

T.C.  
MARMARA UNİVERSİTESİ  
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTUSU  
BANKACILIK ANA BİLİM DALI

MENKUL KIYMETLEŞTİRME  
VE  
VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLER

YÜKSEK LİSANS TEZİ

HAZIRLAYAN  
ÖZLEM KEVŞER TUNCA

DANISMAN  
PROF. DR. İLHAN ULUDAĞ

İSTANBUL, 1993

T01825

## İÇİNDEKİLER

I. GİRİŞ.....	1- 2
II. TARİHSEL SÜRECİ İÇERİSİNDE VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLER.....	3- 23
A. ABD'DE MENKUL KIYMETLEŞTİRME.....	3- 9
B. AVRUPA'DA MENKUL KIYMETLEŞTİRME.....	10- 16
1. İngiltere'deki Uygulamalar.....	10- 14
2. Fransa'daki Uygulamalar.....	15- 16
C. JAPONYA'DA MENKUL KIYMETLEŞTİRME.....	17- 18
D. AVRUPA VE ABD MENKUL KIYMETLEŞTİRME PAZARLARININ KARŞILAŞTIRILMASI.....	19- 23
III. MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN TANIMI VE TÜRLERİ.....	24- 53
A. TANIMI.....	24- 28
B. ABD'DE VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMET TÜRLERİ.....	29- 45
1. Pass-Throughs (Ödeme Aktarmalı Sertifikalar).....	30- 33
2. Asset-Backed Bonds (Varlığa Dayalı Tahviller).....	34- 38
3. Pay-Throughs.....	39- 41
4. Asset-Backed Commercial Paper And Preferred Stock (Varlığa Dayalı Finansman Bonosu ve İmtiyazlı Hisse Senedi).....	42
5. Nonmortgage Asset-Backed Securities (İpotekli Olmayan Varlıklara Dayalı Menkul Kıymetler).....	43- 45
C. MENKUL KIYMETLEŞTİRİLEBİLECEK İDEAL AKTİFLERİN ÖZELLİKLERİ.....	46- 51
D. MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN TERCİH NEDENİ VE MALİYETİ..	52- 53

IV. MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN SAĞLADIĞI OLANAKLAR.....	54- 69
A. MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN AVANTAJLARI.....	54- 66
1. Klasik Kredi Sistemi Açısından.....	54- 55
2. Mali Sistem ve Ekonomik Açıdan.....	56- 58
3. İşletmeler ve İhracçılar Açısından.....	59- 63
4. Risk ve Yatırımcı Açısından.....	64- 66
B. MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN DEZAVANTAJLARI.....	67- 69
V. TÜRKİYE'DE MENKUL KIYMETLEŞTİRME.....	70-101
A. VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLERİN KURUL KAYDINA ALINMASINA VE GENEL FİNANS ORTAKLIKLARININ KURULUŞ VE FAALİYET İLKELERİNE DAİR ESASLAR TEBLİĞİ..	70- 86
1. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Tanımı ve Hukuku Niteliği.....	71- 73
2. İşleme Konu Olabilecek Alacak Türleri.....	74- 75
a) Bankaların Doğrudan Menkul Kıymet İhracına Dayanak Teşkil Edebilecek Alacaklar.....	74- 75
1) Tüketici Kredileri.....	74
2) Konut Kredileri.....	74
3) Tarım Kredi Kooperatifleri Aracılığıyla Verilen Bireysel Kredilere İlişkin Olarak Ziraat Bankası'nın Senede Bağlanmış Alacakları.....	75
b) Finansal Kiralamaya Yetkili Kuruluşların Doğrudan Menkul Kıymet İhracına Dayanak Teşkil Edecek Alacaklar.....	75

c) Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhraçlarına	
Dayanak Teşkil Edebilecek Diğer Alacaklar.....	75
1) İhracat İşlemlerinden Doğan Alacaklar.....	75
2) Diğer Alacaklar.....	75
3. İhrac Şekli.....	76
4. Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluşu ve	
Yetkilendirilmesi.....	77- 78
5. Alacakların Devr Alınması.....	79
6. Vekalet Sözleşmesi.....	80
7. Banka Garantisi Şartı ve Saklama Sözleşmesi.....	81
8. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul	
Kaydına Alınma Esasları.....	82- 84
a) Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin İhrac Limiti.....	82
b) Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Sermaye	
Piyasası Kurulunca Kayda Alınması.....	82- 84
9. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Satış Esasları..	85- 86
B. TEBLİĞDEN BU YANA GERÇEKLEŞTİRİLEN İHRAÇLAR.....	87-101
VI. SONUÇ.....	102-109

## TABLO - ŞEKİL - GRAFİK LİSTESİ

### I. TABLOLAR

Tablo 1.	ABD'de Menkul Kıymetleştirilmiş İpotek Teminatlı Olmayan Varlık Tipleri .....	9
Tablo 2.	Pass-Through Olarak Menkul Kıymetleştirilmiş İpotek Teminatlı Olmayan Varlık Tipleri .....	33
Tablo 3.	Varlığa Dayalı Tahvil ve Pay-Through Olarak Menkul Kıymetleştirilen İpotek - Teminatlı Olmayan Varlık Tipleri .....	41
Tablo 4.	ABD'de Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler Piyasası ..	43
Tablo 5.	Taşıt Kredilerine Dayalı Menkul Kıymetler Piyasasının Geçmişi .....	44
Tablo 6.	Kredi Kartı Alacaklarına Dayalı Menkul Kıymet İhraçları .....	45
Tablo 7.	İpotekli Olmayan Varlıklara Dayalı Menkul Kıymet Piyasasının Gelişimi .....	45
Tablo 8.	Menkul Kıymetleştirmenin Maliyeti .....	53
Tablo 9.	VDMK İhracında Faiz Değişimi .....	89
Tablo 10.	16.11.1992 Tarihi İtibariyle İhrac İzni Verilen VDMK Miktarı .....	91
Tablo 11.	16.11.1992 Tarihi İtibariyle Yeni İzin Talep Edenler.....	91
Tablo 12.	1992 Yılı Sonuna Dek VDMK, Mevduat ve Hazine Kağıtlarının Getirilerinin Karşılaştırılması .....	95
Tablo 13.	1993'ün İlk 2 Ayında Kayda Alınan VDMK'lar.....	98
Tablo 14.	31.3.1993 Tarihi İtibariyle VDMK Alacak Portföyü.....	100
Tablo 15.	İhrac Edilen VDMK Tutarları ve Bankalara Dağılımı (30.4.1993 İtibariyle).....	101

Tablo 16. Yıllar itibariyle Kurul Kaydına Alınan Menkul Kıymet İhraçları (Bkz: Ekler) .....	119
Tablo 17. 1992 Yılında Bazı Aylar İtibariyle Mevduatlardaki Gelişmeler (Bkz: Ekler) .....	120
Tablo 18. 1992 Yılında Vadeli Mevduatın Aylık Gelişmesi (Bkz: Ekler) .....	120
Tablo 19. Mutlak Rakamlar (Bkz: Ekler) .....	120
Tablo 20. Aylık Mutlak Artışlar (Bkz: Ekler) .....	120
Tablo 21. Kredi ve Tasarruflara Uygulanan Faiz Oranları (Bkz: Ekler) .....	121

## II. ŞEKİLLER

Şekil 1. Kredilerin Menkul Kıymetleştirilmesi .....	29
Şekil 2. Menkul Kıymetleştirilebilecek İdeal Aktiflerin Özellikleri .....	48

## III. GRAFİKLER (Bkz: Ekler)

Grafik I. Kurul Kaydına Alınan Menkul Kıymet İhraçları, Nisan 1992 - 1993 .....	122
Grafik II. Kurul Kaydına Alınan Menkul Kıymet İhraçları, Ocak - Nisan 1992 - 1993 .....	122

## I.GİRİŞ

Türk ekonomisi son 10 yılda, serbest piyasa mekanizmasına geçiş ve dışa açılma yönünde belli bir aşama kaydetmiş olmakla beraber, gitgide artan kamu finansman açıklarından ve yüksek enflasyonun olumsuz etkilerinden sıyrılamadı. Bankacılık sektörü de yüksek enflasyon ve ekonomik konjonktürdeki dalgalanmalar sonucunda artan kur ve faiz riskine karşı, büyük ölçüde nakde dayanan özvarlıklarını güçlendiremedi.

Yüksek enflasyon dönemlerinde özellikle bankacılık sektöründe ciddi problemler yaşandı. Yükselen kaynak maliyetleri, kredi faizlerinin de artmasına neden olduğu gibi, bankaların düşük riskli plasman olanaklarını da daralttı. Tahsil edilemeyen alacaklardaki artış ve daralan faiz marjları, bankaları faiz gelirlerinden çok daha az riskli olan bankacılık hizmet gelirlerine yöneltti. Para ve sermaye piyasalarında yaşanan değişiklikler ve piyasalara tanıtılan yeni finansal ürünler, bankaların hizmet yelpazelerini genişletti, ancak yoğun bir rekabet ortamına yol açtı. Bunun sonucunda fon maliyetleri yükseldi, resmi otoriteler tarafından getirilen bir takım düzenlemeler, örneğin daha fazla karşılık ayrılarak özkaynakların güçlendirilmesine yönelik önlemler, bankaları kredi portföylerini dikkatle gözden geçirmeye zorladı.

Yükselen kaynak maliyetleri, artan kredi faizleri, özkaynak yetersizliği, problemlı kredilerdeki artış, yoğun rekabet ortamı gibi sorunlar sözkonusu iken piyasada yeni bir finansal enstrüman ortaya çıktı : Menkul kıymetleştirme ! Sermaye yeterliliği yönündeki kuşkuları azalttığı gibi, bankalar için karlı bir faaliyet alanı oluşturan, bankalara yeni ve nispeten ucuz bir fon kaynağı sağlayan bu enstrüman bankalardan büyük ilgi gördü ve pek çok banka Ağustos 1992'den bu yana önemli ihraçlar gerçekleştirdi.

Bu tezin yazılma amacı da "Menkul Kıymetleştirme" olgusunu sağladığı olanakların yanısıra dezavantajlarıyla, tarihsel gelişimiyle paralel olarak dünyadaki ve ülkemizdeki uygulamalarıyla ve bu uygulamalara yöneltlen eleştirilerle birlikte kısaca anlatırken, şimdiye dek görülen türlerinin yanısıra uygulanabilecek yeni alanların da üstünden geçmek ve ülkemiz bankacılık sektöründe yeni bir finansal enstrüman olarak Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin geleceğine bir bakış atmak olarak özetlenebilir.



## II. TARİHSEL SÜREÇ İÇERİSİNDE VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLER

### A. ABD'DE MENKUL KIYMETLEŞTİRME

Toptan kredi ve iştirak satışlarının 1880'ler öncesine kadar uzanmasına rağmen, aktiflerin menkul kıymetleştirilmesi oldukça yeni sayılabilecek bir uygulamadır. Kredi ve iştiraklerin satılması, bankanın genellikle büyük bir alacağını, bir krediyi, başka bir finansal kuruluşa ya da kuruluşlara devretmesiyle gerçekleşir. Burada satan banka kredinin niteliğini, nakit ödemelerini, vs. değiştirmeksizin o kredi için bir tür aracılık yapmaktadır. (1) Kredi ve iştirak satışlarında olduğu gibi, menkul kıymetleştirme yoluyla da ilave bir fon kaynağı sağlanmakta ve menkul kıymet haline dönüştürülen varlıklar bilanço dışında izlenmektedir. Ancak kredi ve iştirak satışlarının tersine, bu yöntem daha ziyade tek başına satılmaları zor olan düşük meblağlı kredilerin pazarlanmasında kullanılır. (2)

Menkul kıymetleştirmeye yönelik uygulamaların ve varlığa dayalı menkul kıymet ihracılarının 1980'li yıllarda yoğun bir biçimde uygulanmasına karşın, bu enstrüman ABD'de ilk kez 1970 yılında ortaya çıkmıştır.

1970 yılında ipotega-bağlı menkul kıymetlerin ihracıyla başlayan menkul kıymetleştirmenin kökleri ABD'de ikincil ipotek piyasasının gelişip hareketlenmesine kadar uzanır. Bu hareketlenmenin temelindeki itici güç, ABD Federal Hükümeti olmuştur.

---

(1) "Varlığa Dayalı Menkul Kıymet ve Bankacılık Sektörü Sempozyumu", *Uzman Gözüyle-Bankacılık Dergisi*, Mart 1993, s.32

(2) DR.SUDI APAK, " Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler", *Bankacılar Dergisi*, S.9, Temmuz 1992, s.6

ABD'de ikincil ipotek piyasası, mali kurumların mevcut ipotek karşılığı alacaklarını, uzun vadeli yatırımlar olarak bilançolarında tutmak isteyen kurumsal yatırımcılara satmalarıyla oluşmuştur. İkincil ipotek piyasasındaki faaliyetler 1938'de bir kanunla Federal National Mortgage Association (FNMA-Fannie Mae)'in kurulmasıyla başlar. Kuruluş amacı hükümet garantisi taşıyan ipotekleri satın alarak bunlara ikincil bir piyasa yaratmak olan Fannie Mae, kuruluşundan 30 yıl sonra kamu mülkiyetinden çıkarılarak özel bir şirket olarak reorganize edilmiş ve 1971'de hükümet garantisi taşımayan (konvansiyonel) ipotekleri de satın almaya başlamıştır. (3)

ABD'de büyük bunalım yıllarında yaşanan genel ekonomik çöküntü, özellikle küçük çiftçi ailelerinin ipotek karşılığı satın aldıkları evlerinin kredi borçlarını ödeyememelerine, hatta zaman zaman moratoryum ilanlarına kadar uzanmıştı. Bu durumda federal hükümet, Home Owners' Loan Corporation (HOLC) adında bir kurum oluşturdu. Evlerini kaybetme tehlikesi ile karşılaşan halkı rahatlatmak amacıyla kurulan ve hükümet garantili tahvil satışlarının geliriyle problemleri ipotekleri satın alıp yeniden organize ettikten sonra, kredileri yeni bir aylık ödeme planına bağlayan HOLC, kuruluşunun ilk üç yılında bir milyondan fazla konutu finanse etti.

Büyük bunalım yıllarında yaşanan bu gibi kötü tecrübeler yüzünden konut kredileri azalmıştı. Gelir düzeyi düşük olan aileleri konut sahibi yapmak amacıyla ABD Hükümeti Federal Housing Administration (FHA)'yı kurdu. FHA, ipotek sigortacılığı

(3) SULE BİLİR, " Riskten Korunmada Güvenli Bir Yol : Menkul Kıymetleştirme", Bankacılar Dergisi, 1992, s.52

yapıyordu, yani kredi kurumlarını borçluların geri ödeyememe riskine karşı sigortalıyordu.

Ancak belli bir miktar ve faiz oranının üzerindeki kredileri sigortalamayı kabul etmediği için, kredi kurumlarının kredilendirme istekliliğini pek fazla artıramadı.Yine de FHA'nın sigortaladığı uzun vadeli ve sabit faizli krediler, ev sahibi olmak isteyen gelir düzeyi düşük ailelere büyük bir finansman desteği sağladı.

ABD Hükümeti FHA'dan sonra, ikinci önemli adım olarak Veterans Administration (VA)'nın kuruluşunu gerçekleştirdi.Amac, özellikle İkinci Dünya Savaşı'ndan dönen savaş gazilerinin konut edinmelerinde finansman kolaylığı sağlayabilmektir.FHA belli bir miktar ve faiz oranının üzerindeki kredileri sigortalamazken, VA konut kredilerinin miktarına herhangi bir üst limit getirmeksizin sigortalıyor, hatta krediyi kullananlardan belli bir peşinat yatırmaları beklenmediği gibi, sigorta primi de tahsil edilmiyordu. (4)

FNMA, HOLC, FHA ve VA dışında ticari bankalar, tasarruf ve kredi birlikleri (Savings and Loan Associations), emekli sandıkları, sigorta şirketleri ve ipotek bankerleri de konut finansmanı amacıyla ipotek karşılığı kredi vermekteydiler. Hükümetin kredi kurumlarına sunduğu garantilerle canlanan konut talebi sonucunda konut kredisi piyasası hızla gelişti ve ABD'de savaş sonrasında konut inşaatları inanılmaz bir hızla ilerledi. Dar gelirli aileler için üretilen düşük maliyetli standart konutlar birbiri ardına yükselirken, 1960'lara doğru kurumsal

(4) BILIR, s.51

yatırımcıların bilançolarındaki uzun vadeli ve sabit faizli ipotek karşılığı krediler de hızla artıyordu. Ancak ekonomik canlanmanın getirdiği güçlü sermaye talebinin sonucunda yükselmeye başlayan faiz oranları karşısında, portföylerinde tuttıkları uzun vadeli ve düşük getirili alacakları nedeniyle kredi verme kapasiteleri kısıtlanan kredi kurumlarının rahatsızlanmaya başlamaları kaçınılmazdı. Konut kredisi taleplerinin yanında, ticari kredi talepleri ile de karşı karşıya kalan kredi kurumları, fon kaynakları oldukça kısıtlı olduğundan ve ticari kredilerde vadeler konut kredilerinden çok daha kısa olduğu için ticari kredi taleplerine ağırlık vermeye başladılar. Bu durumda, konut finansmanını destekleyecek bir alternatif bulunması gerekiyordu. Konut finansmanı için süreklilik arz edecek bir fon kaynağı bulmaya yönelik arayışlar bireysel yatırımcıların birikimleri üzerinde odaklaşırken, " Menkul Kıymetleştirme (Securitization) " fikri de yavaş yavaş şekilleniyordu. (5)

Menkul Kıymetleştirmenin fikir aşamasından uygulama aşamasına geçmesi, 1970 yılında Ginnie Mae'nin " GNMA Pass-Through " denilen bir varlığa dayalı menkul kıymet türünü geliştirmesiyle gerçekleşti. Ginnie Mae ( Government National Mortgage Association - GNMA ) menkul kıymetleştirme uygulamalarını teşvik üzere ABD hükümeti tarafından 1968'de oluşturulmuş özel amaçlı bir kurumdu. Ginnie Mae tarafından piyasalara tanıtılan hükümet garantili ödeme-aktarmalı sertifikalar (GNMA Pass-Throughs), yalnızca FHA veya VA garantisi taşıyan ipotekli kredilere dayalı olarak ihrac ediliyordu.

(5) BILIR, s.52

Ayrıca, ipoteklerin taşıdığı hükümet garantisinin yanısıra, yapılacak ödemeler için GNMA kendi garantisini de veriyordu.

Konut kredisi veren kuruluşların portföylerinde federal garanti taşımayan (konvansiyonel) ipotekler de bulunduğundan, konvansiyonel ipoteklere ikincil bir piyasa yaratılması görevini, 1970 yılında bir kanunla kurulan Federal Home Loan Mortgage Corporation ( FHLMC - Freddie Mac ) üstlendi. Freddie Mac, bu görevinin yanısıra ABD'de konvansiyonel ipotekli kredi havuzlarına bağlı ödeme-aktarmalı sertifikaların ihracını gerçekleştiren ilk kurum oldu.

Ödeme-aktarmalı sertifikaların ( Pass-Through Securities ) canlı bir taleple karşılanması, hem menkul kıymet türlerinin çeşitlenmesine, hem de büyük ipotek portföylerine sahip diğer kuruluşların menkul kıymetleştirmeye ilgisinin giderek artmasına neden oldu. 1977'de özel sektör kuruluşları da, hükümet kuruluşlarının konvansiyonel ipotekleri satın alıp menkul kıymetleştirmesinden cesaret alarak, ipoteğe-dayalı menkul kıymet ihracına başladılar. Farklı faiz oranları içeren kredilerden oluşan kendi ipotek havuzlarını sigortalatıp değerlendirme (rating) aldıktan sonra, bu havuzlardan gelen faiz ve anapara ödemelerini aylık olarak yatırımcılara aktaran sertifikalar ihraç ederek piyasalardan fon sağladılar.

Bu hareketli piyasa zaman içinde yalnızca ipotekler üzerinde uzmanlaşmış yatırım fonlarının kurulmasına bile yol açtı. Portföylerinde çoğunlukla Ginnie Mae garantili sertifikalar tutan bu yatırım fonlarında, sertifikalardan gelen aylık ödemelerin faiz kısmı pay sahiplerine aktarılırken, anapara geri

ödemelerine karşı gelen miktarlar da yeni ipoteğe-bağlı menkul kıymetlere yatırılıyordu. (6)

ABD'de 1980'li yılların ortalarına kadar ipotekli kredilere bağlı olarak hükümet desteğiyle gelişen menkul kıymetleştirme uygulamaları, 1985 sonrasında diğer alacakların satılmasını da kapsayacak şekilde genişledi. İpotek teminatlı olmayan ilk menkul kıymetleştirme deneyimi Sperry Lease Corporation tarafından Mart 1985'te bilgisayar finansal kiralama alacaklarına bağlı olarak gerçekleştirildi. ( Bkz-Tablo 1: 192.5 milyon \$ )

Kredi kartı alacaklarının, genellikle çok kısa vadeyle ve oldukça küçük miktarlarda verilen kredilerden oluşması ve geri ödememe oranının portföyden portföye değişmesi nedeniyle menkul kıymetleştirilmeleri zor olmakla beraber, Salomon Brothers 1986'da kredi kartı alacaklarını menkul kıymetleştirerek geniş bir yatırımcı topluluğuna satmayı başardı.

1985-1987 yıllarının gözdesi otomobil alacaklarının menkul kıymetleştirilmesiydi. Araç kredileri, bu dönemde yapılan 22.4 milyar \$ tutarındaki toplam alacağa-bağlı menkul kıymet ihracının yaklaşık 17.6 milyarını oluşturuyordu. Bu ihraçları gerçekleştirenler arasında General Motors Acceptance Corporation, Chrysler Finance Company gibi otomobil finans şirketlerinin yanısıra Marine Midland Bank, Bank of America ve First National Bank of Boston gibi ticari bankalar ve tasarruf kurumları bulunuyordu.

---

(6) BİLİR, s.53

Tablo 1. ABD'de Menkul Kıymetleştirilmiş İpotek Teminatlı Olmayan  
Varlık Tipleri (İlk Halka Arz) (7)

TARİH	VARLIK TIPI	İHRAC EDEN KURULUŞ	MİLYON \$
Mart 1985	Bilgisayar Kiralamalarından Doğan Alacaklar	Sperry	192.5
Mayıs 1985	Otomobil Kredileri	Valley National Bank Marine Midland Bank	100.5 60.2
Temmuz 1986	Otomobil Kredileri	Chrysler	205.7
Ekim 1986	Otomobil Kredileri	GMAC	4.000.0
Aralık 1986	Bilgisayar Kiralamalarından Doğan Alacaklar	Goldome FSB	205.7
Ocak 1987	Kredi Kartları Alacakları	Republic Bank	199.5
Şubat 1987	Kredi Kartları Alacakları	Bank of America	400.0
Eylül 1987	Değersiz Tahviller (Junk Bonds)	Imperial Savings	100.0
Eylül 1987	Geleneksel Konut Kredileri	Green Tree Acceptance Corporation	71.5
Ekim 1987	Otomobil Kiralamaları	Volkswagen	150.0
Ekim 1987	Leasing Alacakları	American Airlines	92.6
Kasım 1987	Tüketici Kredileri	Household FSB	432.1

Kaynak : Asset Sales Report, various issues

(7) CHRISTINE A. PAVEL, "Securitization-The Analysis And Development of The Loan Based/Asset-Backed Securities", Probus Publishing, Chicago-Illinois, 1989, ss.6-8

## B. AVRUPA'DA MENKUL KIYMETLEŞTİRME

### 1. İngiltere'deki Uygulamalar

Avrupa pazarında ilk menkul kıymetleştirme deneyimleri İngiltere'de 1980'li yılların ikinci yarısında ikincil ipotek piyasasının hareketlenmesi ve resmi otoritelerin getirdiği bazı düzenlemelerle birlikte başladı.

İngiltere'deki ipotekli konut piyasası genellikle 25 yıla kadar vadeli ve değişken faizli ipoteklerden oluşmaktadır. Bu piyasa özellikle inşaat dernekleri (building societies) sayesinde oldukça gelişmiştir. Önceleri inşaat derneklerinin piyasadaki konumu, hukuki statülerine bağlı olarak ve bunların belli vergi avantajlarının da olması sebebiyle oldukça baskındı. 1983'e dek inşaat dernekleri arasında faiz oranları pek değişmedi ve inşaat derneklerinin aktifleri hızla büyüdü. (8)

Ancak 1980'lerde İngiliz ipotek piyasası, piyasaya çeşitli yeni kreditorlerin girmesiyle birlikte önemli bir yapısal değişikliğe uğradı. İlk değişikliklerden biri, ticari bankaların "corset" denilen kredi verme sınırlarının kaldırılmasıydı. Piyasada ipotek talebi oldukça yüksek olduğundan ticari bankalar da bu karlı piyasaya girmek istiyorlardı. Aynı zamanda inşaat dernekleri arasındaki rekabet de hızla artıyordu. İnşaat dernekleri fonlama ihtiyaçlarını karşılamak için toptancı para piyasalarına yönelmeye başladılar ve bu yüzden bu derneklerce belirlenen ipotek faiz oranları kısa vadeli para piyasalarındaki şartlardan daha çok etkilenmeye başladı. (9)

(8) JOHN HENDERSON and JONATHAN P. SCOTT, "Securitization", Woodhead-Faulkner Ltd., Cambridge, 1988, s.43

(9) A.g.k, s.44



İpotek kredileri dışında da çeşitlendirmeye imkan tanıyan 1986-İnşaat Dernekleri Yasası'nın çıkmasıyla birlikte, inşaat dernekleri dışındaki kreditorler piyasanın yaklaşık % 50'sini elde ettiler ve piyasanın yapısı ve yasal düzenlemesi değişmeye başladı. Resmi otoriteler sermaye piyasalarının düzenlenmesine yönelik çalışmalarında daha esnek davranmaya başladılar, böylece yeni yapılanmaların oluşturulabileceği daha liberal bir çevre ortaya çıktı. Bu yüzden bu yeni çevre bir çok yeni tarafların ipotek piyasasına katılmalarını sağladı. En büyük kreditorler hala inşaat dernekleriydi. Bunları takas bankaları, yabancı bankalar ve diğer kuruluşlar izliyordu. Gayrimenkul acentaları ve sigorta şirketleri de pazardan pay almaktaydılar, hatta piyasada yeni yeni faaliyet göstermeye başlayan ipotekli kredilerde uzmanlaşmış şirketler özellikle karmaşık ipoteklerin yönetiminde bilgisayar desteği sağlamaktaydılar. (10)

Piyasada ipotekli alacakların satılmasının ahlaki yönü tartışılırken, Bank of England İngiliz Bankalarına ait ipotekli aktiflerin satılması konusunda bir beyanatta bulundu. Bu beyanatta, kredi kurumlarınca devredilen ipoteklerin kuruma ait sermaye yeterliliği hesaplamalarına katılmaması için sağlanması gerekli koşullar açıklanıyordu. Söz konusu koşullar, alacaklarını devreden kurumun ileride doğabilecek kayıplardan, ihmalkar idare ve işleme tabi tutulmuş olanlar hariç olmak üzere, zarar görmemesini güvenceye almak için belirlenmişti. Ancak, devreden kurum isterse, faiz oranının belirlenmesindeki yetkisini ve ipotek portföyünün idaresindeki sorumluluğunu devretmeyebiliyordu. Bu koşulları sağlayabilmek için ipoteklerin

(10) HENDERSON and SCOTT, s.45

devredildiği aracı kurumun kredileri satın almakta gerekecek fonları bağımsız olarak kendi başına yaratması öngörülüyordu. Devreden kurumun, aracı kurumda hisse sahibi olmasına, tahsili geciken alacakları tekrar satın almasına ya da bunları iyi performans gösteren alacaklılarla değiştirmesine de izin verilmiyordu. (11)

Bank of England Aralık 1987'de kredi transferleri ve menkul kıymetleştirmeye yönelik bir de istişari rapor yayınladı. Amaç, satılan kredinin bu krediyi elden çıkaran kuruma kredi riski yaratabilecek şekilde tekrar geri dönmesine engel olmaktı ve raporda, krediyi devreden kurumun menkul kıymetleştirmeden doğabilecek faiz oranı riski ve kısa vadeli kaynak sağlama sorumluluğundan da soyutlanması öngörülüyordu.

Bank of England dışında, oluşturulan resmi bir çalışma grubu tarafından da ipoteklerin satılmasında takip edilmek üzere bir takım uygulamalar gündeme getirildi. Bu uygulamaların en dikkat çekici tarafı, ipotekli kredinin satılabilmesi için öncelikle kredi kullananın genel bir onayının gerekli olmasıydı. Genel onayın yanı sıra, eğer krediyi açmış olan kurum satış işleminden sonra ipotek faizinin belirlenmesinde veya borçlunun ödeme zorluğuna düşmesi halinde uygulanacak yöntem üzerinde söz hakkına sahip olmayacaksa, bu kez kredi kullananın özel bir onayı da gerekiyordu. Kredi kullanıcılarının haklarının korunmasına yönelik bu zorunlulukların getirilmesinin temel nedeni, İngiltere'de ipotekli konut kredilerinin genellikle değişken faizli olarak verilmesiydi.

---

(11) BILIR, ss.54-55

İngiltere'de oldukça büyük bir ipotekli konut piyasası mevcut olmasına rağmen, menkul kıymetleştirmenin ABD'dekine benzer oranda büyümemesinin nedeninin inşaat dernekleri olduğu ileri sürülmektedir. (12)

1980'lerin öncesinde ipotekli konut kredi piyasasının gelişmesini sağlayan ve bu nedenle büyük ipotek portföylerine sahip olan inşaat dernekleri ipoteklerini elden çıkarmak istememekteler. Bu isteksizliğin ana sebebi de İngiltere'de ipotekli konut kredilerinin değişken faizli olarak verilmesidir.

Değişken faiz uygulaması, kredi açan kurumlar için bir kaç yönden önem taşımaktadır :

- Fon maliyetlerindeki artışın kredi kullananlara yansıtılma olanağı, ABD'de borç veren kurumlar için genelde geçerli olan uzun vadeli, sabit faizli alacakların kısa vadeli fonlarla finanse edilmesi sorununu ortadan kaldırmaktadır.

- İngiltere'de değişken faiz oranları için ABD'de olduğu gibi belli limitler ya da spread'ler bulunmamaktadır.

Krediden alınabilecek faizlerde bu tür bir kontrol mekanizması bulunmadığı için, uzun vadeli ilişkiler içinde buldukları müşterilerinin suistimal edilebileceği olasılığı kredi kurumlarını haklı olarak tedirgin etmektedir. Dolayısıyla kamu otoritelerinin kredi kullanıcılarının haklarının korunmasına yönelik olarak getirdiği önlemler, menkul kıymetleştirme sürecini zorlayan bir unsuru oluşturmaktadır.

