

AKDENİZ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

Fahri DUTÇU

İPOTEKLİ KONUT FİNANSMANI SİSTEMİNDE MENKUL KIYMETLEŞTİRME

Danışman

Yard. Doç. Dr. Murat TÜRE

Özel Hukuk Anabilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

Antalya, 2009

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR.....	iv
ÖZET.....	v
ABSTRACT.....	vi
GİRİŞ.....	1
1. MENKUL KIYMETLEŞTİRME VE MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN TEMEL YAPISI.....	2
1.1. MENKUL KIYMET KAVRAMI VE MENKUL KIYMETLERİN UNSURLARI.....	2
1.1.1. Menkul Kıymetler	2
1.1.2. Menkul Kıymetlerin Unsurları	4
1.2. MENKUL KIYMETLEŞTİRME KAVRAMI.....	6
1.2.1. Menkul Kıymetleştirmenin Tanımı	6
1.2.2. Menkul Kıymetleştirmenin Temel Yapısı	9
1.2.2.1. Alacakların Belirlenmesi ve Alacak Havuzunun Oluşturulması.....	11
1.2.2.2. Alacakların Özel Amaçlı Kuruma Devredilmesi.....	11
1.2.2.3. Menkul Kıymetlerin İhraç Edilmesi.....	12
1.3. MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN YARAR VE SAKINCALARI	12
1.3.1. Menkul Kıymetleştirmenin Yararları	13
1.3.1.1. Kredi Veren Kurum – Kaynak Şirket Açısından.....	13
1.3.1.2. Kredi Borçluları Açısından.....	14
1.3.1.3. Yatırımcılar Açısından	14
1.3.1.4. Diğer Taraflar Açısından	15
1.3.2. Menkul Kıymetleştirmenin Sakıncaları.....	15
1.3.2.1. Kredi Veren Kurum - Kaynak Şirket Açısından	16
1.3.2.2. Yatırımcılar Açısından	16
1.3.2.3. Finansal Sistem Açısından	16
2. İPOTEKLİ KONUT FİNANSMANI SİSTEMİNDE MENKUL KIYMETLEŞTİRME SÜRECİ VE HUKUKİ NİTELİĞİ	17
2.1. MENKUL KIYMETLEŞTİRMEYE KONU OLAN ALACAKLAR	17
2.1.1. İpotekli Konut Kredileri	19
2.1.2. Otomobil Kredileri	19

2.1.3. Finansal Kiralama Sözleşmesinden Kaynaklanan Alacaklar	20
2.1.4. İhracat Kredileri.....	20
2.2. MENKUL KİYMETLEŞTİRME SÜRECİNDE YER ALAN TARAFLAR.....	20
2.2.1. Kredi Veren Kurum – Kaynak Şirket.....	21
2.2.2. Özel Amaçlı Kurum	22
2.2.3. Hizmet Veren Kurum	22
2.2.4. Yatırım Bankaları	23
2.2.5. Derecelendirme Kuruluşları	24
2.2.6. Güvenilir Kişi – Yedd-i Emin	25
2.2.7. Yatırımcılar.....	25
2.2.8. Güvence Sağlayan Kuruluşlar	25
2.3. MENKUL KIYMETLEŞTİRME YÖNTEMLERİ	26
2.3.1. Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler.....	27
2.3.2. Borçluluk İfade Eden Menkul Kıymetler	28
2.3.2.1. Varlığa Dayalı Tahviller.....	28
2.3.2.2. Nakit Akımlı Tahviller	29
2.4. MENKUL KIYMETLEŞTİRME İŞLEMİNİN HUKUKİ İNCELEMESİ – ALACAĞIN TEMLİKİ.....	29
2.4.1. Alacağın Temlikinin Unsurları.....	31
2.4.1.1. Geçerli Bir Sözleşme	32
2.4.1.2 Temlik Edilen Alacak Hakkının Mevcut Olması	32
2.4.1.3. Temlik Engeli Bulunmaması.....	34
2.4.2. Alacağın Temlikinin Hukuki Niteliği.....	35
2.4.3. Alacağın Temlikinin Hükümleri.....	36
2.4.3.1. Alacağın İntikali	36
2.4.3.2. Rüşhan Hakların ve Alacağa Bağlı Hakların İntikali.....	37
2.4.4. Alacağı Temlik Alan İle Borçlu Arasındaki Hukuki İlişki	38
2.5. MUKAYESELİ HUKUKTA MENKUL KIYMETLEŞTİRME UYGULAMALARI.40	
2.5.1. AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİ	40
2.5.2. İNGİLTERE	43
2.5.3. KANADA.....	44
2.5.4. FRANSA	45
2.5.5. ALMANYA.....	47
2.5.6. İRLANDA	50
2.5.7. İSPANYA.....	51

2.5.8. İSVİÇRE.....	53
3. İPOTEKLİ KONUT FİNANSMANI SİSTEMİNDE İPOTEĞE DAYALI MENKUL KİYMETLER.....	55
3.1. GENEL OLARAK İPOTEKLİ KONUT FİNANSMANI SİSTEMİ.....	55
3.1.1. Tarihsel Gelişim	57
3.1.2. İpotekli Konut Finansmanı Sisteminin Faydaları ve Düzenlenme Amacı	59
3.1.3. İpotekli Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Yasal Düzenlemeler	61
3.1.4. İpotekli Konut Finansmanı Sisteminde İkincil Piyasa	63
3.2. İPOTEĞE DAYALI MENKUL KİYMETLER.....	67
3.2.1. İpoteğe Dayalı Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler	69
3.2.2. Teminatlı İpotek Yükümlülükleri.....	70
3.2.3. Getirisi Ayrılan İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler.....	71
3.2.4. İpoteğe Dayalı Tahviller.....	71
3.2.5. ABD’ de İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme Uygulamaları.....	72
3.3. TÜRK HUKUKUNDA İPOTEĞE VE VARLIĞA DAYALI MENKUL KİYMETLEŞTİRME	75
3.3.1. Konut Finansmanı	76
3.3.1.1. Konut Finansmanı Sözleşmesi.....	78
3.3.1.2. Konut Finansmanı Fonu	81
3.3.1.3. Konut Finansmanı Fon Portföyünün Yapısı.....	84
3.3.1.4. İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler.....	87
3.3.1.4.1. İpotek Teminatlı Menkul Kıymetleri İhraç Edecek Kuruluşlar.....	87
3.3.1.4.1.1. Bankalar	88
3.3.1.4.1.2. İpotek Finansmanı Kuruluşları	88
3.3.2. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler Ve Varlık Finansmanı Fonu	89
3.3.2.1. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler	89
3.3.2.2. Varlık Finansmanı Fonu	90
3.3.2.3. Konut Finansmanı Ve Varlık Finansmanı Fonunun Hukuki Yapısı – İnançlı İşlem	92
SONUÇ	94
KAYNAKÇA.....	96
ÖZGEÇMİŞ.....	102

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
b.	: Bası
BK.	: Borçlar Kanunu
C.	: Cilt
CMO	: Collateralized Mortgage Obligations
CNMV	: Comision Nacional del Mercado de Valores
f.	: Fıkra
FFC	: Fonds Commun De Creances
FHLMC	: Federal Home Loan Mortgage Corp
FMA	: Federal National Mortgage Association
IFSC	: International Finance Service Center
İDMK	: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler
İİK	: İcra ve İflas Kanunu
İKFS	: İpotekli Konut Finansman Sistemi
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
MBB	: Mortgage Backed Bonds
MBS	: Mortgage Backed Securities
MPS	: Mortgage Pass- Through Securities
md.	: Madde
MK	: Medeni Kanun
No	: Numara
REMICs	: Real Estate Mortgage Investment Conduit
S.	: Sayı
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SerPK	: Sermaye Piyasası Kanunu
TKHK	: Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun
TMK	: Türk Medeni Kanunu
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TTSG	: Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi
VDMK	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler

ÖZET

2006 yılının ikinci yarısında ABD’ de başlayan ve küresel dalgalanma etkisi ile Avrupa’ ya da yayılan ipotekli konut finansmanı sistemi (mortgage) krizinin etkileri halen devam ederken, 06.03.2007 tarihinde yapılan yasal düzenleme ile, ipotekli konut finansmanı sistemi ile tanışmış olduk¹.

Dünya’ da uzun yıllardan beri uygulanmakta olan ipotekli konut finansmanı sistemi, tüketicilerin uzun vadeli, düşük faizli ipoteğe dayalı konut kredileri ile konut edinmelerini sağlamayı amaçlayan bir sistemdir. Finans kuruluşları tarafından sağlanacak konut kredilerinin finansmanı noktasında, sisteminin temeli olan menkul kıymetleştirme işlemi bulunmaktadır.

