.

Ağırlıklandırılması yapıldıktan sonra, ilgili vade dilimlerine yerleştirilen bilanço kalemleri ile likidite oranı ;

$$\text{Likidite Oranı} = \text{TP ve YP Varlıklar} / \text{TP ve YP Yükümlülükler}$$

formülü ile hesaplanmaktadır.

Bunun dışında gayrinakdi krediler ve taahhütlerden vadelerinde ödeme yükümlülüğü bulunanlar, vadelerine kalan süreler dikkate alınmak suretiyle toplam likidite yeterlilik oranı ve yabancı para likidite yeterlilik oranı hesaplamasına dahil edilir.

Toplam likidite yeterlilik oranı ile yabancı para likidite yeterlilik oranının hesaplanmasında varlık ve yükümlülüklerin vadeye kalan sürelerinin tespitinde aşağıda belirtilen süreler dikkate alınır:

a) Hesaplama günü ile anapara veya faiz ve gelir veya giderlere ilişkin nakit akısının muaccel olduğu gün arasındaki süre,

b) Herhangi bir ihbar süresinin bulunması halinde ihbar süresi,

c) Sözleşme hükümleri uyarınca erken ödeme opsiyonu bulunan yükümlülükler için erken ödeme opsiyonunun tarihine kalan süre.

İlgili Yönetmeliğe göre birinci vade dilimine ilişkin toplam likidite yeterlilik oranlarının haftalık basit aritmetik ortalaması ile ikinci vade dilimine ilişkin toplam likidite yeterlilik oranı **yüzde yüzden**; birinci vade dilimine ilişkin yabancı para likidite yeterlilik oranlarının haftalık basit aritmetik ortalaması ile ikinci vade dilimine ilişkin yabancı para likidite yeterlilik oranı **yüzde seksenden** az olamaz.

ABC Bank A.Ş.'nin A.Ş.'nin bilanço verileri, likidite oranı bildirim formunda yerine konularak birinci vade dilimine kadar olan varlıklar ve yükümlülükler, ilgili

Yönetmelikte belirtilen oranlarda ağırlıklandırılmış ve **birinci vade dilimine** ilişkin toplam likidite yeterlilik oranı ;

157,29

olarak hesaplanmıştır.

İkinci vade dilimi olan 0-31 gün arasında kalan varlık ve yükümlülükler de, yine likidite oranı bildirim formunda yerine koyularak belirtilen oranlarda ağırlıklandırılmış ve ikinci vade dilimine ilişkin toplam likidite yeterlilik oranı ;

87,16

olarak hesaplanmıştır.

Hesaplamalara ilişkin tablo **EK 5, 6'da** yer almaktadır.

3. Örnek Bir Sekuritizasyon Uygulamasının Oluşturulması ve Bilançoya Etkilerinin Analizi

a. Genel Açıklamalar

Tezin bu bölümünde, yukarıda belirtilen finansal verilere ve risk bilgilerine sahip olan ABC Bank A.Ş. için örnek bir sekuritizasyon uygulaması oluşturulacak ve sonuçları değerlendirilecektir. Bu sekuritizasyon işleminde bir **mortgage kredi portföyü** baz alınacak ve bu portföyün sekuritizasyon işlemi gerçekleştirilecektir.

Örnekte kullanılacak çeşitli varsayımlar şunlardır :

a) Sekuritizasyon muhasebesi standartları olan IAS 39 ve FAS 140'da, aktifin bilanço dışına çıkartılması için ilgili aktifler üzerinde kontrolün tamamen kaldırılması şartı getirildiği için örneğimizde de kredilerin bilanço dışına çıkartılması için gerekli şartların sağlandığı varsayılacaktır.

b) Kredinin satışı durumunda elde gelirin tamamının nakit olarak elde edileceği varsayılacaktır.

c) Sekuritizasyon işlemine tabi olan mortgage kredi portföyünün rayiç değerinin (fair value) belirlenmesi için gerekli piyasa koşullarının oluşmuş olduğu varsayılacaktır.

d) Sekuritizasyon işlemi için yapılan masraf ve komisyonlar, işlemin gerçekleştiği tarihte muhasebeleştirilecektir. Yıllara yaygın olarak gerçekleştirilmesi mümkün olmayacaktır.

b. Örneğin Oluşturulması

Örnek olarak belirlenen sekuritizasyon işlemine ilişkin bilgiler şöyledir :

1. Sekuritizasyona Tabi Kredi Havuzunun Anapara Tutarı : 100.000.000 TL
2. Net Defter Değeri : 99.000.000 TL (Anapara+faiz+primler+ötelenen sekuritizasyon arz masrafları-ötelenen sekuritizasyon gelirleri-iskonto-kredi karşılıkları)
3. Çıkarılacak Menkul Değerler :