(12) BILIR, s.55

Bütün bunlara ek olarak İngiltere'de son yıllarda ipotek faizleri oldukça yükseldiğinden , kredi veren kurumlar bu yüksek getirili aktifleri bilanço dışına çıkartmak istememektedirler. Artan faiz oranları, kredi taleplerinin azalmasına ve yapılan yeni kredi anlaşmalarının sayısal olarak azalmasına neden olmaktadır. 1988'de yapılan 3.2 milyar Sterlin hacmindeki ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracının 1989'da yalnızca 2.15 milyar Sterlin düzeyinde kalmasının sebebi de satılabilir kredi hacminin pek fazla büyümemesi olarak görülmektedir.

## 2. Fransa'daki Uygulamalar

Avrupa'da İngiltere dışında menkul kıymetleştirme örneklerine 1988 sonrası Fransa'da rastlamak mümkündür. Fransa'da 1988 yılı sonunda bankalara ve diğer mali kurumlara kredilerini alınıp satılabilir menkul değerler haline getirme izni veren mevzuat yürürlüğe girdi. Ancak sözkonusu düzenleme, para arzı üstündeki kontrolün yitirilebileceği kaygısıyla, vadesi iki yıldan az olan kredilerin menkul kıymetleştirilmesine izin vermiyor (dolayısıyla, tüketici kredileri de hariç tutuluyordu) ve ihraçların yalnızca özel amaçlı aracı kurumlar (Fonds Communs de Creances-FCC) tarafından yapılması şartını getiriyordu. Özel amaçlı kurum bir A.S.veya bir ortaklık olabileceği gibi, yapılacak ihraçlar için bir tröst de organize edilebilmekteydi ve olay gerçekleştikten sonra bu kurumlar kendilerini fesh edebiliyorlardı. Böylelikle devredilen alacakların riski ile banka riskleri farklılaştırılmış oluyordu. Daha da önemlisi, iflas riski taşıyan kuruluşlar için, özel amaçlı kurum bu iflas riskinin dışına çıkarılmış oluyordu. Yani kaynak kuruluş iflas etse dahi, özel amaçlı kuruma devredilen alacaklar bundan etkilenmiyordu, dolayısıyla VDMK de bundan etkilenmiyordu. (13) Ayrıca, FCC kurulduktan ve bir kez krediler ona aktarıldıktan sonra başka herhangi bir kredi bu ihracın içinde diğerinin yerine geçemiyordu.

Sözkonusu düzenlemede yeralan bu iki dezavantaj, Haziran 1991'de Hazine için hazırlanan bir raporda vurgulandı ve 11 Mart 1992'de, vadesi ne olursa olsun herhangi bir kredinin menkul kıymetleştirilmesine ve bir FCC tarafından vadeleri içersinde

(13) "Sempozyum", s.34

kredilerin satın alınabilmelerine izin veren bir yasa tasarısı Bakanlar Kurulu'nca (Conseil des Ministres) onaylandı. Bu tasarıya göre, daha başlangıçta bir FCC'ye aktarılan kredilerle daha sonra sağlanacak krediler aynı yapıda olacaktı. Ayrıca, Fransız Maliye Bakanlığı'nca sözkonusu yasa tasarısının henüz Parlemantoda iken, kurumsal kredileri de kapsayacak şekilde değiştirilmesi tartışılmaktaydı. Çünkü 1988'deki mevzuata göre menkul kıymetleştirme sadece kredi veren kurumlarla sınırlanmıştı. (14)

1988 yılı sonunda yürürlüğe giren mevzuatın ardından ilk menkul kıymetleştirme uygulaması Credit Lyonnais tarafından Nisan 1990'da tüketici kredilerine dayalı tahvil ihracıyla gerçekleştirildi. Üç yıl vadeli ve % 10.2 faiz ödemeli 1 milyar FFR tutarındaki tahviller, Fransa'da o zamana dek yapılmış olan varlığa-dayalı menkul kıymet ihraclarının da en büyüğü idi. İhracın 875 milyon FFR tutarındaki bölümü Moody's'den AAA rating alan A-Serisi tahvillerden, % 12.5'lük bölümü ise Baa-3 rating alan B-Serisi tahvillerden oluşuyordu. 1 milyar FFR tutarındaki tüketici kredilerini Credit Lyonnais'den satın almak için kurulan özel amaçlı Credit Lyonnais-FCC-1991-1 adlı kurumun satın aldığı portföydeki kredilerin geri dönmeme oranı ise % 0.47 idi. A-seri tahvil ödemelerinde aksama olduğu takdirde B-seri nakit akışları ödeme-öncelikli seriye aktarılacağından A-seri tahvil sahiplerinin alacakları, geçmişteki geri ödenmeme riskine karşı 26 kez teminat altına alınmış oluyordu. Ayrıca Credit Lyonnais yatırımcılara hesaplamalarda kolaylık sağlamak için kişisel kompüter programı da sunuyordu. (15)

(14) JIM RICE-DAVID MULLARKEY, "Laying the Foundations ", *Eurooney*, Apr.1992

(15) BİLİR, s.56

## C. JAPONYA'DA MENKUL KIYMETLEŞTİRME

Avrupa piyasaları menkul kıymetleştirmede ABD'yi yakalamak yolunda yavaş da olsa ilerlemelerine rağmen; Japonya, diğer pek çok konunun tersine, menkul kıymetleştirme konusunda şu anda ABD'nin en az yirmi yıl gerisinde kalmış durumda.

Mart 1990'da Japon bankalarına kredilerini diğer mali kurumlara satma yetkisi verildi. Ancak, bu yetki verilirken kredilerin borçluların onayı dahilinde satılması ve yeniden satılmaması şartı getirildi.(16)

Japonya'da iyi müşteri ilişkileri kurmak çok önemli olduğundan, bankalar müşterilerinden kredi satma izni istemeyi ve bu nedenle diğer karlı işlerini de kaybetmeyi göze alamamaktalar. Bu nedenle Japonya'nın en büyük bankalarından biri olan Dai-Ichi Kangyo'nun dahi, 33 trilyon Yen hacmindeki kredi portföyünün 1991 Haziran ayı sonuna dek yalnızca 12 milyar Yen'lik kısmını sattığı görülüyor.(17)

Müşteri ilişkilerinin bozulabileceği endişesi dışında, Japonya'da menkul kıymetleştirme konusunun karara bağlanmasında başlıca iki engel bulunmakta : Bunlardan ilki, kanunda yer alan menkul kıymet türlerine varlığa dayalı menkul kıymetlerin de dahil edilmesi. İkinci ve Japon Maliye Bakanlığı'nı asıl düşündüren konu ise, bankaların varlığa dayalı menkul kıymet ihracıyla uğraşıp uğraşamayacağını karara bağlanması. Bu konuda

---

(16) " Japanese Banks: A Loan Sale To The Rescue ? ", *The Economist*, Nov.30th 1991

(17) BİLİR, s.57

Japon Maliye Bakanligi'na yurt disindan da cesitli istekler gelmekte. Örneğin Citicorp, gerekli yasal altyapı olusmaz Japonya'da kredi karti alacaklarina dayali bir menkul kıymet ihraci gerceklestirmeyi planlamakta.

Bank of International Settlements (BIS)'in koydugu sermaye yeterligi kriterlerine 1993'ten önce ulasmayi hedefleyen Japon bankalari gerekli yasal altyapinin olusmasini hevesle beklemektedir. Büyümelерini daha ziyade hizli yükselen borsa yoluyla finansе ettiklerinden dolayi dusen kredi degерlilikleri nedeniyle artik ucuz borçlanamaz hale gelen Japon bankalari için sermaye yeterligi oranlarini yükseltmek amacıyla kredilerini satmak ve bu yolla bilançolarini küçültmek olasi bir çikis yolu gibi görünüyor.



## D. AVRUPA VE ABD MENKUL KIYMETLEŞTİRME PAZARLARININ KARŞILAŞTIRILMASI

Menkul kıymetleştirme piyasalarında ABD'de yaşanan hızlı gelişmelere rağmen, Avrupa'daki menkul kıymetleştirme piyasası sadece son birkaç yılda gelişen bir pazar olduğundan beklenenin aksine, ABD'deki büyüme hızına ulaşamamıştır. Avrupa'daki en büyük pazar olan İngiltere'deki ipotega dayalı menkul kıymetler pazarı bile yaklaşık 9 milyar Sterlin (toplam ipotekli kredilerin % 3'ü) dolayındaki büyüklüğü ile, ABD'deki 1.000 mia \$'lık (toplam geleneksel ipotekli konut kredilerinin % 40'ı ) ipotega dayalı sektörün yanında çok küçük kalmaktadır. (18)

ABD piyasasının büyümesine katkıda bulunan faktörler gözönüne alındığında, Avrupa'daki yavaş gelişimin nedenlerini açıkça görmek mümkündür. Çelişki öncelikle ABD ulusal piyasasının coğrafi büyüklüğünden ve buna paralel olarak büyük bir hacim oluşturan kredi talebinden kaynaklanmaktadır. (19)

ABD'dekinin tersine, Avrupa'da anlamlı bir talep yoktur, çünkü yatırımcılar hala Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere büyük ölçüde yabancıdırlar; ayrıca anlamlı bir arz da yoktur, çünkü Avrupa bankaları bilançolarını küçültmek gereğini duymamaktadırlar.

---

(18) TRACY CORRIGAN, "Banks Tries To Boost Prospects For UK Securitization" , *Financial Times*, Dec.7.1992

(19) BILIR, s.54

Menkul kıymetleştirme işlemleri çoğu kez ancak banka ya da firmanın menkul kıymetleştirilebilecek çok miktarda aktifleri varsa uygundur. Avrupa'daki bankaların menkul kıymetleştirilebilir aktifleri, ABD'deki bankalardan daha az olmasına rağmen, sermaye yeterliliği bakımından daha sağlıklı olduklarından ve ABD'deki kuruluşların sermaye-yeterliliği konusunda uğradıkları baskılara maruz kalmadıkları için sermaye yeterliliği kurallarını karşılayabilmek amacıyla aktiflerini bilançolarından çıkarmaya ihtiyaç duymamaktadırlar. (20)

Bu arada, Avrupa bankalarının kredi verme kararlarında risk-tartım (risk-weighting) konusunda gitgide daha da bilinçlendikleri görülmektedir. Kurumsal müşteriler için kredilerin maliyeti (fiyatlaması) yükselmeye devam etse de, Avrupa'da sermaye piyasaları de-regule edildikçe kurumsal müşterilerin bu piyasalardan daha ucuz fon kaynağı temin etmeleri de mümkün olabilmektedir. Ayrıca, bankasına ihtiyacı olan para miktarıyla birlikte hedef fonlama maliyetlerini de açıklayan borçluya, bankacısı onun bu ihtiyacını tam anlamıyla karşılayabilecek bir tahvil türü önererek, bu yolla menkul kıymetleştirebileceği aktiflerini de gösterebilmektedir. (21)

---

(20) KEVIN MUEHRING, "Asset-Backed Securities in Europe: Eventually' is the Operative Word", *Institutional Investor*,

Dec.1991, s.128

(21) A.g.m., s.128

Avrupalı yatırımcılar ABD kökenli \$ bazındaki ihraçları da satın alabilmektedirler. Sadece Avrupa üniversal bankalarının ABD ipoteğe-dayalı taahhütlerinin 25 milyar \$'ını ellerinde bulundurdıkları, bunların çoğunun da geçmiş bir kaç yıl içerisinde satın alındığı tahmin edilmektedir. Spread'lerle oynayan banka "treasurer"ları için ABD hükümet-garantili ipoteğe-dayalı menkul kıymetler, sermaye yeterliliği oldukça yüksek bir aktif türü olarak algılanmaktadır, çünkü bunlar % 100 değil, sadece % 20 risk ağırlıklı araçlardır.

Öteyandan Avrupa çok uluslu ve farklı para birimlerinin oluşturduğu bir piyasa olduğundan ve sınırlı kredi kullanımı da gözönüne alındığında "benzer özellik taşıyan büyük kredi havuzlarının oluşturulması" olanağı bir ölçüde kısıtlanmaktadır. ABD'de varlık havuzlarının büyük ve homojen olması menkul kıymetleştirmeyi kolaylaştırırken, Avrupa'daki varlık havuzlarının genellikle daha küçük ve daha değişken olması, farklı alacakların tek bir havuzda birleştirilmesi yönünde bir eğilim oluşturmuştur.

Kredi anlaşmalarında belgelenemelerin standart olmaması ve bu konuda hükümet teşviklerinin yetersizliğine, kredi satışından önce borçlunun onayının alınması gibi kanuni bir takım zorunluluklar da eklendiğinde, menkul kıymetleştirmenin Avrupa'da pek fazla yasal altyapı desteği almadığı gözlenmektedir. AT yasaları da, mevcut borcun menkul kıymetleştirilmesi konusunda hevesli görünmemektedir. Birkaç Avrupa Finansman Bonosu pazarı,

hala bunların ihracını kısıtlayan düzenlemelerle doludur ve Avrupa'lı yatırımcılar da bu ürünler için henüz hazır değildirler. (22)

Ayrıca, Avrupa pazarı ABD hükümet garantili kağıtların muazzam uyarısından da yoksundur. Avrupa'da yapılan ihraçlarda ABD'de olduğu gibi devlet garantisi söz konusu değildir, ancak bunun yerine ihraçlar, yine yüksek değerlendirme (rating) alabilecek değişik güvence mekanizmaları içerecek şekilde yapılandırılmaktadırlar. Yatırımcılara yapılacak ödemelerin aksaması halinde kullanılmak üzere kredi değerliliği yüksek bir bankanın ihraca özel bir akreditif açması veya uzman bir sigorta kuruluşundan kısmi veya tam garanti alması bu mekanizmalardan bazılarıdır.

Alacağa bağlı tahvillerde sıkça kullanılan bir başka yöntem ise ihraçların birkaç seri halinde yapılmasıdır. Bu teminat yapısında, yüksek rating taşıyan ve üst serileri oluşturan ödeme-öncelikli tahvillere yapılan ödemelerde bir aksaklık olduğu takdirde, daha düşük rating'e sahip olan alt-seri tahvillere yapılması gereken ödemeler üst-serilere aktarılmaktadır.

Söz konusu kredi portföyünün geçmişteki geri ödenme oranını birkaç kez karşılayacak büyüklükte ihrac edilen alt-seri tahvillerin pazarlanabilirliğini artırmak için yüksek faiz getirisi vaad edilmektedir. Ancak ihracı gerçekleştiren kurum bu

---

(22) CORRIGAN, *Financial Times*

maliyet yükseltici unsurdan kaçınmak için, alt serileri de düşük faizle ihrac edip, bunları kendi portföyünde tutmayı tercih edebilmektedir. (23)

Avrupa Varlığa Dayalı Menkul Kıymet pazarlarında vergi ve hukuk yönünden mevcut olan kısıtlamaların kaldırılması beklenmektedir. İngiltere'de % 100 risk-tartımı (risk-weighting) korkusunun daha önce piyasada yatırımcı konumunda olan pek çok bankayı piyasanın dışına itmesi üzerine Aralık 1992'de Bank of England, Ocak 1993'ten geçerli olmak üzere, ipotega dayalı menkul kıymetlerde risk-tartımının % 50'den % 100'e arttırılması konusundaki planlarını iptal etmiştir. (24) İspanya'da Kasım 1991'de Goldman Sachs ve Banco Santander ilk kez birlikte 12.75 milyar Peseta'lık bir ihrac gerçekleştirmişlerdir. Banco de Espana'nın koyduğu menkul kıymetleştirme kurallarının rahatlatılması halinde diğerlerinin de onları takip edeceği kuşkusuzdur. Bankacılar, hukuki ve vergi engellerinin aşılmasından sonra İsveç ve İtalyan ipotek-piyasalarının da hızla gelişeceğini tahmin etmektedirler. (25)

---

(23) BİLİR, s.57

(24) CORRIGAN, *Financial Times*

(25) MUEHRING, s.128

### III. MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN TANIMI VE TÜRLERİ

#### A. TANIMI

Ülkemizde "Menkul Kıymetleştirme" olarak kullanılan İngilizce'deki "Securitization" kelimesinin iki farklı anlamı vardır: Şu anki menkul kıymetleştirme uygulamalarından daha farklı anlamlar taşıyan geniş anlamıyla menkul kıymetleştirme; banka kredisi yoluyla finansmana alternatif olarak, sermaye piyasasından dolayı finansman sağlanması anlamına gelmektedir. Yani, bir şirketin veya şirketler kesiminin bankalardan borçlanarak finansman sağlanması yerine, doğrudan menkul kıymet ihrac ederek, bu yolla dolaysız finansman sağlanmasına "Securitization" denilmektedir. Dar anlamıyla menkul kıymetleştirme ise; "Credit Securitization" ya da "Asset Securitization" olarak ifade edilmektedir ki, tezde yer alan menkul kıymetleştirme kelimesinden kasıt budur.(26) Dolayısıyla menkul kıymetleştirmeyi, en genel anlamıyla, gelecekte sağlanacak belli bir nakit akımını güvence göstermek suretiyle mali piyasalardan borçlanma olanağı sağlayan bir transformasyon tekniğı olarak açıklamak mümkündür.(27) Bu yolla bazı aktif kalemleri bilançodan çıkarılarak, bunlar paketler halinde ikincil piyasalarda işlem gören menkul kıymetlere dönüőtürülmektedir.

Kredi veren kurumun verdiği bu kredilerden doğan alacaklarını satması ve kredinin bu alacaklara bağılı olarak ihrac edilen menkul kıymetleri satın alan yatırımcılar tarafından finanse edilmesi olarak da tanımlanabilir.(28)

(26) "Sempozyum", s.32

(27) TAHSİN ÖZMEN, " Menkul Kıymetleştirmenin (VDMK) Avantaj ve Dezavantajları ", Dünya Gazetesi, 13.1.1993

(28) BİLİR, s.51

"Böyle bir tekniği;

- Devletin mali kurumlara müdahalesi, dolayısıyla maliyetlerin yükselmesi,
- Rekabetin artması sonucu, karlılık marjlarının düşmesi,
- Teknolojinin sağladığı olanaklar,
- Kaynak aktarma maliyetini düşürme, yani piyasaları etkinleştirme çabaları,
- Aracılığın eliminasyonu (disintermediation),
- Deragülasyon ve/veya Re-regülasyon gibi etmenler ortaya çıkarmıştır." (29)

Batıdaki uygulamalarında menkul kıymetleştirme en basit şekliyle şöyle gerçekleşmektedir:

- Kredi veren kurum, bilançosunda bulunan ve aynı ya da benzeri koşullar taşıyan kredilerden bir alacak havuzu oluşturur;

- Kredi veren kurum, oluşturduğu alacak havuzunu menkul kıymetleştirme uygulamalarını teşvik etmek amacıyla kurulmuş olan özel amaçlı bir kuruma satar, ya da oluşturduğu bu alacak havuzuna bağlı olarak menkul kıymet ihrac etmesi talebiyle özel amaçlı bir kuruma başvurur;

- Özel amaçlı kurum, genellikle kendi portföyünde tutmak amacıyla aldığı alacaklara dayalı bir menkul kıymet ihrac eder;

- ihrac edilen menkul kıymetlerin bağlı olduğu alacak havuzundan düzenli olarak gelen faiz ve anapara ödemeleri, bu menkul kıymetleri satın alan yatırımcılara yapılacak ödemelere karşılık teminat olarak gösterilir;

---

(29) ÖZMEN, Dünya Gazetesi

- İhrac edilen menkul kıymetler , yatırım bankalarının aracılığıyla kurumsal yatırımcılara ve tasarruf sahiplerine satılır. Menkul Kıymet ihracını organize eden kurum, menkul kıymetlerin güvenilirliğini ve pazarlanabilirliğini artırmak için, ödemelerinin düzenli yapılacağına dair bir güvence mekanizması sağlar;

- Satılan menkul kıymetlerden elde edilen fonlar, krediyi veren kuruma veya alacak havuzunu satın almış olan özel amaçlı kuruma aktarılır;

- Krediyi açmış olan kurum, krediyi kullananların yaptığı faiz ve anapara ödemelerinin tahsil edilip menkul kıymetleri satın alan yatırımcılara aktarılmasında aracılık etmeye devam eder;

- Menkul kıymetleştirme süreciyle kredi veren kuruma dönmüş olan taze fonlar yeni kredi anlaşmalarında kullanılmak üzere sisteme tekrar girer.

Böylece bilançodan çıkarılan aktiflere dayalı olarak ihrac edilen menkul kıymetler aracılığı ile kredilendirilen taraflar, yatırımcılar tarafından finanse edilmiş olur. Dolayısıyla, bir kere oluşturulduktan sonra borçlar geri ödenene kadar normalde portföyde duracak olan bu kalemlere, menkul kıymetleştirme sayesinde bir likidite kazandırılır.

Aktifte yer alan borçların bir havuzda toplanıp menkul kıymetler haline getirilmesinde; homojen bir yapıya, benzer geri ödeme planı ve vadeye sahip olmaları dikkat edilen önemli noktalardır.



Borc ödemeleri, varlığa dayalı menkul kıymetleri ellerinde bulunduran yatırımcılara yapıldığından, menkul kıymetlerin oluşturulmasından sonra izlenmeleri de gerekir. Batıdaki uygulamalarında, "credit enhancement" olarak tabir edilen kredilerin zenginleştirilmesi olayı oldukça önemli bir yer kaplamakta ve borçlunun ödeme yapmama riskine karşı ihrac edilen menkul kıymetlerin genellikle büyük bir sigorta şirketine sigorta edilmesi ya da tanınmış bir bankanın ihraca özel bir akreditif acması şeklinde gerçekleştirilmektedir. Bazı durumlarda menkul kıymetleştirmeyi yapan kuruluşun sınırlı garanti ya da teminat sağlaması da sözkonusu olabilmektedir. Çoğu varlığa dayalı menkul kıymet türü halen yatırımcılara oldukça yabancı olduğundan bu kağıtların yatırımcılarca kabul görmesi için bu teknik kullanılmaktadır. Tekniğin ihracçılar açısından temel faydası, komplike bir işlemi bile kolaylıkla satılabilir hale getirmesidir; çünkü yatırımcı kendisi için herhangi bir risk sözkonusu olması halinde bile sigortadan parasını alacağından emindir. Ancak yatırımcının, garantörün kendisini koruyabilecek finansal güce sahip olduğundan ve bu tür bir risk ortaya çıktığında kayıtsız şartsız yükümlü olacağından şüphesi olmamalıdır. Tanınmış sigorta şirketleri veya bankalardan sağlanacak bu tür garantiler, ihrac edilecek menkul kıymetlerin komplike analizler yapılmasına gerek kalmaksızın yatırımcılara pazarlanabilmelerini sağlar. Bu da ihracın likiditesini arttırır ve yatırımcılar ihtiyaçları olduğunda kağıtlarını kolayca ikincil piyasalarda satabileceklerini bildikleri için rahattırlar. Bu teknik ABD'de oldukça yaygın olmasına rağmen, Avrupa piyasalarında örneklerine fazla rastlanmamaktadır. (30)

(30) JULIAN WALMSLEY, "The New Financial Instruments-An Investor's Guide", John Wiley and Sons, Inc., Canada, 1988, s.245

ABD ve İngiltere'deki uygulamalarında menkul kıymetleştirme daha çok ticari bankalar, tasarruf ve kredi kuruluşları (Savings and Loans Institutions), emekli sandıkları gibi kuruluşların konut alımı için verdikleri krediler karşılığında alınan ipoteklerde kullanılmaktadır. İpoteklerden başka otomobil kredileri, tüketici kredileri, problemlı krediler, kredi kartı borçları, finansal kiralamar ve ticari krediler de menkul kıymetleştirmeye konu olan aktif kalemlerindendir.

İşletmelerin aktiflerinde yer alan ve gelecekteki bir zaman dilimine dağılmış her tür düzenli nakit girişi karşılığında menkul kıymet çıkarmak mümkün olmakla birlikte, en yaygın kullanımı alacaklar karşılığında çıkarılmasıdır. Düşük tutarlı senet veya sözleşmelerden oluşan ancak çok sayıda borçlunun bulunduğu alacak portföyleri bu tür menkul kıymet ihraçlarının ana kaynağını oluşturur. Bu nedenle daha ziyade tüketici kredileri, kredi kartı alacakları ve konut kredileri menkul kıymet ihracına konu olmaktadır. (31)

Gelişmiş ekonomilerde, menkul kıymetleştirilmiş bu tür alacak portföyleri, büyük tutarlı ticari alacaklardan daha az riskli olarak görülmekte ve daha kolaylıkla tedavül edilmektedir. Çünkü, birçok alacağın biraraya getirilmesiyle oluşturulan havuzlarda risk dağılmakta ve daha önceki deneyimlere dayanarak geri dönmeme oranı nerdeyse kesin olarak tahmin edilebilmektedir.

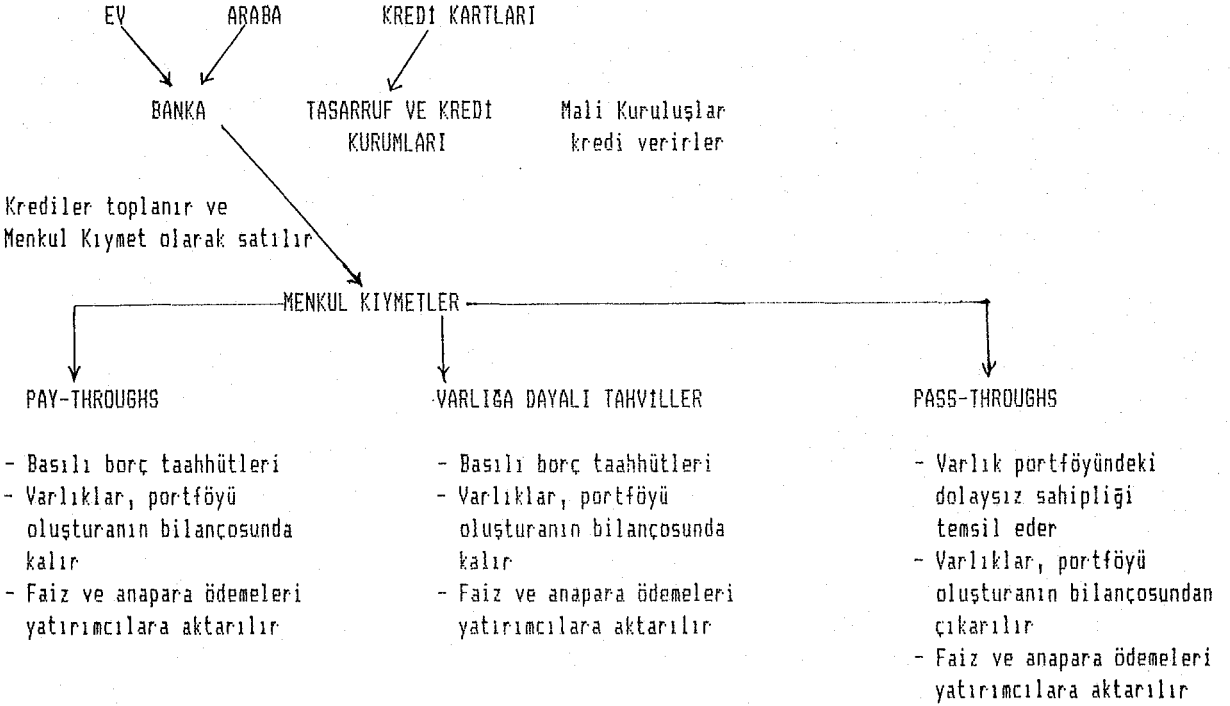
---

(31) TEVFIK GÜNGÖR, "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (Menkul Kıymetleştirme-Securitization)", Dünya Gazetesi, 22.7.1992

## B. ABD'DE VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMET TÜRLERİ

ABD'de varlığa dayalı menkul kıymetlerin temelde üç tipi mevcuttur: "Pass-Through Securities (Ödeme-Aktarmalı Sertifikalar)", "Asset-Backed Bonds (Varlığa Dayalı Tahviller)" ve "Pay-Through Securities". (Bkz: Şekil-1) Bunların her biri ikincil ipotek piyasasının dışında ortaya çıkmış ve ipoteye dayalı olmaksızın varlıkların menkul kıymetleştirilmesinde kullanılmışlardır.

Şekil 1. Kredilerin Menkul Kıymetleştirilmesi (32)



## 1. Pass-Throughs (Ödeme Aktarmalı Sertifikalar)

Ödeme Aktarmalı Sertifikalar ABD ipoteğe-bağlı menkul kıymet piyasalarında en yaygın olarak kullanılan finansman biçimidir. Aynı zamanda Varlığa dayalı menkul kıymetlerin ilk türü olan " Pass-Throughs "; vadeleri, faiz oranları ve kalitesi birbirine yakın olan bir varlık portföyündeki dolaysız sahipliği (mülkiyet hakkını) temsil etmekte olup, portföy güven altına alınmakta ve sahiplik belgeleri de yatırımcılara satılmaktadır.

(33) Burada portföyü oluşturan kuruluş, portföyü yönetmekte ve menkul kıymetlerin bağlı olduğu ipotekli alacaklardan aylık olarak tahsil edilen faiz ve anapara ödemelerinden kendi hizmet komisyonunu düşerek kalan meblağı yine aylık olarak yatırımcılara aktarmaktadır. Diğer bir deyişle, sözkonusu menkul kıymet, bağlı olduğu ipotekli kredi havuzunun ödeme akış karakteristiğini yatırımcıya aynen yansıtmaktadır. (34) Ayrıca portföydeki varlıkların sahipliği yatırımcılara devredilerek portföyü oluşturan kuruluşun yükümlülüğünden çıkmakta ve mali tablolarında yer almamaktadır.

" Pass-Throughs " un en sık rastlanan türü " GNMA Pass-Throughs" dur. ( Federal Hükümetin doğrudan bir dairesi olan Government National Mortgage Association -GNMA-'in menkul kıymetleştirdiği bir varlık türü).

---

(33) PAVEL, s.4

(34) BİLİR, s.54

GNMA Pass-Throughs, Federal Housing Administration (FHA) ve Veterans Administration (VA)'in verdiği ipotekli kredileri menkul kıymetleştirmektedir ve bugün için de ipoteye-bağlı menkul kıymetlerden yatırımcılar arasında en revaçta olanıdır. Bunun nedeni Ginnie Mae sertifikalarının yatırımcıya çifte güvence verebilmesidir. İlk güvence, bu sertifikaların federal hükümet garantili ipoteklerden oluşturulan kredilere bağlı olarak ihraç edilmesinden kaynaklanmaktadır. İkinci güvence ise Ginnie Mae'nin, sertifikaları satın alan yatırımcılara faiz ve anapara ödemelerinin-borçlulardan tahsil edilse de edilmese de- vadesinde yapılacağını garanti etmesiyle sağlanmaktadır. Çifte garanti elde eden yatırımcı da aldığı aylık ödemelerin belli bir yüzdesini Ginnie Mae'ye sunduğu hizmet karşılığında vermeyi kabul etmiştir.