Finans kuruluşlarının elinde bulunan likid olmayan alacaklara likidite kazandırılması olarak ifade edebileceğimiz menkul kıymetleştirme işlemi, finans kuruluşları açısından ucuz fon temin edilmesi imkânı getirmektedir. Sistemin işlemesi ile sağlanan fonların finans kuruluşları tarafından konut kredilerinin yeniden finansmanında kullanılması ile daha ucuza kredi imkânlarının doğması ve bunun da tüketicilere olumlu yansımalarının olması beklenmektedir.

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından konuya ilişkin çıkarılan tebliğler ile, menkul kıymetleştirme yurt dışındaki yapıya paralel şekilde düzenlenmiştir. Gerçekleştirilen yasal düzenlemeler ile amaçlanan, öncelikle uluslararası yatırımcıların ipoteğe dayalı menkul kıymetlere yatırım yapmalarının sağlanmasıdır.

Tezin birinci kısmında, menkul kıymetleştirme işleminin genel yapısı incelenerek yabancı ülke uygulamaları üzerinde durulacaktır.

Tezin ikinci kısmında, menkul kıymetleştirme süreci ve hukuki yapısı incelenecektir.

Üçüncü kısımda ise, genel çerçevesi ile İpotekli Konut Finansmanı Sistemi ve ipoteğe dayalı menkul kıymetler incelenecektir.

¹ 5582 sayılı Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun

ABSTRACT

Securitization in Mortgage

While the effects of economic crisis of mortgage that has started in the second half of 2006 in USA and has spreaded to Europa by global economic fluctuation were continuing, the legal arrangement of mortgage has become a law in 06.03.2007 in Turkey.

The mortgage system which has been implementing all over the world for years is a system that aimed to purchase homes by consumers with long term and low interest rate home credits. The essence of mortgage system that finance to home credits by financial instuations is securitization.

Securitization is defined as to make liquidity to unliquited financial instruments which financial instuations have and make opportunity to have cheaper funds. It is expected that, when securitization process starts, the new funds which can obtain from securitization process will be able to use to re-finance of home credits and it would cause positive effects to consumers.

Securitization was arranged similarly to foreign countires regulations by Capital Markets Board's communiques. The main purpose of legal arrangements is previously provide to invest foreign investments to the mortgage securities.

In the first part of thesis, it will be dwelled upon securitization process and how securitization regulates in foreign countiries.

In the second part of thesis, it will be dwelled upon securitization process and the legal basis of securitization.

In the third part, it will be analysed mortgage system and mortgage backed securities.

GİRİŞ

İpotekli konut finansmanı sistemi (İKFS - mortgage), dünyada uzun yıllardan beri uygulanmakta olan ve tüketicilerin kira öder gibi, bütçesini sarmadan, uzun vadeli, düşük faizli konut kredileri ile konut edinmelerinin önünü açan bir sistemdir.

Dünyadaki konut finansmanı sistemleri incelendiğinde, özellikle Amerika Birleşik Devletleri'nde konut finansmanı sistemi ile sermaye piyasalarının bütünleştiği görülmektedir. Söz konusu bütünleşme, konut kredilerinin menkul kıymete dönüştürülmesi ile sağlanmaktadır. Böylece, tüketicilere verilecek uzun vadeli konut kredilerinin finansmanı söz konusu kredilerin menkul kıymetleştirilmesi neticesinde ihraç edilecek hisse senetlerinden elde edilen fon ile gerçekleştirilmektedir.

İpotekli konut finansmanı sistemi, konut edinmek isteyen tüketicilerin konut edinmelerini temin etmekle birlikte; söz konusu kredilerin menkul kıymetleştirilmesi ile likiditesi olmayan finansal varlıklara likidite kazandırılması sağlanmış olmaktadır.

Ülkemizde konut finansmanı sistemine ilişkin yapılan son yasal düzenlemeler, ipotekli konut finansmanı sistemini ve sistemin temeli olan menkul kıymetleştirmeyi düzenlenmektedir. Finansal bir yenilik olarak ortaya çıkan menkul kıymetleştirme, ipotekli konut finansmanı sisteminin ekonomik anlamda temelini oluşturmaktadır.

Yapmış olduğumuz çalışmada, menkul kıymetleştirme işlemi ipotekli konut finansmanı sistemi çerçevesinde incelenmiştir. İpotek teminatlı konut kredilerinin yanı sıra, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme üzerinde de durulmuştur. Söz konusu çalışmada, yabancı ülkelerdeki menkul kıymetleştirme uygulamaları Amerika Birleşik Devletleri ve Avrupa ülkeleri açısından incelenmiş, söz konusu ülkelerdeki ipotekli konut finansmanı sistemi ve menkul kıymetleştirme uygulamalarının işleyişi ele alınmıştır.

§ 1. MENKUL KIYMETLEŞTİRME VE MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN TEMEL YAPISI

Menkul kıymetleştirmeyi en kısa şekilde belirli aktif varlıklara dayanan veya özgülünen menkul kıymet ihracı şeklinde tanımlayabiliriz². Söz konusu tanımı ipotekli konut finansmanı sistemi içerisinde değerlendirdiğimizde, ipotek teminatlı krediler finans kuruluşlarınca özünde hisse senedi şeklinde menkul kıymet haline getirilerek sermaye piyasalarına ihraç edilecektir. Yatırımcılar tarafından ipotek teminatı taşıyan menkul kıymetlere yatırım yapılmakla, ipotekli konut finansmanı sisteminin işlemesi için gerekli kaynak ihtiyacı karşılanmış olacaktır.

Gerek ulusal gerekse uluslararası yatırımcılar için hazine bonosu ve devlet tahvili, yatırım fonları ve hisse senetleri, altın, yabancı para gibi çeşitli yatırım araçları mevcuttur. İpotekli konut finansmanı sistemi yatırım aracı olarak menkul kıymet ihracını temel aldığı için menkul kıymet kavramı üzerinde durmak gerekmektedir.

1.1. MENKUL KIYMET KAVRAMI VE MENKUL KIYMETLERİN UNSURLARI

1.1.1. Menkul Kıymetler

SerPK md.3’ de menkul kıymetler şu şekilde tanımlanmıştır: “ Menkul Kıymetler: Ortaklık veya alacak hakkı sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan ibareler, aynı olan ve şartları kurulca belirlenen kıymetli evraktır”³.

Menkul kıymetlerin kıymetli evrak sayılacağı kanunda açıkça belirtilmiş olmasına rağmen, bütün kıymetli evrakları menkul kıymet kategorisi içinde değerlendiremeyiz. Menkul kıymetler, daha geniş bir kavram olan kıymetli evrak grubu içinde özel bir grubu oluştururlar. Menkul kıymetlerin misli eşya nitelikleri ve dönemsel gelir getirmeleri, onları diğer kıymetli

² **Yapısal Finans Sekürütizasyonla İlgili Terimler Sözlüğü**,
http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/media/SF_Turkish_Glossary.pdf, (11.08.2009).

³ 3794 sayılı Kanun ile değiştirilen bendin değişiklikten önceki metnine göre menkul kıymet kıymetler; ortaklık veya alacaklılık sağlayarak belli bir meblağı temsil eden, hisse senetleri, tahviller ve Hazine bonoları gibi kıymetlerdir, şeklinde tanımlanmıştır.

evraklardan ayırır. Dolayısıyla, bu özelliklere sahip olmayan kambiyo senetlerinin menkul kıymetlerden sayılmayacağı söylenebilir⁴.

SerPK’ da yer alan menkul kıymetlere ilişkin tarifinin yetersiz olduğu ileri sürülmüştür. Özellikle, menkul kıymet olarak kabul edilecek senetlerin şekli, devri, ziyai ve iptali, tarafların hak ve borçları konularında SerPK hiçbir genel prensip koymamakta ve bunun doğal sonucu olarak da menkul kıymetlerin birer kıymetli evrak olarak kabul edilmeleri bugünkü hukuk sistemimizde zaruri görülmektedir. Böylece, gerek tarafların sahip olacağı def’i hakları, sorumluluk ve borçları açısından, gerekse tarafların hukuken korunması açısından, menkul kıymetlerin kıymetli evrak sayılacağına belirtilmesiyle pratik bir çözüm getirilmektedir⁵.

Kıymetli evrak sayılan senetlerde hak ve senet birlikteliği vardır. Menkul kıymetlerde senette anlamını bulan hak, bir ortaklık veya alacak hakkı olabilir. Ancak, söz konusu ortaklık veya alacak hakkının niteliği ve senedin şekli konusunda misli nitelikte olmak, seri halinde çıkarılmak, dönemsel gelir getirmek gibi nitelik ve şekil bakımından ayrıntılar getirilmiştir.

Menkul kıymetlerin misli eşya niteliğinde olmaları; onların alım - satım ve aracılık işlemlerine konu olabilmelerini sağlamaktadır. Menkul kıymetlerin alınıp satıldığı yerler ise borsalardır⁶.

Bu noktada, kıymetli evrakta geçerli olan soyutluk ilkesinden bahsetmek gerekir. Kıymetli evrak niteliği taşıyan senetlerden bir kısmı sebepli (illi), bir kısmı ise soyuttur (mücerret).