	Anapara Tutarı	Fiyat	Rayiç Değer
Class A	96.000.000	100	96.000.000
Class B	4.000.000	95	3.800.000
Class IO			1.500.000
Class R			1.000.000

Kredinin anapara tutarına faiz alacakları da eklendiği zaman kredinin rayiç değeri artış gösterecektir. Buradan sekuritizasyon işlem masrafları da düşünce sekuritizasyon işleminden elde edilen gelir :

98.800.000 TL

olarak belirlenmektedir.⁵⁹

Bu işlemlere istinaden gerçekleştirilecek muhasebe kayıtları aşağıdaki gibidir :

	Borç	Alacak
1. Nakit Değerler Hesabı :	98.800.000	
Krediler Hesabı		99.000.000
Vergi Öncesi K/Z		2.878.900
Masraf/Komisyon	673.200	
Class IO	1.445.400	
Class R	960.300	
2. Class IO	54.600	
Class R	39.700	
Sermaye Hesabı		94.300

Yukarıda yapılan muhasebe kayıtlarını özetlersek, ABC Bank A.Ş.'nin aktifinde yer alan ve 100.000.000 TL tutarındaki mortgage kredisinin menkulleştirilmesi suretiyle 98.800.000 TL tutarında nakit gelir elde edilmiştir.

Buna paralel olarak, bankanın sekuritizasyon işlemine tabi olan kredilerinin net defter değeri olan 99.000.000 TL tutarında krediler hesabında azalma olmuştur.

Bu işlemler sonrasında özetle ilgili banka bilançosundaki aşağıdaki etkiler ortaya çıkmıştır :

- a) Bankanın sekuritizasyon işlemi sonrasında **99.000.000 TL** tutarında kredisi aktifinden çıkmış ve bunun önemli kısmı nakit değer olarak aktife kaydolmuştur.

⁵⁹ Marty Rosenblatt, Jim Johnson, **Securitization Accounting under FASB 140**, Deloitte&Touche, Ocak 2001, s.34.

- b) Banka, sekuritizedasyon işleminde SPV aracılığıyla çıkarmış olduğu menkul kıymetlerin bir kısmını kendisi satın almıştır. Buna istinaden menkul kıymetler portföyü Satışa Hazır Menkul Kıymetler (available for sale) portföyü altında muhasebeleştirilmiştir.
- c) Banka sekuritizedasyon işleminden masraflar da düştükten sonra **2.878.900 TL** tutarında kar elde etmiştir.

c. Sekuritizedasyon İşleminin Etkilerinin Analizi

Önceki bölümde yer verdiğimiz, ABC Bank A.ř.'nin finansal verilerine istinaden yapmış olduğumuz risk ve sermaye yeterliliği hesaplamalarını sekuritizedasyon işlemi sonrasında tekrarlırsak işlemin etkilerini analiz etmemiz mümkün olacaktır.

(1) Sekuritizedasyon İşlemi Sonrası Kredi Riskinin Hesaplaması

Sekuritizedasyon işleminden kredi riskinin nasıl etkilendiğine ilişkin hesaplamalar **EK 7'de** yer almaktadır.

Sekuritizedasyon işlemine tabi olan mortgage kredileri ilgili Yönetmelik gereğince %50 oranında ağırlıklandırılan kredi grubu içerisinde değerlendirilmektedir. Bu erevede 7.962.900 Bin TL tutarında olan ABC Bank A.ř.'nin mortgage kredi portföyü 99.000 bin TL tutarında azalış göstermiştir.

Sekuritizedasyon işlemi sonrası bakiyenin %50 oranında ağırlıklandırılması ile kredi riskine esas tabloya konulması ile daha önce 41.804.000 bin TL olan kredi riski **41.755.400 bin TL'ye** düşmüştür.

Bu suretle, sekuritizedasyon işlemi ile birlikte ABC Bank A.ř.'nin kredi riski gereğince bulundurması gereken **sermaye miktarı 48.600 bin TL** tutarında **azalış** göstermiştir.

(2) Sekuritizasyon İşlemi Sonrası Sermaye Yeterliliği

Örneğimizde, mortgage kredi portföyü üzerinden yapılan sekuritizasyon işlemi ile birlikte kredi riskinde belirgin azalma olmuştur. Bunun yanında, bankanın maruz kaldığı diğer riskler olan piyasa riski ve operasyonel riskin nasıl etkilendiğini de değerlendirmek gerekmektedir.