Ginnie Mae ipotek havuzlarının çoğu ipotek bankerleri, ticari bankalar veya diğer ipotek karşılığı kredi veren kuruluşlarca oluşturulmaktadır. Aktif ve iyi gelişmiş bir ikincil piyasa, bu menkul kıymetlerin büyük ölçüde pazarlanabilir olmasını sağlamaktadır ve bu sertifikalar çoğunlukla bireysel yatırımcılar ile sigorta şirketleri ve emekli sandıkları gibi kurumsal yatırımcılar tarafından satın alınmaktadırlar. (35)

Federal Hükümetin dolaylı bir dairesi olan ve "FHLMC" veya "Freddie Mac" olarak adlandırılan Federal Home Loan Mortgage Corporation, 1971'de "Katılım Sertifikası (Participation Certificate - PC)" adı altında benzer bir menkul kıymet oluşturmuştur.

---

(35) BILIR, s.54

Katılım Sertifikalarının bağlı olduğu kredi havuzu sabit veya değişken faizli, genellikle 10-30 yıl vadeli, büyük miktartlı, konvansiyonel ipotekleri içermekte olup; havuzdaki ipoteklerin standart olmasa bile benzer olmalarına dikkat edilmektedir.

Katılım Sertifikalarının Ginnie Mae Sertifikalarından önemli bir farkı Freddie Mac'in aylık ödemelerin yalnızca faize karşı gelen kısmına garanti vermesidir. Ancak yine Freddie Mac tarafından anapara geri ödemelerinin, borçludan tahsil edilemediği takdirde, bir yıl içinde yatırımcılara sağlanacağı garantisi de verilmektedir. Yani Katılım Sertifikalarının arkasında Ginnie Mae Sertifikalarında olduğu gibi ABD hükümetinin değil, bir ABD hükümet kuruluşunun kredibilitesi bulunmaktadır. Ayrıca, federal garanti taşıyan ipoteklere bağlı olarak da menkul kıymet ihrac eden Freddie Mac, sunduğu idari hizmetler ve garantiler için belli bir miktar komisyon almaktadır. (36)

" FNMA " veya " Fannie Mae " olarak adlandırılan Federal National Mortgage Association 1981 yılında "İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet ( Mortgage-Backed Security - MBS )" sistemini geliştirmiştir. Fannie Mae de yatırımcılara faiz ve anapara ödemelerinin zamanında yapılacağını garanti etmektedir.

Hem Katılım Sertifikaları ( PC ), hem de İpoteğe-Dayalı Menkul Kıymetler ( MBS ) sigortasız veya şahsi olarak sigortalanmış konutların ipotekli kredilerinden oluşan bir portföye dayanmaktadırlar.

---

(36) BİLİR, s.55

İpotekli kredilerin yanısıra, taşıt kredileri, kredi kartı alacakları, bilgisayarların finansal kiralamasından doğan alacaklar, eğlenceye yönelik tekne ve taşıtlara verilen krediler de "Pass-Through" olarak menkul kıymetleştirilmişlerdir. (Bkz: Tablo-2)

Tablo 2. " Pass-Throughs " Olarak Menkul Kıymetleştirilmiş Olan İpotek Teminatlı Olmayan Varlık Türleri (37)  
( İlk Halka Arz )

Tarih	Varlık Tipi	Arz Eden Kuruluş	Milyon USD
Mayıs 1985	Taşıt Kredileri	Valley National Bank and Marine Midland Banks	100.5 60.2
Aralık 1986	Bilgisayarların finansal kiralamalarından doğan alacaklar	Goldome FSB	205.7
Şubat 1987	Kredi kartları alacakları	Bank of America	400.0
Eylül 1987	Geleneksel Konut kredileri	Green Tree Acceptance Corporation	71.5
Ekim 1987	Leasing alacakları	American Airlines	92.6

Kaynak : Asset Sales Report, various issues

## 2. Asset-Backed Bonds ( Varlığa Dayalı Tahviller )

Varlığa dayalı menkul kıymetlerin ikinci türü olan varlığa dayalı tahviller ( Asset-Backed Bonds - ABB - ), "ipoteğe Dayalı Tahvillerin ( Mortgage Backed Bonds - MBB )" ardından ortaya çıkmıştır. (38)

İpoteğe-bağlı tahviller, nakit akışının tahmin edilemez olmasını düzeltmek amacıyla ortaya çıkmış enstrümanlardan biriydi. Bunlar, tahvilin anapara tutarının % 110 ila 220'sine eşit bir piyasa değeri olan teminatlarla güvence altına alınıyorlardı. Pass-Through sertifikaların tersine, burada tahvillerin ardındaki teminatlar finanse edilmekteydi ve ihracçı hala teminatın sahibi durumundaydı. Tahvil borcunun koşulları diğer sermaye piyasası borçlanma araçlarına çok benziyordu. (39)

İpoteğe-bağlı tahvillerin iki ana türü mevcuttu. Daha eski yapıda, tahvillerin anapara tutarı ile tahakkuk etmiş faizi piyasa koşullarında fazlaca teminat altına alınmaktaydı. (Overcollateralization) Fazlaca teminat altına alma miktarı, seçilen teminatın türüne bağlı olarak değişiyordu. İlk kez 1987'de ihraç edilen "Defeasance MBE" ile ortaya çıkan yeni yapıda, tahvillerin anapara tutarını fazlaca teminat altına almak yerine bir teminat havuzu kullanılıyordu ve bu havuz Hazine kağıtlarından oluşan bir portföyün satın alınmasını; bu portföy ise Hazine kağıtlarının beklenen nakit akışına dayalı olarak ipoteğe-bağlı tahvillerin anapara ve faizlerinin ödenmesini sağlıyordu. (40)

---

(38) PAVEL, s.7

(39) ROBERT LAWRENCE KUHN, "Investment Banking-The Art and Science Of High-Stakes Dealmaking", Harper and Row, Publishers, New York, 1990, s.353

(40) A.g.k., s.354



İpoteğe-bağlı tahviller, portföylerinde daha çok konvansiyonel krediler bulunduran kuruluşlara, bu kredileri portföylerinden çıkarmaksızın borçlanma olanağı sağlıyordu. Yani kuruluşlar portföylerindeki ipotekli kredileri teminat göstererek belli bir faiz ve vadeyle tahvil ihrac edebiliyordu. Tahviller üzerindeki faiz ödemeleri altı ayda veya yılda bir yapılırken, anapara geri ödemelerinin zamanı tahvilin özelliğine göre değişmekteydi. İpotekli kredi havuzundan tahsil edilen nakit akışları teminat gösterilerek ihrac edilen tahvillerde, anapara geri ödemeleri genellikle yıllık olarak yapılmaktaydı. Buna karşın eğer tahvil ihracı ödemelerine, borçlanan kuruluşun genel fonları teminat gösterilmişse, anapara geri ödemeleri klasik tahvillerde olduğu gibi vade bitiminde yapılmaktaydı. (41)

İpoteğe-bağlı tahvillere bir örnek olarak Freddie Mac tarafından ihrac edilen "Garantili İpotek Sertifikaları (GMCs-Guaranteed Mortgage Certificates)" verilebilir.

Garantili İpotek Sertifikaları, Pass-Throughe'larda olduğu gibi belli bir ipotek havuzunda mülkiyet hakkını temsil etmekteydi. Ancak, yatırımcılara faiz ödemeleri altı aylık vadelerle, anapara ödemeleri ise yıllık olarak yapılmaktaydı. Freddie Mac, sözkonusu ödemelerin zamanında yapılacağını taahhüt ediyordu. En fazla 30 yıl vadeli ipoteklere bağlı olan bu menkul kıymetleri satın alan yatırımcılar, Freddie Mac'den sertifikaları ihractan 15, 20 veya 25 yıl sonra geri almasını isteme hakkına sahiptiler.

---

(41) BİLİR, s.55

Freddie Mac gibi Fannie Mae de büyük çoğunluğu ipotekli alacaklardan oluşan aktiflerini teminat göstererek piyasalardan borçlanabilmekteydi. Bu çerçevede ihrac edilen tahvil ve bonoları satın alanlara Fannie Mae, borç anlaşmasında belirtilen faiz ve vadelerle düzenli ödemeler yapıyordu. Söz konusu borçlanmalar, bağlı oldukları alacaklardan gelen ödemeler dışında ek bir ödeme garantisi veya sigorta taşımıyordu. Freddie Mac ve Fannie Mae tarafından bu şekilde yapılan borçlanmalar, genellikle ihrac tutarından daha büyük miktarda alacaklarla teminat altına alındığı ve arkalarında devlet garantisi bulunduğu için oldukça düşük faizlerle yapılabiliyordu.

İpoteğe-bağlı tahviller eyalet ya da yerel hükümet kuruluşları ve belediyeler tarafından da ihrac ediliyordu. Bu kuruluşlar çeşitli konut finansman programları çerçevesinde verdikleri kredilere bağlı olarak elde ettikleri ipotek gelirlerini teminat göstererek, belli faiz ve vadelerle tahvil ihrac etmekteydiler. Belediye yükümlülükleri vergiden muaf olduğu için uygun faizlerle yapılan bu ihraçlardan elde edilen fonlar yine uygun faizlerle konut finansmanı için kullanılıyordu. (42)

İpoteğe-bağlı tahviller ipotek portföyüne sahip tüm kuruluşlarca ihrac edilebiliyor ve canlı bir taleple karşılanıyordu. Kredi değerliliği düşük olan özel sektör kuruluşlarına ait tahvillerin bile böylesi büyük bir taleple karşılanmasının sebebi, ihraçların çok yüksek rating almalarıydı. Rating kuruluşlarının tahvillere yüksek rating vermek için öngördükleri koşullar son derece sertti. Büyük çoğunluğu klasik

(42) BİLİR, s.56

tek-aile konut kredilerinden oluşan ipotek havuzlarının öncelikle kaliteli olması talep ediliyordu. Böylelikle borçlu ödemelerini yapmadığı takdirde satılacak olan ipoteklerin aktif bir ikincil piyasaya sahip olması garantiye alınıyordu. İkinci olarak da teminat gösterilen aktiflerin değerinin, borçlunun tahvil ihracıyla üstlendiği yükümlülükten % 150'ye varabilen oranlarda fazla olması bekleniyordu (Overcollateralization). Teminat oranları belirlenirken faiz oranlarındaki artış beklentileri hakkında temkinli tahminlerde bulunuluyordu. Söz konusu teminat üç ayda bir değerlemeye tabi tutuluyor, eğer faiz oranlarındaki hareketler, tahsil edilemeyen alacaklar ve erken ödemeler sebebiyle teminat gerekli düzeyin altına inerse, daha fazla teminat eklenmesi isteniyordu. Bu rating mekanizması yatırımcıya büyük ölçüde güven telkin ederken, kredi değerliliği düşük özel kuruluşlara da oldukça düşük faizlerle borçlanma olanağı sağlamaktaydı.

İpoteğe-bağlı tahvillerin ardından ortaya çıkan Varlığa-Dayalı Tahviller de "Pass-Throughs" a benzer olarak, bir kredi portföyü, hatta bazen GNMA'ler gibi " Pass-Throughs " menkul kıymet portföyü ile teminat altına alınmaktaydılar. Ancak, "Pass-Throughs " un tersine, varlığa dayalı tahvil yönteminde tahvili ihraç eden kuruluşun borç yükümlülüğü devam etmekte ve bu kuruluşun mali kayıtlarında, teminat olarak kullanılan kredi portföyü aktifte, varlığa dayalı tahviller de pasifte yer almaktaydı.

Varlığa dayalı tahvillerin önemli bir özelliği de, ipoteğe bağlı tahvillerde olduğu gibi, değerlerinden daha fazla teminat altına alınmalarıydı (Overcollateralization).

Varlığa dayalı tahviller, üç nedenden ötürü değerlerinden daha fazla teminat altına alınmaktaydılar: Bunlardan ilki, nakit akımının alacak portföyü ya da tahvil sahiplerine değil de, tahvil ihrac eden kuruluşa olması ve zamanla kredi portföyünün değerinin tahvil anapara değerinden daha düşük hale gelebilmesiydi. ikincisi ise, teminat fazlasının, ödenmeyen alacaklara karşı tahvil sahiplerine ek bir koruma sağlamasıydı. Üçüncü bir neden de, fazla teminatın değerlendirme tarihleri arasında teminatın değerinde ortaya çıkabilecek düşüslere karşı tahvil sahiplerini korumasıydı. (43)

İpotekli olmayan varlıklar da varlığa dayalı tahvil olarak menkul kıymetleştirilmiştir. Tablo 3'de de görülebileceği gibi, bilgisayar ve taşıtların finansal kiralanmasından doğan alacaklar, taşıt kredileri vs. teminatıyla oluşturulan tahviller de halka arz edilmiştir.

---

(43) PAVEL, s.7

### 3. Pay- Throughs

Varlığa dayalı menkul kıymetlerin üçüncü türü de Pay-Throughs tahvilleridir. Pass-throughs ve varlığa dayalı tahvillerin bazı özellikleri bu türde birarada görülmektedir. Alacaklar portföyüyle teminat altına alınan bu tahvil türü, tahvili ihraç eden kuruluşun bilançosunda borç olarak yer almaktadır. Öte yandan, varlıklardan elde edilen nakit ise "pass-through"daki gibi yatırımcılara aktarılmaktadır.

1983 yılının Haziran ayında, Freddie Mac "Collateralized Mortgage Obligation (CMO)" -teminat altına alınmış ipotek yükümlülüğü- olarak bilinen pay-throughs tahvil ihraç etmiştir. Freddie Mac'in ihraç etmiş olduğu CMO tahvilleri, vade bakımından üçe ayrılmış ve her kısma yılda iki kez faiz ödemesi yapılmıştır. Freddie Mac'in ilk CMO ihracını gerçekleştirmesinden bu yana, daha çeşitli türler de geliştirilmiştir. Halen gerçekleştirilen CMO ihraçları vade bakımından üçten başlamak üzere, altıdan daha fazla kısma ayrılmakta, ancak çoğu CMO'da en fazla dört kısım görülmektedir. (44)

Bir "teminatlı ipotek borç" ihracı, farklı vadelere sahip olacak şekilde yapılandırılmış birkac seri tahvilden oluşmaktadır. Belli bir teminatlı ipotek borç ihracında en kısa vadeli seriye "A-serisi", bir sonraki en kısa vadeye "B-serisi" adı verilir. En uzun vadeli tahviller ise "Z-serisi" olarak adlandırılır.

---

(44) PAVEL, s.9

"Teminatlı ipotek borçları" yapısı altında ipotek havuzundan gelen nakit akışından faiz ödemelerine karşı gelen kısım tüm seri tahvil sahiplerine üç ya da altı ayda bir aktarılmaktadır. Nakit akışından anapara geri ödemelerine karşı gelen kısım ise (ki bunlar planlanmış geri ödemeler veya erken geri ödemeler olabilir) yalnızca A-seri tahvil sahiplerine aktarılmaya başlanır. Bu ödeme yapısı aynı şekilde tüm serilerin ödemeleri bitene kadar devam etmektedir. Z-seri tahvillere ise önceki tüm serilerin faiz ve anapara ödemeleri bitene kadar hiçbir ödeme yapılmaz ve birikmiş faiz anaparaya eklenir. Önceki serilere ait ödemeler bittikten sonra tüm faiz ve anapara ödemeleri Z-seri tahvillere aktarılır. (45)

Serilerin farklı vadeleri herhangi bir teminatlı ipotek borcu ihracının çok farklı yatırımcı gruplarına hitap etmesini sağlar. A-seri tahviller kısa vadeli hazine bonoları ve şirket tahvillerine alternatif olurken, B-seri tahviller orta vadeli yatırım enstrümanlarına tercih edilebilmektedir. Z-seri tahviller ise uzun vadeli yatırım perspektifiyle hareket eden yatırımcı profiline cazip gelebilmektedir.

"Pay-throughs" yöntemi, taşıt kredileri, kredi kartı alacakları, tüketici kredileri gibi ipotekli olmayan varlıklarla da uygulamaya geçmekte, ayrıca hayat sigortası olan kişilerin aldıkları krediler de menkul kıymetleştirilmektedir. (Bkz:Tablo-3)

---

(45) BİLİR, s.57

Tablo 3. Varlığa Dayalı Tahvil ve "Pay-through" Olarak Menkul Kıymetleştirilen İpotek-Teminatlı Olmayan Varlık Tipleri (Halka İlk Arz) (46)

Tarih	Varlık Tipi	Arz Eden Kuruluş	Milyon \$	Tür
Mart 1985	Bilgisayar finansal kiralamalarından doğan alacaklar	Sperry	192.5	Pay-throughs
Temmuz 1986	Taşıt Kredileri	Chrysler	205.7	Pay-throughs
Ekim 1986	Taşıt Kredileri	GMAC	4,000.0	Varlığa dayalı tahviller
Ocak 1987	Kredi kartları	Republic Bank	199.5	Pay-throughs
Eylül 1987	Değersiz Tahviller	Imperial Savings	100.0	Varlığa dayalı tahviller
Ekim 1987	Taşıt finansal kiralamalarından doğan alacaklar	Volkswagen	150.0	Varlığa dayalı tahviller
Kasım 1987	Tüketici kredileri	Household F58	432.1	Pay-throughs

Kaynak : Asset Sales Report, various issues

#### 4. Asset-Backed Commercial Paper And Preferred Stock

(Varlığa Dayalı Finansman Bonosu Ve İmtiyazlı Hisse Senedi)

Finansman bonoları ve imtiyazlı hisse senetleri de varlığa dayalı olarak ihraç edilebilmektedir. Kredi kartı alacakları, finansal kiralamadan doğan alacaklar ve ticari alacaklar, finansman bonosu ihraçlarında teminat olarak gösterilmektedir.

Varlığa dayalı tahviller gibi, varlığa dayalı finansman bonoları ve imtiyazlı hisse senetleri de genellikle sadece varlığa dayalı menkul kıymet ihraç eden ve bunların gelirleriyle dayalı olduğu varlıkları satın almak amacını güden finansman şirketlerince çıkarılmaktadır.

Varlığa Dayalı Finansman Bonosu ve İmtiyazlı Hisse Senedi zararlar, ihmaller ya da nakit akışındaki aksamaları düzeltmek amacıyla genellikle bir ticari banka kredisıyla desteklenirler.

Varlığa dayalı tahvillerden farklı olarak, varlığa dayalı finansman bonoları ve imtiyazlı hisse senetlerinde, yatırımcılara faiz veya kar payı ödenmesi yapılmamaktadır. Bunların değerleri açık satış esnasında belirlenmektedir. (47)

---

(47) PAVEL, ss.9-10



## 5. Nonmortgage Asset-Backed Securities

(İpotekli Olmayan Varlıklara Dayalı Menkul Kıymetler)

Menkul kıymetleştirilmiş olan ipoteksiz varlıklar, çoğunlukla taşıt kredileri ve kredi kartları alacaklarından oluşmaktadır. Tablo - 4'de de görülebileceği gibi, 1987 yılında ipotekli konut kredilerinden başka, çok çeşitli aktif türü menkul kıymetleştirilmiştir.

Tablo 4. ABD'de Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler Piyasası (1987)

(48)

	Milyon \$ (*)
İpotekli konut kredileri	323.000,0
Çok aileli ipotek kredileri	5.796,0
Taşıt kredileri	6.368,8
Kredi kartı alacakları	2.409,5
Finansal kiralamadan doğan alacaklar	150,5
Diğer tüketici kredileri	432,1
Ticari alacaklar	311,5
FHA ve VA Konut Kredileri	815,6
Geleneksel krediler	439,5 (**)
Değersiz Tahviller (Junk Bonds)	100,0

(\*) : Aksi belirtilmedikçe, halka arz edildiği anlaşılacaktır  
(\*\*) : Halka arz edilmeyen ihraçlar da yer almaktadır.

Kaynaklar : Asset Sales Report, various issues; Federal Home Loan Mortgage Corporation; Government National Mortgage Association

İlk olarak 1985'te Salomon Brothers tarafından 60 milyon \$'lık Taşıt Kredilerine dayalı Pass-Through türünde menkul kıymet (CARs - Certificates of Automobile Receivables) ihracı gerçekleştirilmiştir.

Bunlar, dayalı olarak ihrac edildikleri taşıt kredilerinden gelen faiz ve anaparaların menkul kıymet (CARs) sahiplerine aktarıldığı ödeme - aktarmalı sertifikalardır (Pass-Through Securities). 1985'ten beri, 15 milyar \$'ın üzerinde taşıt kredisi menkul kıymetleştirilerek halka arz edilmiştir. (Bkz: Tablo-5)

Tablo 5. Taşıt Kredilerine Dayalı Menkul Kıymet Piyasasının Geçmişi (49)

Yıl	İhrac sayısı	İhracıların sayısı	Yeni İhracıların sayısı	İhrac Edilen Tutar (Milyon \$)
1985	5	5	5	898.6
1986	14	7	5	9660.6
1987	21	11	6	6363.8
1988	10	8	2	2253.5

(Haziran)

Kaynak : Asset Sales Report, various issues

En fazla menkul kıymetleştirilen aktif türlerinin üçüncüsü kredi kartı alacaklarıdır. (% bazında) Nisan 1986'da Salomon Brothers 50 milyon \$'lık ödeme Aktarmalı Sertifikalar (Pass - Throughs) ihrac etmiştir. Bu sertifikalar (CARs - Certificates of Amortizing Revolving Debts) Bank One'ın kredi kartı alacaklarından oluşturulan bir havuza dayalı olarak ihrac edilmişlerdir.

Haziran 1988'de de yine kredi kartı alacaklarına dayalı olarak 9 ihrac daha gerçekleştirilmiş olup; bu tüm kredi kartı alacaklarının neredeyse % 2'si kadardır. (Bkz: Tablo-6)

Tablo 6. Kredi Kartı Alacaklarına Dayalı Menkul Kıymet İhraçları  
(50)

Yıl	İhraç Sayısı	İhraççı Sayısı	İhraç Edilen Tutar (Milyar \$)
1987	7	6	2.4
1988 (Haziran)	6	6	2.5

Kaynak : Asset Sales Report, various issues

Taahhüt kredileri ve kredi kartı alacakları dışında finansal kiralamadan doğan alacaklar, ticari alacaklar ve tüketici kredilerine dayalı olarak da pek çok ihraç gerçekleştirilmiştir. Çoğu tüketici kredisi Pass-Through türünde ; kiralamalardan doğan alacaklar ve ticari alacaklar Varlığa Dayalı Tahvil (ABB- Asset Backed Bonds) türünde menkul kıymetleştirilmiştir. Tablo - 7'de de görüleceği gibi 1985'ten beri aktiflerin menkul kıymetleştirilmesindeki gelişmeler, menkul kıymetleştirmenin sınırlarının hiç de dar olmadığını kanıtlamaktadır.

Tablo 7. İpotekli Olmayan Varlıklara Dayalı Menkul Kıymet Piyasasının Gelişimi (51)

Yıllar	İhraç Sayısı	İhraççı Sayısı	Yeni İhraççı Sayısı	Varlık Türleri
1985	7	6	6	2
1986	16	9	6	2
1987	37	22	18	9
1988 (Haz.)	22	19	8	7

Kaynak : Asset Sales Report, various issues

(50) PAVEL, s.140

(51) A.g.k.,s.160

## C. MENKUL KIYMETLEŞTİRİLEBİLECEK İDEAL AKTİFLERİN ÖZELLİKLERİ

Tüm aktif türlerinin menkul kıymetleştirilmesi kolay değildir. Her türlü alacak menkul kıymetleştirmeye konu olamamaktadır. Alacakların bir teminat fonksiyonu taşımadığının ve doğrudan kendisinin satıldığına dikkate alınması gerekir. Dolayısıyla yapılan ihraçla alacaklar arasında birebir ilişki bulunmalıdır. Bu da alacaklarda belli özelliklerin aranmasını zorunlu kılmaktadır. (Bkz: Şekil 2)

### Şekil 2. Menkul Kıymetleştirilebilecek İdeal Aktiflerin Özellikleri (52)

- Anlaşılabilir kredi karakteristikleri
- İyi tanımlanmış ödeme planı/Tahmin edilebilir nakit akışı
- En az bir yıllık ortalama vade
- ihmal ve temerrüd oranlarının düşük düzeyde olması
- Toplam amortisman
- Farklı mükellefler
- Yüksek likiditasyon değeri

İhraç edilen menkul kıymetin dayalı olduğu kredi havuzunun ve bu şekilde menkul kıymetin kendisinin değerlendirilebilmesi menkul kıymetleştirmenin anahtarıdır. Portföyün kredi karakteristikleri rating kuruluşları ve yatırımcılar tarafından anlaşılabilir olmalıdır. Çok büyük ya da karmaşık kredi karakteristikleri bulunan krediler, kredi ve iştirak satışları için daha uygundur. Menkul kıymetleştirmenin önemli kredi

(52) PAVEL, ss.18-19

karakteristiklerinden biri de, ödeme planının iyi tanımlanmış olması ve 18 ayla 2 yıl arasında değişebilen yeterince uzun vadelerdir.

Alacak portföyünden gelen nakit akımları belli olmalıdır. Yani belirli dönemlerde nakit girişleri sağlanmış olmalıdır. Bankalar ya da firmalar tarafından cari hesap şeklinde veya farklı şekilde plase edilen kaynakların ne zaman geri dönecekleri konusunda belirli tarihler yoksa bu alacakların menkul kıymetleştirmeye konu edilmesi mümkün olmayacaktır.

Alacak portföyünün performansı ölçülebilir olmalıdır. Yani alacak portföyü geçen dönemlerde ne kadarlık bir geri dönmeme riskine sahiptir bilinmelidir. Çok büyük oranlarda geri dönmeme riskine sahip alacaklarda, bu riskin ortadan kaldırılması zorunluluğu nedeniyle bazı ek garanti teknikleri aranmaktadır.

Alacak portföyü miktar ve sayı olarak yeterli ekonomik büyüklükte olmalıdır. Menkul kıymetlere konu olabilecek alacakların yeterli ekonomik büyümeye ulaşamaması halinde sağlanabilecek içsel ekonomiler ve tasarruflar istenilen amaçlara yeterince hizmet etmeyecektir. (53)

Alacak portföyünü oluşturan kalemlerden sağlanacak nakit girişleri ile ihrac edilmiş olan VDMK'ların ödeme dönemleri arasında çok büyük farklılıklar bulunmamalıdır. Ülkemizde bu fark 30 günle, belirli uygulamalarda da 45 günle sınırlanmıştır. Söz konusu alacak portföyünden sağlanan nakit girişleri belli bir havuzda toplanmakta ve bu havuz VDMK'ların ödenmesinde

(53) "Sempozyum", s.16

kullanılmaktadır. Dolayısıyla alacak portföyünün ödeme tarihleri ve kalitesi ile VDMK'ların ödeme tarihleri ve kalitesi arasında birebir bir ilişki vardır. Bu birebir ilişki yeterince sağlıklı olmalıdır. Eger herhangi bir risk sözkonusu ise çeşitli garanti teknikleri kullanılarak alacak portföyünün üzerindeki risk bertaraf edilmelidir. Bu garanti teknikleri şunlar olabilir:

İhrac izni, alacak portföyünün tamamı için değil, örneğin % 90 ya da % 80'i için verilebilir. Böylelikle geri dönmeme oranı % 10'ları bulsa dahi alacak portföyü yeterli nakit akımını VDMK'lar için ödeme şansına sahip olabilecektir. Ülkemizde yürürlükte olan tebliğ ile yapılmak istenen de budur.

İhracın güvenilirliğini arttıracak diğer bir teknik ise, özellikle ABD'deki uygulamalarında rastlanıldığı üzere, varlığa dayalı tahvillerin (ABB) fazlaca teminat altına alınmalarıdır. (Overcollateralization) Bu durum tahvillerin güvenilirliğini arttırmaktaysa da gereken verimi azaltmaktadır. Bu yüzden çoğu durumda menkul kıymetin kendisinin bizzat teminat altına alınması daha uygundur.

Bir başka teknik de alacak portföyünün esas olarak iflas riski taşımayan kurumlar tarafından piyasaya sürülmesidir. Eger ihracçı kurumun kendisi iflas riskini taşımıyorsa, VDMK'nın temelini teşkil eden alacaklardan bağımsız olarak tasarruf sahiplerine aktarılmış bir risk sözkonusu olacaktır. Bu yüzden ihracçı kurumlar, bankalar ve genel finans ortaklıkları gibi iflas riski taşımayan kurumlar olmaktadır. (54)

---

(54) "Sempozyum", s.17

Varlığa Dayalı Menkul Kıymet ihraç edenler kredilerin veya menkul kıymetlerin dayalı olduğu portföyün güvence altına alınması için özel bir şirketi kullanırlarsa ,temerrüt riskini kendilerinden sigortalayan şirkete aktarmış olurlar. Sigortalayan şirket, temerrüt riskine ve portföyün değerlendirilme maliyetine karşılık olarak belli bir prim alır. Komplike portföylerin değerlendirilme maliyeti menkul kıymetleştirmenin faydasını aşacağından, portföyün değerlendirilmesi ne kadar kolay olursa, menkul kıymetleştirilmesi de o kadar olası demektir. (55)

İpotek karşılığı krediler menkul kıymetleştirilmek için çok uygundur. Özellikle ipotek karşılığı verilen sabit-oranlı konut kredileri, nispeten homojen ürünlerdir ve değerlendirilmeleri de oldukça kolaydır.ABD'de tüm ipotek kredilerinin ikincil piyasası oluşmuş durumdadır ve bunlar hakkında sağlıklı veriler toplanabilmektedir. Aynı zamanda bunların yapılanmaları ve koşulları, en azından sabit-oranlı ipotek kredilerinde benzer özellikler taşır.Çoğu ipotek kredileri peşin ödendiği için de, bundan sonraki ortalama vade yaklaşık 12 yıldır.