Poliçe, bono ve çekte, soyutluk ilkesi hakim iken; hisse senedi, ipotekli borç senedi sebepli kıymet evrak kategorisine girerler. Soyutluk ilkesinin geçerli olduğu kıymetli evraklar, çıkarılmasına sebep olan hukuki ilişkiden bağımsızdırlar. Fakat, örneğin bir anonim ortaklığın kuruluşunda veya sermaye artırımında oluşturulan paylar hisse senedine bağlandığında, hisse senedi zaten önceden mevcut bulunan bir payı içerdiğinden, hisse

⁴ CAN Halil, GÜNER Semih; **Kıymetli Evrak Hukuku**, Ankara, 1999, s.318; TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar, 9.b, İstanbul, 2003, s. 617.

⁵ ÜNAL, Oğuz Kürşat; **Menkul Kıymetler, Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Menkul Kıymetler**, Ankara, 1988, s. 54 - 55.

⁶ SUMER Ayşe; **Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat**, 2.b, İstanbul, 1999, s. 19 - 20.

senedinin yanında yeni bir pay ihdas edilmiş olmamaktadır. Bununla birlikte, SerPK' nun 7. maddesinde belirtilen halka arz edilmiş olan sermaye piyasası araçlarını illilik kuralından hariç tutmak gerekir⁷.

Hukukumuzda, anonim ortaklıklar bakımından payın kıymetli evrak niteliğinde senetlere bağlanması mecburiyeti yoktur. Pay sahibi, ortağı olduğu anonim şirketten kendisine hisse senedinin yerini tutmak üzere ilmühaber verilmesini isteyebilir (TTK. md. 411). Payın kıymetli evrak niteliğinde senetlere bağlanması, senedin türüne göre hamiline veya nama yazılı olabilmemesinin sonucu olarak, onların sadece devir kabiliyetlerini kolaylaştırır. Ancak, SerPK' na göre halka açık anonim şirketlerin hisse senetlerinin basılı şekilde sahiplerine verilmesi zorunludur. İşte, SerPK' nun 7. maddesi anlamında halka arz edilen hisse senetlerinin illilik kuralından hariç tutulması gerekir⁸.

1.1.2. Menkul Kıymetlerin Unsurları

SerPK' nun 3. maddesinde ifade edilen tanıma göre, menkul kıymetlerin unsurları şunlardır:

1) *Ortaklık veya alacak hakkı sağlamak.* Buna göre hisse senedi ortaklık, tahvil ise alacak hakkı sağlayan menkul kıymetlerdir.

2) *Belirli bir meblağı temsil etmek.* Örneğin, hisse senetleri üzerinde nominal bir değer bulunmaktadır.

3) *Yatırım aracı olarak kullanılmak.* Bir kıymetli evrak olan çekin yatırım aracı olarak kullanılma özelliği bulunmamakla birlikte, ortaklık hakkı sağlayan bir hisse senedi ve alacaklılık hakkı sağlayan bir tahville yatırım yapılır.

4) *Dönemsel gelir getirmek.* Hisse senedinden kar payı, tahvilden ise faiz gibi dönemsel gelir elde etmek mümkündür. Hisse senetlerinin menkul kıymetler grubu içinde yer alması nedeniyle dönemsel gelirin mutlaka ödenmesinin mümkün olmadığı, kârın olmadığı dönemlerde dönemsel gelirin de söz konusu olamayacağı dikkate alınarak, SerPK' nun 3.

⁷ POROY Reha, TEKİNALP Ünal; **Kıymetli Evrak Hukuku Esasları**, 15.b, İstanbul, 2001, s. 26.

⁸ TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar, s. 623 vd.

maddesinde menkul kıymetlerin dönemsel gelir getirmeyi amaçladığının ifade edilmek istendiği söylenebilir⁹.

5) *Misli nitelikte olmak*. Menkul kıymetin misli nitelikte olmasının anlamı, o kıymetli evrakın yerine aynı niteliklere sahip bir kıymetli evrakın konulabilmesidir. Örneğin, bir anonim ortaklık tarafından sermaye arttırımı nedeniyle çıkarılan ve halka arz edilen senetlerle, bir sonraki sermaye arttırımını gerçekleştirebilmek amacıyla çıkarılanlar, aynı hukuksal temele dayalı olarak birbirlerinin yerini alabilirler.

6) *Seri halinde çıkarılmış olmak*. Sermaye piyasası aracı olarak işlev yapan menkul kıymetler kitle halinde ihraç edilirler¹⁰.

Menkul kıymetlerin tanımlamasını yapan SerPK' nun 3. maddesinin (b) bendinin ikinci fıkrasında yukarıdaki unsurların sayılmasının ardından "... ve şartları kurulca belirlenen kıymetli evraktır" ifadesi yer almaktadır. Söz konusu ifade, Kurul' un yeni menkul kıymet yaratacak olmamakla birlikte, menkul kıymetlerin taşıyacağı şartlar konusunda belirleyici olabileceği yönünde yorumlanabilir¹¹.

SerPK md.3/c hükmüne göre ihraç, sermaye piyasası araçlarının ihraççılar tarafından çıkarılıp, halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin satışı şeklinde belirtilmiş ve aynı maddede (SerPK md.3/h) ihracı gerçekleştirebilecek olanlar, anonim ortaklıklar, özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüsleri, mahalli idareler ile bunlarla ilgili özel mevzuatları uyarınca faaliyet gösteren kuruluş, idare ve işletmeler şeklinde belirtilmiştir.

Tanımda, iktisadi hayatta ticari esaslara göre faaliyette bulunan kamu iktisadi teşebbüsleri, belediye ve ilgili kuruluşlar (ASKİ, İSKİ gibi) da ihraççılar içinde sayılmış olmasına rağmen, bunların ihraççı olabilmesi için ilgili mevzuatlarının menkul kıymet ihracı yoluyla kaynak temin edilmesine izin vermesine bağlıdır. Halbuki anonim ortaklıklar, genel kurul kararı veya esas sözleşmede hüküm bulunması koşuluyla menkul kıymet ihraç edebilmektedirler¹².

⁹ ÜLGEN Hüseyin, HELVACI Bahtiyar, KENDİGELEN Abuzer, KAYA Arslan; **Kıymetli Evrak Hukuku (Ders Kitabı)**, 2.b, İstanbul, 2005, s. 22.

¹⁰ ÖZTAN Fırat; **Kıymetli Evrak Hukuku**, 6.b, Ankara, 2003, s. 64.

¹¹ TANÖR Reha; **Türk Sermaye Piyasası**, C.2, Halka Arz, İstanbul 2000, s. 82 - 83.

¹² ŞENGÜL Selami; **Sermaye Piyasası Mevzuatı Açıklama ve Yorumları**, Ankara, 2002, s. 14.

1.2. MENKUL KIYMETLEŞTİRME KAVRAMI

1.2.1. Menkul Kıymetleştirmenin Tanımı

İŞlem ve bilgi teknolojilerindeki geliŐmeyle birlikte bir finansal yenilik olarak ortaya çıkan menkul kıymetleştirme, son iki yüzyıl içinde görülen en büyük ekonomik buluŐtur. Likiditesi olmayan finansal varlıkların likit hale dönüştürülmesi ve sermaye piyasalarına aktarılması süreci olarak tanımlayabileceğimiz menkul kıymetleştirme, özellikle düşük işlem maliyetleri sayesinde Şirketlerin kolayca finansman sağlamalarına olanak vermektedir¹³.

Şöyle ki; teknolojik gelişmeler, beraberinde finansal yeniliklerin de ortaya çıkmasına yol açmakta ve bunların hizmete sunulmasını kolaylaŐtırmaktadır. Finansal işlemler ve finansal hizmetlerin maliyetinin düşmesi, beraberinde daha fazla kâr imkanı getirmektedir.

Finans sektöründe maliyet etkinliğini sağlayamayan ürünlerin piyasadan yok olması beklenmektedir. Çünkü finans sektörü maliyet etkinliğinin önemli olduğu bir sektördür.

Finansal hizmetler sektöründe, bilgisayar kullanımının yaygınlaŐmasının sonucu olarak, işlem başına maliyetlerin daha düşük olması saėlanmıŐtır. Böylece, büyük meblağlı yatırım araçlarına küçük yatırımcıların da ortak olmalarının önü açılmış ve yatırım araçlarındaki riskin kurumsal yatırımcılar ve küçük yatırımcılar arasında paylaşımı gerçekleştirilmiŐtir¹⁴.

Menkul kıymetleştirme, bir Şirketin (kaynak Şirket) bilançosunda yer alan likit olmayan alacaklarının benzer nitelikte olanlarını bir araya toplayarak, kendisinin ya da bu amaç doğrultusunda kurulmuş olan bir kurumun (özel amaçlı kurum) vasıtasıyla sermaye piyasalarına bu alacak havuzuna dayalı menkul kıymet ihraç etmesi ve ihraç edilen menkul kıymetlere ilişkin ana para ve faiz ödemelerinin bu havuzdaki alacakların geri ödemeleriyle finanse edilmesidir.