Piyasa riski, bankanın alım satım hesapları içerisinde yer alan finansal araçlara ilişkin pozisyonların değerinde meydana gelebilecek değişikliklerden kaynaklanmaktadır. Yapılan sekuritizasyon işlemi sonrasında banka bilançosundaki değişikliklere bakıldığında, faiz oranı riski, kur riski ve hisse senedi riskinden kaynaklanabilecek ve piyasa riskini etkileyecek önemli bir etkinin bulunmadığı görülmektedir.⁶⁰

Operasyonel risk tutarının hesaplanmasında, örneğimizde dikkate alınan temel gösterge yönteminde bankanın önceki dönemlere ait brüt gelir tutarları dikkate alındığı için sekuritizasyon sonrasında operasyonel risk tutarı etkilenmeyecektir.

Bu açıklamalar çerçevesinde oluşan yeni sermaye yeterliliği rasyosu hesaplaması aşağıdaki gibidir :

⁶⁰ Verilen örnekte, bankanın sekuritizasyon işlemi sonrasında çıkartılan menkul kıymetlerin bir kısmını kendisinin satın aldığı varsayılmıştır. Bu suretle edinilen menkul kıymetler faiz oranı riskini etkileyecek olmakla birlikte bu etkinin miktarının düşük olması nedeniyle ihmal edilmiştir.

8.194.219

41.755.400 + 6.589.344 + 3.793.188

Sermaye yeterliliği Oranı = %15,71

(3) Sekuritizasyon İşlemi Sonrası Likidite Rasyosu

Sekuritizasyon işleminin bir banka bilançosuna etkileri analiz edilirken, kredi riski ve buna bağlı olarak sermaye yeterliliği rasyosunun olumlu etkilenmesi yanında, likidite açısından etkileri de önemlidir.

Örnek çalışmamızda ABC Bank A.Ş., daha az likit olan uzun vadeli mortgage kredilerini sekuritize ederek daha likit olan nakit kıymetler elde etmiştir.

Sekuritizasyon işlemi ile elde edilen nakit değerin bilanço verilerine etkisi ve likidite rasyosu üzerindeki etkileri **EK 8'de** yer almaktadır. İlgili nakit girişine istinaden birinci vade dilimindeki likidite rasyosu **157,62** 'ye yükselmiştir.

d. Sonuçlar

Sekuritizasyon işleminin bir banka bilançosu üzerindeki etkilerini analiz etmek amacıyla oluşturulan örnekte, sekuritizasyon işleminin özellikle kredi riskini önemli oranda azalttığı ve buna bağlı olarak sermaye yeterliliği üzerinde rahatlatıcı etkileri olduğu görülmüştür.

Örnek olarak verdiğimiz sekuritizasyon tutarının banka bilançosundaki payına bağlı olarak bu etki artacaktır.

Kredi riski ile birlikte, likidite yeterliliği de sekuritizasyon işlemi ile artış göstermektedir. Bankaların risk ve sermaye üzerindeki bu etkileri nedeniyle sekuritizasyon işlemleri önemli avantajlar sağlamaktadır.

Yukarıdaki örnekte sekuritizasyon işlemi ile birlikte özetle şu etkiler meydana gelmiştir :

1. Toplam Risk Ağırlıklı Varlıklar 41.804.000 bin TL'den **41.755.400 bin TL'ye** düşmüştür.
2. Bu suretle ABC Bank A.Ş.'nin kredi riski gereğince bulundurması gereken **sermaye miktarı 48.600 bin TL** tutarında **azalış** göstermiştir.
3. Kredi bakiyesindeki bu değişime istinaden Bankanın sermaye yeterlilik rasyosu 15.69'dan 15,71'e yükselerek 3 baz puanlık artış göstermiştir.
4. Bankanın nakit değerlerindeki artışa bağlı olarak likidite rasyosu artış göstermiştir.

SONUÇ

Bankacılık sektöründe sermaye, maruz kalınan risklerin azaltılması ve mevduat sahiplerinin güvence altına alınması açısından özel bir öneme sahiptir. Risk yönetimi açısından bakıldığında da sermayenin önemi, kredi riski, piyasa riski ve operasyonel risk gibi bankaların maruz kaldığı temel risklere ve bu risklere bağlı olarak oluşabilecek kayıplara karşı bankayı korumasıdır. Bu nedenlerle denetim otoriteleri bankaların yeterli miktarda sermaye bulundurmaları için yasal düzenlemeler getirmektedir.

Uluslararası bankacılık piyasalarında 70'li yıllardan itibaren bazı düzenlemeler getirilmeye çalışılsa da risk bazlı sermaye yeterliliği düzenlemesi ilk olarak 1988 yılında çıkartılan ve Basel I olarak adlandırılan sermaye uzlaşısıdır. Basel I'e göre bankalar, faaliyetleri dolayısıyla maruz kaldıkları kredi riskinin %8'i seviyesinde asgari sermaye tutmak zorundadır.