ABD'deki geçmişine bakılacak olursa, ipotek kredilerinin mükemmel kredi karakteristikleri olduğu görülür.Örneğin, ihmal oranları birkaç yıl öncesine dek oldukça düşüktü.Geleneksel konut kredilerindeki ihmal oranı 1987 yılı sonunda toplam konut kredisi riskinin % 3'ü oranındaydı ve 1985 yılından beri düşmeye devam ediyordu. (56)

---

(55) PAVEL, s.17

(56) A.g.k., ss.18-19

portföyünün değerlendirilmesini çok güçleştirir. karakteristiki bir ticari kredi ya da sanayi kredisi karakteristiki özelliklerdeki büyük farklılıklardır. Bu teminat altına almada bir başka karmaşıklık kredi değerlendirilmesindeki (yani temerrüd ve ihmal oranları ile Ticari krediler ve sanayi kredilerinin

kredi verenin ihtiyacına göre düzenlenir. (57) yeniden fiyatlandırılır ve ödeme zamanları da genellikle her bir bunlardan gelen ödeme akışı da sabit değildir. Bunlar sık sık gösterir. Bu kredilerin fiyatlanması da değişiklik gösterir ve vadeleri, bir yıldan az bir süre ile sekiz yıl arasında farklılık gösterir. Bu kredilerin fiyatlanması da değişiklik gösterir. Örneğin zor kredilerdir ve şimdiye kadar çok az ihrac yapılmıştır. Bunlar sanayi kredileri muhtemelen menkul kıymet ihracı yapılabilecek en Federal Hükümet garantisi taşımayan ticari krediler ve miktarının tamamını garanti ederek riskin tamamını üstlenir. oldukça standarttır ve ABD'de federal hükümet hemen hemen kredi kıymetleştirilmesi nispeten zordur. Bu kredilerin yapılması Ticari krediler ve Sanayi kredilerinin menkul

yapılmıştır. benzer ve bu tür kredilerin her birinin menkul kıymet ihracı da kredilerin her biri ipotek karşılığı verilen konut kredileri ile menkul kıymet ihracı için belki de en iyi adaylardır. Bu tür alacakları, finansal kiralamaya alacakları ve tüketici kredileri konut kredilerinin yanı sıra, tasit kredileri, kredi kartı



Ticari kredilerin ve sanayi kredilerinin menkul kıymet ihracılarındaki teknik güçlüklere ilaveten, istirak ve kredi satışları, sendikasyonlar ve finansman bonoları gibi daha az maliyetli alternatifler mevcuttur. Haziran 1988 sonunda ABD'de kredi ve istirak satışlarında önder olan 8 adet büyük ticari banka 40 MİA \$'lık kredi ve istirak satışı gerçekleştirdiler. Bu satış tutarı, kendi toplam aktiflerinin yaklaşık % 10'unu oluşturuyordu ve bir yıl öncekinden % 50 fazlaydı. (58)

#### D. MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN TERCİH NEDENİ VE MALİYETİ

Kredi koşulları, kredi verenlerin özellikleri ve yapılanmaları önemli farklılıklar gösterdiği gibi; bir firmanın menkul kıymet ihracından sağladığı faydalar da her bir firmanın kendi özel durumuna ve menkul kıymet ihracı yapılan aktiflerin türüne bağlı olarak değişir. Menkul kıymetleştirmenin maliyeti de bu farklı türdeki aktiflerin herbiri için farklılık gösterecektir.

Bir Varlığa Dayalı Menkul Kıymetin riskliliği, bunun fiyatını tespit edecek olan ana unsurdur. Ne kadar riskliyse fiyatı o kadar düşük ve bu yüzden de getirisi o derece yüksek olacaktır. Eğer sözkonusu menkul kıymetin getirisi, bu menkul kıymetin dayalı olduğu kredi portföyünden sağlanan ortalama getiriden daha yüksekse, menkul kıymetleştirmeden elde edilecek faydalar elimine edilebilir. Buna ilaveten eğer sözkonusu menkul kıymetlere rating kuruluşlarınca düşük derece verilmişse, yatırımlarını karlı kılmak zorunda olan mali kurumlar bunlara yatırım yapmayacaklardır. (59)

Menkul kıymetleştirme yoluyla sağlanacak net kazancın, varlıkların bilançoda tutulması halinde sağlanacak kazançtan fazla olması halinde menkul kıymetleştirme yöntemi tercih edilmektedir. Menkul kıymetleştirme işleminde ortaya çıkan başlıca maliyet unsurlarını ise; yatırım bankalarına ödenen komisyonlar, derecelendirme (rating) kuruluşlarına ödenen ücretler ile, Menkul kıymetler ve Borsa Komisyonu ve benzeri kuruluşlara ödenen kayıt ücretleri oluşturmaktadır. (Bkz: Tablo-8)

(59) PAVEL, s.17

Tablo 8. Menkul Kıymetlerin Maliyeti (60)  
 (100 milyon dolarlık tasit kredisine dayali menkul  
 kıymet ihraci)

Brüt İhrac Tutarı		Net İhrac Tutarı	
100,000		300-520	
300-500		99, 400-98, 980	
99, 700-99, 500		99.4 - 98.98	
(-) Underwriting komisyonu	Bakiye		
(-) İhrac Masrafları			
Kredilerin zenginleştirilmesi			
(enhancement)			
Kuruluşlara kayıt ücreti	80		
(SEC, NASD, Blue Sky, ...)			
Derecelendirme kuruluşu ücreti	30- 60		
Basım ücreti	20- 40		
Muhasebe	20- 50		
Trost yöneticisine verilen ücret	40- 50		
Yasal ücretler	60-100		

Kaynak : Salomon Brothers and Security Pacific Auto Finance

#### IV. MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN SAĞLADIĞI OLANAKLAR

##### A. MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN AVANTAJLARI

###### 1. Klasik Kredi Sistemi Açısından

-Genel olarak kredilerin ikincil piyasası sınırlı olduğundan kredilerde likidite sorunu ortaya çıkmaktadır. VDMK'ların ise aktif bir ikincil piyasasının mevcut olması bu sorunu ortadan kaldırmaktadır. (61)

Bilançolarında çok uzun vadeli (likit olmayan) aktifler bulunan mali kurumlar ; Menkul Kıymetleştirme yoluyla uzun vadeli kredi portföylerini satarak, yine bu portföylere bağlı olarak diğer kurumlar tarafından ihraç edilen menkul kıymetleri satın alabilmektedirler. Böylece, bilançolarındaki uzun vadeli kredilerin yerine, benzer bir getiriye sahip, aktif bir ikincil piyasası olan ve yüksek rating taşıyan menkul kıymetler almakta; bu menkul kıymetlere olan yoğun talep de bilançoların likiditesini olumlu yönde etkilemektedir.

-Kredilerin fiyatlandırılması oldukça zordur ve bir çok subjektif unsur içerir. Oysa VDMK'lar pazar koşullarında fiyatlandırılırlar.

-Belli bir kredinin riskini ölçmenin maliyeti oldukça yüksektir, ayrıca uzmanlık gerektirir. Buna karşın, VDMK'larda risk ölçümü daha kolay ve isabetlidir.

---

(61) ÖZMEN, Dünya Gazetesi

-Daha az riskli olduklarından, risk primi daha düşük olan VDMK'lar kredilere nazaran çok daha düşük maliyetlidir. Belli bir özsermaye zorunluluğu gerektirmediikleri gibi, bankalar açısından munzam karşılık ve disponibilitate yükümlülüğü de söz konusu değildir.

-Geleneksel kredi sisteminde bir banka; kredi müşterisinin riskliliğinin ölçümü ve bundaki değişmelerin izlenmesi, kredi kullandırım koşullarının saptanması, faiz ve anapara tahsilatlarının zamanında yapılabilmesi, likidite riski, faiz riski, kur riski, kredi riski, konsantrasyon riski gibi risklerin üstlenilmesi ve bunun gibi bir çok konuda uzman olmak zorunda ve bunları tek başına göğüslemek durumundadır. (62) Ancak, banka bunların tümünde birden yeterince etkin olamayabilir.

Kredilerin menkul kıymetleştirilmesi, riski 3 veya daha fazla dikey dilime (tranche) bölerek bunları en verimli şekilde kurumlara plase eder. İlk dilim, kredi portföyünün beklenen kaybını kapsayacak şekilde sermayelendirilir. Borçlu ile direkt temas halinde olan orijinatör, portföyün beklenen kayıp düzenini en iyi yönetecek kişidir. Kredilerin menkul kıymetleştirilmesi yoluyla orijinatörün maruz kaldığı risk sınırlanarak, çeşitlendirilmemiş portföylerden kaynaklanan sorunlar ortadan kaldırılmaktadır. İkinci dilim, orijinatörün limitini aşan kayıpları karşılar. Sınırladığı risk bandı, havuzun beklenen kayıplarının 7 veya 8 katını sermayelendirir. Kredi riskinin 3.dilimi ise VDMK'ları satın alan yatırımcılar tarafından üstlenilir ve bu dilimdeki kredi kaybı olasılığı çok düşüktür. (63)

(62) ÖZMEN, Dünya Gazetesi

(63) KERİM GÖKAY, "Yurtdışı Piyasalarsa Popüler Araç", Finans Dergisi, Mart 1992

## 2. Mali Sistem Ve Ekonomik Açıdan(64)

-Menkul kıymetleştirme, tasarruf sahiplerinden ya da yatırımcılardan, talep edenlere (borç verenlere) etkin şekilde kaynakların aktarılmasında en etkin yöntemdir. Diğer bir deyişle, menkul kıymetleştirme yatırımcılardan sağlanan sermaye akımını arttırır.

Uzun vadeli pasiflere sahip olan kurumsal yatırımcıların uzun vadeli fonları ile uzun vadeli aktifleri arasında bağlantı kurarak, böylece kredi için ana piyasalara daha fazla sermaye akışına imkan verir. Kullanılan kredilerin vadesini kısaltmaksızın, kredi veren kuruma fonların daha hızlı geri dönmesini sağlar. Böylece kredi kurumları, sermayelerini arttırmak veya daha fazla borçlanmak zorunda kalmadan sürekli bir fon kaynağına sahip olurlar.

-Uzun vadede kaynak aktarma maliyetini azaltarak, finansal sistemin faaliyet etkinliğini (operational efficiency) arttırır. Yani, kredi maliyetlerini düşürerek, yatırım, üretim ve tüketimi teşvik eder.

-Bir çok kredi ya da alacağı, tek bir nominal değere, tek bir ödemeye, tek bir faiz oranına ve tek bir anapara ödemesine dönüştürür.

-Piyasa mekanizmalarının daha yaygın olarak kullanılmasını sağladığı gibi, bu mekanizmaların daha etkin işlemesine yol açar.

-Uzun vadede finansman ihtiyacı olan firmaların banka kredilerine olan taleplerini düşürür. Aşırı menkul kıymetleştirme yapıp bu fonlar mevduattan kayma yoluyla elde edildiği takdirde, belli bir süre sonra bankaların ellerinde menkul kıymetleştirecek alacak portföyü kalmayacaktır.

-Uygulaması nispeten kolaydır ve yeni teknolojiler gibi fiziki bir sermaye de gerektirmez.

-Menkul kıymetleştirme iyi uygulandığı takdirde ekonomideki batık kredileşmeyi engelleyebilir.

-Kredi aracılığı (intermediation) hizmetini etkinleştirerek marj gelirlerinin komisyon gelirlerine dönüşmesine neden olur.

-Toplumun tasarruf ve yatırım arzusunu kuvvetlendirir. Eğer toplum riske karşı duyarlıysa, tasarrufların kompozisyonunu geleneksel finansal araçlar veya altın, gayrimenkul gibi sığınak değerler aleyhine değiştirir.

-Sistemin likiditesini arttırdığı ve piyasaya girişleri kolaylaştırdığı için rekabeti de geliştiren menkul kıymetleştirme, daha güçlü ve istikrarlı bir finansal sistem yaratır.

-Finansal ürün arzını arttırarak sermaye piyasalarının büyümesine, derinleşmesine ve likiditasyonuna katkıda bulunur ve bu piyasaların eksikliğini giderir (Market Completeness).

-Menkul kıymetleştirme yoluyla aracılığı elimine ederek (disintermediation), doğrudan finansmana yönelen bir ekonomide, reel ekonominin faiz oranlarına ve faiz oranlarındaki dalgalanmalara karşı duyarlılığı artacaktır.

-Ekonomik birimlerin (şirketler ve devlet dahil) finansal davranışları çok önemli bir değişme göstermediği sürece, menkul kıymetleştirme para arzını azaltır.

-Orta vadede kredi faizlerini düşürdüğü için, kredi talebini arttırır. Kredi talebindeki bu artış, eğer reel sektör bu talebe olumlu cevap verebilirse, tüketimi, dolayısıyla üretimi arttırır. Aksi halde enflasyonist bir baskı oluşacaktır.

-Finansal sistemde genel bir şeffaflaşma ve finansal hizmetlerde uzmanlaşma sağlar.

-Fonların risk ve getiri temelinde fiyatlanmasına imkan verir. (Allocational efficiency)

-Toptan kredi satışı (sale of whole loans) veya factoring ya da forfaiting işlemlerinden çok daha esnek ve avantajlıdır.

-Uluslararası piyasalara açılma olanağı sağlar.



### 3. İşletmeler Ve İhraççılar Açısından

-Menkul Kıymetleştirme işletmeleri kredi riski, faiz riski, likidite riski, konsantrasyon riski, kur riski gibi risklerin yönetiminde daha etkin kılabilir.

-Menkul kıymetleştirme bankalara, faiz ve kredi riski gibi belli riskleri nihai yatırımcıyla paylaşma veya onlara aktarma imkanı sağlar.

Orta ve Uzun Vadeli kredilerini kısa vadeli borçlanmayla finanse etmeye çalışan kurumlar, özellikle kısa vadeli faiz oranlarının sürekli dalgalandığı piyasalarda büyük bir faiz oranı riskiyle karşı karşıyadırlar. Ancak Menkul Kıymetleştirme, Varlığa Dayalı Tahvil İhracı yoluyla, uzun vadeli kredi veren kurumlara kredi değerlilikleri düşük olsa bile, düşük faizle uzun vadeli borçlanma imkanı verir.

Örneğin, ABD'deki Tasarruf ve Kredi Kurumlarının aktiflerinde yer alan 27.5 yıl gibi uzun vadelerle ve sabit faiz oranlarıyla verdiği konut kredilerine karşılık; pasiflerinde 1 yıl veya daha az vadeli tasarruf hesapları mevcuttur. Vadelerdeki bu büyük uyumsuzluk, tasarruf ve kredi kurumlarını faiz oranı riskiyle yüzyüze getirmektedir. Bu durumda opsiyonlar ve future piyasaları gibi alternatiflerin de uygun olduğu düşünülebilir, ancak bu teknikler menkul kıymetleştirmeden daha maliyetli olabilir. (65)

---

(65) PAVEL, s.14

-İhracçı üzerinde taşıdığı riskleri, ihraca konu olan menkul kıymetlere devrederek ya da aradaki garanti tekniklerini kullanarak elimine eder.

-Sermaye piyasalarına ulaşamayan küçük ve riskli firmalara sermaye piyasalarından yararlanma imkanı sağlar. Böylelikle mali sorun yaşayan fakat kaliteli alacaklara sahip firmalar da kendi problemlerinden bağımsız olarak borçlanma şansına sahip olacaktır.

-Bankaların aynı veya ortak risk karakterine sahip kredilere bağımlılığını azaltır.

-Bankalardaki coğrafik, demografik ve sektörel kredi konsantrasyonu riskini azaltır.

-İşletmelerin finansman geleneklerini değiştirir ve sistemi kredi ağırlıklı finansman sisteminin hakimiyetinden kurtarır.

-Menkul Kıymetleştirme bankalar için yeni ve ucuz bir fon kaynağı sağlar. Mevduat toplamak yerine, menkul kıymetleştirme yoluyla fonlar sermaye piyasalarından sağlanır. Mevduat yoluyla sağlanan fonların maliyeti yüksektir. Oysa menkul kıymetleştirme yoluyla sağlanan fonlar, munzam karşılığa tabi olmadığı gibi, bunlardan mevduat sigorta primleri de tahsil edilmez. Yani menkul kıymetleştirme kurumun ihtiyatları, sermaye ihtiyaçları ve mevduat sigorta primleri gibi olağan kesintilerden kaçınabilmesini sağlar. Krediler satılarak bilanço dışına çıktıktan sonra, bunları finanse etmekte kullanılan yükümlülüklerin de bilançoda tutulmasına gerek kalmaz.

Menkul Kıymetleştirilen kıymetli kağıtların kredi değerliliği, çoğunlukla krediyi ilk açan kuruluşun kredi değerliliğinden yüksek olduğu için, bu aktifler piyasalardan sağlanan daha düşük faizli fonlarla finanse edilebilmektedir.

Son yıllarda banka müşterileri tasarruflarını mevduata yatırmak yerine, yatırım fonları gibi daha cazip yatırım araçlarını tercih etmektedirler. Bu yüzden aktiflerin menkul kıymetleştirilmesi yoluyla sağlanan ilave fon kaynağı, gerekirse diğer fon kaynaklarını da kullanabilecek olan bankaların finansal esnekliğini arttıracaktır. (66)

-İşletmelere ilave özkaynak maliyetine katlanmaksızın, zaman problemini de ortadan kaldırarak fon yaratma olanağı sağlar. Böylece varlıklar elde tutulacağına satılacağından faaliyetlerin finansmanı için bulundurulması gereken sermaye miktarı da azalır. Dolayısıyla menkul kıymetleştirme sermaye yeterliliği ve karşılık ayırma gibi kısıtlamaları ortadan kaldırır. (67)

Menkul kıymetleştirmenin özünde kredi kurumlarının riskli aktiflerinden olan kredilerin bilançolardan çıkarılması yatmaktadır. Bank of International Settlements (BIS) tarafından 1992 sonu için belirlenen % 8'lik sermaye yeterliliği rasyosu, gelişmiş mali piyasalarda faaaliyet gösteren mali kurumların menkul kıymetleştirme sürecini giderek artan bir yoğunlukla benimsemelerine neden olmaktadır. Sermaye yeterliliği oranlarını iyileştirebilmek için bankaların önünde iki alternatif mevcuttur:

---

(66) EVERETTE D.HULL,LESLIE C.ANNAND,GEORGE COOK,"Bankers Debate-Is Asset Securitization Worth The Cost At Your Bank ?",  
*Journal Of Commercial Bank Lending*, C.69, S.12, August 1987, s.4

(67) A.g.m., s.4

Sermaye arttırımına gitmek veya riskli aktifleri azaltmak yoluyla bilançoları küçültmek. Son yıllarda ABD ve Avrupa kökenli menkul kıymet ihraçlarının bankaların kısa ve orta vadeli kredilerini içerecek şekilde hızlanmış olması, menkul kıymetleştirmenin sermaye yeterliliğinin sağlanmasında bir çıkış yolu olarak benimsendiğini kanıtlamaktadır.

-Özkaynak karlılığı, borç/özkaynak oranı gibi finansal performans oranlarını iyileştirir ve işletmenin borçlanma kapasitesini arttırır. Kredilerini satan kurumların borçlulardan faiz ve anapara ödemelerini tahsil etme ve bu ödemeleri menkul değerleri satın almış olan yatırımcılara aktarmaya devam etmelerine karşılık aldıkları komisyonlar, faiz gelirinin yerine daha düşük riskli hizmet gelirini koyarak, sermaye karlılığı oranlarının yükselmesine de katkıda bulunmaktadır.

-Aktiflerin menkul kıymetleştirilmesinin özellikle bankaların karlılığı üzerinde olumlu bir etkisi olacaktır. Tüm dünyada 1970'lerden sonra bankaların karlılığının azalmakta olduğu ve kredi riski artmaya devam ederken net faiz marjlarının değişmeden kaldığı görülmektedir. Bunun ana sebeplerinden biri de piyasada yaşanan yoğun rekabettir. Bankaların kredilerini menkul kıymetleştirmeleri bu sorunla başedebilmelerini sağlayabilir. Varlıklar bilancodan çıkarılacağından, ihraç eden bankanın verdiği kredilerden topladığı faiz ile bu kredilere dayalı olarak ihraç ettiği menkul kıymetlere ödediği faiz arasındaki lehine fark ile aldığı komisyonlar bankanın varlıklarının karlılığını ve özkaynak karlılığını geliştirecektir. (68)

---

(68) EVERETTE D. HULL, LESLIE C. ANNAND and GEORGE COOKE, s.5

-İşletmelerin aktif-pasif yönetimini kolaylaştırır ve işletmenin bunlar üzerindeki kontrol gücünü arttırır. İşletmeler menkul kıymetleştirme yoluyla alacaklarını bilanço dışına çıkararak aktif-pasif yapılarını dengeleyebilirler.

-İşletmelerin aktif-pasiflerindeki vade ve faiz uyumsuzluklarını giderir, vadelerde bir farklılaştırma yapılmasına imkan yaratır.

Bankalar da kredilerin bilançodan çıkarılması yoluyla bilançolarının vade kompozisyonunu düzenleyebilirler. Menkul kıymetleştirme yoluyla yaratılan fon kaynağı bankalara belli varlıkların maliyetlerini ayırma imkanını verir. Varlıkların ortalama vadesi ile bunlara dayalı olarak ihraç edilen kağıtların ortalama vadesi eşleştirilir. (69)

-İşletmelerin aktiflerindeki gayri likit varlıkları likit hale dönüştürerek işletmeler için daha ucuz bir finansman alternatifini sunar. İhraca konu olan alacaklar çok kısa bir sürede paraya çevrilerek yeniden kullanılabilir hale gelir. Böylece menkul kıymetleştirme, işletmelerin diğer finansman kaynaklarına bağımlılığını azaltır.

-İşletmelerin likiditesini olumsuz etkilemeksizin, daha uzun vadeli satış yapmalarına ortam hazırlar ve satış hacmini arttırarak pazar payının genişlemesini sağlar.

-İşletmeleri daha etkin pazarlama yapmaya, sıkı kredi yönetimine zorlar.

-İşletme yöneticilerinin finansal hareket kabiliyetini (financial manoeuvre) güçlendirir.

---

(69) EVERETTE D. HULL, LESLIE C. ANNAND and GEORGE COOKE, s.6

#### 4. Risk Ve Yatırımcı Açısından

-Bir firmanın riskliliği ile portföyün riskliliği arasındaki korelasyonu elimine eder. Alacaklının riski ihracının üzerinden atıldığından, ihracçılar kendi riskinden bağımsız olarak borçlanma şansına sahip olabilirler.

-Risk paylaşımında optimalite sağlar ve riskin fiyatlamasını kolaylaştırarak daha çok ekonomik birim tarafından paylaşılmasına imkan hazırlar.

-Mevcut risklerin bilanço dışına taşınmasını sağlar.

-İyi oluşturulursa kredi riskini yatırımcı açısından hemen hemen sıfırlayabilir.

-Menkul kıymetleştirme süreci, yatırımcılara yapılacak faiz ödemeleri ile anapara geri ödemelerinde aksama olmamasını sağlayacak şekilde yapılandırılmaktadır. Verilen güvence mekanizması kimi zaman kamusal veya özel kuruluşlarca verilen garantiden oluşurken kimi zaman da olası aksamalarda kullanılmak üzere sağlanan fonları içermektedir. Yapıları farklı olsa bile, sağlanan teminat mekanizmalarının ortak yönü, ihracın bağlı olduğu kredi portföyünün geçmişteki geri ödenmeme riskini çoğu kez birkaç kat fazlasıyla karşılayacak şekilde oluşturulmalarıdır. Özellikle, ipotek teminatı olmaksızın verilen kredilerin satılabilmesi için, oluşturulan teminatların yeterli güvence düzeyini sağlayıp sağlamadığının ölçülmesinde

yatırımcılar, rating kuruluşları tarafından yapılan değerlendirmelere güvenirliler. (70)

-Menkul kıymetleştirme ürünlerinin yüksek değerlemeler alan diğer yatırım araçlarına alternatif olabilmelerinin bir nedeni de, bu ürünlerin yatırımcılara aynı risk seviyesinde benzerlerinden daha yüksek getiri sağlamalarıdır. Örnek vermek gerekirse bu durum özellikle ABD'de rastlanan ve kredilerden tahsil edilen ödemelerin yatırımcılara transfer edildiği ödeme aktarmalı sertifika yapılarında (Pass-Throughs) daha da belirgindir. Kredi kullananlar tarafından ödenen faiz, belli bir miktarı ihracata rol almış olan ara kurumlara hizmet komisyonu olarak ödendikten sonra yatırımcıya aktarılır. Kullandırılan kredilerin faizleri yüksek olduğu için, ödemelerden yapılan bütün kesintilere rağmen menkul kıymetleştirmenin getirisi benzer yatırım araçlarının getirilerinden yüksek olabilmektedir. (71)

-Yatırımcılara portföy çeşitlemesi (Diversification) yapma imkanı sağlar. Bu yolla yatırımcılar, nispeten az sayıdaki borçlulara verilen krediler yerine, çeşitli borçlulara verilen kredilere dayalı bir menkul kıymet şeklinde özel bir kredi türüne sahip olurlar.

---

(70) BİLİR, s.58

(71) A.g.y., s.59

sifirlandı.

-İyi bir ikinci piyasası oluşturulursa, ikidite riski

paylaşılmaya gündeme gelmiştir.

daraltılarak nihai borçlanmalarla veya yatırımlarla

kiymetleştirilmeden sağlanan tasarrufların, kar marjları

-Daha çok VDMK ihrac edildikçe rekabet artacağından, menkul



## B. MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN DEZAVANTAJLARI

-Menkul kıymetleştirmenin en büyük dezavantajlarından biri erken ödenme riskidir. Faiz oranlarındaki dalgalanmalar, ister sabit faizle, ister değişken faizle borçlanılmış olsun, tüm kredi kullanıcılarının açık olduğu bir risk unsuru oluşturmaktadır. Piyasadaki faiz oranları kredi anlaşmasındaki faizin altına düőtüęü takdirde, kredilerin vadesinden önce geri ödenmesi sıkça rastlanan bir durum olarak ortaya çıkmaktadır. Bunun yanısıra borçluların toplu para elde edebildikleri takdirde krediyi vadesinden önce geri ödemeleri olasılığı da daima mevcuttur. Dolayısıyla her kredi portföyünde bir miktar erken ödenme riski bulunur. Bu durum, hem aktif-pasif yönetiminde vade-getiri hesaplarını dikkatli yapmak zorunda olan kurumsal yatırımcılar, hem de birikimlerini en verimli şekilde değerlendirme kaygısını taşıyan tasarruf sahipleri açısından önemli bir sakınca oluşturur.

Borçluların faiz riskine maruz kaldıkları dönem kullanılan kredinin vadesiyle doğru orantılı olarak uzadığı için, uzun vadeli ve sabit faizli kredilere bağlı olan menkul kıymetleri satın alan yatırımcılar erken ödenme riskine daha fazla maruz kalmaktadırlar. Aynı ihrac içinde farklı vadeli enstrümanların yaratıldığı teminatlı ipotek borçları yatırımcıları erken ödenme riskinden kısmen de olsa korur. Bu ihraçlarda anapara geri ödemeleri öncelikle üst-seri tahvillere aktarıldığı için, daha uzun vadeli serileri satın alanlar daha uzun bir süre erken ödenmeye maruz kalmamaktadırlar. (72)

---

(72) BİLİR, s.60

-Menkul kıymetleştirme bilanço dışı kalemleri geliştirdiğinden, sağlıklı finansal raporlamayı önleyebilir. Bu nedenle muhasebe, denetim ve finansal raporlama standartları geliştirilmelidir.

-Çok geniş alacaklar veya krediler portföyü bulunan bir işletme, en iyi alacaklarını menkul kıymetleştirerek, kendi portföyünün veya aktifinin kalitesini düşürebilir, veya tersi bir durumla en kötülerini menkul kıymetleştirerek yatırımcıyı riske sokabilir. (Adverse selection) (73)

-Menkul kıymetleştirmenin çok geliştiği bir piyasada kredi kalitesini arttırmaya yönelik motivasyonlar ortadan kalkabilir.

-Kredi piyasalarında varolan denetim ve gözetimin etkinliğini azaltabilir.

-Merkez bankalarının para ve kredi kontrolünü zorlaştırabilir.

-Mali kurumlar menkul kıymetleştirmeden sağladıkları tasarrufları nihai borçlanıcılar veya yatırımcılarla paylaşmayabilir.

-Vade transformasyonuna dayalı bir sistemde para otoritelerinin kısa dönemli faiz oranlarına etkisi zayıflayabilir. (74)

---

(73) ÖZMEN, Dünya Gazetesi

(74) A.g.n., Dünya Gazetesi

yükseltilir.

-Ekonomideki kredi stoğu istenilmeyen düzeylere

-Hisseli kredi islemleri gundeme geltilir.

kiymetlestirtilir.

-insiderlara kredi acilip, bunlar menkul

## V. TÜRKİYE'DE MENKUL KIYMETLEŞTİRME

### A. VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLERİN KURUL KAYDINA ALINMASINA VE GENEL FİNANS ORTAKLIKLARININ KURULUŞ VE FAALİYET İLKELERİNE DAİR ESASLAR TEBLİĞİ

Varlığa Dayalı Menkul Kıymet ihracı, Türkiye açısından çok yeni bir uygulamadır ve ilk kez 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na 1992 yılında eklenen 3794 sayılı kanunda yer almıştır.

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Sermaye Piyasası Kurulu'nun amacı, "Tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacıyla, sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını düzenlemek ve denetlemek " olarak belirtilmektedir. SPK'nın bu amaca ulaşabilmesi ve piyasanın işlerliğinin kanunda belirtilen yeni içeriğe kavuşabilmesi amacıyla birinci kademe de yayımlanan 10 tebliğe, 31 Temmuz 1992 gün ve mük. 21301 sayılı Resmi Gazete ile yayımlanan 7 tebliğ daha eklenmiştir. Söz konusu 7 tebliğ arasında Seri III, No.14 Sayılı "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği" de yer almaktadır.

Tebliğde yer alan Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere ilişkin esaslar şöyledir:

## 1. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Tanımı Ve Hukuki Niteliği

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na 3794 sayılı Kanunun 12.maddesiyle eklenen 13/A maddesinde "Alacaklar ve duran varlıklar karşılık gösterilerek varlığa dayalı menkul kıymet ihrac edilebilir. Bunları ihrac edecek kuruluşlar, ihrac şartları, karşılık gösterilecek alacak ve varlık türleri, ihrac limiti, değerlendirme ilke ve esasları, nitelikleri Kurul (SPK) tarafından çıkarılacak tebliğlerle düzenlenir." şeklinde belirleme yapılmış ve aynı kanunun 22/C maddesinde de SPK'nın başlıca görev ve yetkileri arasında "c) İhracçıların alacaklarına ve duran varlıklarına dayalı olarak çıkaracakları varlığa dayalı menkul kıymetlerin şartlarını, ihrac ve halka arz esaslarını ve tabi olacakları diğer hususları düzenlemek, gerektiğinde münhasıran varlığa dayalı menkul kıymet ihracıyla iştigal eden genel finans ortaklıkları ile risk sermayesi yatırım fonları, risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve risk sermayesi yönetim şirketlerini denetlemek" de sayılarak Kurul'a yetki verilmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu bu yetkisine dayanarak III/14 seri numaralı tebliğle varlığa dayalı menkul kıymetlerden sadece "alacaklar" karşılık gösterilerek çıkarılacak varlığa dayalı menkul kıymetlere ilişkin esasları saptamıştır. Diğer bir deyişle, "duran varlıklar" karşılık gösterilmek suretiyle varlığa dayalı menkul kıymet ihracı henüz olası değildir.

Bu arada çıkarılan bir ek tebliğ ile (R.G. 9 Kasım 1992, Sayı: 21400, 2.Mükerrer) "Tarım Kredi Kooperatifleri aracılığıyla verilen bireysel kredilere ilişkin olarak Ziraat Bankası'nın senede bağlanmış alacakları" da işleme konu olabilecek alacak türlerine 4.maddenin (f) fıkrası olarak ilave edilmiştir.