¹³ MISHKIN S. Frederic; **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, Colombia, USA, 2004, s. 237.

¹⁴ KAPLAN Cafer; **Finansal Yenilikler Ve Piyasalar Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği**, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliğ No: 9910, Nisan 1999, s. 8 - 9. <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/dpaper42.pdf>, (27.09.2009, 14:51).

Menkul kıymetleştirmenin en büyük faydası, şirketlerin, likit olmayan varlıklardan gelecekte elde edecekleri ekonomik faydalar (nakit akışı) karşılığında, yatırımcılardan doğrudan ve düşük maliyette fon temin edebilmelerinin sağlanmasıdır¹⁵.

Burada temel amaç, menkul kıymetleştirmeye konu olacak alacakları, şirketin tüm risklerinden izole ederek, menkul kıymetlere ilişkin nakit akımlarının yatırımcılara güvenli bir şekilde aktarılması noktasında, yatırımcılar dışında hiç kimsenin hak sahibi olamayacağı bir hukuki mekanizmanın kurulmasıdır. Bunu sağlamak için menkul kıymet ihracı, ihraç edilecek fonları elinde bulunduran şirket (kaynak şirket) tarafından değil, sadece alacaklara güvenli bir liman olması amacıyla devreye giren bir kuruluş (özel amaçlı kuruluş) tarafından ihraç edilir.

Böylece, alacaklardan elde edilen nakit akımı, kaynak şirketin iflası veya ödeme güçsüzlüğüne düşmesi gibi hallerde, menkul kıymet sahiplerine ödenmeye devam olunur. Kaynak şirketin alacaklılarının söz konusu durumlarda bu alacaklar üzerinde hak sahibi olması engellenir¹⁶.

Menkul kıymetleştirilecek alacak hakları, finans kuruluşu ile tüketiciler gibi kredi talep edenler arasındaki kredi işlemlerinden ortaya çıkmaktadır. Kural olarak bu hakların nakde dönüştürülmesi, esas borç ilişkinin karşı tarafının borcunu vadesinde ödemesi ile gerçekleşir. Ancak, menkul kıymetleştirme sayesinde, finans kuruluşu, malvarlığının aktifinde yer alan hakları, kredi sözleşmesinde yer alan vadeyi beklemeden, daha önceki bir tarihte menkul kıymetleştirerek nakde çevirmekte, başka bir ifade ile likit hale getirmektedir. Bu sayede, finans kuruluşunun aktifinde yer alan ve tek başına önemli bir ekonomik değere sahip olmayan çok sayıda alacak hakları bir araya getirilerek bir havuzda toplanarak, likit ve dolaşımı mümkün menkul kıymetlere dönüşmektedir¹⁷. Böylelikle, fon arz edenler ile fon talep edenler menkul kıymetleştirme ile karşı karşıya geldiğinden, menkul kıymetleştirme olayının bir finansal aracılık olduğunu söylemek mümkündür¹⁸.

¹⁵ HEPŞEN Ali; **Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması**, İTO, İstanbul, 2005, s.17; TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar, s. 621.

¹⁶ DOĞRU Halil; **Menkul Kıymetleştirme&Mortgage, Genel ve Hukuki Esaslar**, İstanbul, 2007, s. 4.

¹⁷ KOÇAK Duygu; **Konut Finans Kanunu Öncesi ve Sonrası Mortgage Türk Uzun Vadeli Konut Finansman Siteminde Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler**, İstanbul, 2007, s. 63.

¹⁸ CİMİT İclal; **Gayrimenkullerin Menkulleştirilmesi Ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir İnceleme** (Yayınlanmamış doktora tezi), İstanbul, 2000, s. 43.

Kaynak şirketin aktifinde yer alan alacak hakları, kaynak şirket bakımından kredi geri ödemelerinde sadece faiz getirisi getirmektedir. Menkul kıymetleştirme sayesinde, kaynak şirket söz konusu kredilerden faiz geliri elde etmeyi sürdürmekte, bununla beraber söz konusu alacakların kaynağını teşkil eden menkul kıymet ihraçlarından ayrıca bir gelir elde etmektedir.

Menkul kıymetleştirmenin temel unsuru, iyi aktiflerin bir şirket veya finansal kurumun bilançosundan ayrıştırılarak, yüksek kalitedeki menkul kıymetlere dayanan aktiflere yatırımcıların yatırım yapmasının sağlanmasıdır.

Menkul kıymetleştirme, şirketler için finansmanın yeni ve ucuz bir şekli olmaktadır. Etkin kredi programları olup da sermaye kısıtı yaşayan finansal kuruluşlar açısından menkul kıymetleştirme, aktiflerin bilançodan kaldırılması ve sermayenin daha da fazla kredi tahsisi için serbest bırakılması neticesinde alternatif bir fonlama kaynağı olabilmekte ve menkul kıymetler, işlem hacmi geniş ve yüksek kredi derecesine sahip likit ürün olduklarından, ikincil piyasalarda aktif olarak alım satımı yapılabilmektedir¹⁹.

Menkul kıymetleştirme işleminde yatırımcı, yatırımını tahvil veya hisse senedinde olduğu gibi bir şirkete ve şirketin geleceğine değil, belirli bir varlık kalemine, yani menkul kıymetleştirmenin kaynağını oluşturan alacaklara yapmaktadır. Zira, satın aldığı menkul kıymete ait geri ödeme, şirketin kaynaklarından yapılmamakta; menkul kıymetleştirilen alacakların geri ödenmesinden doğan nakit akımlarından yapılmaktadır. Bu bakımdan, yatırımcıların yatırım kararı verirken, esas olarak, kaynak şirketin mali durumuna ve risklerine değil, menkul kıymetleştirilen alacak kalemlerinin güvenilirliğini dikkate almaları gerekmektedir²⁰.

Sonuç olarak, ülkemizin bankacılık sektörünün de, diğer ülke sektörlerinde olduğu gibi, mevduat-kredi döngüsü nedeniyle yeni fonların oluşturulması ve kullanılması açısından bir doyum noktası olduğu için, bankacılık sektörü açısından sermaye piyasası faaliyetlerinin yeni faaliyet alanları yaratıcı, bütünleyici bir etkisi olduğu görülmektedir. Bankacılık sektörüne nazaran, sermaye piyasaları daha esnek ve aynı zamanda yeni ürün ve araçlara açık

¹⁹ ERDÖNMEZ Ataman Pelin; **Aktif Menkul Kıymetleştirme**, Bankacılar Dergisi, S. 57, 2006, s. 10. <http://www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi57/menkulk%C4%B1ymetlestirme.pdf>, (21.11.2008, 22:08).

²⁰ DOĞRU, s. 7.

bir durumda olup, çok değişik alternatif finansman yöntemleri için elverişlidir. İKFS' de bu kapsamda yer alan örneklerden biridir²¹.

1.2.2. Menkul Kıymetleştirmenin Temel Yapısı

Menkul kıymetleştirme, kapsamının genişliğinden dolayı farklı kurumların birbirleriyle ilişkisi sonucunda gerçekleştiği için, önemli olan husus farklı yapılardaki bu kurumların düzgün bir biçimde işlemlerini sağlamaktır. Varlığa dayalı menkul kıymet ihraçlarının etkin bir şekilde oluşturulmaları hem ihracı gerçekleştiren kurumlara hem de yatırımcılara fayda sağlayacaktır²².

Varlıkların menkul kıymetleştirilmesinin en büyük avantajı, varlıkların kredi riski ile kredi veren kurumun kredi riskinin birbirinden ayrılmasıdır. Böylece, menkul kıymetlere yatırım yapacak yatırımcılar açısından, güvenilir bir menkul kıymet tipi oluşturulur. Geleneksel menkul kıymet ihracı ile finansmanda, şirket genel kredi riskine bağlı olarak borçlandığı için, şirketin iflası halinde, tahvil sahiplerine yapılacak faiz ve anapara ödemeleri iflas yasasına göre durdurulur. İşte, söz konusu sorunu aşma noktasında, menkul kıymetleştirme sürecinin kilit noktası olarak, varlıkların özel amaçlı kuruma devredilmesi son derece önemlidir²³.

Yabancı ülke uygulamalarında başarılı bir menkul kıymetleştirme için gerekli olan şartları şu şekilde özetleyebiliriz:

- standart sözleşmeler,
- riskin sigorta aracılığıyla ayrıştırılması,
- istatistiksel veriler,
- uygulanacak mevzuatın standart hale getirilmesi,

²¹ EROL Turan; “Kamu Altyapı Yatırımlarının Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Finansmanı” Konulu SPK 7. Arama Konferansı, s. 1.
http://kaf.spk.gov.tr/sunumlar/TuranErol_2.pdf, (21.11.2008, 22:43).