Basel I'in yayımlanmasından sonraki süreçte bankaların maruz kaldığı risklerin çeşitlenmesi ve bu risklerin etkilerinin artması nedeniyle Basel I sermaye uzlaşısının etkinliği azalmıştır. Sürecin devamında Basel Komitesi finansal piyasalarda meydana gelen gelişmeleri ve Basel I'in sermaye yeterliliği ölçümüne ilişkin eksikliklerini dikkate alarak Haziran 1999'da Yeni Basel Sermaye Yeterliliği uzlaşısına (Basel II) ilişkin metni yayımlamıştır. Metin ilgili çevrelerden gelen yorumlar ile revize edilmiş ve nihai metin Haziran 2004'te yayımlanmıştır.

Kredi riskinin hesaplanmasında farklı bir anlayış getirmesi dışında, piyasa riski ve operasyonel riskin de dahil olması ile birlikte Basel II uzlaşısı bankaların bulundurması gereken asgari sermaye miktarını arttırmaktadır.

Mevcut yasal düzenlemeler dışında, 2007 yılında ABD'de başlayarak global bir finansal kriz haline gelen Mortgage Krizi de, bankacılık sektöründe sermayenin önemini bir kere daha ortaya koymuştur. Keza, sermaye yapısı zayıf olan bir çok banka iflas etmiş, kalan bankalar için de sermaye yeterliliği hayati önem taşımıştır.

Bankacılık sektöründe sermaye yeterliliğinin önemi dikkate alındığında, **sekuritizasyon (menkulleştirme)** olarak adlandırılan finansal enstrümanın önemli bir yeri vardır çünkü sekuritizasyon edilen kredi alacaklarının sermaye yükümlülüklerine tabi olmaması bankalar açısından önemli bir avantaj yaratmaktadır.

Sekuritizasyon işleminin en çok geliştiği ve hacminin yüksek olduğu ülke ABD'dir ve bu enstrümanın gelişimi ABD ipotek piyasalarının gelişimine dayanmaktadır. 2007 yılı sonu itibarıyla ABD'deki toplam sekuritizasyon hacmi 2.147 Milyar EUR tutarındadır ve en çok hacim devlet destekli kurumlar tarafından gerçekleştirilen mortgage kredileri karşılığında işlemlerden oluşmaktadır.

Sekuritizasyonun finansal piyasalardaki hacminin artması ile birlikte Basel II uzlaşısında bu uygulama konusunda açıklamalara yer verilmiş ve menkul kıymetleştirilen alacaklarının sermaye yükümlülüklerine tabi olmaması için gerekli şartlar belirtilmiştir.

Uluslararası finans piyasalarında ciddi işlem hacimlerine ulaşan sekuritizasyon işleminin Türk Bankacılık Sektörü'ndeki durumuna baktığımız zaman yurtdışından gelen havaleler ve kredi kartı alacakları karşılığında sekuritizasyon işlemleri yapıldığı görülmektedir. Bu tip alacakları olan bankalar, gerekli koşulların sağlanması halinde sekuritizasyon kredisi kullanabilmektedir. Ancak bunun dışında, konut kredilerinin menkulleştirilmesi işlemi şu ana kadar Türk Bankacılık Sektörü'nde hiç yapılmamıştır.

Türk Mevzuatı'ndaki uygulamalarına bakıldığında, Sermaye Piyasası Mevzuatı'nda sekuritizasyon ile ilgili çeşitli düzenlemeler yer almaktadır. Bu düzenlemeler arasında en kapsamlısı 06.03.2007 tarih ve 26454 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiş olan 5582 sayılı "Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanundur." Bu Kanunda düzenlenmiş olan ipotek dayalı menkul kıymetler, menkul kıymetleştirilen alacaklara katılım hakkı sağlayan ve ABD'de "pass-through" olarak adlandırılan varlığa dayalı menkul kıymetlere denk düşen menkul kıymetlerdir.

Bu Kanundan önce geçerli olan 3794 sayılı kanunda, varlığa dayalı menkul kıymetlere ilişkin düzenlemelere yer verilmiş olmakla birlikte, VDMK'lar bir alacağın bilanço dışına çıkartılması suretiyle yapılan sekuritizedasyon işleminde farklıdır.

Bu çerçevede bakıldığında Türk Bankacılık Sektöründeki sekuritizedasyon uygulamaları çok sınırlıdır ve bankalara beklenen faydaları etkin bir şekilde sağlayamamaktadır. Sekuritizedasyon hacimlerinde başı çeken konut kredileri Türkiye'de 2004 yılından itibaren artış göstermiştir. Bankacılık sektörü tarafından kullanılan toplam nakit kredi hacmi içerisindeki payına bakıldığında, konut kredilerinin 2004 yılı sonundaki % 2,36 seviyesinden, 2009 Haziran itibarıyla %10,64 seviyesine ulaştığı görülmektedir.