Varlığa dayalı menkul kıymet ; Tebliğ'in 3.maddesinde "Bankalar, finansal kiralama kuruluşları ile tebliğ hükümlerine göre kurulup bu menkul kıymetleri halka arz etmek için SPK'dan izin almış olan Genel Finans ortaklıklarının kendi ticari işlemlerinden doğmuş alacakları veya tebliğ hükümleri çerçevesinde temellük edecekleri alacaklar karşılığında SPK tarafından kayda alınarak ihraç edilen kıymetli evrak" olarak tanımlanmıştır. Varlığa dayalı menkul kıymetler hamiline veya nama yazılı olup, varlığa dayalı menkul kıymet metinlerinin hangi unsurları taşıması gerektiği ise Tebliğ'in 6.maddesinde belirlenmiştir. Ayrıca, yine Tebliğ'in 3.maddesinde "bu tebliğ hükümlerine göre halka arz yoluyla satılacak olan varlığa dayalı menkul kıymetlerin Tebliğin 6.maddesinde sayılan unsurları taşımaları şart olup, bunlar hakkında bu tebliğde hüküm bulunmayan hallerde Türk Ticaret Kanunu'nun (TTK) kıymetli evraka dair hükümleri ve genel hükümler uygulanır." ifadesi yer almaktadır.

"Kıymetli evrak TTK'nun 557-581.maddeleri arasında genel olarak düzenlenmiş olup; -Kıymetli evrak öyle senetlerdir ki, bunlarda mündemiç olan hak senetten ayrı olarak dermeyeran edilemediği gibi başkalarına da devredilemez- şeklindeki tanım varlığa dayalı menkul kıymetler için de geçerlidir. Ayrıca, aşağıdaki maddeler varlığa dayalı menkul kıymetlere de uygulanacaktır:

-Varlığa dayalı menkul kıymetin borçlusu ancak senedin teslimi mukabilinde ödeme ile mükelleftir. (TTK.md.558)

-Varlığa dayalı menkul kıymetin mülkiyetinin devri veya örneğin üzerinde bir rehin hakkı tesisi için senedin zilyetliğinin devri şarttır. (TTK.559) Varlığa dayalı menkul kıymet nama yazılı olarak çıkarılırsa yazılı bir devir beyanına da gereksinme vardır.

-Varlığa dayalı menkul kıymet kaybedildiği veya çalındığı takdirde; varlığa dayalı menkul kıymetini zayi eden kişi, TTK.563 vd. maddelerine göre senedin iptali ve yeni senet verilmesi için mahkemeden karar almak zorundadır." (75)

## 2. İşleme Konu Olabilecek Alacak Türleri

Varlığa dayalı menkul kıymet ihracına dayanak teşkil edebilecek alacaklar tebliğin 4.maddesinde açıklanmıştır.

"Sözkonusu alacakları,

- Bankalarca ihraç edilecek varlığa dayalı menkul kıymetlere dayanak teşkil edecek alacaklar,
- Finansal Kiralama kuruluşlarınca ihraç edilecek varlığa dayalı menkul kıymetlere dayanak teşkil edecek alacaklar,
- Diğer varlığa dayalı menkul kıymet ihraçlarına dayanak teşkil edecek alacaklar, olmak üzere üç grupta ele almak mümkündür." (76)

### a) Bankaların Doğrudan Menkul Kıymet İhracına Dayanak Teşkil Edebilecek Alacaklar

1) Tüketici Kredileri : Bankaların gerçek kişilere, ticari amaçla kullanılmamak koşuluyla mal ve hizmet alımları dolayısıyla, açmış oldukları bireysel kredilerdir. (77)

2) Konut Kredileri : Bankaların, 2985 sayılı Kanun ve bu Kanuna dayalı mevzuat çerçevesinde, Toplu Konut İdaresi Başkanlığı ile yapılan anlaşma hükümlerine göre kendi kaynaklarından, hazır konut alan kişilere aktıkları bireysel krediler, bankaların verdikleri ipotega dayalı bireysel konut kredileri ile konut sektörünü kredilendirmeye yetkili Kamu İktisadi Teşebbüsü statüsündeki bankaların kendi mevzuatları çerçevesinde aktıkları kredilerdir. (78)

(76) S.AHMET BAŞ-SANI AK, "Sermaye Piyasasında Yeni Bir Müessese : Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler", *Vergi Dünyası*, 4.10.1992

(77) Tebliğ, s.22

(78) A.g.t., s.22



3) Tarım Kredi Kooperatifleri aracılığıyla verilen bireysel kredilere ilişkin olarak Ziraat Bankası'nın senede bağlanmış alacakları (79)

b) Finansal Kiralamaya Yetkili Kuruluşların Doğrudan Menkul Kıymet İhracına Dayanak Teşkil Edecek Alacaklar: Bunlar Finansal Kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklardır. Finansal Kiralama Kuruluşları sadece, 3226 sayılı Finansal Kiralama Kanunu ile ilgili mevzuat çerçevesinde yaptıkları finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacakları karşılığında doğrudan varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edebileceklerdir. (80)

c) Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhraçlarına Dayanak Teşkil Edebilecek Diğer Alacaklar :

1) İhracat İşlemlerinden Doğan Alacaklar : Faktoring işlemleri yapan Anonim ortaklıklarca temellük edilen ihracat karşılığındaki belgeye dayalı alacaklardır. (81)

2) Diğer Alacaklar : Bankalar dışındaki, mal ve hizmet üretimi faaliyetlerinde bulunan anonim ortaklıklar ile mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Kamu İktisadi Teşebbüslerinin müşterilerine yaptıkları taksitli satışlardan doğan senede bağlanmış alacaklardır. (82)

---

(79) Ek Tebliğ, md.4/(f)

(80) Tebliğ, s.23

(81) A.g.t., s.23

(82) A.g.t., s.23

### 3. İhrac Şekli

Varlığa dayalı menkul kıymetler iki şekilde ihrac

edilebilmektedir :

a) Doğrudan (İhracçıların kendi ticari işletmelerinden doğmuş alacakların karşılığında)

b) Dolaylı olarak (İhracçıların devr alacakları alacaklar karşılığında)

Bankalara gerek (a), gerekse (b) şekline göre ihrac olanağı sağlanmış iken, finansal kiralama şirketleri sadece kendi işletmelerinden doğan alacakları karşılığında ; genel finans ortaklıkları ise sadece alacakları devr olarak varlığa dayalı menkul kıymet ihrac edebilmektedir. (83)

#### 4. Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluşu ve Yetkilendirilmesi

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 39.maddesinde sayılan "diğer sermaye piyasası kurumları" arasında "ortaklık ve kuruluşlara ait alacakları temellük ederek (devralarak) münhasıran bu Kanun'un 13/A maddesinde belirtilen varlığa dayalı menkul kıymetleri ihrac etmek amacıyla teşkil edilen genel finans ortaklıkları" da yer almaktadır.(84)

Tebliğ'in 7.maddesine göre genel finans ortaklıklarının en az 10 milyar lira ödenmiş sermayeli anonim şirket şeklinde kurulması, hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması ve tamamının nama yazılı olması ve kuruluş için SPK'dan ön izin almaları gerekmektedir.

Faaliyet iznini içeren yetki belgesi verilmesi uygun görülmeyen ya da faaliyette bulunmak için gerekli koşulları yitirmesinden dolayı yetki belgesi iptal edilen genel finans ortaklıkları üç ay içinde esas sözleşmelerinden, genel finans ortaklığı ehliyetine ilişkin hükümleri çıkaracak, aksi halde ortaklık TTK. 434. maddesi 2. ve 6. bendleri gereğince müfesih addolunacaktır.

Genel finans ortaklıklarının faaliyet alanı münhasıran Tebliğ'de belirtilen alacakların devralınması karşılığında varlığa dayalı menkul kıymetlerin halka arzı ve Tebliğ'de öngörülen faaliyetlerle sınırlıdır.

Genel finans ortaklıkları, varlığa dayalı menkul kıymet ihracı dışında başka herhangi bir yolla borçlanamazlar.(85)

(84) REİSOĞLU, s.31

(85) Tebliğ, s.24, md.10

Genel Finans Ortaklıklarının devralarak kurulduğunda varlığa dayalı menkul kıymet ihrac edebilecekleri alacaklar portföyünün toplam tutarı, özkaynaklarınının 20 katını aşamayacaktır. (86)

Tebliğ ile bankalar dışında gerçekleştirilecek ihracat için banka garantisi şartı getirilmiştir. Bu nedenle Ortaklıklarının ihrac edebilecekleri varlığa dayalı menkul kıymetlerde de mutlak banka garantisi aranacaktır. Bu nedenle Sermaye Piyasası Kanunu ile getirilen bu yeni sermaye piyasası kurumu henüz işlevlik kazanmamış ve bugüne dek hiçbir genel finans ortaklığı SPK'dan izin almamıştır.

## 5. Alacakların Devri Alınması

Alacakların devri, alacaklarını devreden kuruluş ile genel finans ortaklığı veya banka arasında yapılacak bir devir sözleşmesi ile ve Borçlar Kanunu'nun 162 vd. maddelerinde yer alan "alacağın temliki" hükümlerine göre gerçekleştirilecektir. Alacak, bono gibi bir ticari senede bağlı ise, bu kez ticari senedin devri hükümlerine uyulması sözkonusu olacaktır.

Ihracının alacağı devralmasıyla birlikte, alacak için verilmiş olan kefalet, rehin gibi ferî nitelikteki güvenceler de Kanun'dan ötürü kendisine intikal edecektir. Bu intikal yasadan ötürü olmasına rağmen Tebliğ'in 14/d maddesinde de ayrıca bir taahhüt şeklinde düzenlenmiştir. Buna göre, alacağını devreden kuruluş; alacağın varlığından ve borçlunun temerrüdünden sorumlu olacağını ihracıya taahhüt edecek ve borcun muacceliyet kazanmasından itibaren 3 gün içinde ödenmemesi halinde borçluya herhangi bir ihbar, protesto, icra takibi veya dava ikamesine gerek olmaksızın devrettiği borcu ihracıya ödeyeceğini garanti edecektir. Burada tek başına garantinin dışında, alacağını devreden kuruluşun ödeme gücü de önem kazanmaktadır. (87)

Tebliğ'in 13.maddesinde, devralınan alacakların 3.kişilere devredilemeyeceğinden bahsedilmektedir. Ancak Borçlar Kanunu'nun 162.maddesinde; kanun, akit veya işin mahiyeti icabı men edilmedikçe, bir alacağın borçlunun rızası alınmaksızın üçüncü bir kişiye devredilebileceği öngörülmektedir. Tebliğ ile alacak temlikinin men edilmesi kabul edilemezse de, Tebliğ'e rağmen ihracının alacağını devretmesi halinde SPK, varlığa dayalı menkul kıymetlerin satışını durdurabilecektir. (88)

(87) REİSOĞLU, s.30

(88) A.g.m., s.30

## 6. Vekalet Sözleşmesi

Tebliğ'de alacakların devri karşılığında menkul kıymet çıkarılması halinde mutlaka bir vekalet ilişkisi öngörülmüş ve alacaklar portföyü nedeniyle yapılacak ihtar, ihbar, protesto, takibat, tahsilat ve ilgili diğer hizmetler ile varlığa dayalı menkul kıymetlerin vadelerinde ödenmelerini kapsayan bir vekalet sözleşmesinin (hizmet sözleşmesi) düzenlenmesi zorunlu kılınmıştır.

Bu sözleşme bankalar tarafından alacakların devredilmesi halinde, genel finans ortaklığı ile alacakları devreden banka arasında ; bankalar dışındaki kuruluşlar tarafından alacakların devri halinde, genel finans ortaklığı ile alacaklarını devreden kuruluşun belirlediği bir banka arasında ; finansal kiralama şirketleri tarafından varlığa dayalı menkul kıymetlerin halka arzı halinde, bu şirketler ile bunların belirleyeceği bir banka arasında yapılmaktadır. Yani vekil daima bir banka olmakta ve ihracının bir banka olması, diğer bir deyişle alacakları bir bankanın devralması halinde bir vekalet sözleşmesine gerek kalmamakta ve yukarıda belirtilen hizmetler aynen banka tarafından yerine getirilmektedir.

Vekil sıfatıyla hareket eden banka vadesinde ödenen devraldığı alacaklar tutarını derhal ilgili müvekkil kuruluşun hesabına geçirmekle yükümlüdür.

## 7. Banka Garantisi Şartı ve Saklama Sözleşmesi

Tebliğinin 16. maddesinde, güven unsurunun sağlanması açısından bankalarca ihrac edilenler dışında ödenmesi banka garantisine dayanmayan varlığa dayalı menkul kıymet ihrac edilemeyeceği belirtilmiş ve halka arz edilecek bu menkul kıymetlere dayanak teşkil eden alacaklar portföyünün yapılacak bir saklama sözleşmesine dayanılarak bir bankada saklanması zorunlu tutulmuştur. İhracının bir banka olması halinde ise saklama hizmeti bu banka tarafından yerine getirilecektir. Ayrıca, saklamada tutulan alacaklar portföyü üzerinde Tebliğ'de belirtilen istisnalar dışında tasarrufta bulunulamayacaktır.

## B. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınma Esasları

a) Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin İhrac Limiti: Sermaye Piyasası Kurulu'nun III/14 sayılı tebliğiyle VDMK ihracına bir sınır getirilmiştir. Bankalar, Finansal Kiralamaya yetkili kuruluşlar ve Genel Finans Ortaklıkları, menkul kıymet ihracına dayanak teşkil edecek alacaklarının tamamı karşılığında menkul kıymet ihrac edemeyeceklerdir. Alacaklara dayalı olarak ihrac edilecek VDMK'lerin nominal değerleri toplamı her bir tertip için, bu tertibin dayalı olduğu alacakların ihrac tarihindeki toplam tutarının %90'nı aşamayacaktır.

b) Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Sermaye Piyasası Kurulu'na kayda alınması: Sermaye Piyasası Kanunu'nda 1992 yılında yapılan değişiklikle menkul kıymet ihracında izin kaldırılmış, yerine kayda alınma sistemi getirilmiştir. Dolayısıyla VDMK'lerin halka arz yoluyla satışı için SPK tarafından kayda alınması zorunlu kılınmıştır. İhracçı kuruluşlar hazırlayacakları bir izahname ve istenen diğer belgelerle birlikte, ihrac edecekleri VDMK'leri SPK'na sunacaklardır. Kurul kaydına alınmada SPK'na geniş yetkiler tanınmıştır. Kurul, izahnamenin varlığa dayalı menkul kıymetlerle ilgili gerekli açıklamaları içerip içermediğini inceleyecek; açıklamaları yeterli ve gerçeği dürüst biçimde yansıtır bulursa, menkul kıymetleri kayda alacak; halkın istismarına yol açacak nedenler görürse, gerekçe göstererek başvuru konusu menkul kıymetleri kayda almaktan imtina edebilecektir.



Tebliğ (III/14) Kurul kaydına alınmanın istismarını engelleyici hükümler de içermektedir. Zira, Kurul kaydına alınmanın, halka arz edilen menkul kıymetlerin ve ilgili kuruluşların Kurul veya kamuca tekeffülü (kefalet altına alınması) anlamına gelmeyeceği, bu anlama gelen acık ya da dolaylı ifadelerin ve bu hususun reklam amacıyla kullanılamayacağı belirtilmektedir.

Ayrıca, SPK'na halka arzedilen varlığa dayalı menkul kıymetlerin satışına müdahale ederek, satış işlemlerini geçici olarak durdurma yetkisi tanınmaktadır.

Kurul kaydı için, en geç 30 gün içinde sonuçlandırılmak üzere yapılan başvurulardaki noksanlıkların, kurul tarafından belirlenecek bir sürede tamamlanması gerekmektedir. Aksi halde başvuru Kanun gereği düşmektedir. Eksikliklerin tamamlanması için verilen süre 30 günün hesabında dikkate alınmayacaktır.

Kurul kaydına alınan varlığa dayalı menkul kıymetlere ilişkin Kurul'ca onaylanmış izahnamenin, kayıt belgesi tarihinden itibaren 15 gün içinde Ticaret Siciline tescil ile Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde ilan ettirilmesi gerekmektedir. Tescil tarihinden itibaren en geç bir hafta içinde, halkın varlığa dayalı menkul kıymetleri satınalmaya davet edilmesi amacıyla, Türkiye çapında yayım yapan gazete veya gazetelerde sirkülerin ilan edilmesi gerekmektedir. İzahname ve sirkülerdeki değişiklikler de aynı hükümlere tabidir.

Strüker yayımlanmadan ilan ve reklama müsadde  
 edilmemektedir. Gazete yoluyla yayım yapılmak istenirse, ilan ve  
 reklamlarla strüklerin aynı gazetelerde ve aynı tarihlerde  
 yayımlanması ve ebatlarının aynı olması zorunlu tutulmaktadır.  
 izlenen günlerde verilecek ilan ve reklamlar için de aynı  
 zorunluluk korunmaktadır. Ayrıca, ilan ve reklamların  
 yayımlanacağı gazetelerin birer nüshasının, yayımı izleyen 6  
 işgünü içinde kurula gönderilmesi istenmektedir.

## 9. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Satış Esasları

Varlığa Dayalı Menkul kıymetler, iskonto esasına göre satılabileceği gibi dönemsel ve değişken faiz ödemeli olarak da ihraç edilebilecektir.

Varlığa dayalı menkul kıymetlerde iskonto veya faiz oranı ve ödeme planı, ihraca dayanak teşkil eden alacakların vade yapısı ve getirileri dikkate alınmak ve vade uyumunu sağlamak kaydıyla ihraççı tarafından serbestçe belirlenebilecek menkul kıymetlerin vadesi ise ihraç sırasında belirlenerek tanzim anında üzerine yazılacaktır.

Portföydeki alacakların erken ödenmesi halinde oluşacak fonun ve varlığa dayalı menkul kıymetlere ilişkin ödemeler yapıldıktan sonra vekil banka hesabında kalan paranın kullanım esasları, ihraççı tarafından yayımlanacak izahname ve sirkülerde ayrıntılı olarak belirtilecektir.

Süresi içinde satılmayan ve aracı kuruluşlar tarafından da satın alınmayan varlığa dayalı menkul kıymetler, satış süresinin bitimini izleyen altı iş günü içinde, noter huzurunda tespit edilecek ve iptal olunacaktır.

Süresi içinde satılmayan varlığa dayalı menkul kıymet oranında portföy küçültme esasları izahnamede belirtilecektir.

Varlığa dayalı menkul kıymetlerin ikinci el piyasada alım-satımı da yapılabilecektir.

Kurulca kayda alınan varlığa dayalı menkul kıymetlerin satışı, kanunun 28. maddesi uyarınca, satılacak menkul kıymetlerin ihrac değerinin % 03'ü oranında ücretle tabii olacaktır. Bu ücret varlığa dayalı menkul kıymetlerin kurul kaydına alınmasından önce, peşin olarak ödenecektir.

Tebliğ'de varlığa dayalı menkul kıymetlere karşılık gösterilecek alacaklar "alacaklar portföyü" olarak adlandırılmakta olup, ihracatlar bu alacaklar portföyünü kendi mal varlıklarından ayrı ve özel hesaplarda izlemek ve bunlar için ayrı muhasebe tutmakla yükümlü hale getirilmektedirler.

## B. TEBLİĞDEN BU YANA GERÇEKLEŞTİRİLEN İHRAÇLAR

Ülkemizde tebliğin yayınlanmasından sonra ilk Varlığa Dayalı Menkul Kıymet ihracını Interbank gerçekleştirdi. Kendi iştiraki olan Interlease A.Ş.'nin çeşitli finansal kiralama sözleşmelerini devralarak, 20.08.1992 tarihinde bu kira sözleşmelerine dayanan toplam 4 milyar 250 milyon TL tutarında 10 ay vadeli bir menkul kıymet ihrac etti. (89)

Interbank ihrac ettiği Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler için müşterilerinden tahsil edilen 4 milyon 701 bin TL karşılığında bir ay vadede 5 milyon TL ödedi. Üç ay vadeli VDMK satın alan yatırımcı 4 milyon 321 bin TL ödeyerek, vade sonunda 678.500 TL gelir elde etti. On ay vadeli için ise, vade başında bankaya 3.125.000 TL yatıran bir kişi, on ay sonra 1.875.000 TL gelir elde ederek parasını 5 milyon TL'ye tamamlayabiliyordu. (90)

Interbank'tan sonra Pamukbank 25.08.1992'de toplam 100 milyar TL nominal değerli 3 ay vadeli VDMK'leri piyasaya sürdü. Bu ihraçlarda en küçük küpür bir milyon TL'lik idi ve yıllık brüt faiz oranı % 81, net faiz oranı ise % 71 idi. (91)

Pamukbank'tan sonra Yapı ve Kredi Bankası, 07.09.1992'de kredi alacaklarını karşılık göstererek toplam bir trilyon 61 milyar TL nominal değerli 12 ay vadeli VDMK ihrac etti. Yapı ve Kredi Bankası bu ihraçlar için o zamana dek piyasadaki en yüksek

(89) SPK, Aylık Bülten, Ağustos 1992, s.12

(90) "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere Yoğun İlgi", Dünya Gazetesi, 27.8.1992

(91) SPK, Aylık Bülten, Ağustos 1992, s.12

faiz oranlarını veriyordu: Yıllık brüt faiz oranı % 87, net faiz oranı ise % 68 idi. (92)

25.09.1992 tarihinde T. İş Bankası, 1 trilyon 205 milyar TL nominal değerli 1 aydan 12 aya kadar vadeli VDMK ihracı ile o tarihe dek piyasadaki en yüksek miktardaki ihracı gerçekleştireceğini açıkladı. Böylece banka, toplam 1 trilyon 425 milyar TL'lik alacaklarını nakde çevirmiş olacaktı. T.İş Bankası 1 trilyon 205 milyar TL'lik satışa karşılık, 1 trilyon 301 milyar TL tutarında tüketici kredisi ile 124.6 milyar TL'lik kredi kartı alacağını teminat olarak gösteriyordu. (93)

Bu tarihten sonra bazı devlet bankaları (Emlak Bankası ve Türkbank) da VDMK ihracı için SPK'ya başvurular. Ancak SPK bankaları uyararak faizlerin fazla yüksek tutulmamasını istedi ve en fazla yıllık % 69 net faiz verilebileceğini belirtti. Devlet bankaları başvurduğunda faiz oranlarının düşürülmesi, özel bankaların kayırılması gibi bir izlenim vermekteydi.

O güne dek % 74-80 arasında net faizlerle tasarrufluların ilgisini çeken VDMK ihraçları için SPK'nın -faizleri fazla yüksek tutmayın- uyarısı T.İş Bankası'ndan yanıt buldu ve banka 28.09.1992 tarihinde satışa sunacağı VDMK'lerin yıllık birleşik brüt faizlerini % 77, 6 aylık % 72, 1 aylık ise % 63 olarak açıkladı. Bu oranlar piyasadaki mevcut ihraçlardan yaklaşık olarak brütte 4-5, nette ise 8-10 puan daha gerideydi (Bkz: Tablo 9)

---

(92) SPK, Aylık Bülten, Ağustos 1992, s.12

(93) "SPK Uyardı, Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Faizi Düştü", Dünya Gazetesi, 25.9.1992

Tablo 9. VDMK İhracında Faiz Değişimi (94)

Banka	Çıkardığı Miktar (Milya TL)	Yıllık %	
		Brüt Faiz	Net Faiz
YKB	1.200	83-87	74-77
Pamukbank	100	84	75
İnterbank	4.5	84	74.5-75.5
T.İş Bank.	1.205	77	69

VDMK'lerin piyasaya sürülmesiyle zaten yükselmiş olan mevduat faizleri, Tebliğ tarım kredilerini kapsamadığı için finans kesiminde haksız bir rekabetle karşı karşıya kaldığını iddia eden Ziraat Bankası'nın ani bir kararla mevduat faizlerini 4-5 puan daha arttırmasıyla birlikte iyice fırladı.(95) Bu arttırımın sebebi, özellikle Akbank, T. İş Bankası ve Yapı ve Kredi Bankası gibi sektörün büyükleri arasında yer alan bankaların VDMK satışı ile yüksek faizle mevduat toplamada öne geçmesi ve mevduat pastasındaki payı 3-4 puan azalan Ziraat Bankası'nın VDMK ihrac edememesinden kaynaklanan dezavantajlı konumundan sıyrılmak istemesiydi.(96) Ayrıca, Ziraat Bankası'nın faiz arttırma operasyonunun gerisinde, bankanın içinde bulunduğu likidite darlığı ile, yüksek çıkacağı sinyalleri alınan Ekim ayı enflasyonunun negatif sonuçlarını frenlemek amacının da bulunduğu söyleniyordu. (97)

(94) "SPK Uyardı, Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Faizi Düştü", *Dünya Gazetesi*, 25.9.1992

(95) "Ziraat Bankası'nın Faizleri Artırması Borsacıları Endişelendirdi-Borsaya Faiz Darbesi", *Dünya Gazetesi*, 3.10.1992

(96) LEVENT AKBAY, "Faiz Yarışı Tekrar Başladı", *Dünya Gazetesi*, 3.11.1992

(97) ZUHAL ÖZOKTAY, "Faiz Artırımı Ziraat'ın VDMK'lara İsyanıdır", *Dünya Gazetesi*, 3.11.1992

Bunun üzerine 9 Kasım 1992 tarihli Resmi Gazetenin mükerrer sayısında yayınlanan SPK ek tebliği ile Tarım Kredi Kooperatifleri aracılığı ile verilen bireysel kredilere ilişkin olarak Ziraat Bankası'nın senede bağlanmış alacakları karşılığında karşılığında VDMK ihrac edebileceği duyuruldu. Böylece Ziraat Bankası yeniden 2-3 puanlık bir faiz indirimi yaptı.

Böylelikle SPK tek yanlı ve haksız rekabete yol açacak bir şekilde sadece Ziraat Bankası kredilerini bu tebliğe dahil etmiş oldu. Oysa ki, eğer amac ilk yayınlanan tebliğde yer almamış olan tarımsal kredilerin uygulamaya dahil edilmesi olsaydı, Ziraat Bankası dışında tarımsal kredi kullandıran diğer bankaların da düşünülmesi ve tüm bankaların tarım kredilerinin bu tebliğe dahil edilmesi gerekirdi. (98)

VDMK ihracı, Ziraat Bankası'nın tarıma dayalı kredilerine karşılık izin almasından sonra iyice alevlendi ve diğer kamu bankaları da VDMK ihracı için başvurular yapmaya başladılar. Emlak Bankası 1.5 trilyon TL'lik izin alırken, Halk Bankası 1 trilyonluk, Etibank da 18 milyarlık ihrac izni için SPK'na başvuru yaptı. Bu arada Başbakan'ın emri üzerine izin alan Ziraat Bankası'nın 4.5 trilyonluk gecikmiş başvurusu da onaylandı. Osmanlı Bankası'na da 50 milyar TL'lik izin verildi. SPK'na başvuru yapan bankalar arasında, 8.5 milyar TL'lik ihrac izni talep eden Tekstilbank ile daha önce 1.2 trilyon TL'lik VDMK ihracı gerçekleştiren ve bu kez 148.4 milyar TL'lik yeni izin talep eden Yapı ve Kredi Bankası da bulunuyordu. ( Ekz: Tablo 10 ve 11) (99)

(98) "Sempozyum", s.7

(99) ESEN SALIHOĞLU, "VDMK ihracı Doludizgin", Dünya Gazetesi, 16.11.1992



0 tarihe dek ihrac edilen 13 trilyon liralik VDMK'nin % 10'u finansal kiralama, % 55'i tüketici kredileri, % 17'si konut kredileri, % 2,2'si otomobil kredileri, % 2,2'si kredi kartları ve % 12,9'u tarım kredilerine dayalı olarak gerçekleştirilmiştir. Bu arada, Hükümetin yerel idarelere yeni finans olanakları sağlama yönünde çalışmalar yaptığını belirten SPK Başkan Yardımcısı, yerel idarelerin Hazine'ye yük olmasını önlemek ve kendi imkanlarıyla ayakta kalmalarını teşvik etmek

Bu arada kamuoyunda kısa sürede hacmi 13 trilyonu geçen Varlığa Dayalı Menkul Kıymetten Merkez Bankası ve Hazine'nin de pay almak isteyip istemeyeceği tartışılıyordu. Hazine ve Merkez Bankası'nın paraya ihtiyacı devam ettiği sürece adı ne olursa olsun her türlü kaynaktan bir pay alma isteği olacağı inancı Merkez Bankası'nda bu konuda bir hazırlık yapıldığı izlenimini uyandırılıyordu. Bu arada SPK' da da VDMK'nin kapsamını genişletici bazı çalışmalar yapılmıyordu.