²² HEPŞEN, s. 33.

²³ TANTAN, s. 14.

- hizmet sağlayıcılığın standart hale getirilmesi,
- güvence sağlayan kuruluşların tatmin edici desteği,
- teknolojik altyapı²⁴.

Etkili bir finansal araç olan menkul kıymetleştirme, kaynak şirketin borçlularının ve kredi borçlularının varlıklar üzerindeki taleplerini izole etmekte, özellikle varlıklardan sağlanan nakit akımlarını güvence altına almaktadır. Kaynak şirket, varlıklardan gelen nakit akımlarını güvence altına almak için, söz konusu varlıklarını diğer varlıklarından ayrıştırmalı veya kredi borçlusunun borcunu tamamıyla kapatması durumunda, ödemeleri bloke hesap altında tutmalıdır. Böylece, kaynak şirketin iflası ve ödeme güçlüğüne düşmesi durumunda, yatırımcıların alacakları ilk sırada yer almalıdır. Özellikle uluslararası menkul kıymetleştirmede, kaynak şirketin varlıklardan gelen nakit akımların diğer tahsilâtları ile karışması riski vardır. Ayrıca, derecelendirme kuruluşları, geçici karışıklık ihtimali olan varlıklara dayanan menkul kıymet ihraçlarında en yüksek kredi derecesi olan AAA notu vermemektedirler²⁵.

Yapılandırılmış finansman²⁶ (structured financing) olarak da nitelenen menkul kıymetleştirme yapısının çerçevesini şu şekilde açıklamak mümkündür:

²⁴ KENDALL T. Leon, FISHMAN J. Michael; **A Primer on Securitization**, Massachusetts London, England, 1996, s. 7.

²⁵ GUTH Eric, BROWN Michael, BIRD C. Daniel; **International Asset Seceritizations: Risks Associated with Compelling and Rights of Ofset – United States Perspective**, International Business Law Practice Series, 2000, USA, s. 273, 281.

²⁶ “Yapılandırılmış finansman; varlıkların bir araya getirilerek birleştirilmesi (Nakit ve/veya sentetik varlıklar), aktiflere dayandırılmış yükümlülüklerin dilimlendirilmesi (klasik sekürütizasyon), teminatlı varlıkların kredi riskinin originatore ait kredi riskinden bağının kopartılması (sınırlı ömürlü ve bağımsız özel amaçlı araç SPV) şeklinde üç karakteristik özelliğe dayandırılarak tarif edilebilir”.
<http://www.jcravasyarating.com/index.php?sayfa=20>, (23.06.2009, 11:33).

1.2.2.1. Alacakların Belirlenmesi ve Alacak Havuzunun Oluşturulması

Her şeyden önce, hedeflenen yatırımcıları menkul kıymetlere yatırım yapmaya çekmek için alacak havuzunda yer alan alacaklardan sağlanan nakit akımlarının zamanında ve düzenli bir biçimde yatırımcılara aktarılması gerekmektedir²⁷.

Menkul kıymetlere ilişkin anapara ve faiz ödemelerinin yapılması alacaklara bağlı olduğundan, alacaklara ilişkin anapara ve faiz ödemelerinin önceden programlanabilmesi gerekir. Bunun için de, alacaklardan elde edilecek nakit akışının en azından belirli bir ölçüde tahmin edilebilir olması gerektiği söylenebilir. Alacaklardan yapılan tahsilâtlar düzensiz ve alacakların geri ödeme oranının düşük olduğu durumlarda, bu alacaklar menkul kıymetleştirme için uygun olmayacaktır. Söz konusu durumu tespit edebilmek için, kaynak şirketin müşterileri ile olan ödemelerine ilişkin istatistiksel verilere bakılabilir.

Alacaklar ve varsa bunların teminatlarına ilişkin sözleşmelerin ve diğer dokümanların tam ve hukuken geçerli olması, alacakların tahsilâtında hukuki bir sorun çıkmaması için son derece önemlidir. Ayrıca, alacaklara ilişkin sözleşmelerde bir devir yasağının olmaması da önemlidir. Aksi durum, özel amaçlı kuruluşa yapılacak devrin geçersiz olmasına neden olabilecektir. Alacakların satış fiyatının belirlenmesi konusunda, ipotek teminatı taşıyan alacaklar, teminatsız alacaklara göre daha sağlam olduğundan daha yüksek bir fiyatla satılabileceklerdir²⁸.

Kredi veren kurumun oluşturduğu havuza sağlanacak güvence mekanizmaları sayesinde, oluşabilecek kredi riski ortadan kaldırılmaya ya da düşük tutulmaya çalışılmaktadır²⁹.

1.2.2.2. Alacakların Özel Amaçlı Kuruma Devredilmesi

Kaynak şirketin oluşturduğu alacak havuzunu özel amaçlı kuruma devretmesinin temelinde, kaynak şirketin iflasının veya ödeme gücüne düşmesinin, yatırımcılara zamanında ve düzenli yapılması gereken ödemeleri aksatma ihtimalinin engellenmesi yatmaktadır. Alacakların kaynak şirketin bilançosundan çıkartılması neticesinde başta

²⁷ HEPŞEN, s. 35.

²⁸ DOĞRU, s. 77.

²⁹ HEPŞEN, s. 35.

alacağın mülkiyeti olmak üzere, alacağına bağlı fer'i haklar özel amaçlı kuruma geçmekte ve böylece yatırımcılar iflas olasılığına karşı korunmaktadır³⁰. Bu noktada bir diğer önemli nokta, alacakları kaynak şirketin risklerinden izole etmek için devreye sokulan özel amaçlı kuruluşun kendisinin de alacaklar üzerinde bir risk yaratmaması gerektiğidir.

Özel amaçlı kuruluşun menkul kıymet ihracı dışında başka bir faaliyette bulunması veya borçlanmasının kısıtlanarak söz konusu sorun aşılabılır.

Menkul kıymetlerin hangi fiyattan ve ne kadar satılacağı belirlendikten sonra, menkul kıymetleştirilecek alacak miktarı ve bunların satış fiyatı kesinleşir. Menkul kıymetleştirilecek alacaklar, bir devir sözleşmesi ile kaynak şirket tarafından özel amaçlı kuruluşa bir bedel karşılığı devredileceği için, bu devir karşılığında özel amaçlı kuruluşun alacakların bedelini kaynak şirkete ödemesi gerekir³¹.

1.2.2.3. Menkul Kıymetlerin İhraç Edilmesi

Alacaklar özel amaçlı kuruma devredildikten sonra, özel amaçlı kurum fon portföyünde yer alan varlıklar karşılığında menkul kıymet ihraç işlemini gerçekleştirecektir.

1.3. MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN YARAR VE SAKINCALARI

1980' li yılların önemli bir ekonomik gelişmesi olan menkul kıymetleştirme, işletmelerin doğrudan mali piyasalara başvurmaları, banka kredilerinin veya farklı türden başka alacaklarının mali piyasalarda işlem gören menkul kıymetlere (asset backed on loan backed securities) dönüştürülmesini sağlayarak, ekonomik birimler arasındaki ilişkilerde fon akımları sağlar.

Menkul kıymetleştirmenin bir diğer genel faydası, kredi verme, yani ödünç faaliyetlerini piyasa faaliyetlerine dönüştürdüğü gibi, kredi işleminin çeşitli aşamalarını (risk değerlendirme, dağıtım) birbirinden ayrılmakta ve söz konusu işlemlerin farklı uzman kuruluşlarca (rating ajansları, dealers, kredi sigortası gibi) ayrı ayrı yürütülmesine olanak vermektedir.

³⁰ HEPŞEN, s. 35.

³¹ DOĞRU, s. 83.

Menkul kıymetleştiririnin, kısa vadeli alacakların uzun vadeye dönüştürülmesi, alacaklara pazarlanabilir kabiliyet kazandırılması, bankaların öz varlık ve likidite oranlarının iyileştirilmesi gibi başka avantajları da bulunmaktadır³². Menkul kıymetleştirme sayesinde, ekonomi, fon sağlanabilecek alternatif kaynaklarla tanıştığı için, neticede fon kaynaklarının çeşitlenmesi ile birlikte rekabetin artması ve dolayısıyla daha verimli bir finansal sistemin oluşması sağlanmaktadır.

Menkul kıymetleştirme ile birlikte fonların bankaların bilançosundan çıkarılarak özel amaçlı kuruma devredilmesi, maliyetleri düşürmekte ve verimliliğin artmasına neden olmaktadır³³.

1.3.1. Menkul Kıymetleştiririnin Yararları

1.3.1.1. Kredi Veren Kurum – Kaynak Şirket Açısından

Menkul kıymetleştirilecek varlıklar bilanço dışına çıkarıldıkları ve nakit bir değere dönüştürüldükleri için, kaynak şirketin bilançosunda artı bir değer oluştururlar. Kaynak şirket, varlıklardan gelecek nakit akımlarını beklemeye gerek olmadan menkul kıymetlerin satışından gelir elde ederek, yeni krediler için kaynak sağlamış olmaktadır. Söz konusu faydanın uzun vadeli krediler (mortgage kredileri, otomobil kredileri, eğitim kredileri) için bir anlamı olsa da, kıza vadeli krediler için (kredi kartı alacakları) aynı şeyi söylemek güçtür.