Konut kredilerinde meydana gelen bu artış, 2004-2008 yılları arasında yurtiçindeki istikrarlı ekonomik ortam ve düşen faiz oranları ile ilgilidir. Bunun yanında Türk Bankacılık Sektöründe faaliyet gösteren bankaların konut kredilerinde büyüme isteği ve bu kredilere kullanılabilir uzun vadeli fonlar temin edebilmesi bu süreçte etkili olmuştur. Türkiye finansal piyasalarındaki konut kredi hacminin ve bu sürecin devamında, gerekli şartların da varlığı halinde, konut kredilerinin sekuritizedasyon hacminin artması muhtemeldir.

Tezin son bölümünde yer verilen örnek uygulamada, sekuritizedasyon işleminin örnek ABC bankasının kredi riskini azalttığı, sermaye gereksinimini düşürdüğü ve likit varlıkları arttırdığı tespit edilmiştir.

Sonuç olarak, bankacılık sektöründe sermaye yeterliliğinin öneminin yasal düzenlemeler ve küresel krizler ile birlikte daha da artmış olması ve Türk Bankacılık Sektörü açısından bakıldığında konut kredilerinin artış trendi dikkate alındığında Türk bankalarının artan konut kredisi alacaklarını sekuritizeday ederek yasal sermaye gereksinimlerini azaltmaları, likidite yapılarını güçlendirmeleri ve daha sağlıklı bir mali yapıya sahip olmaları mümkündür.

Sekuritizedasyonun bankaların mali yapısı üzerinde yaratacağı bu olumlu etki yanında, ABD'de yaşanan mortgage krizi de dikkate alındığında, bu uygulamanın etkin bir kredi riski yönetimi çerçevesi ile desteklenmesi gerekmekte ve denetleyici otoritenin

sekuritizasyon uygulamasına ilişkin sıkı bir denetim altyapısı oluşturması gerekmektedir.

KAYNAKÇA

- Alptürk, Ercan: "Konut Ediniminde Alternatif Finansman Yöntemi: Mortgage", (Çevrimiçi) <http://www.ceterisparibus.net>, 14 Mayıs 2009.
- Altunbaş, Yener, Leonardo Gambacorta, David Marques: **Securitisation and The Bank Lending Channel**, Avrupa Merkez Bankası Çalışma Kağıtları No 838, Aralık 2007.
- Ashcraft, Adam B., Till Schuermann: **Understanding The Securitization of Subprime Mortgage Credit**, Federal Reserve Bank of New York Çalışma Kağıtları, No.318, Mart 2008.
- Ashcraft, Adam B., Charles Steindel: **Measuring the Impact of Securitization on Imputed Bank Output**, Federal Reserve Bank Of New York Çalışma Kağıtları, 4 Şubat 2008.
- Bank for International Settlements: "Securitisation in Asia and the Pacific: Implications for Liquidity and Credit Risks", (Çevrimiçi) <http://www.bis.org>., 25 Mayıs 2009.
- Bank for International Settlements: "Second Working Paper on Securitization", (Çevrimiçi) <http://www.bis.org>., 25 Mayıs 2009.
- Basel Bankacılık Denetim Komitesi: **Sermaye Ölçümü ve Sermaye Standartlarının Uluslararası Düzeyde Uyumlaştırılması (Yeni Basel Sermaye Uzlaşısı)**, Türkçe Çeviri, 2007.
- BDDK Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı: **ABD Mortgage Krizi**, BDDK Çalışma Tebliği, Sayı 3, Ağustos 2008.
- Benli, Ayşe: **Sendikasyon Kredileri**, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği, 2003.
- Benveniste, Lawrence M., Allen N. Berger: "Securitization With Recourse : An Instrument That Offers Uninsured Bank Depositors Sequential Claims" , **Journal of Banking & Finance**, Volume 11, Issue 3, Eylül 1987, s.403-424.
- Berger , Allen N., Richard J. Herring, Giorgio P. Szegö: "The Role of Capital in Financial Institutions", **Journal of Banking & Finance**, Volume 19, Issues 3-4, Haziran 1995, s. 393-430.
- Brealey, Richard A., Stewart C.Myers, Alan J.Marcus: **İşletme Finansının Temelleri**, Çevirenler : Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan, Hatice Doğukanlı, İstanbul, Mc Graw Hill/Literatür, 2002.
- Calomiris, Charles W, Joseph R Mason: **Credit Card Securitization and Regulatory Arbitrage**, Federal Reserve Research Papers, Nisan 2003.