Halk Bankası	1 trilyon
Yapı Kredi	148 milyar
Etibank	18 milyar
Tekstilbank	8,5 milyar
Toplam	1,2 trilyon

Tablo 11. 16.11.1992 Tarihli İtibariyle Yeni İzin Talep Edenler

Ziraat Bankası	4,5 trilyon	Osmaniye Bankası	50 milyar
İş Bankası	1,6 trilyon	Tarışbank	21 milyar
Emlakbank	1,5 trilyon	Eğbank	12 milyar
Yapı Kredi	1,2 trilyon	Esbank	8 milyar
Pamukkale	837 milyar	İktisat Bankası	6 milyar
Türkbank	653 milyar	İnterbank	4 milyar
Akbank	250 milyar	Bank Express	3 milyar
Sümerbank	65 milyar	Toplam	11,7 trilyon

Tablo 10. 16.11.1992 Tarihli İtibariyle İhrac İzni Verilen VDMK Miktarı

amacıyla su, havagazı ve park sertifikaları gibi Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin çıkarılmasına olanak tanıyacak şekilde VDMK'nın kapsamının genişletilmesi ve yeni düzenlemelerin yapılması için SPK bünyesinde çalışmaların başlatıldığını açıkladı. Ayrıca, VDMK'ların sadece bankaların değil, sanayi şirketlerinin de önemli bir finansal aracı haline getirileceğini ve sanayi şirketlerinin VDMK çıkarmalarına engel oluşturan genel finans ortaklıklarına banka garantisi zorunluluğundan vazgeçilebileceğini vurguladı. (100) Ancak, sanayi şirketleri % 78'lerle halka pazarlanan, % 9'un üzerinde sabit giderleri olan, ayrıca binde beş damga pulu vergisi alınan VDMK ihracının tahvil ve bono ihracından daha pahalı olduğu ve uygulamanın sanayiciye hiç bir kolaylık sağlamadığı konusunda hemfikirdiler. (101)

Bu arada yaklaşık 3 milyon \$'lık leasing alacağını menkul kıymetleştirmek üzere VDMK çıkarmak isteyen Türkiye Kalkınma Bankası'nın başvurusu vergi engeline takıldı. Sermaye Piyasasının desteklenmesi amacıyla getirilen ve 11 Temmuz 1992'de Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren vergi kanunu değişikliklerinin döviz dayalı menkul kıymetlerle ilgili bölümleri uyarınca, döviz tevdiat hesaplarında gelir vergisi ve stopaj sadece faiz gelirine uygulanırken, döviz dayalı menkul kıymetlerde ise dövizin değerindeki artışın da kazanç olarak kabul edilerek vergilendirilmesi öngörülmüyordu. (102)

---

(100) "Bankacıları Karşılık Korkusu Sardı: Hava Ve Suya Da VDMK", **Cumhuriyet Gazetesi**, 3.12.1992

(101) "Belediyelere De VDMK İhracı İmkânı Verilecek", **Dünya Gazetesi**, 3.12.1992

(102) LEVENT AKBAY, "Döviz Karşılığı Alacaklar İçin VDMK İhracatına Vergi Engeli", **Dünya Gazetesi**, 3.12.1992

1993 yılına girildiğinde, toplam VDMK ihraçlarının, SPK tarafından kayda alınan ve 1991'e göre yaklaşık 2.5 kat artmış olduğu anlaşılan 1992 yılına ait toplam 22 trilyon 528.9 milyar TL'lik çeşitli menkul kıymet ihraçlarının yaklaşık % 64'ünü oluşturduğu ve 14 trilyon 304 milyar liraya ulaştığı görülmüyordu. (103) 1992 yılının VDMK ihraçları açısından genel bir değerlendirmesini yapmak gerekirse, SPK'nın 20 Ağustos 1992'den 1992 yılı sonuna dek Yapı Kredi Leasing dışında tümü banka olan 23 kuruluşun 31 kez VDMK ihracını kayda aldığı ve çok sayıda bankanın VDMK ihraç etmesine karşılık özellikle 5 bankanın ihraçlarının ağırlık kazandığı söylenebilir. Ziraat Bankası, Pamukbank, Yapı Kredi, İş Bankası ve Halkbank'ın VDMK'ları toplamın % 76'sını oluşturdu. (104) En yüksek tutarda ihraçlar İş ve Ziraat Bankaları'nca gerçekleştirildi. Ziraat Bankası'nın bir defada 4.5 trilyonluk ihracı, İş Bankası'nın ise 3 defada toplam 2 trilyon 512.1 milyar liralık ihracı kayda alındı. (105)

VDMK ihraçları özellikle 1992 yılının Kasım ayında yüksek boyutlara ulaştı. Uygulamanın başladığı Ağustos ayında 1 trilyon 165.3 milyar, Eylülde 1 trilyon 900 milyar ve Ekimde 1 trilyon 643.1 milyar TL düzeyinde ihraç kayda alındı. Kasım ayında ise Ziraat Bankası'nın 4.5 trilyonluk ihracı ile birlikte toplam 6 trilyon 609.7 milyar liralık VDMK ihracı kayda alındı. Ancak izleyen dönemde VDMK ihraçlarının yavaşladığı gözleniyordu.

---

(103) "1992'de 2.5 Kat Artış Gösterdi: Menkul Kıymet İhracında Patlama", **Cumhuriyet Gazetesi**, 21.1.1993

(104) NESRİN HOCAOĞLU, "Varlığa Dayalı Menkul Kıymet 5 Bankaya Yaradı", **Dünya Gazetesi**, 2.1.1993

(105) "Toplam Mevduatın % 9'una Vardı: VDMK Hızla Artıyor", **Cumhuriyet Gazetesi**, 20.1.1993

Aralık ayında 1 trilyon 162.5 milyar, Ocak ayının ilk iki haftasında ise 69.3 milyar liralık ihrac kayda alındı. Bu yavaşlamada, SPK'nın önceleri serbest bıraktığı faiz oranı konusunda daha sonra belli bir limit uygulamaya gitmesinin etkili olduğu anlaşılmaktaydı. (106)

Ihracçı kuruluşların VDMK ihraçlarına dayanak yaptıkları alacak portföylerinin % 62'sini tüketici kredileri oluştururken, onu % 15'le tarım kredi kooperatifleri alacakları, % 14'le konut kredileri izledi. Ayrıca, portföylerinde finansal kiralama sözleşmeleri, otomobil kredileri, kredi kartları ve diğer alacaklar da yer aldı. (107)

VDMK ihraçlarının vadelerine göre değerlendirmesinde ise kısa vadenin ağırlık kazandığı ve vade uzadıkça toplam içindeki payın gerilediği görülmüyordu. Toplam tutar içinde 1 ay vadeli VDMK'ların payı % 13 olurken, 12 aylıkların payı % 5 düzeyinde kaldı. 3 Ay vadeli VDMK'ların payı % 17, 2 ve 4 ay vadeli olanların payı % 9 oldu. (108)

VDMK'ların getirisi ise mevduat getirisinin üzerinde, Hazine kağıtlarının getirisinin altında gerçekleşti. Ortalama olarak 1 ay vadeli VDMK'ların yıllık efektif net getirisi % 73.5, 3 aylıkların % 80.8, 6 aylıkların % 76.2, 9 aylıkların % 73.4 ve 12 aylıkların % 70 oldu. Buna karşılık mevduatın getirisi 1 ay vadeli olanlarda % 67.7, 3 ay vadeli olanlarda % 77.6, 6 ay vadeli olanlarda % 74.8 ve yıllık % 67.1 düzeyinde; Hazine kağıtlarının getirisi ise

(106) "Toplam Mevduatın % 9'una Vardı: VDMK Hızla Artıyor", Cumhuriyet Gazetesi, 20.1.1993

(107) NESRİN HOCAOĞLU, "Varlığa Dayalı Menkul Kıymet 5 Bankaya Yaradı", Dünya Gazetesi, 2.1.1993

(108) A.g.n.

3 aylıklarda % 99.5, 6 aylıklarda % 91.3, 9 aylıklarda % 82.6 ve 12 aylıklarda % 77.6 düzeyinde gerçekleşti. (Bkz: Tablo 12) (109)

Tablo 12. 1992 Yılı Sonuna Dek VDMK, Mevduat ve Hazine Kağıtlarının Getirilerinin Karşılaştırılması

Yatırım Aracı Türleri	Getirisi (%)				
	Aylık	3 Aylık	6 Aylık	9 Aylık	Yıllık
VDMK	73.5	80.8	76.2	73.4	70
Mevduat	67.7	77.6	74.8	—	67.1
Hazine Kağıtları	—	99.5	91.3	82.6	77.6

1993'ün ilk günlerinde SPK, 9 şirketin toplam 138 milyar liralık tahvil ihrac başvurusunu onaylarken, Esbank'ın tüketici, taşıt ve konut kredilerine karşılık 25 milyar 550 milyon liralık, Dışbank'ın 38 milyar 700 milyon liralık ve Turizm Yatırım Dış Tic.Finansal Kiralama A.Ş.'nin de 5 milyar liralık VDMK ihrac başvurularını da kayda aldı. (110-111-112-113-114) Böylelikle SPK kaydına alınan VDMK ihraçlarının tutarı, 15 Ocak 1993 tarihi itibariyle 14 trilyon 549.8 milyar liraya yükseldi. Bu rakam , aynı tarih itibariyle 160 trilyona varan toplam mevduatın % 9'una denk geliyordu. (115)

(109) NESRİN HOCAOĞLU, "Varlığa Dayalı Menkul Kıymet 5 Bankaya Yaradı", *Dünya Gazetesi*, 2.1.1993

(110) "Esbank 25.5 Milyar Liralık VDMK İhrac Edecek", *Dünya Gazetesi*, 11.1.1993

(111) "Geçen Haftanın Rekorunu Teletas Kırdı: 100 Milyar Liralık Tahvil İhracı", *Cumhuriyet Gazetesi*, 13.1.1993

(112) SPK, *Aylık Bülten*, Ocak 1993, s.11

(113) SPK, *Haftalık Bülten*, 4.1.1993-8.1.1993

(114) SPK, *Haftalık Bülten*, 11.1.1993-15.1.1993

(115) "Toplam Mevduatın % 9'una Vardı: VDMK Hızla Artıyor", *Cumhuriyet Gazetesi*, 20.1.1993

Bu arada, gazetelerde bankalardan sonra Holdinglerin de VDMK ihrac edebilmeleri için SPK'da, VDMK Tebliği üzerinde çalışmalar yapıldığı yorumu yer aldı. Nitekim, Yapı ve Kredi Bankası ve Pamukbank'ın tüketici, otomobil ve konut kredilerine karşılık, sırasıyla 318.2 milyar TL ve 362 milyar TL'lik başvurularından sonra Sümerbank Holding de taksitli satışlarından doğan alacaklarına karşılık 45.9 milyar liralık ihrac için başvurdu. (116-117-118)

1993'ün ilk haftasında ihrac başvurusu SPK tarafından incelemeye alınan Dışbank (Türk Dış Ticaret Bankası), 20.1.1993 tarihinde 37 milyar 13 milyon lirası otomobil kredilerine, 4.4 milyar lirası tüketici kredilerine ve 2 milyar 32 milyon lirası da konut kredilerine dayalı olmak üzere toplam 38.7 milyar liralık VDMK satışına başladı. (119)

Dışbank'tan sonra Interbank yurtiçinde olduğu gibi yurtdışında da ilk VDMK ihracını gerçekleştiren banka oldu. Avrupa'da bile bu tür uygulaması ilk kez yapılan menkul kıymetleştirmeye, banka sahibi olduğu Anadolu Kredi Kartı (AKK) şirketinin kredi kartı alacaklarına dayalı VDMK ihrac etti. Böylece yabancıların Türkiye'de Visa kartlarıyla yaptıkları harcamalar dolayısıyla oluşan alacaklar Interbank ve AKK tarafından yurtdışındaki bir şirkete satıldı. Söz konusu şirketin bu alacaklara dayalı olarak çıkardığı 50 milyon \$'lık değişken faizli tahvillerin (FRN) vadeleri 43 yıl idi. Vadesi ve yapısıyla dikkat çeken işlemi Bankers Trust düzenlemişti. (120)

(116) "Toplam Mevduatın % 9'una Vardı: VDMK Hızla Artıyor", Cumhuriyet Gazetesi, 20.1.1993

(117) SPK, Aylık Bülten, Ocak 1993, s.11

(118) SPK, Haftalık Bülten, 18.1.1993-22.1.1993

(119) "Dışbank VDMK Satıyor", Dünya Gazetesi, 20.1.1993

(120) "Interbank'tan Yurtdışına VDMK Ihracı", Dünya Gazetesi, 23.1.1993

Bu arada 1993 Ocak ayının ilk iki haftasında yavaşlamış gibi görünen VDMK ihracı yeniden hız kazanmaya başladı ve SPK; 45.9 milyarını Sümerbank, 318.2 milyarını Yapı ve Kredi Bankası ve 362 milyarını da Pamukbank'a ait olan toplam 726 milyar 100 milyon liralık VDMK ihracı başvurusunu onayladı. Bu arada Türkiye İş Bankası 971.2 milyar, Pamukbank da 362 milyar liralık yeni VDMK ihracı için SPK'ya başvurdu. Böylece toplam VDMK ihracı tutarı 15 trilyon 275.9 milyar liraya ulaşıyordu.(121)

1 Şubat-26 Şubat 1993 tarihleri arasında Ziraat Bankası 1 trilyon liralık, aylık % 73, 3 aylık % 72 ve yıllık % 78 faizli 2.seri VDMK'ları 1, 5, 10 ve 50 milyon liralık kupürler halinde satışa sundu. İş Bankası da tüketici, otomobil ve konut kredileri karşılığında çıkaracağı 971.2 milyar liralık VDMK'lar için SPK'dan iznini aldı.(122)

SPK, Ziraat Bankası'ndan sonra bu kez de Yapı Kredi'nin 278 milyar 140 milyon, Emlakbank'ın 210 milyar ve Akbank'ın 66 milyar liralık olmak üzere toplam 554 milyar 140 milyon liralık VDMK ihrac başvurularını incelemeye aldı. Her üç banka da tüketici, otomotiv ve konut kredilerini karşılık göstermektaydı.(123-124)

1993'ün Şubat ayı sonuna dek SPK'nın kayda aldığı VDMK miktarı 16 trilyon 461 milyar 955 milyon liraya ulaşmıştı. Bu miktarın yaklaşık 12 trilyon liralık kısmı bankalarca ihrac

(121) "İki Haftadır Yavaşlayan Girişimler Yeniden Hızlandı: Bankalar VDMK Kuyruğunda", Cumhuriyet Gazetesi, 27.1.1993

(122) SPK, Haftalık Bülten, 25.1.1993-29.1.1993

(123) " VDMK İhrac Talepleri", Dünya Gazetesi, 8.2.1993

(124) SPK, Haftalık Bülten, 1.2.1993-5.2.1993

edildi. Yaklaşık 16.5 trilyon liralık VDMK'nın 14.3 trilyon lirası 1992 yılı sonuna dek, 2 trilyon 547 milyar 155 milyon lirası da 1993 Şubat sonuna dek kurul kaydına alınmıştı. (Bkz: Tablo 13) (125-126)

Tablo 13. 1993'ün İlk 2 Ayında Kayda Alınan VDMK'lar

Banka Adı	VDMK Miktarı (Mio TL)
Yapı Kredi Bankası	596.340
Esbank	25.550
TYT Leasing	5.000
Dışbank	38.700
Sümerbank Holding	81.900
Pamukbank	362.000
İş Bankası	971.200
Akbank	77.000
Vakıflar Bankası	380.990
Egebank	8.475
Toplam	2.547.155

1993 Mart ayının 2.haftasından sonra VDMK ihraçları yine hızlanmaya başladı. Tüketici ve konut kredileri karşılığında Yapı ve Kredi Bankası 365.9 milyar liralık, Bank Express de 10.5 milyar liralık VDMK ihraç ederken, Milli Aydın Bankası (Tarişbank) 30 milyar 670 milyon liralık, Emlakbank 210 milyar liralık, Sümerbank 27 milyar liralık, Tekstilbank da 11 milyar 805 milyon liralık VDMK ihraç izni alıyorlardı. Böylece SPK tarafından kayda alınan VDMK ihraçları 20 trilyona dayanıyordu. (127-128-129)

(125) SPK, Aylık Bülten, Ocak 1993, s.11

(126) SPK, Aylık Bülten, Şubat 1993, s.11

(127) " Hemen Hemen Bütün Bankaların Katıldığı Uygulama 8.Ayını Doldurdu: VDMK'lar 20 Trilyon Liraya Yaklaştı",

Cumhuriyet Gazetesi, 24.3.1993

(128) SPK, Aylık Bülten, Mart 1993, s.11

(129) SPK, Haftalık Bülten, 15.3.1993-19.3.1993



1993'ün ilk üç ayı geride bırakılırken, T.İş Bankası, Yapı ve Kredi Bankası, Pamukbank, T.Emlak Bankası ve Türk Ticaret Bankası'nın toplam VDMK ihraçlarının 11 trilyon 32 milyar 55 milyon liralık kısmını gerçekleştirerek ilk beşe girdikleri ve Halk Bankası'nın da 1 trilyonluk ihracıyla birlikte bu 6 bankanın toplam VDMK ihracının % 85'ini gerçekleştirmiş oldukları görülmüştü. Bu arada 1 trilyon 318 milyon liralık başvurusunun SPK'ca kabul edilmesiyle birlikte toplam VDMK ihraçları 4 trilyon 801 milyar liraya ulaşan İş Bankası, daha önce hükümet kararıyla zirai krediler karşılığı verilen 4.5 trilyon liralık ihraç izniyle 1.sıraya yerleşmiş durumdaki Ziraat Bankasını geride bırakıyordu. (130)

Daha önce 2 defada toplam 881 milyar liralık VDMK ihraç etmiş olan Vakıfbank'ın, bu kez otomobil ve kredi kartı alacakları dahil tüketici kredilerini karşılık gösterdiği 249 milyar 850 milyon liralık VDMK ihracı kayda alındı. (131) Bu arada 15.4.1993'de Emlak Bankası, 1 aylık % 63, 2 aylık % 66, 3 aylık % 71, 4 aylık %71 brüt faizli 2.tertip VDMK satışlarına başladı. (132) Yapı Kredi'nin 1 trilyon 164 milyar 760 milyon, Pamukbank'ın 410 milyar, Türk Dış Ticaret Bankası'nın 57.5 milyar liralık VDMK ihracı kayda alındı ve Toprakbank ilk kez 10 milyar liralık VDMK ihracı için SPK'ya başvurdu. (133-134-135)

(130) "VDMK 5 Bankaya Yaradı", *Dünya Gazetesi*, 27.3.1993

(131) SPK, *Haftalık Bülten*, 5.4.1993-9.4.1993

(132) "Emlakbank'tan İkinci Tertip VDMK", *Cumhuriyet Gazetesi*, 16.4.1993

(133) "Yeni VDMK'lar Hızlı Geliyor", *Cumhuriyet Gazetesi*, 21.4.1993

(134) SPK, *Haftalık Bülten*, 12.4.1993-16.4.1993

(135) SPK, *Haftalık Bülten*, 26.4.1993-30.4.1993

1993 Mart sonu itibariyle 19 trilyon 958.5 milyar liraya ulaşan VDMK ihracı içinde tüketici kredilerinin payı % 61 oldu ve bankalar ellerindeki tüketici kredilerinin 12 trilyon 165.7 milyar liralık bölümünü VDMK ihracı yoluyla satmış oldular. (Bkz: Tablo-14) (136)

Tablo 14. 31.3.1993 Tarihi İtibariyle VDMK Alacak Portföyü (Mia TL)

Türü	Tutarı	Payı (%)
Finansal Kiralama Sözleşmeleri	131.5	0.7
Tüketici Kredileri	12.165.7	61.0
Konut Kredileri	2.362.0	11.8
Otomobil Kredileri	879.8	4.4
Kredi Kartları	1.127.1	5.7
Diğer Alacaklar	206.4	1.0
Tarım Kredi Kooperatifleri	3.085.9	15.5
Toplam	19.958.5	100.0

Böylece 1993 Nisan sonu itibariyle Türkiye'de faaliyet gösteren 58 bankadan 24'ü tüketici, konut ve tarımsal kredilerine dayalı VDMK ihrac etmiş oluyordu. Ayrıca 2 leasing kuruluşu da toplam 107 milyar 755 milyon liralık ihrac gerçekleştirmişti. (Bkz: Tablo-15) (137)

(136) "Bankalar 12 Trilyonu Aşkın Tüketici Kredisini VDMK Yoluyla Sattılar", *Dünya Gazetesi*, 20.4.1993

(137) "VDMK İhracı 21.6 Trilyon Liraya Ulaştı", *Dünya Gazetesi*, 26.4.1993

Tablo 15. İhrac Edilen VDMK Tutarları ve Bankalara Dağılımı (Mio TL)  
(30.4.1993 itibariyle)

İhrac Eden Kuruluş	İhrac Tutarı
İnterbank	4.250
Pamukbank	2.260.500
Yapı Kredi Bankası	3.767.940
İş Bankası	4.801.300
Sümerbank	173.900
Esbank	33.550
Türk Ticaret Bankası	1.106.000
Akbank	327.000
Tarişbank	51.905
Egebank	20.175
İktisat Bankası	6.000
Bank Ekspress	13.500
Şekerbank	50.600
Vakıfbank	1.130.840
Dışbank	114.337
Ziraat Bankası	4.500.000
Osmanlı Bankası	48.980
Emlakbank	1.710.000
Garanti Bankası	356.345
Etibank	18.000
Halkbank	1.000.000
Tekstilbank	18.010
Yapı Kredi Leasing	102.755
TYT Leasing	5.000
Toplam	21.659.580

1993 Mayıs sonlarına gelindiğinde ise toplam VDMK ihraçlarının 26 trilyon 960 milyar liraya ulaştığı ve en fazla VDMK çıkaran bankaların; 4 trilyon 801 milyar lirayla İş Bankası, 4 trilyon 700 milyar lirayla Yapı ve Kredi Bankası, 4.5 trilyon lirayla Ziraat Bankası, 4 trilyon 320 milyar lirayla Emlak Bankası, 2 trilyon 845 milyar lirayla Pamukbank, 1 trilyon 354 milyar lirayla Türk Ticaret Bankası, 1 trilyon 288 milyar lirayla Vakıfbank, 1 trilyon lirayla Halkbank ve 893 milyar lirayla Akbank olduğu görülmüştü. (Bkz: Ekler-Tablo 16 ve Grafik I-II)

(13B)

(13B) SPK, Aylık Bültenleri, Ağustos 1992-Mayıs 1993

MARMARA ÜNİVERSİTESİ  
KÜTÜPHANE ve DOKÜMANASYON  
DAİRE BAŞKANLIĞI

ABD'de 1970'lerden bu yana, Avrupa'da ise 1980'li yıllarda yapılan menkul kıymetleştirme deneyimlerinin ardından 1992 yılında Türk ekonomisine ve mevzuatına da giren VDMK uygulamaları, Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan değişikliklerle başlatılmış ve 31 Temmuz 1992 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan SPK Tebliği ile şekillendirilmiş ve yönlendirilmiştir.

VDMK ihracı ile asıl amaç, işletmelerin ya da bankaların kredilerini, bilançoların pasiflerindeki yabancı kaynaklarıyla finanse etmeleri yerine aktifleri menkul kıymetleştirerek onları sağladığı nakit akımlarını devreye sokmaktır. Yani, VDMK ihracının finansman yönünden iki amacı söz konusudur: Her şeyden önce yeni bir finansal kaynak yaratmak ve borçları alicakları esgüdümlemek, yani bilançoların pasiflerindeki borçların elde tutma kazançlarını korurken, aktifteki alicakların değer kaybını ortadan kaldırmak, diğer bir deyişle enfiasyona yenik düşürmemek.

VDMK ihracı yoluyla elde büyük hacimde alicak senedi bulunan, yani müşterilerinden senede büyük alicakları olan ve sürekli olarak nakit paraya gereksinim duyan işletmeler, alicaklarını vadesinden önce nakde dönüştürme olanaklarına kavuşacaklar, böylece alicaklarının tahsilini öne almış olacak ve maliyeti daha fazla olan banka kredilerinden yararlanmak yerine daha ucuz bir finansman sağlama olanaklarına sahip olacaklardır. Bu yöle özellikle kısa süreli finansman faizinin yükü altında ezilen KİT'ler için yeni bir kaynak bulma olanığı yaratılmak istenmiş, bankalar da mevduat maliyetlerinden daha düşük maliyetle fon sağlama olanaklarına kavuşmuşlardır.

Yetkililerce, 1990'larda Türkiye'de yaşanmakta olan bir finans krizinin etkisiyle düzenlendiği ifade edilen Tebliğ, finans sektörüne bir reform olarak sunulmuştur. Sözü edilen finans krizinin temelini, özel sektörün kullanılabilir kaynaklarının, devletin iç borçlanma yoluyla piyasadan para çekmesi sonucu azalması ve etkin bir şekilde yatırım yapamaması oluşturuyordu ve SPK'nın piyasayı yönlendirici olarak yapacağı bu tür bir çalışmanın devletin bu kullanılabilir kaynaklar üzerindeki baskısını azaltacağı düşünülmüştü. Amaç, finans kesimindeki yüksek faiz sorununa çözüm getirmek, özellikle de sanayi sektörünün yüksek kredi faizi baskısından kurtarılması ve mevduat kanalıyla fonlamanın yanısıra menkul kıymet alacaklarının da sermaye piyasasında değerlendirilmesini sağlamaktı. Dolayısıyla yüksek faiz sorununun neden olduğu enflasyon artışlarını ortadan kaldırmak bu düzenlemelerin temel amacını oluşturuyordu.

Ancak, ikinci el para piyasasına alternatif olarak gelişmesi beklenen uygulamanın ekonomik yansımaları bazı olumsuz etkileri de beraberinde getirdi, şöyle ki:

Mevduatta munzam karşılık ve dispoñibilite gibi maliyeti arttırıcı etkisi olan yasal yükümlölükler VDMK için sözkonusu olmadığından, düşük maliyetli VDMK bankalarca tercih edildi. DTH hesaplarının hızla artmasından sonra, VDMK ihraçları da mevduattan yeni bir kaçışı gündeme getirdi ve TL mevduatına ikinci büyük darbe oldu. Önceleri toplam mevduat içindeki VDMK payının % 5 olacağı tahmin edilirken, bu oranın % 10'lara ulaşması VDMK'nın mevduata ciddi bir rakip haline geldiğini gösteriyordu. Gerçekten de 1991 yılı başından itibaren toplam mevduattaki artışın VDMK ihraçları sonrasına denk gelen Ekim

Bankalar VDMK ihrac ettiklerinde, mevduat üzerinden % 30 oranında ayırdıkları disponibilite, vadeli mevduatın % 7,5/8 oranında ayırdıkları kanuni karşılık, mevduatın % 2'si oranında TCMB'deki serbest hesaba para yatırma ve mevduatın % 3/4 oranında kasalarında para tutma yükümlülüklerinden kurtulacakları için VDMK'ler, mevduat faizlerine ilave olarak verilen faizin aslında Hazine'nin kesesinden çıkacağı ve yüksek faiz uygulamasının da ancak bu şekilde devam edebileceği söylenebilir. Bu durumda, aynı bankanın, aynı vadeyi taşıyan mevduata iki farklı faiz uygulaması gibi bir çarpıklık ortaya çıkmaktadır.

Bankaların VDMK ihrac ettiklerinde, mevduat üzerinden % 30 oranında ayırdıkları disponibilite, vadeli mevduatın % 7,5/8 oranında ayırdıkları kanuni karşılık, mevduatın % 2'si oranında TCMB'deki serbest hesaba para yatırma ve mevduatın % 3/4 oranında kasalarında para tutma yükümlülüklerinden kurtulacakları için VDMK'ler, mevduat faizlerine ilave olarak verilen faizin aslında Hazine'nin kesesinden çıkacağı ve yüksek faiz uygulamasının da ancak bu şekilde devam edebileceği söylenebilir. Bu durumda, aynı bankanın, aynı vadeyi taşıyan mevduata iki farklı faiz uygulaması gibi bir çarpıklık ortaya çıkmaktadır.

VDMK ihracatı dolayısıyla ortaya çıkan bankaların mevduatlarındaki bu azalma, bankalardan vadelerine göre ortalama yaklaşık % 10 mevduat münzam karşılığı alan Merkez Bankası'nın gelirlerinin de azalmasına neden oldu. Böylelikle devlet önemli ölçüde borçlanma olanağından (mevduat münzam karşılıkları ve disponibilite olarak) yoksun kaldı.

1992'den itibaren azalması VDMK'nin mevduatı olumsuz yönde etkilediği izlenimini vermektedir. (Bkz: Ekler-Tablo 17, 18, 19, 20)

Tablo 21)

Bunun yanısıra, bu uygulama VDMK ihrac etme olanağına sahip olmayan bankalar açısından bankacılık kesiminde haksız rekabet ve eşitsizlik tartışmalarını da başlatmıştır. Kamu bankalarının baskısı üzerine amacından sapan uygulama, tüketici kredileri ve vadeli satışlardan doğan alacaklar için uygulanacakken, başka alanlara da kaymış ve 9 Kasım 1992 Tarihli Resmî Gazetede yayınlanan ek tebliğde, Tarım Kredi Kooperatifleri aracılığıyla verilen bireysel kredilere ilişkin olarak, Şekerbank da tarım kredileri vermesine rağmen, sadece Ziraat Bankası'nın senede başlamış alacakları karşılığında VDMK ihrac edebileceğinin belirttikçe bu şekilde bankalar arasında ayrıma gidilmesi, kamuoyunda Ziraat Bankası'na imtiyaz tanıdığı izlenimini uyandırmıştır. Mevduat ile VDMK faizleri arasındaki yaklaşıklık 10 puanlık fark zaten banka müşterileri arasında çelişkilidir.

Bankası'nın para politikasını da olumsuz etkileyebilecektir. Yükmümlüklerini gizli olarak ortadan kaldıracaklarından, Merkez Bankası'nın bankalar üzerindeki denetimini ve yasal da ihalelerdeki pazarlık güçlerini yükseltti. Bu durum Merkez için devletin alacakları kağıtlar konusunda talepleri azaldı, bu tutmaları uygulamayı da sarsıdı. Bankaların mevduatı azaldığı mevduatlarıyla oranlı olarak en az % 30 oranında disponibillite VDMK ihraclarının artmasıyla birlikte, bankaların

olusturabilecektir.

zorluklarla karşılaşan para arzı üzerinde genişletici bir baskı olabileceğinden, bu da zaten kontrol altına alınmasında yapmasına, dolayısıyla rezerv parayı büyütmesine neden Muzam karşılıkların azalması Merkez Bankası'nın emisyon

ortamin dogmasına neden oluyordu. Ayrıca, VDMK ihrac edemeyen bankaların ek tebliğin yayınlamasından önce Ziraat Bankası'nın yaptığı gibi, mevduat faizlerini VDMK faizleriyle rekabet edebilecek şekilde arttırmaları zaman zaman tüm finans kesiminde dengeleri sarsıyordu.

VDMK çıkartma yetkisi şekli olarak bankalar, finansal kiralama şirketleri ve kuruluşları muhtemel genel finans ortaklıklarına verilmiş olmakla birlikte, VDMK ihracı banka garantisi koşullarına tabi tutulduğundan ve bankalar kendi alacakları karşılığında VDMK çıkartma yetkisine sahip olduğundan, uygulamada sadece bankalar ve tamamı kendi alacakları için VDMK ihrac ettiler. Bu durum diğer kuruluşların VDMK satış şansını ortadan kaldırıyordu, çünkü bankaların kağıtlarıyla doymuş bir piyasada diğer kuruluşların VDMK satabilmeleri için bunları bankalardan daha cazip faiz oranlarıyla ihrac etmeleri gerekiyordu. Yıllık % 63-78 arasında değişen brüt oranlarla gerçekleştirilen banka ihracılarından daha cazip faiz oranları önerebilmenin maliyetine bir de aracılık, vekâlet ve saklama sözleşmeleri komisyonları, banka garantisi için ödenen komisyon, bu komisyonlar üzerinden ödenen BSMV ve çeşitli asamalarda ödenen damga vergisi ve SPK ücreti gibi diğer masrafların büyüklüğü de eklenince; finansal kiralama şirketleri, faktoring şirketleri, sanayi şirketleri veya vadeli mal satan pazarlama şirketleri finansman ihtiyaçlarını kendileri için bir prestij sorunu olarak da gördükleri banka teminatı alarak VDMK çıkarmak yerine, bankadan direkt kredi alarak ya da VDMK ihracıyla



Genel finans ortaklıkları da bu nedenle gelişmedi ve henüz hiçbir genel finans ortaklığı faaliyete geçmedi. Bugüne kadar yapılan tüm ihracat bankalarca gerçekleştirildi, banka ihracatlarının da firmalardan alacak temelliği şeklinde yapılan küçük tutarlı birkac istisna dışında hemen tamamı banka portföyünde mevcut olan alacaklar karşılığında yapıldı. Böylece, sanayiciye katkidan ziyade uygulama daha çok bankaların işine yaradı. Oysa, VDMK uygulamalarında temel amaçlardan birisi, müşterilerinden senede bağlı büyük alacakları olan işletmelerin doğrudan piyasadan fon toplamalarıdır. Dolayısıyla, bankalar dışında dayanıklı tüketim mallı satan sanayi şirketleri ve vadeli mal satan pazarlama şirketleri de VDMK ihracat edebilmektedir. Ancak, mevcut düzenlemeye göre sanayiciler bünyelerinde bir genel finans ortaklığı kurmuş olsalar bile, bir banka ile işbirliği yapmak zorundadırlar. Oysa sistemin amaca uygun işleyebilmesi için söz konusu işletmeler fonları doğrudan halktan toplayabilmektedirler. Bu konuda çalışacak bazı özel amaçlı kuruluşların amacı esmayacak şekilde faaliyet göstermeleri makul olmakla birlikte, bankaların bu kuruluşlara garantör olması zorunluluğunun kaldırılması beklenmektedir.