Menkul kıymet ihracının iflas riskinden arındırılmış özel amaçlı kurum tarafından yapılması, söz konusu menkul kıymetlere derecelendirme kuruluşları tarafından yüksek not verilmesine, böylece yatırımcıların da bu menkul kıymetlere olan güvenini arttırmaktadır³⁴.

Kaynak şirket, devrettiği alacakların ödenmesine ilişkin bir güvence verebileceği gibi, hiçbir güvence de vermeyebilir. Güvence verilmemesi durumunda (teminat mektubu veya sigorta gibi), menkul kıymetleştirme neticesinde, alacakların riski tümüyle üçüncü kişilere devredilmiş olur. Alacakların bir kısmının ödenmesine ilişkin güvence verilmiş ise, bu sefer ödenmesi garanti edilen kısmın dışında kalan alacakların riski devredilmiş olmaktadır³⁵.

³² **Türk Bankacılık Sektörünün Piyasa Yapısının Analizi**, s. 16.
<http://www.akademiogretim.com.tr/makale/tbs3.PDF>, (21.11.2008, 22:47).

³³ DOĞRU, s. 62.

³⁴ LEIXNER, C. Timothy; **International Asset Securitization and Other Financing Tools**, USA, 2000 s. 4.

³⁵ DOĞRU, s. 56.

Kaynak şirket, süreçte verdiği hizmetlerden ötürü bir yandan hizmet geliri elde ederken, varlıklarının büyük bir kısmı alacaklardan oluşan kurumlar için, alacakların vadelerinden önce paraya çevrilmesi likiditeyi arttırmaktadır.

Geleneksel yöntemdeki herhangi bir kurumdan fon sağlanması durumunda, kredi kullanılırken anlaşmanın getirdiği sınırlamalar söz konusu olabilmekteyken, menkul kıymetleştirme, kurumların fon yönetiminde serbestlik getirmekte; böylece kaynak şirket açısından geleneksel yöntemden daha serbest bir yapı oluşmaktadır.

Menkul kıymetleştirme sayesinde bankaların ve tasarruf kurumlarının mevduat çekmek için ödedikleri yüksek faiz yerine, var olan pazar faiz oranları üzerinden alacaklarına dayalı menkul kıymet ihraç etmeleri neticesinde daha ucuza fon bulmalarına imkan sağlanmaktadır³⁶.

1.3.1.2. Kredi Borçluları Açısından

Menkul kıymetleştirme, kredi veren kuruma bazı yararlar sağladığı gibi bu kurumdan kredi kullanan borçlulara da yararlar sağlamaktadır. Şöyle ki; menkul kıymetleştirmeyi uzun süreli kullanan şirketler için yeni kredi açma işlemleri de süreklilik arz etmektedir. Menkul kıymetleştirme sayesinde kredi veren kurumlar arasında rekabet artmakta, bu da kredi maliyetlerinin düşmesine neden olmaktadır. Böylece, kredi kullanıcıları daha ucuza fon kullanabilme imkânına sahip olabilmektedir³⁷.

1.3.1.3. Yatırımcılar Açısından

Menkul kıymetleştirme, yatırımcılar için yeni bir yatırım olanağı oluşturmakta ve diğer yatırım araçlarına kıyasla (mevduat, hazine bonosu) daha iyi bir getiri sunmaktadır.

Menkul kıymetleştirmenin yatırımcılara sağladığı en büyük faydanın, diğer yöntemlerle karşılaştırıldığında, daha yüksek bir koruma garantisi sağlanması olduğu söylenebilir. Menkul kıymetlerin ihracında rol alan ve iflas dışı bir kurum olarak

³⁶ HEPŞEN, s. 46 - 47.

³⁷ HEPŞEN, s. 48; CEYLAN, KORKMAZ, s. 554.

yapılandırılan özel amaçlı kurumların varlığı nedeni ile yatırımcılar iflas riskinden arındırılmış bir alanda yatırım yapma imkânına kavuşmaktadırlar³⁸.

1.3.1.4. Diğer Taraflar Açısından

Menkul kıymetleştirme sürecince yer alan diğer tarafların elde ettiği yarar ise, verdikleri hizmet neticesinde hizmet geliri elde etmeleridir.

1.3.2 Menkul Kıymetleştirmenin Sakıncaları

Menkul kıymetleştirmenin belirtilen önemli yararları dışında bazı sakıncaları da vardır. Bunlar kredi veren kurum, yatırımcılar ve finansal sistem açısından farklı şekillerde gerçekleşmektedir.

1.3.2.1. Kredi Veren Kurum - Kaynak Şirket Açısından

Menkul kıymetleştirmenin kredi veren kurum açısından sakıncalarını şu şekilde sıralamak mümkündür:

Menkul kıymetleştirme sürecince kredi veren kurum alacaklarının kalitesi konusunda her türlü bilgiye sahip olduğu için, bu bilgilerin kaynak şirketin kendi çıkarları doğrultusunda kullanılma ihtimali her zaman söz olabilir. Kredi veren kurum, düşük riskli alacaklarını kendi bilançosunda tutup riskli alacaklarını satabileceği gibi; tam tersine, yüksek riskli alacaklarını bilançoda tutulup alacak havuzunu daha kaliteli göstermek için düşük riskli alacakları özel amaçlı kuruma devredebilir.

Ödeme aktarmalı menkul kıymetleştirme sayesinde kredi veren kurum, alacaklarını bilanço dışına çıkartarak finansal oranlarını daha iyi hale getirmek konusunda avantaj elde etmekle birlikte, finansal açıdan sorunlar yaşayan kurumların bu düzeltmeler sonucunda kendi durumlarının ciddiyetini anlamaları zorlaşmaktadır. Ayrıca, kredi veren kurumun, açmış olduğu kredileri satacağı düşüncesi ile bunlar hakkında yeterli düzeyde analiz yapmaması da kurum açısından sakınca doğurmaktadır³⁹.

³⁸ HEPŞEN, s. 48.

³⁹ HEPŞEN, s. 49.

Menkul kıymetleştirme neticesinde bir şirketin en değerli aktif kalemi olan alacaklarının şirket dışına çıkarıldığı, şirketin bundan sonra iflas etmesi durumunda şirketten alacaklı olanların bundan zarar göreceği, menkul kıymetleştirmeden elde edilen yararların bedelinin başka kişilere ödetildiği yönünde menkul kıymetleştirmeye eleştiriler de yapılmaktadır.

Fakat, unutulmaması gerekir ki, menkul kıymetleştirmede kredi veren kurum alacaklarını sattığından, devrettiği alacaklar karşılığında bir bedel elde ettiği için, menkul kıymetleştirme neticesinde, kaynak şirketin varlık kalemleri arasında değişiklik meydana gelmemekte; alacaklar şirket malvarlığından çıkarken, bunların yerine alacakların satış bedeli olan nakit, şirketin mal varlığına (aktifine) dahil olmaktadır. Dolayısıyla, kaynak şirketin alacaklılarının, menkul kıymetleştirilen alacakların iflas masasına dahil olmamasına rağmen, her durumda zarar gördüklerini söylemek güçtür⁴⁰.

1.3.2.2. Yatırımcılar Açısından

Menkul kıymetleştirmenin dayanağını oluşturan varlıklara ilişkin ödemelerin, borçlular tarafından yapılmaması veya geç yapılması, söz konusu menkul kıymetleri satın alan yatırımcılar açısından bir risk oluşturmaktadır. Bununla birlikte, menkul kıymetleştirme sürecinde yer alan güvence mekanizmalarının varlığı, riskin minimum seviyeye düşürülmesine katkıda bulunmaktadır.

Aynı şekilde, ödeme aktarmalı menkul kıymet ihracında alacaklara ilişkin, borçlular tarafından yapılan erken ödeme durumlarında, piyasa faiz oranları düşmüş ise, yatırımcılar daha düşük getiriye katlanmak zorunda kalacakları için, ödeme aktarmalı menkul kıymetlerin söz konusu riski taşıdıkları söylenebilir⁴¹.

1.3.2.3. Finansal Sistem Açısından

Menkul kıymetleştirmenin finansal sistem açısından getirdiği en önemli sorun; kredi veren kurumun düşük riskli kredilerini bilançosunda tutup, yüksek riskli kredilerini menkul kıymetleştirmede kullanmak istemesinin finansal sisteme olan güveni sarsması tehlikesidir⁴².

⁴⁰ DOĞRU, s. 56.

⁴¹ HEPŞEN, s. 50.

⁴² HEPŞEN, s. 50.