- Carlstrom, Charles T., Katherine A. Samolyk: "Loan Sales as a Response to Market-Based Capital Constraints" , **Journal of Banking & Finance**, Volume 19, Issues 3-4, Haziran 1995, s. 627-646.
- Croughy, Michel G., Robert A.Jarrow, Stuart M.Turnbull: "The Subprime Credit Crisis of 07", (Çevrimiçi) <http://papers.ssrn.com>., 25 Mayıs 2009.
- Currie, Carolyn V.: "Basel II and Operational Risk - Overview and Key Concerns", (Çevrimiçi)[http:// www.gloriamundi.org](http://www.gloriamundi.org), 14 Şubat 2009.
- Çukur, Sadık, Mehmet Eryiğit, Seda Duran: "Sendikasyon ve Sekurizasyon Kredileri Anlaşmalarının Borçlanan Bankaların Hisse Fiyatlarına Etkileri", **İktisat İşletme Finans Dergisi** ,Cilt 23 Mart 2008, Sayı 264 s.62-70.
- Decamps, Jean-Paul, Jean-Charles Rochet, Benoît Roger: "The Three Pillars of Basel II: Optimizing the Mix",**Journal of Financial Intermediation**, Volume 13, Issue 2, Nisan 2004, s. 132-155.
- Demir, İnan: **Kürel Krizin Gölgesinde**, Finansbank Hazine Araştırma ve Satış Sunumları, Nisan 2009.
- Dionna, Georges, Tarek M.Harchaoui: "Banks' Capital, Securitization and Credit Risk : an Emprical Evidence for Canada", (Çevrimiçi) <http://papers.ssrn.com>.,15 Nisan 2009.
- Doğru, Halil: "Basel II ve IAS 39 Muhasebe Standardı Çerçevesinde Menkul Kıymetleştirme İşleminin Türkiye'de Banka ve Diğer Kaynak Şirketlerinm Bilanço ve Sermaye Yeterliliği Yükümlülüklerine Etkileri", **Bankacılar Dergisi**, Sayı 62, 2007, s.44-52.
- Doğru, Halil: **Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage, Genel ve Hukuki Esaslar**, İstanbul, Doğru Hukuk Yayınları, 2007.
- Erdönmez, Pelin Ataman: "Aktif Menkul Kıymetleştirilmesi", **Bankacılar Dergisi**, Sayı 57,2006, s.75-84.
- Eurpoean Securitization Forum: "ESF Securitization Data Report Q4 2008", (Çevrimiçi) <http://www.europeansecuritization.com>, 1 Haziran 2009.
- Financial Accounting Standarts Board (FASB): "Statement of Financial Accounting Standarts No.140", (Çevrimiçi) <http://www.fasb.org>, 27 Temmuz 2009.
- Financial Accounting Standarts Board (FASB): "Statement of Financial Accounting Standarts No.46", (Çevrimiçi) <http://www.fasb.org>, 27 Temmuz 2009.
- Financial Accounting Standarts Board (FASB): "Statement of Financial Accounting Standarts No.125", (Çevrimiçi) <http://www.fasb.org>, 27 Temmuz 2009.

- Gardener, Edward P.M., Jack Revell: **Securitization: History, Forms and Risks**, United Kingdom, Institute of European Finance, 1988.
- Goodman, Laurie S, Frank J.Fabozzi: **CDO Structure and Arbitrage**, New Hope PA, Frank J.Fabozzi Associates, 2001.
- Greenbaum, Stuart I., Anjan V. Thakor: "Bank Funding Models : Securitization Versus Deposits", **Journal of Banking & Finance**, Volume 11, Issue 3, Eylül 1987, s. 379-401.
- Hansel, Dennis N., Jan Pieter Krahenen: "Does Securitization Reduce Bank Risk? Evidence from the European CDO Market", (Çevrimiçi) <http://www.nccr-finrisk.uzh>, 20 Temmuz 2009.
- Henderson, John, Jonathan P. Scott: **Securitization**, USA: Woodhead Faulkner, 1988.
- Higgins, Eric J., Joseph R. Mason: "What is the Value of Recourse to Asset-Backed Securities? A Clinical Study of Credit Card Banks", **Journal of Banking and Finance**, Volume 28, Nisan 2004, s.875 – 899.
- Inside Mortgage Finance: "US Mortgage Originations", (Çevrimiçi) <http://www.imfpubs.com>, 10 Haziran 2009.
- International Accounting Standards Board (IASB): "IAS 39 Financial Instruments : Recognition and Measurement", (Çevrimiçi) <http://www.iasplus.com>, 27 Temmuz 2009.
- International Accounting Standards Board (IASB): "IASB Response to the Financial Crisis", (Çevrimiçi) <http://www.iasb.org>, 27 Temmuz 2009.
- Jiangli, Wenying, Matthew Pritsker, Peter Raupach: "Banking And Securitization", **Journal of Banking and Finance**, 23 Kasım 2007.
- Jones, David: "Emerging Problems with The Basel Capital Accord: Regulatory Capital Arbitrage and Related Issues", **Journal of Banking & Finance**, Volume 24, Issues 1-2, Ocak 2000, s. 35-58.
- Kau ,James B., Donald C. Keenan, Walter J. Muller, James F. Epperson: "The Valuation and Securitization of Commercial and Multifamily Mortgages" , **Journal of Banking & Finance**, Volume 11, Issue 3, Eylül 1987, s. 525-546.
- Kinney,James M.: **The Handbook of Mortgage Banking: A Guide To the Secondary Mortgage Market**, ABD,Dow Jones:Irwin, 1985.
- Koch, Timothy W, S.Scott Macdonald: **Bank Management**, USA, Thomson Southwestern,1998.
- Kothari, Vinod: **Securitization**, Singapore, John Wiley and Sons, 2006.