Bankalar dışındaki işletmelerin VDMK ihracatını zorlaştıran mevcut yasal düzenleme, Batı'daki uygulamalarla da bağdaşmamaktadır. Batı'da VDMK bankacılık sisteminin dışında büyük şirketler ve genel finans ortaklıklarınca da ihracat edilebilmektedir. Ayrıca, bizdeki mevcut uygulamada, VDMK ihracatları için izin verilen banka alacakları, haksız rekabete yol açacak şekilde ve enflasyonu körükleyecek kesimlerden seçilmiş durumdadır. (Tüketici kredileri ve bireysel konut alım kredileri

gibi) Tüketici, toplu konut kredileri ve leasing işlemleri yapmayan bankalar, mevduata daha yüksek faiz vermek zorunda kalacakları için haksız bir rekabetle karşı karşıya kalmaktadırlar. Bankalar bundan sonraki faaliyetlerinde bu tür kredilere ağırlık verecek olurlarsa, bu kez de iktisadi kaynakların sektörel dağılımında irrasyonel değişimler meydana gelmesi söz konusu olabilecektir. Ayrıca, ekonomide zaten talep baskısı varken ve bunun enflasyonist etkisi de biliniyorken VDMK ihrac izninin tüketici kredilerine dayalı olarak verilmesi hükümetin enflasyonla mücadele politikalarıyla çelişiyor gibi görünmektedir. Mevcut uygulama bankaların tüketici ve bireysel kredilerinin kullanımını ön plana çıkardığı için, tüketim harcamaları, dolayısıyla toplam talebi uyararak enflasyon üzerinde baskı yaratabilir. Oysa, üretimi arttırıcı dolayısıyla enflasyonu önleyici yönde etki yapan sanayi, ihracat, turizm gibi dallarda verilen krediler için maliyet düşürücü bir unsur olabilecek VDMK ihrac imkanı tanınabilirdi.

Tüm bu olumsuz etkilerin yanında, VDMK faizlerinin SPK tarafından belirlenmesi bankacılık sektöründeki serbest faiz ilkesini de zedelemektedir.

Mevcut uygulamanın banka bilançoları ve kaynak yaratılması açısından bir farklılık getirmediği, yalnızca bankaları kamu denetiminden kurtardığı söylenebilir. Uygulamanın bugüne dek olan genel görüntüsü, bazı bankaların Tebliğ'in verdiği özel imkanları kullanarak mali yükümlülükleri bulunmayan düşük maliyetli kaynak yaratmak için VDMK ihrac ettikleri izlenimini vermektedir.

Ancak öncelikle sermaye piyasasının gelişmesine yönelik temel düzenlemelerin yapılmasında ve mevcut düzenlemenin gözden geçirilerek uzun dönemli ekonomik yansımalarıyla birlikte ele alınmasında Türkiye ekonomisi açısından yarar vardır.

Türkiye'nin ekonomik sorunlarına çözüm olarak ileri sürülen alternatiflerden biri olan Menkul Kıymetleştirme, yeni birtakım sorunları da beraberinde getirmiştir. Ama, uygulanmanın başlangıcında faiz ve para hareketlerinin öngörülenden değişik hareket etmesi ve piyasaların bundan etkilenmesi doğal sayılabilir. Orta ve uzun vadede bu dengeler yerine oturacak ve izlenen iktisat politikalarına bağlı olarak istikrar sağlanabilecektir.

## YARARLANILAN KAYNAKLAR

### KİTAPLAR

HENDERSON, JOHN and P. SCOTT, JONATHAN, Securitization, Woodhead-Faulkner Limited, Cambridge, 1988

KUHN, ROBERT LAWRENCE, Investment Banking-The Art and Science Of High-Stakes Dealmaking, Harper and Row, Publishers, New York, 1990

PAVEL, CHRISTINE A., Securitization-The Analysis and Development Of The Loan-Based/Asset-Backed Securities Markets, Probus Publishing, Chicago-Illinois, 1989.

WALMSLEY, JULIAN, The New Financial Instruments-An Investor's Guide, John Wiley and Sons, Inc., Canada, 1988

### MAKALELER

AKBAY, LEVENT, "Döviz Karşılığı Alacaklar İçin VDMK İhracatına Vergi Engeli", Dünya Gazetesi, 3.12.1992

AKBAY, LEVENT, "Faiz Yarışı Tekrar Başladı", Dünya Gazetesi, 3.11.1992

AKBAY, LEVENT, "Valiğe Dayalı Menkul Kıymette Garanti Sorunu", Dünya Gazetesi, 14.9.1992

ANDERSON, RONALD W; GILBERT CHRISTOPHER L.; POWELL, ANDREW, "Securitization And Commodity Contingency In International Lending", Journal Of American Agricultural Economics, C.71, S.2, May 1989

APAK, DR. SUDI, "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler", Bankacılar Dergisi, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, 9.Sayı, Temmuz 1992

"Bankacıları Karşılık Korkusu Sardı: Hava Ve Suya Da VDMK", Cumhuriyet Gazetesi, 3.12.1992

"Bankalar VDMK İhraçlarına Devam Ediyor", Dünya Gazetesi, 26.1.1993

"Bankalar 12 Trilyonu Aşkın Tüketici Kredisini VDMK Yoluyla Sattılar", Dünya Gazetesi, 20.4.1993

BAS, SEYİT AHMET Ve AK, SANI, "Sermaye Piyasasında Yeni Bir Müessese : Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler ", Vergi Dünyası, S.134, Ekim 1992

"Belediyelere de VDMK ihracı imkânı verilecek" , Dünya Gazetesi, 3.12.1992

BİLİR, SULE, "Riskten Korunmada Güvenli Bir Yol: Menkul Kıymetleştirme", Bankacılar Dergisi, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, 1992

"1992'de 2.5 Kat Artış Gösterdi: Menkul Kıymet İhracında Patlama", Cumhuriyet Gazetesi, 21.1.1993

"Borsaya Yeni Teşvikler", Panorama Dergisi, 26.7.1992

"Geçen Haftanın Rekorunu Teletas Kırdı: 100 Milyar Liralık Tahvil İhracı", Cumhuriyet Gazetesi, 13.1.1993

CHESLER-MARSH, CAREN, "An Open And Shut Market", Euromoney, April 1991

- Corrigan, Tracy, "An Innovative Way Of Raising Money", Financial Times, July 20, 1992
- Corrigan, Tracy, "Banks Try To Boost Prospects For UK Securitisation", Financial Times, December 7, 1992
- Corrigan, Tracy, "Barclays To Offer New Form Of Financing", Financial Times, Dec. 7, 1992
- "Disbank VDMK Satiyor", Dünya Gazetesi, 20.1.1993
- "Emiatabank'tan İkinci Tertip VDMK", Cumhuriyet Gazetesi, 16.4.1993
- "Esbank 25.5 Milyar Liralik VDMK İhrac Edecek", Dünya Gazetesi, 11.1.1993
- "Finans Paketi Açılıyor", Panorama Dergisi, 26.4.1992
- "Geçen Haftanın Rekorumu Teletas Kırdı: 100 Milyar Liralik Tahvil İhracı", Cumhuriyet Gazetesi, 13.1.1993
- Gökay, Kerim, "Yurtdışı Piyasalarda Popüler Araç", Finans Dergisi, Mart 1992
- Güngör, Tevfik, "Bankalar Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere Yüksek Faizi Kimin Kesasından Verecek", Dünya Gazetesi, 26.8.1992
- Güngör, Tevfik, "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler - Menkul Kıymetleştirme (Securitization)", Dünya Gazetesi, 22.7.1992

- GÜNÖR, ZEHRA, "Bankaların Küçülme Yolları", Ekonomik Bülten, Şubat 1993
- "Hemen Hemen Bütün Bankaların Katıldığı Uygulama 8. Ayını Doldurdu: VDMK'lar 20 Trilyon Liraya Yaklaştı", Cumhuriyet Gazetesi, 24.3.1993
- HOCADOĞLU, NESRİN, "Varlığa Dayalı Menkul Kıymet 5 Bankaya Yaradı", Dünya Gazetesi, 2.1.1993
- HULL, EVERETTE D.; ANNAND, LESLIE C.; and COOKE, GEORGE; "Bankers Debate-Is Asset Securitization Worth The Cost At Your Bank?", Journal Of Commercial Bank Lending, C.69, S.12, August 1987
- "İki Haftadır Yavaşlayan Girişimler Yeniden Hizlandı: Bankalar VDMK Kuyruğunda", Cumhuriyet Gazetesi, 27.1.1993
- "İnterbank'tan Yurtdışına VDMK İhracı", Dünya Gazetesi, 23.1.1993
- "Japanese Banks : A Loan Sale To The Rescue", The Economist, C.321, S.735, November 30th, 1991
- KARATAŞ, NİLGÜN, "VDMK İhracı İçin Banka Garantisi İstenmesi Yanlış", Dünya Gazetesi, 27.4.1993
- KARSLI, MUHARREM, "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler", Dünya Gazetesi, 31.8.1992
- KIRIM, ERMAN, "Bankalar Bankacılığın Türk Mi Ediyorlar?", Finans Dergisi, Temmuz 1992

LONDON, SIMON, "Nat West To Be First UK Bank To Securitise  
Loans", Financial Times, July 20, 1992

LONDON, SIMON, "Nat West To Securitise Loans To Companies",  
Financial Times, July 17, 1992

MUEHRING, KEVIN, "Asset-Backed Securities in Europe: Eventually/  
Is The Operative Word", Institutional Investor, December  
1991

ÖZOKTAY, ZUHAL, "Faiz Artırımı Ziraat'ın VDMK'lara İsyanıdır",  
Dünya Gazetesi, 3.11.1992

ÖZGENTÜRK, JALE, " Faizde Yükselme Eğilimi ", Dünya Gazetesi,  
26.9.1992

ÖZMEN, TAHSİN, " Menkul Kıymetleştirmenin (VDMK) Avantaj Ve  
Dezavantajları", Dünya Gazetesi, 13.1.1993

REİSOĞLU, PROF. DR. SEZA, "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler",  
Bankacılar Dergisi, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, 11.  
Sayı, Nisan 1993

RICE, JIM and MULLARKEY DAVID, "Laying The Foundations",  
Euromoney, April 1991

SALİHOĞLU, ESEN, "VDMK İhracı Doludizgin", Dünya Gazetesi,  
16.11.1992

SALİHOĞLU, ESEN, "Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Mevduatı Vurdu",  
Dünya Gazetesi, 7.12.1992



SARIKAYA, NAZMI, "Yokluğa Dayalı Menkul Kıymetler", Dünya Gazetesi, Borsa Eki, 16.9.1992

"Security In Big Numbers", Euromoney, March 1991

Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık Bültenler, Ağustos 1992-Mayıs 1993

Sermaye Piyasası Kurulu, Haftalık Bültenler, 4-8 Ocak 1993, 11-15 Ocak 1993, 18-22 Ocak 1993, 25-29 Ocak 1993, 1-5 Şubat 1993, 15-19 Mart 1993, 5-9 Nisan 1993, 12-16 Nisan 1993, 26-30 Nisan 1993

"Sermaye Piyasası Kurulundan: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet ilkelerine Dair Esaslar Tebliği ", Resmi Gazete, S.21301(Mükerrer), 31.7.1992

"Sermaye Piyasası Kurulundan: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet ilkelerine Dair Esaslar Tebliği'ne Ek Tebliğ ", Resmi Gazete, S.21400(2.Mükerrer), 9.11.1992

SEVİM, SERAFETTİN, "Varlığa Dayalı Menkul Kıymet", Dünya Gazetesi, 14.9.1992

SHAPIRO, H.D."The Securitization of Practically Everything", Institutional Investor, S.19, May 1985

"SPK Uyardı, Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Faizi Düştü", Dünya Gazetesi, 25.9.1992

T.C.Başbakanlık Devlet Planlama Teşkilatı, Türkiye, Temel Ekonomik Göstergeler, Nisan 1993

TEREK, HUSNU, "VDMK Kavgası", Dünya Gazetesi, 6.12.1992

"Time to Leave (A Survey of World Banking) ", The Economist , May  
2nd, 1992

"Toplam Mevduatın % 9'una Vardı: VDMK Hızla Artıyor", Cumhuriyet  
Gazetesi, 20.1.1993

"Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Ve Bankacılık Sektörü Sempozyumu",  
Uzman Gözüyle-Bankacılık Dergisi, Mart 1993

"Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere Yoğun İlgi", Dünya Gazetesi,  
27.8.1992

"VDMK İhrac Talepleri", Dünya Gazetesi, 8.2.1993

"VDMK 5 Bankaya Yaradı", Dünya Gazetesi, 27.3.1993

"VDMK İhracı 21.6 Trilyon Liraya Ulaştı", Dünya Gazetesi,  
26.4.1993

WITTEBORT, SUZANNE "Asset-Backeds Come of Age: The Explosive  
Growth Of The Asset-Backed Securities Market Is Being Fueled  
By Cost-Conscious Issuers and Safety-Conscious Investors ",  
Institutional Investor, C.25, S.14, December 1991

"Yeni VDMK'lar Hızlı Geliyor", Cumhuriyet Gazetesi, 21.4.1993

"Ziraat Bankası'nın Faizleri Artırması Borsacıları  
Endişelendirdi: Borsaya Faiz Darbesi", Dünya Gazetesi,  
3.10.1992

E K L E R

## EK İÇİNDEKİLER LİSTESİ

### I. TABLOLAR

Tablo 16.	Yıllar itibariyle Kurul Kaydına Alınan Menkul Kıymet İhraçları.....	119
Tablo 17.	1992 Yılında Bazı Aylar İtibariyle Mevduatlardaki Gelişmeler.....	120
Tablo 18.	1992 Yılında Vadeli Mevduatın Aylık Gelişmesi.....	120
Tablo 19.	Mutlak Rakamlar.....	120
Tablo 20.	Aylık Mutlak Artışlar.....	120
Tablo 21.	Kredi Ve Tasarruflara Uygulanan Faiz Oranları.....	121

### II. GRAFİKLER

Grafik I.	Kurul Kaydına Alınan Menkul Kıymet İhraçları, Nisan 1992-1993.....	122
Grafik II.	Kurul Kaydına Alınan Menkul Kıymet İhraçları, Ocak-Nisan 1992-1993.....	122

**TABLO 16. YILLAR İTİBARIYLA KURUL KAYDINA ALINAN MENKUL KIYMET İHRAÇLARI (MİLYON TL.)**

YILLAR	HİSSE SENEDİ(1)		TAHVİL	F.BONOSU	VDMK	KZOB	BB/BGB	MKYF-KB	TOPLAM(2)
	I	II(3)	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
1986	101,978.6	101,978.6	110,982.0			850.0	60,250.0		274,060.6
1987	187,202.2	187,202.2	317,531.0	55,000.0		750.0	76,244.0	45,000.0	682,527.2
1988	364,478.0	364,478.0	210,860.0	271,000.0		200.0	238,000.0	53,000.0	1,137,538.0
1989	966,758.4	971,543.4	604,514.0	465,350.0		2,000.0	98,000.0	161,500.0	2,302,907.4
1990	1,807,027.0	4,106,637.3	762,344.0	215,100.0		4,000.0	330,000.0	855,000.0	6,273,081.3
1991	3,606,901.3	4,443,523.6	813,335.0	667,369.2		15,000.0	726,000.0	65,000.0	6,730,227.8
1992	4,812,753.2	5,322,828.3	796,900.0	1,006,630.8	14,480,585.0	60,000.0	770,000.0	92,000.0	22,528,944.1
1993	3,947,596.3	4,278,946.3	278,530.0	70,000.0	13,434,245.0	0.0	1,097,508.3	1,940,000.0	21,099,229.6
9101	113,161.5	113,161.5	26,420.0	86,000.0			100,000.0		325,581.5
9102	364,591.0	575,364.0	45,250.0	24,000.0			7,500.0		652,114.0
9103	104,533.9	145,003.2	31,300.0	15,000.0		15,000.0		10,000.0	216,303.2
9104	236,155.5	246,275.9	31,500.0	27,720.0			68,500.0		373,995.9
9105	605,583.3	869,651.7	41,875.0	30,000.0			100,000.0		1,041,526.7
9106	500,494.1	607,054.1	43,100.0	33,000.0					683,154.1
9107	282,278.1	352,847.1	57,700.0	49,000.0			30,000.0		489,547.1
9108	165,704.4	207,704.1	264,050.0	101,317.9 (4)			100,000.0		673,072.0
9109	227,548.4	290,548.4	70,220.0	73,213.6			60,000.0		493,982.0
9110	704,561.2	704,561.2	84,570.0	88,500.0			260,000.0		1,137,631.2
9111	90,873.4	90,873.4	83,000.0	87,602.7 (5)					261,476.1
9112	211,416.5	240,479.0	34,350.0	52,015.0				55,000.0	381,844.0
9201	127,095.0	246,455.0	38,500.0	104,130.8 (6)				4,500.0	393,585.8
9202	38,267.5	38,267.5	38,750.0	170,000.0		60,000.0	250,000.0	7,500.0	564,517.5
9203	302,657.9	302,657.9	5,970.0	60,000.0				20,000.0	388,627.9
9204	210,091.7	219,691.7	44,900.0					30,000.0	294,591.7
9205	542,448.0	705,080.6	45,600.0				300,000.0	10,000.0	1,060,680.6
9206	373,475.8	373,475.8	74,300.0	111,500.0			50,000.0		609,275.8
9207	826,300.5	830,958.0	52,600.0	167,000.0			80,000.0		1,130,558.0
9208	351,208.3	351,208.3	140,780.0	54,000.0	1,165,250.0		30,000.0		1,741,238.3
9209	472,580.0	529,580.0	74,000.0	60,000.0	1,900,000.0				2,563,580.0
9210	226,430.0	383,255.0	162,700.0	5,000.0	1,643,135.0				2,194,090.0
9211	646,969.5	646,969.5	67,650.0	20,000.0	7,506,890.0		30,000.0		8,271,509.5
9212	695,229.0	695,229.0	51,150.0	255,000.0	2,265,310.0		30,000.0	20,000.0	3,316,689.0
9301	190,590.4	242,340.4	136,530.0	40,000.0	1,766,550.0				2,185,420.4
9302	287,888.8	470,588.8	79,000.0		780,605.0				1,330,193.8
9303	1,802,890.0	1,802,890.0	10,000.0		1,608,050.0		610,000.0		4,030,940.0
9304	645,405.6	645,405.6	12,000.0	30,000.0	3,458,110.0		42,508.3	500,000.0	4,688,023.9
9305	1,020,821.5	1,117,721.5	41,000.0		5,820,930.0		445,000.0	1,440,000.0	8,864,651.5

**DİPNOTLAR.**

(1) Nakit sermaye artırımlarını içermektedir.

(2) IX-II+III+IV+V+VI+VII+VIII

(3) Satışa sunulan liyat üzerinden ihraç tutarı.

(4) 2 Milyon ABD doları karşılığı olarak 9,317.9 Milyon TL. tutarında Döviz Endeksli Oto Yol Senedi ihracını kapsamaktadır.

(5) 5 Milyon ABD Doları karşılığı olarak 23.602.7 Milyon TL. tutarında Oto Yol Senedi ihracını kapsamaktadır.

(6) 14,7 Milyon ABD Doları karşılığı olarak 80,130.8 Milyon TL. tutarında Oto Yol Senedi ihracını kapsamaktadır.

KZOB: KAR VE ZARAR ORTAKLIĞI BELGESİ

BB/BGB: BANKA BONOSU VE BANKA GARANTİLİ BONO

MKYF-KB: MKYF KATILMA BELGESİ

VDMK: VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLER

I: NOMİNAL

II: PİYASA DEĞERİ

## I. TABLOLAR

Tablo 17. 1992 Yılında Bazı Aylar İtibariyle Mevduatlardaki Gelişmeler

	Mart	Haziran	Ağustos	Eylül	Ekim	Kasım	Aralık(*)
Vadeli Ticari Mevduat	66	63	66	70	58	53	45
Vadeli Tasarruf Mevduatı	88	77	69	64	60	59	58
Vadeli Toplam Mevduat	81	75	72	67	62	60	59
Konsolide Mevduat	78	72	75	66	64	66	60

(\*) 12 Aralık İtibariyle

Kaynak: "Sempozyum", s.8

Tablo 18. 1992 Yılında Vadeli Mevduatın Aylık Gelişmesi (%)

	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim
Vadeli Tasarruf Mevduatı	3.0	3.8	3.5	2.7
Vadeli Toplam Mevduat	2.7	3.3	3.7	2.2

Kaynak: "Sempozyum", s.8

Tablo 19. Mutlak Rakamlar (Milyar TL)

	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim
Vadeli Tasarruf Mevduatı	65302	67813	70190	72054
Vadeli Toplam Mevduat	96276	99448	103088	105377

Kaynak: "Sempozyum", s.8

Tablo 20. Aylık Mutlak Artışlar (Milyar TL)

	Temmuz	Ağustos	Eylül	Ekim
Vadeli Tasarruf Mevduatı	1896	2511	2377	1864
Vadeli Toplam Mevduat	2558	3172	3640	2289

Kaynak: "Sempozyum", s.8

TABLO 21. KREDİ VE TASARRUFLARA UYGULANAN FAİZ ORANLARI

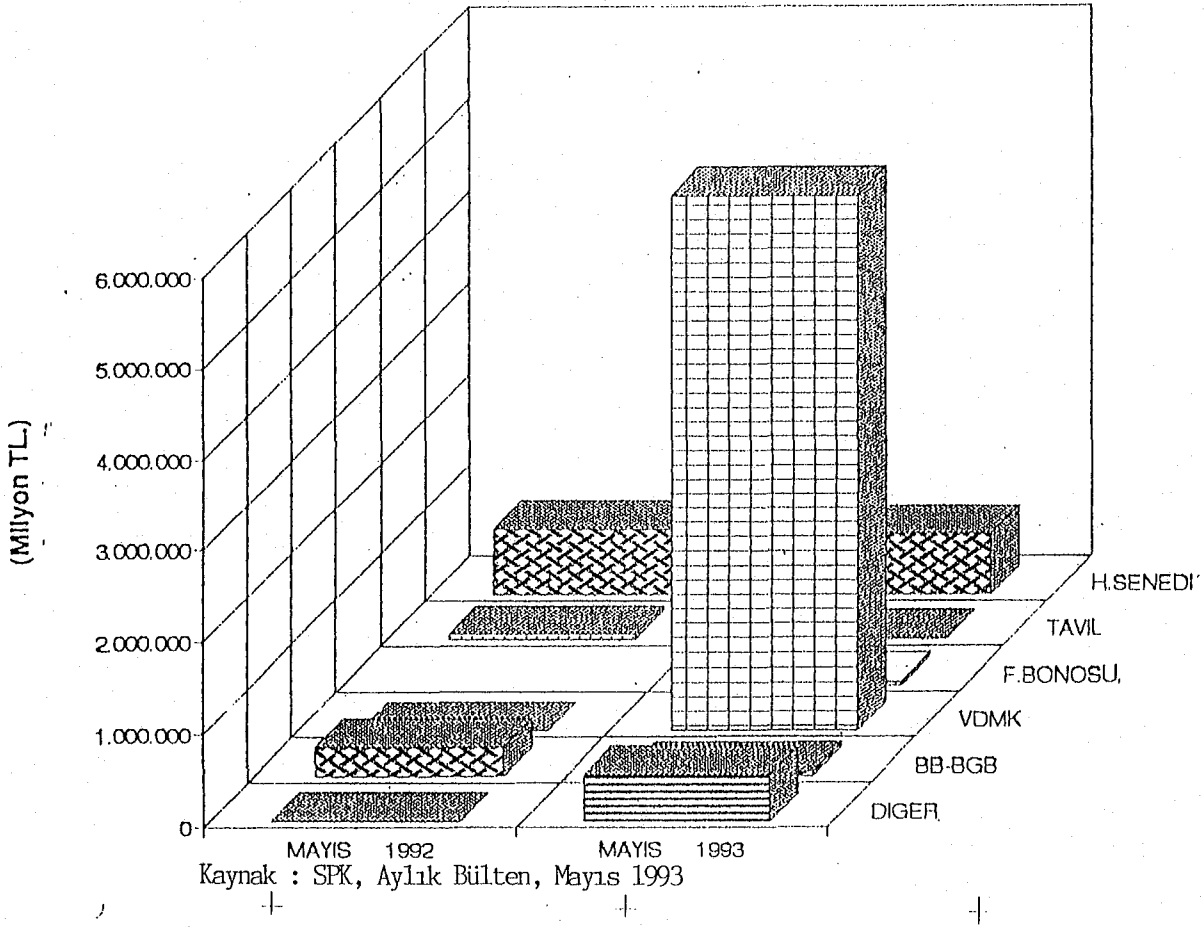
(Yıllık Yüzde)

	1991		1992			1993				
	25 Aralık	17 Nisan	2 Temmuz	15 Eylül	5 Kasım	31 Aralık	15 Şubat	5 Mart	1 Nisan	1 Mayıs
<b>KREDİ FAİZ ORANLARI</b>										
<b>MERKEZ BANKASI REESKONT ORANLARI</b>										
-Reeskont İşlemleri	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00
-Avans İşlemleri	54.50	54.50	54.50	54.50	54.50	54.50	54.50	54.50	54.50	54.50
<b>TÜRKİYE KALKINMA BANKASI</b>										
<b>-Dış Kaynaklı Krediler</b>										
-- Sabit	45.00	45.00	45.00	45.00	45.00	45.00	54.50	54.50	54.50	54.50
-- Değişken	69.15	67.67	70.96	70.96	70.96	70.96	70.00	70.00	69.91	66.96
<b>-Banka Kaynaklı Krediler</b>										
-- Orta Vadeli Yatırım	70.00	70.00	70.00	70.00	70.00	70.00	65.00	65.00	65.00	65.00
-- Orta Vadeli İşletme	75.00	75.00	75.00	75.00	75.00	75.00	70.00	70.00	70.00	70.00
-- Kısa Vadeli Genel	95.00	95.00	95.00	95.00	95.00	95.00	85.00	85.00	85.00	85.00
<b>TÜRKİYE İHRACAT KREDİ BANKASI</b>										
-Şevk Oncesi (1)	46.00	45.00	46.00	46.00	46.00	46.00	46.00	46.00	46.00	46.00
-Dış Tic. Ser. Sır. Reesk. Kred.	48.00	48.00	48.00	48.00	48.00	48.00	48.00	48.00	48.00	48.00
<b>MEVDUAT FAİZ ORANLARI (2)</b>										
Vadesiz Mevduat	8.33	8.33	8.33	6.67	6.67	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50
Vadeli Tasarruf Mev. (1 Ay)	56.33	57.33	57.33	53.67	54.33	56.00	55.25	51.50	51.50	51.50
Vadeli Tasarruf Mev. (3 Ay)	60.33	60.33	60.33	66.33	67.33	67.33	66.50	61.75	61.75	61.75
Vadeli Tasarruf Mev. (5 Ay)	70.33	70.33	70.33	69.33	69.00	69.00	68.75	69.50	69.50	69.50
Vadeli Tasarruf Mev. (12 Ay)	70.00	71.67	71.67	70.00	70.67	70.33	70.00	71.75	71.75	71.75

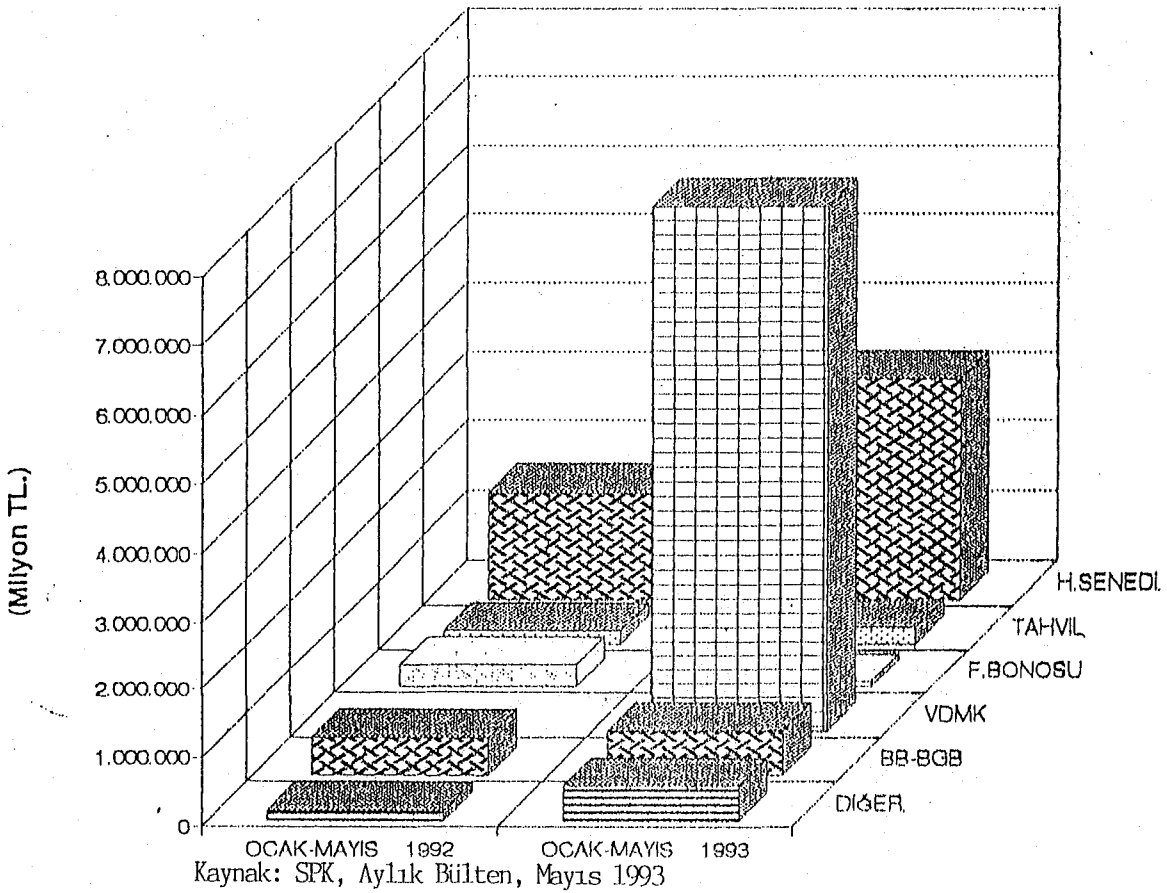
KAYNAK: DPT Temel Ekonomik Göstergeler, Nisan 1993

(2) Serbest Döviz bankalarının ortalama oranlarıdır.