§ 2. MENKUL KIYMETLEŞTİRME SÜRECİ VE MENKUL KIYMETLEŞTİRME İŞLEMİNİN HUKUKİ NİTELİĞİ

2.1. MENKUL KIYMETLEŞTİRMEYE KONU OLAN ALACAKLAR

Teorik olarak, her türlü varlığın menkul kıymetleştirilmeye konu olması mümkün olmakla birlikte; menkul kıymetleştirme, nakit akımına dayalı bir finansman tekniği olduğundan, menkul kıymetleştirilecek varlığın mutlaka bir nakit akımı yaratması gerekir⁴³.

Kaynak şirketin oluşturacağı alacak havuzu, menkul kıymet ihracının temeli olacağı için, alacak havuzundaki varlıkların aynı zamanda teminat olabilirlik açısından da değerlendirilmesi gerekmektedir. Menkul kıymetleştirmeye konu olacak alacak portföyü, sözleşmeye dayalı nakit akımları bulunan alacaklardan oluşmalıdır. Genel olarak, sözleşmeye dayalı nakit akımları bulunan alacakların tamamı menkul kıymetleştirilebilirse de, başarılı bir menkul kıymetleştirmeye temel oluşturması için, alacak portföyü iyi çeşitlendirilmiş olmalı ve alacakların geçmişteki geri ödeme oranları ile ilgili istatistiksel verilere dayalı olarak, alacaklardan elde edilebilecek gerçek nakit akımları hesaplanabilmelidir. Alacak portföyünün homojen bir yapıda olması ve portföyün değerinin menkul kıymetleştirmeyi ekonomik kılacak büyüklükte olması da aranan bir diğer özelliktir. Sürekli bir menkul kıymetleştirme programının uygulanması halinde vadesi dolan alacaklar yenilenebilir nitelikte olmalıdır⁴⁴.

Alacakların ortalama vadesi 1 yıldan uzun olmalıdır. Genellikle vadenin 18-24 ay gibi yeterli uzunlukta olması gerektiği söylenebilir⁴⁵.

Sonuç olarak, menkul kıymetleştirilecek alacakların seçiminde dikkat edilmesi gereken hususları şu şekilde belirtmek mümkündür:

- Menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemelerinin miktarı ve zamanı, yani nakit akımlarının önceden belirli ölçüde tahmin edilebilir olması gerekir.

⁴³ DOĞRU, s. 43.

⁴⁴ KARADAĞ Nihat; *Tüketici Finansman Şirketlerinin Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı*, SPK, Yayın No: 84, Ankara, 1997, s. 31 - 32.

⁴⁵ HEPŞEN, s. 33.

- Alacakların varlığının saptanması noktasında, kaynak şirketin kayıtlarının güvenilir olması gerekir.

- Alacağın özel amaçlı kuruma devrine ilişkin devir ve garantiler gibi diğer işlemlerin hukuken geçerli olması gerekir.

- Oluşturulan alacak havuzundaki kredi borçluların sayısı ve bunlar arasında yoğunlaşma olup olmadığı hususu da alacak seçiminde önemlidir. Borçluların az sayıda olması durumunda, bunların az bir kısmının dahi borçlarını zamanında ödememesi, varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerine yapılacak anapara ve faiz ödemelerini aksatabileceğinden, istatistiki olarak, belli sayıdaki borçlunun alacağını zamanında ödememesi durumunda dahi, varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerine yapılacak ödemelerin aksamamasını sağlayacak sayıda borçlunun mevcut olması gerekir.

Ayrıca, az sayıda borçlunun toplam borç içinde önemli bir paya sahip olması durumunda, borçlu sayısı çok olsa bile, toplam borç içinde büyük bir paya sahip bir borçlunun ödeme yapmaması dahi menkul kıymet sahiplerine yapılacak ödemeleri aksatabilecektir.

- Borçluların kaynak şirkete, dolayısıyla alacağı devralan özel amaçlı kuruluşa karşı ileri sürebilecekleri savunmalara sahip olup olmadıkları hususu da alacakların seçiminde önemlidir. Zira, borçluların, kaynak şirkete ilişkin haklı bir sebebe dayanarak borçlarını ödemekten kaçınabilecekleri durumlarda, ödemeler dengesi bozulabilecektir.

- İpotek teminatlı menkul kıymetlerde, alacaklar ipotekle teminat altına alınmış olsa dahi, borçlunun borcunu ödememesi durumunda, ipoteğin paraya çevrilmesi ile elde edilen meblağın alacağın tamamını karşılayıp karşılamayacağını dikkate alınması gerekir.

- Menkul kıymetlere ilişkin alacakların vadeleri ile ihraç edilen menkul kıymetlerin vadelerinin uyumlu olması gerekir⁴⁶.

Menkul kıymet ihraçlarında işleme konu olan alacak türlerini aşağıdaki şekilde belirtmek mümkündür.

⁴⁶ DOĞRU, s.76 vd.

2.1.1. İpotekli Konut Kredileri

İpotek karşılığı verilen kredilerin büyük bir kısmı konut finansmanına yönelik olup, bunlar genelde uzun vadeli ve düşük faizli kredilerden oluşmaktadır. Bu tür krediler, finans kurumları açısından önemli bir mali yük ve riski beraberinde getirmekte; geri ödeme sürelerinin uzunluğu nedeniyle de kredi veren kurumun kredi limitini zorladığı için, bunun sonucu olarak kurumlara yeni krediler için fon sağlanması amacıyla menkul kıymetleştirme gibi yeni bir uygulama alanına ihtiyaç duyulmuştur.

ABD’ de ipoteklerin menkul kıymetleştirilmesi bu alandaki uygulamaların en önemli örnekleri olup, ipotekli konut kredileri diğer varlık türlerine göre daha yüksek hacme ulaşımlarıdır. Kamusal ya da kamu destekli Fannie Mae, Ginnie Mae ve Freddie Mac gibi kurumların da ipotek piyasasında etkin rol almaları sonucunda, ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesine yönelik çalışmalar yoğun bir biçimde sürdürülmektedir⁴⁷.

ABD uygulamasında, devlet destekli kurumlar olan GNMA (Government National Mortgage Association), FNMA (Federal National Mortgage Association) ve FHLMC (Federal Home Loan Mortgage Corp), ipotekli konut kredilerinin ana meblağını her şekilde garanti etmekte, GNMA ve FNMA yatırımcılara yapılacak aylık para ve faiz ödemesini de ayrıca üstlenmektedir. Söz konusu garantiler, mortgage kredi borçlularının borçlarını ödememesi durumunda, son derece önem kazanmaktadır⁴⁸.

2.1.2. Otomobil Kredileri

Otomobil kredi alacaklarına dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetlerin çoğu aylık ödemeli, sabit getirili ve ortalama 2 ile 5 yıl arasında değişen vadelere sahip yatırım araçlarıdır. Otomobil kredilerinin menkul kıymetleştirilmesinde, genellikle ödeme aktarmalı menkul kıymetleştirme yönetim kullanılmaktadır. ABD’ de yapılan menkul kıymetleştirme işlemlerinde, ipoteye dayalı menkul kıymetlerden (mortgage backed securites – MBS) sonra en geniş uygulama alanı bulan kredi türü, otomobil kredileridir⁴⁹.

⁴⁷ HEPŞEN, s. 50 - 51.

⁴⁸ PINKUS M. Scoot, HUNTER Mara Susan, ROLL Richard; **An Introduction To The Mortgage Market And Mortgage Analysis, Advances In Bond Analysis & Portfolio Strategies**, Edited by Fabozzi J. Frank, Garlicki T.Dessa, Chicago, Illinois, 1989, s. 197.

⁴⁹ HEPŞEN, s. 52.

2.1.3. Finansal Kiralama Sözleşmesinden Kaynaklanan Alacaklar

Finansal kiralama, kira süresinin daha uzun olduğu, kira sözleşmesinin iptalinin genelde olmadığı ve kira süresi sonunda kiralanan varlığın küçük bir bedel karşılığında kiracı tarafından devralınmasının mümkün olduğu bir kiralama biçimidir. Kiralama işleminin varlığının kullanım süresini kapsaması ve kiracının genellikle yapılan sözleşmeleri iptal etme hakkı bulunmaması; bu tür alacaklara ilişkin yapılan ödemeleri düzenli ve önceden tahmin edilebilir nitelikte kıldığı için, finansal kiralama sözleşmesinden doğan alacaklar da menkul kıymetleştirmeye konu olmaktadır⁵⁰.

2.1.4. İhracat Kredileri

Eximbank gibi bankalar tarafından ihracatı teşvik etmek amacıyla ihracatçılara verilen devlet garantili ihracat kredilerinden doğan alacaklar da menkul kıymetleştirmeye konu olabilmektedir⁵¹.

2.2. MENKUL KİYMETLEŞTİRME SÜRECİNDE YER ALAN TARAFLAR

Menkul kıymetleştirme süreci içinde yer alan taraflara ilişkin açıklamalarda ülkemizdeki süreçte yer alan tarafların yanı sıra, yabancı ülkelerdeki menkul kıymetleştirmede yer alan taraflara da değinilecektir.