- Krahnén, Jan Pieter,
Christian Wilde: "Risk Transfer with CDOs and Systemic Risk in Banking" , (Çevrimiçi) <http://www.bis.org>.,27 Temmuz 2009.
- Lakshman,Alles: **Asset Securitization and Structured Financing: Future Prospects and Challenges for Emerging Market Countries**, Washington,DC, IMF Working Papers,No 147, 2001.
- Lockwood,Larry J.,
Ronald C. Rutherford,
Martin J. Herrera: "Wealth Effects of Asset Securitization", **Journal of Banking & Finance**, Volume 20, Issue 1, Ocak 1996, s. 151-164.
- Loutskina,Elena: "Does Securitization Affect Bank Lending ? Evidence from Bank Responses to Funding Shocks", (Çevrimiçi) <http://papers.ssrn.com>.,20 Temmuz 2009.
- Loutskina, Elena,
Philip E.Strahan: "Securitization and the Declining Impact of Bank Finance on Loan Supply: Evidence from Mortgage Acceptance Rates", (Çevrimiçi) <http://papers.ssrn.com>.,20 Temmuz 2009.
- Lucas, J.Douglas,
Laurie S.Goodman,
Frank J.Fabozzi: **Collateralized Debt Obligations**, USA, John Wiley&Sons, 2002.
- Lubben,Stephen J.: "Credit Derivatives and The Future of Chapter 11", (Çevrimiçi) <http://papers.ssrn.com>., 01 Haziran 2009.
- Mansell,Patrick: **Mortgage Banking and Residential Real Estate Finance by the Masters of The Industry**, USA, Financial Advisory Pres, 2003.
- Miles, William: "Securitization, Liquidity, and the Brady Plan" , **The North American Journal of Economics and Finance**, Volume 10, Issue 2, 1999, s. 423-442.
- McPherson, Neil: **Securities Backed by Auto Loans and Leases**, New Hope PA, Frank J.Fabozzi Associates,2000.
- McElvarey, John N.: **Securities Backed By Credit Card Receivables**, New Hope PA, Frank J.Fabozzi Associates, 2000.
- McAllister, Patrick H.,
,John J. Mingo: "Bank Capital Requirements for Securitized Loan Pools" , **Journal of Banking & Finance**, Volume 20, Issue 8, Eylül 1996, s. 1381-1405.
- Michalak, Tobias,
Andre Uhde: Tobias Michalak, Andre Uhde, "Credit Risk Securitization and Banking Stability", (Çevrimiçi) <http://papers.ssrn.com>., 15 Nisan 2009.
- Moody's: "Moody's Credit Card Index", (Çevrimiçi) <http://www.moodys.com>., 25 Mayıs 2009.