GRAFİK I. : KURUL KAYDINA ALINAN MENKUL KIYMET İHRAÇLARI, MAYIS 1992/1993



GRAFİK II : KURUL KAYDINA ALINAN MENKUL KIYMET İHRAÇLARI OCAK-MAYIS 1992/1993





ISTANBUL, 1993

CONSULTANT  
PROF. DR. İLHAN ULUDAĞ

PREPARED BY  
ÖZLEM KEVŞER TUNDA

MASTER THESIS

SECURITIZATION  
AND  
ASSET-BACKED SECURITIES

T.C.  
MARMARA UNIVERSITY  
BANKING AND INSURANCE INSTITUTE  
DEPARTMENT OF BANKING

## CONTENTS

I. INTRODUCTION.....	1- 2
II. HISTORICAL APPEARENCE OF ASSET-BACKED SECURITIES.....	3-10
A. SECURITIZATION IN THE U.S.A.....	3- 4
B. SECURITIZATION IN EUROPE.....	5- 7
1. Applications In England.....	5- 6
2. Applications In France.....	7
C. SECURITIZATION IN JAPAN.....	8
D. COMPARIZON OF EUROPEAN AND AMERICAN SECURITIZATION MARKETS.....	9-10
III. THE DEFINITION OF SECURITIZATION AND MAIN TYPES OF IT .....	11-17
A. THE DEFINITION.....	11
B. THE MAIN TYPES OF SECURITIZATION IN THE U.S.A.....	12-15
1. Pass-Throughs.....	12
2. Asset-Backed Bonds.....	13
3. Pay-Throughs.....	14
4. Asset-Backed Commercial Paper And Preferred Stock.....	15
5. Nonmortgage Asset-Backed Securities.....	15
C. IDEAL ASSET CHARACTERISTICS FOR SECURITIZATION.....	16
D. COST OF SECURITIZATION.....	17

IV. BENEFITS FROM SECURITIZATION.....	18- 22
A. ADVANTAGES OF SECURITIZATION.....	18- 21
1. For The Traditional Credit System.....	18
2. For The Financial System And Economically.....	19
3. For The Firms And Issuers.....	20
4. For The Investors And Risks Involved.....	21
B. DISADVANTAGES OF SECURITIZATION.....	22
V. SECURITIZATION IN TURKEY .....	23- 29
A. THE REGULATION ABOUT THE REGISTRATION OF ASSET-BACKED SECURITIES TO THE BOARD AND THE FOUNDATION AND OPERATING PROVISIONS OF GENERAL FINANCE CORPORATIONS.....	23- 27
1. The Definition And Legal Content Of Asset-Backed Securities.....	23
2. The Types Of Receivables Involved.....	24
a) The Receivables Backed To Direct Security Issuance Of Banks.....	24
1) Consumer Credits.....	24
2) Home Loans.....	24
3) Notes Receivables Of Ziraat Bankası Regarding The Individual Credits Given By Agricultural Credit Cooperatives.....	24
b) The Receivables Backed To Direct Security Issuance Of Leasing Companies.....	24
c) Other Receivables Backed To Issuance Of Asset-Backed Securities.....	24
1) The Receivables Backed To Exports.....	24
2) Other Receivables.....	24
3. The Way Of Issuance.....	25

4. The Establishment And Authorization Of General Finance Corporations.....25

5. Conveyance Of The Receivables.....26

6. Contract Of Representation.....26

7. The Provision Of Bank-Guarantee And The Contract Of Maintenance.....26

8. The Provisions Of Registration To The Board.....27

a) The Issuance Limit Of Asset-Backed Securities.....27

b) The Registration Of Asset-Backed Securities

By The Capital Market Board.....27

9. Sale Conditions Of Asset-Backed Securities.....27

B. APPLICATIONS OF SECURITIZATION IN TURKEY.....28- 29

I. CONCLUSION.....30- 32

THE LIST OF TABLES AND FIGURES

I. TABLES

Table 1. Types Of Nonmortgage Assets Securitized In The U.S.A. .... 4

Table 2. Costs Of Securitization..... 17

Table 3. Changing Interest Rates Of Issues..... 28

Table 4. The Comparison Of Returns Of Asset-Backed Securities,  
Deposits, and Treasury Papers On The Basis Of Their  
Returns..... 29

Figure 1. Ideal Asset Characteristics For Securitization..... 16

II. FIGURES

## I. INTRODUCTION

Although economical developments such as accepting free market mechanism have been made in Turkey in last 10 years, financing gaps in non-private sector and negative effects of high inflation have not been gotten rid of. And Banking sector could not have fed its equities backed to mostly cash because of increased currency and interest risk.

In high inflation periods, serious problems have been seen, especially in banking sector. High cost of funds caused credit interest rates to increase and placement possibilities of banks which bear low risk to decrease. Banks have preferred service fees which bear less risks than interest incomes. The changes in money and capital markets, and new financial products entering into these markets increased service areas of the banks, but they also caused an intensive competition in the market. Cost of funds went up. Some regulations like reserving more allowances in order to feed equities forced banks to view their credit portfolios.

As there were so many problems such as increasing cost of funds, equity inadequency, increasing credit interest rates, intensive competition and increase in doubtful receivables; a new financial instrument has appeared in the market: Securitization ! Banks showed a big interest to this new instrument which provides them a new and cheaper funding source, and many issues have been made by them till today.

The aim of writing this thesis is to view to the future of securitization as a new financial instrument in banking sector by explaining the concept of securitization with its historical development and with its applications in Turkey and abroad, by defining its main types, and by trying to find new application areas for securitization.

## II. HISTORICAL APPEARENCE OF ASSET-BACKED SECURITIES

### A. SECURITIZATION IN THE U.S.A

The selling of whole loans and participations dates back to before 1880s, but securitization is a recent innovation in asset sales. It involves the pooling and repackaging of loans into securities that are then sold to investors. Like whole loan sales and participations, securitization provides an additional funding source and may eliminate assets from a loan originator's balance sheet. Unlike whole loan sales and participations, securitization is often used to market small loans that would be difficult to sell on a stand-alone basis.

While the rapid growth of securitization is largely a product of 1980s, the origin of securitization is usually traced to 1970, when the Government National Mortgage Association (Ginnie Mae or GNMA) developed the GNMA pass-through, a mortgage backed security collateralized by single-family Federal Housing Administration (FHA) and Veterans Administration (VA) mortgage loans. Since then commercial banks, savings and loan associations, and various non-deposit-based firms have securitized multifamily and commercial mortgage loans, automobile loans, credit card receivables, computer and truck leases, loans for mobile homes, various trade receivables, and other types of assets. The majority of asset-backed securities, nevertheless, are collateralized by single-family, residential mortgage loans. (See Table-1)



Table 1. Types of Nonmortgage Assets Securitized in the U.S.A

(First Public Issues)

Date	Type Of Asset	Issuer	Million \$
March 1985	Computer Leases	Sperry	192.5
May 1985	Auto Loans	Valley National Bank Marine Midland Bank	100.5 60.2
July 1986	Auto Loans	Chrysler	205.7
October 1986	Auto Loans	GMAC	4,000.0
December 1986	Computer Leases	Goldome FSB	205.7
January 1987	Credit Cards	Republic Bank	199.5
February 1987	Credit Cards	Bank of America	400.0
September 1987	Junk Bonds	Imperial Savings	100.0
September 1987	Conventional Manufactured Home Loans	Green Tree Acceptance Corporation	71.5
October 1987	Auto Leases	Volkswagen	150.0
October 1987	Equipment Notes Financing Leveraged Leases	American Airlines	92.6
November	Consumer Loans	Household FSB	432.1

Source: Asset Sales Report, various issues

## B. SECURITIZATION IN EUROPE

### 1. Applications In England

The origin of securitization in Europe is traced to 1980; when the secondary mortgage market develops in England.

Bank of England made an explanation about the selling of mortgage-backed assets of English banks. There were some provisions causing the originator not to suffer possible future damages in this explanation. In order to provide these provisions, the intermediary company which receives the mortgages had to find the funds which will be used to buy the loans on itself. The originator had no permission to buy a share in the intermediary company, or to repurchase the doubtful receivables.

Except Bank of England, an official work group has defined some applications to follow in selling of mortgages. According to these applications a general consent had to be provided in order to sell the mortgage-loan. Also, a special consent of the original borrower could be needed, if the originator had no right to define the interest rate after the sale.

Although a very big home-mortgage loan market exists in England, securitization did not develop as in the U.S.A. Building societies are the main reason of it. Because they do not want to give up their mortgage-portfolio, as the mortgage loans in England are based to flowing interest rates. The flowing interest rates take some important characteristics for originators:

-In the U.S.A., the possibility of passing the increase in cost of funds to borrowers eliminates the problem of financing long-term receivables with fixed interest rates by short-term funds,

-In England, there is no limit or spread for flowing interest rates unlike the U.S.A.

The precautions provided by the authorities in order to defend borrowers and increasing interest rates in mortgages make securitization process more difficult in England.

credit institutions.

legal framework, securitization is restricted to debts owing to corporate borrowers to securitize their loans. Under the 1988 amend the bill during the parliamentary process to enable The French Ministry of Finance is also debating whether to

have to be of the same nature.

transferred to an FCC and the loans it may require later will of loans by an FCC during its life. The loans initially securitization of any loan whatever its maturity and the purchase conseil des ministres on March 11, 1992 which would allow the the French Treasury in June 1991. A bill was adopted by the These two disadvantages were highlighted in a report for

further loans can be substituted into the deal.

has been set up and the loans have been transferred to it, no excludes consumer loans for example). In addition once the FCC loans to be securitized must exceed two years (which virtually a number of factors. For example, the minimum maturity of the development of securitization of French assets has been slowed by securitization, the fonds communs de creances (FCC). However, the provided French banks with an appropriate vehicle for In France, a legal framework was established in 1988 which

## 2. Applications In France

There are two main obstacles for the decision about securitization in Japan: First, asset backed securities should also be involved in the types of securities defined in the regulation. Second one is related the decision about whether banks may issue asset backed securities. So, Japanese banks wait for a legal framework for securitization with hope.

Securitization which is a word long familiar in the west, may yet arrive in Japan. Japanese banks have been able to sell commercial loans since March 1990—but only with the original borrower's written consent and then only to other financial institutions that are not allowed to resell. Few have tried, because they have been afraid of upsetting their corporate clients and putting at risk at long-term relationships. In practice banks will feel comfortable about selling loans only if they have the borrower's verbal agreement.

#### D. COMPARISON OF EUROPEAN AND AMERICAN SECURITIZATION MARKETS

Although fast developments have been seen in the U.S.A., European securitization market could not catch American market. Even the market in England which is the biggest market in Europe has 9 billion Sterling volume that is funny compared to 1.000 billion \$ market in the U.S.A.

In Europe, unlike the U.S.A., there is no meaningful demand, because investors are still unfamiliar with asset backed securities; and there is no meaningful supply, because potential issuers such as European banks do not feel the need to shrink their balance sheets.

Securitization is applicable if a bank or firm has so many assets to be securitized. Not only European banks have fewer securitizable assets than U.S. banks, but they are also healthier and do not have the same need to offload assets from their balance sheets to meet capital-adequacy guidelines.

Although European banks have not experienced the capital-adequacy pressures of U.S. institutions, they are becoming much more conscious of risk-weighting in their lending activities. The pricing of loans to corporate clients may go higher. But at the same time, as Europe deregulates its capital markets, once-captive corporate clients may find cheaper funding through those markets.

European market is a market which exists of multinational and different currencies, so it is difficult to provide a pool with similar credit characteristics. However, in the U.S.A., asset pools are bigger and homogenous which makes securitization easier.

It can be said that securitization has no legal framework in Europe, when we take into consideration the non-standard documentation in credit contracts and legal provisions of getting consent of borrower before the loan sale.

The word of securitization has two different meanings. The more common usage of the word bear different meanings than current applications. It means indirect financing from capital market as an alternative way of using bank loans. The narrower meaning of securitization can be explained by using the words of credit securitization or asset securitization. This narrower meaning of securitization defines our real securitization concept.

So, securitization can be defined as selling of credit receivables and providing financing by the investors who buy the securities backed to these receivables.

This technique is used because of:

- Increasing costs because of the interfere by the state to the financial institutions,
- Decreasing profit margins because of increasing competitions,
- Technological possibilities,
- Trying to decrease the cost of transferring funds,
- Disintermediation,
- Deregulation or Re-regulation.

A. THE DEFINITION

III. THE DEFINITION OF SECURITIZATION AND MAIN TYPES OF IT



## B. THE MAIN TYPES OF SECURITIZATION IN THE U.S.A

### 1. Pass-Throughs

A pass-through represents direct ownership in a portfolio of assets that are usually similar in terms to maturity, interest rate, and quality. The portfolio is placed in trust, and certificates of ownership are sold to investors. The originator services the portfolio and collects interest and principal, passing them on, less a servicing fee, to the investors. Ownership of the assets in the portfolio lies with the investors; thus, pass-throughs are not debt obligations of the originator and do not appear on the originator's financial statement.

The most common type of pass-through is the GNMA. A GNMA pass-through is a mortgage-backed security collateralized by FHA/VA mortgage loans. The GNMA, a direct agency of the federal government, guarantees the timely payment of principal and interest. An active and well-developed secondary market provides a high degree of marketability for these securities. The Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC or Freddie Mac), an indirect agency of the federal government, developed a similar pass-through security in 1971, the participation certificate (PC), and the Federal National Mortgage Association (FNMA, or Fannie Mae) developed the mortgage backed security (MBS) in 1981. Both the PC and the MBS are backed by portfolios of uninsured and privately insured mortgage loans. Not only mortgage loans, but also auto loans, credit card receivables and computer leases have been securitized as pass-throughs.

overcollateralization.

and can be used for reinvestment the issuer may prefer to use because payment of principal and interest accrues to the issuer could be captured in the yield on asset backed bonds; however, Premiums for the risk of default and collateral depreciation in the market value of the collateral between valuations dates. Third, the excess collateral protects bondholders from declines bondholder against default on individual loans in the pool. excess collateral provides additional protection to the time than the principal on the asset-backed bonds. Second, the outstanding balance of any pool of loans may decline faster over rather than to the loan pool or to the bondholders, the backed bonds. First, because the cash flows accrue to the issuer There are 3 reasons for the overcollateralization of asset-

collateral.

bond indenture, more loans or securities must be added to the quarterly, and if its value falls below the level stated in the they are usually overcollateralized. The collateral is evaluated One important characteristic of asset-backed bonds is that of principal and interest on asset-backed bonds.

cash flows from the collateral are not dedicated to the payment and asset-backed bonds are reported as liabilities. Also, the loans used as collateral remains on the issuer's books as assets bond is a debt obligation of the issuer, so the portfolio of securities such as GNMA's. Unlike the pass-through, asset-backed portfolio of loans or sometimes by a portfolio of pass-through Like the pass-through, asset-backed bond is collateralized by a They are patterned after the mortgage-backed bond (MBS).

In June 1983, Freddie Mac issued a pay-through bond known as the CMO (collateralized mortgage obligation). This type of pay-through directs the cash flows in order to support bonds of various maturities, rather than bonds with maturities that only match that of the underlying portfolio.

Pay-throughs combines some of the features of the pass-through with some of those of the asset-backed bond. The bond is collateralized by a pool of assets and appears on the issuer's financial statements as debt. The cash flow from the assets, however, are dedicated to servicing the bonds in a way similar to that of pass-throughs.

### 3. Pay-Throughs

#### 4. Asset-Backed Commercial Paper And Preferred Stock

Like asset-backed bonds, asset-backed commercial paper and preferred stock are usually issued through finance companies organized for the sole purpose of issuing the asset-backed securities and buying the underlying assets with the proceeds. Also like asset-backed bonds, asset-backed commercial paper is usually credit enhanced with an irrevocable letter of credit and with overcollateralization. Commercial paper is often backed with a line of credit from a commercial bank to make up for any deficiencies in the cash flows of the underlying assets due to losses, delinquencies, or mismatch of payments.

Unlike asset-backed bonds, asset-backed commercial paper and preferred stock do not have interest or dividend payments tied to the cash flows of the underlying assets. Asset-backed preferred stock is auction-rated; that is, the dividends are reset every periodically in an auction process.

#### 5. Nonmortgage Asset-Backed Securities

The bulk of nonmortgage-related assets securitized so far consists mostly of auto loans and credit card receivables. Lots of Assets other than residential mortgage loans were securitized during 1987.

### C. IDEAL ASSET CHARACTERISTICS FOR SECURITIZATION

Not all assets are easy to securitize. Loan terms, borrower characteristics, and the structures vary significantly. Also, the benefits to any individual firm from securitization depend upon each firm's particular situation and upon the type of asset securitized. The costs of securitizing are not the same for different types of assets. (See Figure 1)

Figure 1. Ideal Asset Characteristics For Securitization

- Understandable credit characteristics
- Well-defined payments pattern/predictable cash flows
- Average maturity of at least one year
- Low delinquency and low default rates
- Total amortization
- Diverse obligors
- High liquidation value

#### D. COSTS OF SECURITIZATION

A pool of loans will be securitized only if the benefits from doing so exceeds the costs, and if the net benefits are greater than those from holding the assets on the balance sheet (See Table 2) The primary costs of securitization are the administrative costs, such as the investment banking fee, the fee to the rating agencies, the fee for registration, the fee to the trustee.

Table 2: Costs Of Securitization  
(\$100 milyon Public Auto Loans Issue)

	000 \$
Gross proceeds from offering	100,000
(-) Underwriting fee	300-500
Proceeds to issuer	99, 700-99, 500
(-) Issuance expences	
Credit enhancement	50-140
SEC, NASD, Blue Sky, filing	80
rating agency fee	30- 60
Printing and engraving	20- 40
Accounting	20- 50
Trustee's fee	40- 50
Legal	60-100
	-----
Proceeds net of issuance expense	300-520
As a percentage of gross offering	99, 400-98, 980
	99.4 - 98.98

Source: Salamon Brothers and Security Finance Pacific Auto  
Finance

#### IV. BENEFITS FROM SECURITIZATION

##### A. ADVANTAGES OF SECURITIZATION

###### 1. For Traditional Credit System

-Credits which liquidity problems have a limited secondary market, however asset-backed securities have an active secondary market,

-Pricing of credits is difficult and subjective, but asset-backed securities are priced at market conditions,

-The cost of measuring the risk of a certain credit is high and it is difficult, however it is easier for asset-backed securities,

-Asset-backed securities have lower costs compared to credits and they do not need to allow for legal reserves,

-Credit securitization divides the risks of banks into 3 or more vertical pieces and places them to institutions.

attitudes.

units (firms and state included) do not change their financial  
-Securitization decreases the money supply, if economic

-It provides expertisement in financial services,

liquidity of the system,

-It creates a more powerful financial system by increasing

-It provides allocational efficiency for funds,

loans, sale, factoring or forfaiting,

-It is more flexible and has more advantages than whole

-It decreases the demand for bank credits at the long term,

need a physical capital like new technologies,

-Securitization method is easy to apply and it does not

capital payment by securitization,

nominal value, single payment, single interest rate and single

-Lots of credits or receivables are turned into a single

of financial products,

-It provides market completeness by increasing the supply

system by decreasing the cost of funds at the long term,

-It increases operational efficiency of the financial

investors to borrowers,

-Securitization increases the flow of capital from

## 2. For The Financial System And Economically



- Nonliquid assets turn to liquid assets by securitization.
  - It provides a new and cheaper funding source for firms, of firms to borrow;
  - Securitization provides better ratios of equity profitability and liability/equity and it increases the capacity
  - It provides firms direct financing possibility;
  - problems;
  - and makes them possible to borrow independent of their own
  - It provides small and risky firms to enter capital market
  - operations;
  - It lessens the amount of capital needed to finance
  - by providing them to offload assets from balance sheet;
  - It makes assets and liabilities management of firms easier
  - which bear same or similar risk characteristics;
  - Securitization weakens dependency of banks to credits
  - securities to be issued, or by using some guarantee techniques;
  - Issuers eliminates the risks by transferring them to
  - interest and credit risks with investors;
  - Securitization provides banks to share some risks like
3. For The Firms And Issuers

#### 4. For The Investors And Risks Involved

-Securitization provides optimality in risk sharing and risks are moved to out of balance sheet,

-It eliminates the correlation between the riskiness of a firm and a portfolio,

-The products of securitization are preferred to other investment alternatives which have high rating scores, because they provide investors higher income compared to similar products at the same risk level,

-It provides investors to diversify their portfolio,

-If a sound secondary market is established, there will be no liquidity risk.

## B. DISADVANTAGES OF SECURITIZATION

-The biggest disadvantage of securitization is the risk of prepayment,

-Securitization may cause incorrect financial reporting,

-A firm who has a huge portfolio of receivables or credits can weaken the quality of its portfolio by securitizing its best receivables, or vice versa, it can create risk for investors by securitizing its worst receivables,

-A market where securitization is developed so well may cause elimination of motivations providing increased credit qualities,

-Securitization can make money and credit control of central banks more difficult,

-Financial institutions may not share the savings provided by securitization with the borrowers or investors,

-Credit stock may come to undesired levels in economy,

-Credits which can be given to insiders can be securitized, too.

## V. SECURITIZATION IN TURKEY

### A. THE REGULATION ABOUT THE REGISTRATION OF ASSET-BACKED SECURITIES TO THE BOARD AND THE FOUNDATION AND OPERATING PROVISIONS OF GENERAL FINANCE CORPORATIONS

Issuance of asset-backed securities is a recent application in Turkey and it is first involved in Law No.3794 added to Capital Market Law No.2499. The Regulation about the registration of asset-backed securities to the Board and the foundation and operating provisions of General Finance Corporations published in the official gazette dated 31.7.1992 and numbered 21301 defines the fundamentals of asset-backed securities in Turkey. Then an additional regulation was published (Off.Gaz.9.11.1992- No.21400) adding "the article of 4/(f)" to the first regulation about the notes receivables of Ziraat Bankası regarding the individual credits given by agricultural credit cooperatives.

#### 1. The Definition And Legal Content Of Asset-Backed Securities

Asset-backed securities can be issued backed to receivables and fixed assets. Issuers of them, conditions of issuance, types of receivables and assets they are backed to, issuance limit, and evaluation basis are defined by the regulations of Capital Market Board.

Asset-backed securities can be issued by banks, financial leasing companies, and general finance corporations which are established according to this regulation and which are given securitizing authority by the Capital Market Board, backed to receivables from their own trading operations or to receivables conveyed according to the regulation.

## 2. The Types Of Receivables Involved

### a) The Receivables Backed To Direct Security Issuance Of Banks

- 1) **Consumer Credits :** They are the credits given by banks to the people in order them to buy goods and services.
- 2) **Home Loans :** They are the credits given by banks from their own resources to the people in order them to buy residential houses.
- 3) **The Notes Receivables Of Ziraat Bankası Regarding The Individual Credits Given By Agricultural Credit Cooperatives.**

### b) The Receivables Backed To Direct Security Issuance Of Leasing Companies :

They are the receivables emerging from financial leasing contracts. Leasing companies can only issue asset-backed securities which the receivables are backed to financial leasing contracts made according to the Financial Leasing Law No.3226.

### c) Other Receivables Backed To Issuance Of Asset-Backed Securities

- 1) **The Receivables Backed To Exports :** They are the receivables which are conveyed by factoring corporations based to the export documet.
- 2) **Other Receivables :** They are the receivables emerging from sales to customers of corporations except banks who produce goods and services.

**3. The Way Of Issuance :** Asset-backed securities can be issued in two ways;

- a) Directly (Backing to trade receivables of issuers),
- b) Indirectly (Backing to trade receivables which are conveyed by the issuers)

While banks can issue in both ways, leasing companies can only indirectly issue asset-backed securities.

**4. The Establishment And Authorization Of General Finance Corporations :**

According to the article 7 of the regulation, general finance corporations should have a minimum 10 billion paid-capital, they should be established in the form of a corporation, their shares should be issued by cash, and all of the shares should be written on the names of the shareholders, and they should apply to Capital Market Board for a pre-permission for their establishment.

The operating area of general finance corporations is restricted by issuing asset-backed securities according to the provisions of the regulation and they cannot borrow by using an another way except the issuance of asset-backed securities.

The total amount of the portfolio of receivables that general finance corporations can issue asset-backed securities backed to this portfolio and by conveying this portfolio, cannot exceed 20 times of their equity.

**5. Conveyance Of The Receivables :** It is realized by a conveyance contract made between the bank or general finance corporation and the firm who conveys its receivables.

**6. Contract Of Representation:** A contract of representation (service contract) should be made containing the services like protests, following up, notification, etc., and payment of asset-backed securities on time. This contract of representation will be made between;

- The conveying bank and general finance corporation, or,
- The bank chosen by the conveying non-bank firm and general finance corporation, or,
- The bank chosen by the leasing company and the leasing company itself.

**7. The Provision Of Bank Guarantee And The Contract Of Maintenance:** Except asset-backed securities issued by banks, no asset backed security whose payment is not backed by a bank guarantee can be issued. The portfolio of receivables to which asset backed securities are backed should be kept in a bank till their maturity comes.

## **8. The Provisions Of Registration To The Board**

- a) **The Issuance Limit Of Asset-Backed Securities** : The total nominal values of asset-backed securities issued cannot exceed 90 % of the total value of receivables they are backed to at the issuance date for each issue.
- b) **The Registration Of Asset Backed Securities By The Capital Market Board** : Issuing companies will apply to the Capital Market Board with a proposal and other documents needed. If the Board approves, it will register it. The application is finalized within 30 days by the Board. Incompletenesses in the applications should be completed in a certain period defined by the Board except the 30 days' period.

## **9. Sale Conditions Of Asset-Backed Securities**

Asset-backed securities can be sold at discount or can be issued with periodic and flowing interest rates. Issuers can decide about the discount or interest rates and payment plan freely by taking into consideration the structure of receivables.

If asset-backed securities cannot be sold within its periods, they will be disregarded within 6 working days following the end of sale period.

Asset-backed securities can be sold at secondary markets.



## B. APPLICATIONS OF SECURITIZATION IN TURKEY

The first application of securitization after the regulation came from Interbank. The bank conveyed various receivables emerging from financial leasing contracts of Interlease A.Ş. who is the bank's participation, and issued an asset-backed security with a total amount of 4.250 million TL.

After the first issuance made by Interbank, Pamukbank realized an issue of 100 million TL with a net interest rate of % 71 yearly.

Then Yapı ve Kredi Bankası, T.İş Bankası, and some state banks securitized their assets. The net yearly interest rates were 68 %. However, Capital Market Board wanted banks to decrease the rates, when state banks applied to issue. This call is answered by T.İş Bankası and the bank made a decrease in its rates (See Table-3)

Table 3. Changing Interest Rates of Issues

Banks	Realized Issues (Bn TL)	Yearly %	
		Gross int.	Net int.
YKB	1.200	83-87	74-77
Pamukbank	100	84	75
Interbank	4.5	84	74.5-75.5
T.İş Bank.	1.205	77	69

Meanwhile, Ziraat Bankasi increased its interest rates of time deposits with the objection of not having the right to securitize its agricultural credits. The bank was claiming that while other banks, especially Akbank, T.İş Bankası, Yapı ve Kredi Bankası, can pick up the deposits' shares at the market by issuing asset-backed securities, the bank itself could not receive its portion of deposits because of having no right to securitize its assets backed to agricultural credits.

Investment Alternatives		Returns (%)	
Monthly	3 Months	6 Months	9 Months
Asset-Backed Sec.	73.5	80.8	76.2
Time Deposits	67.7	77.6	74.8
Treasury Papers	--	99.5	91.3
Yearly	70.	73.4	82.6

Table 4. The Comparison Of Asset-Backed Securities, Deposits And Treasury Papers On The Basis Of Their Returns

After Ziraat Bankasi, many banks have applied for various issues. At the beginning of the year 1993, total issues of asset-backed securities has reached to 14.304 billion TL. Beginning from the date of the regulation till the end of 1992, 31 issues of 23 banks had filed to the Board and especially the total issues of 5 big banks-Ziraat Bankasi, Pamukbank, Yapı ve Kredi Bankasi, Is Bankasi, Halkbank-amounted to 76 % of the total. Also, the returns provided from asset-backed securities showed that they were more profitable than deposits, but less profitable than treasury papers. (See Table-4)

Then an additional regulation was published in the official gazette about the securitization of agricultural credits given by Ziraat Bankasi only. So, Ziraat Bankasi made a 2-3 points decrease in its rates and its delayed application of 4.500 billion was approved.

For asset-backed securities, there is no legal obligations like reserve requirement ratio and liquidity ratio in deposits and therefore they are cheaper. In Turkey, too, asset-backed securities are preferred by banks and they caused an escape from deposits. The share of asset backed securities in total deposits has reached to 10 % while it is expected to be 5 %. The regulators were hoping that the decrease in cost of funds will make a decrease in credit interest rates, too. However, high interest rates applied to asset-backed securities stopped the decrease in deposit-interest rates, so expectations did not work.

economy.

While it is expected to be an alternative to secondary market, the applications of securitization that are realized by mostly banks in Turkey, has shown some negative effects to

of the most popular economic concepts.

After the securitization applications seen in the U.S.A. beginning from the year 1970, and in Europe from 1980, it started to work in Turkey with the Regulation dated 31.7.1992, too. Banks have realized many issues and asset-backed securities became one

inflation. This seems to be in conflict with the policies of government for the consumption expenditures, and therefore the total demand. consumer credits can cause an increase in inflation by increasing receivables permitted for asset-backed security issuance like Furthermore, unlike the applications in West, here the not have been established till today.

were realized by banks, and general finance corporations could of a bank guarantee for the issues. All the issues till today could not issue asset-backed securities because of the necessity companies, general finance corporations, and industrial companies Other financial institutions except banks, like leasing interest rates, and it affected the financial sector negatively.

who cannot issue asset-backed securities increased their deposit benefits from the regulation. (Like Ziraat Bank) Some banks competition in banking sector. Some banks obtained unexpected The application of securitization caused an intensive and this will affect the money supply.

requirements will cause Central Bank to increase money reserves policy of the Central Bank, too, because the decrease in reserve legal obligations started to lessen. It may affect the money buying them. Therefore, Central bank's authority over banks and treasury papers went down, and this increased their power for liquidity ratios at 30 % has been broken down. Their demand for incomes of Central Bank, because the banks' obligation of keeping Also, the decrease in banks' deposits caused a decrease in

In short, securitization was offered as a new way in solving economical problems of Turkey, however it caused some new problems with itself. But, at the beginning of application, it is natural that interest and money movements will be different than expected. These balances will be provided in the middle or long time.

However, it is better for Turkish economy to prepare the main regulations providing the development of capital market and to view the current regulation by regarding its long-termed economic effects.