- Öcal, Nurcan: **Türkiye’de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 1997.
- Pavel, Christine A.: **Securitization: The Analysis and Development of the Loan-Based / Asset-Backed Securities Markets**, Chicago: Probus Publishing, 1989.
- Peura, Samu, Esa Jokivuolle: “Simulation Based Stress Tests of Banks’ Regulatory Capital Adequacy , **Journal of Banking & Finance**, Volume 28, Issue 8, Ağustos 2004, s. 1801-1824.
- Resmi Gazete: Bankaların Sermaye Yeterliliğinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik, Tarih ve No : 31.01.2002 / 24657
- Rinnie, April K.: “An analysis of The Treatment of Asset Securitization Under the Proposed Basel II Accord and the US Banking Agencies”, (Çevrimiçi) <http://www.fletcher.tufts.edu>., 1 Haziran 2009.
- Rosenblatt, Marty, Jim Johnson: **Securitization Accounting under FASB 140**, Deloitte&Touche, Ocak 2001.
- Rosenthal ,James A., Juan M. Ocampo: **Securitization of Credit: Inside The New Technology of Finance**, USA, John Wiley and Sons, 1988.
- Ryan,Stephen G.: “Accounting in for The Subprime Crisis”, (Çevrimiçi) <http://papers.ssrn.com>., 4 Nisan 2009.
- Saltoğlu, Burak: **Kredi Krizi ve Risk Ölçümü**, Risk Yöneticileri Derneği Toplantısı Sunumu, Nisan 2009.
- San, Taner: **Uluslararası Kredi Piyasaları ve Sendikasyonlar**, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği,1998.
- Sermaye Piyasası Kurulu: “Seri III, No 33 Sayılı İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlere İlişkin Tebliğ”, (Çevrimiçi) <http://www.spk.gov.tr>, 27 Haziran 2009
- Standart&Poors: “European Credit Card Index Report Q3 2006”, (Çevrimiçi) <http://www.standartandpoors.com>, 25 Mayıs 2009.
- Tantan, Saadet: **Menkul Kıymetleştirme:ABD Uygulamaları ve Bankacılık Sektörüne Etkileri**, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu, 1996.
- Tavakoli, Janet M.: **Collateralized Debt Obligations**, USA, Wiley Finance, 2002.
- Türkiye Bankalar Birliği: **Bankalarımız Kitabı** 2005, 2006, 2007, (Çevrimiçi) <http://www.tbb.org.tr>, 4 Nisan 2009.
- Türkiye Bankalar Birliği: **Basel Komite Yeni Sermaye Yeterliliği Düzenlemesi**, 2002.
- Vatansever, Nursen: “Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Uygulaması”, **Muğla Üniversitesi SBE Dergisi** , Güz 2000, Cilt 1, Sayı 1, s.272-s.280.

Yüksel, Ayhan:

Basel II'nin KOBİ Kredilerine Muhtemel Etkileri, BDDK Araştırma Raporları 2005/4.

Ziraat Bankası:

Mortgage: Ülkemizdeki ve Dünyadaki Uygulamaları, Ankara, Ziraat Bankası Yayınları, 2008.

Global CDO Market, (Çevrimiçi) <http://www.celent.com>, 24 Temmuz 2009.

Credit Default Swaps, (Çevrimiçi) <http://www.wikipedia.org>, 25 Mayıs 2009.

CMBS Function, (Çevrimiçi) <http://www.cmbs.org>, 1 Haziran 2009.

Securitization Statistics, (Çevrimiçi) <http://www.abalert.com>, 20 Haziran 2009.

Mehmet Somer ÜNSAL

Altunizade Mah. Validebağ Sitesi 4.Blok /11
Kadıköy/İSTANBUL

e-mail : somerunsal@gmail.com.

GSM : 532 221 66 87
Ev : 216 545 92 44



İŞ DENEYİMİ

- Haziran 2008 – Devam : Finansbank A.Ş., İstanbul Mali Kontrol ve Finansal Raporlama Birim Yöneticisi
- Mart 2005 – Haziran 2008 : **Finansbank A.Ş.**, İstanbul, Kıdemli Müfettiş
- Temmuz 2003 – Mart 2005 : **Family Finans Kurumu A.Ş.**, İstanbul, Müfettiş
- Nisan 2002 – Temmuz 2002 : **Bayındırbank A.Ş.**, İstanbul, Müfettiş
- Kasım 1998 – Nisan 2002 : **Esbank A.Ş.**, İstanbul, Müfettiş Yrd.& Müfettiş

ÖĞRENİM & EĞİTİM DURUMU

- İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi
Haziran 2003 , *Yüksek Lisans Tez Konusu : Türk Bankacılık Sektörü'nde Piyasa Riski ve Yönetimi*
- Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi
Haziran 1998 , *İşletme Bölümü , Ort.: 82,2*
- Burdur Anadolu Lisesi
Haziran 1994 , *Matematik Bölümü*

YABANCI DİL BİLGİSİ ve SERTİFİKALAR

- İngilizce, Çok İyi (575 TOEFL derecesi, 830 TOEIC Derecesi)
Almanca, Temel düzey
Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik Sertifikası (SMMM)
İlk Yardımcı Sertifikası

KİŞİSEL BİLGİLER

- Doğum Tarihi** : 14.02.1976
Medeni Durum : Evli
Askerlik : Tamamlandı (Ağustos 2002 – Mart 2003)
Hobiler : Bateria çalmak, Klasik danslar
Dernekler : İstanbul SMMM Odası, Türkiye İç Denetim Enstitüsü, Mülkiyeliler Vakfı