Menkul kıymetleştirme işlemlerinde, birbirinden farklı özellikler gösteren işlemler farklı kurumlarca yürütülmekte ve sistem içerisinde söz konusu kurumlar birbirilerini tamamlamakta ve yapılandırılmış finansman diye tabir edilen bir yapı ortaya çıkmaktadır.

Kaynak şirket tarafından, menkul kıymetleştirmeye konu olan alacakların bir araya getirilmesiyle oluşturulan alacak havuzu özel amaçlı kuruma devredilmekte, özel amaçlı kurum devraldığı alacak havuzu karşılığında menkul kıymet ihraç ederek bunları yatırımcılara satmaktadır. Yabancı ülke uygulamalarında görülen yedd-i emin (trustee)⁵² ise, yatırımcılara

⁵⁰ HEPŞEN, s. 52.

⁵¹ HEPŞEN, s. 53.

⁵² “Yediemin (Trustee): Genelde yatırımcılar adına hareket etmeye yetkili kılınmış olan uzman bir saklama şirketinin ya da bir bankanın bir bölümünü oluşturan kişi. Bir sekürütizasyon işleminde, yediemin, işlemin devam

ödenecek anapara ve faiz ödemelerinin garantisini, alacakları saklamak ve yatırımcıların korunması amacıyla sözleşme süresince yatırımcılar adına gereken tedbirlerin almak suretiyle sisteme dahil olmaktadır⁵³.

Menkul kıymetleştirme sürecinde yer alan tarafları şu şekilde belirtmek mümkündür:

2.2.1. Kredi Veren Kurum – Kaynak Şirket

Menkul kıymetleştirilecek krediyi (veya diğer alacakları) tahsis eden taraf olarak nitelendirebileceğimiz kredi veren kurum, menkul kıymetleştirilecek varlıkları bilançosunda bulunduran kurum olup, açmış olduğu kredilerle, varlığa dayalı menkul kıymetlerin teminatı olan alacak havuzunu oluşturmakta ve bu alacak havuzunu bunlara dayalı menkul kıymet ihraç etmesi için özel amaçlı kuruma belirli bir satış bedeli karşılığında devretmektedir⁵⁴.

Yabancı ülke uygulamalarında kredi veren kurum, yatırım bankalarına ve derecelendirme kuruluşlarına, süreç için gerekli olan önemli doküman ve bilgileri sunmakta ve işlemlerin yapılandırılmasında bir nevi hukuki danışmanlık hizmeti de görmektedir. Söz konusu danışmanlık hizmeti daha çok eyaletlerdeki hukuk kurallarının uygulanmasında noktasında olmaktadır. Zira kredi veren kurum hukuki anlamda merkezinin bulunduğu yerdeki hukuka tabidir⁵⁵.

SPK' nın konut finansmanı sistemine ilişkin Seri: III, No: 34 Tebliği'nde fon portföyüne dahil krediyi tüketicilere kullandıran ve/veya tüketicilere kullandıran krediyi devralan kurucu veya konut finansman kurumu olarak kredi veren kurum; varlık finansmanı fonlarına ilişkin Seri: III, No: 35 Tebliği'nde ise fon portföyüne dahil edilen varlıkları oluşturan veya oluşturulan varlıkları devralan anonim ortaklık veya T.C Başbakanlık Toplu Konut İdaresi, kredi veren kurum olarak tanımlanmıştır (SPK Seri: III, No: 35 Tebliğ'i md. 3).

ettiği sürede bazı önemli kararlar verme sorumluluğunu taşıyacaktı". **Yapısal Finans Securitizasyonla İlgili Terimler Sözlüğü, Standart%Poor's**, http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/media/SF_Turkish_Glossary.pdf , (20.07.2008, 14:23).

⁵³ HEPŞEN, s. 24.

⁵⁴ ERDÖNMEZ, s. 10; HEPŞEN, s. 22.

⁵⁵ LEIXNER C. Timothy, **Securitization Of Financial Assets**, International Business Law Practice Series, 2000, USA, s. 4.

2.2.2. Özel Amaçlı Kurum

Özel amaçlı kurum, kredi veren kurumun oluşturduğu alacak havuzunu satın alarak, bilançosunda bulunan varlıklarını menkul kıymet haline dönüştürüp ihraç etmek amacıyla kurulmuştur bir kurumdur. Menkul kıymetleştirme sürecinde, kaynak şirketin menkul kıymetleri doğrudan satması söz konusu olmamaktadır. Zira, yatırımcıların korunması ve kaynak şirkete ilişkin riskler ile varlıkların kredi risklerini birbirinden ayrılması, menkul kıymetleştirme işleminin temelini oluşturmaktadır.

Özel amaçlı kurum, yalnızca menkul kıymet ihraç etmek ve bu yolla sağladığı nakit akımlarıyla söz konusu varlıkları kredi veren kurumdan satın almak şeklinde faaliyet gösterip, iflas riskinden arındırılmış bir yapıya sahiptir. Özel amaçlı kurum, kaynak şirketin bir yan kuruluşu veya bağlı kuruluşu şeklinde faaliyetlerini sürdürmekte olup, bu kurumların iflas-dışı şeklinde yapılandırılmaları, bunların borçlanma yapamamalarından, başka şirketler ile borçlanmaya girememelerinden kaynaklanmaktadır⁵⁶.

Özel amaçlı kurumun menkul kıymetleştirmedeki asıl fonksiyonu, menkul kıymetleştirilecek alacaklar için “güvenli bir liman” sağlamak olduğundan, özel amaçlı kurum esas olarak eleman istihdam edemez. Bunun en önemli nedeni, ücret ve kıdem tazminatı gibi yükümlülüklerin doğması durumunda, müstahdemlerin menkul kıymet sahiplerine tahsis edilmiş alacaklar üzerinde hak iddia etmesinin engellenmesidir⁵⁷.

Türkiye’deki menkul kıymetleştirme sürecinde özel amaçlı kurum olarak faaliyet göstermek üzere ipotek finansmanı ve varlık finansmanı fonlarının kurulması öngörülmektedir. SPK’ nın Konut Finansmanı ve Varlık Finansmanı Fonlarına ilişki tebliğlerinde fonlar, tüzel kişiliği haiz olmayıp, kurucunun malvarlığından ayrı, inançlı mülkiyet esasına göre oluşturulan malvarlıkları şeklinde tanımlanmıştır (SPK Seri: III, No: 34 ve Seri: III, No: 35 Tebliği md. 4).

2.2.3. Hizmet Veren Kurum

Menkul kıymetleştirilen alacakların devrinden sonra, alacakları tahsil etme yetkisi hukuken özel amaçlı kuruluşa ait olmakla birlikte, özel amaçlı kuruluşun bu işleri yapacak

⁵⁶ HEPŞEN, s. 23.

⁵⁷ DOĞRU, s. 69; CEYLAN, KORKMAZ, s. 549.

elemanı bulunmadığından, alacakların tahsil ve menkul kıymet sahiplerine ödeme işlemlerinin özel amaçlı kuruluş adına yapılabilmesi için özel amaçlı kuruluşun başka bir kuruluşu, menkul kıymetleştirmenin aktif portföyünü yönetecek taraf olan hizmet veren kurumu görevlendirmesi gerekir⁵⁸.

SPK' nın tebliğlerine göre, hizmet veren kurum "hizmet sağlayıcısı" şeklinde nitelendirilmiş ve fon portföyüne dahil olan varlıkların günlük idaresinden sorumlu olan kurucu veya kurucu niteliğini haiz diğer bir kuruluş şeklinde tanımlanmıştır. Hizmet sağlayıcısı ile fon kurulu arasındaki hukuki ilişki hizmet sözleşmesine dayanmaktadır (SPK Seri: III, No: 34, Seri: III, No: 35 Tebliği md. 8).

Hizmet veren kurum, menkul kıymetleştirme işleminde şu şekilde hizmet verir:

- Muaccel olduğunda alacakları tahsil etmek.
- Vadesinde ödenmeyen alacaklar için takibe geçmek.
- Tahsil ettiği alacaklardan elde ettiği meblağı varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerine ödemek veya ödenmek üzere özel amaçlı kuruluşa teslim etmek.
- Yapılan tahsilât ve takiplerle ilgili olarak özel amaçlı kuruluşu bilgilendirmek⁵⁹.

2.2.4. Yatırım Bankaları

Yabancı ülke uygulamalarında görülen, varlığa dayalı menkul kıymetlerin halka arzında aracılık yüklenicisi (underwriter) olarak çalışan veya bunların doğrudan satışında aracılık yapan yatırım bankaları, menkul kıymetlerin yatırımcılara pazarlanmasından sorumludurlar. Özel amaçlı kurumun, menkul kıymetlerin yatırımcılara ulaştırılmasında, bu iki yöntem arasında bir tercih yapması söz konusu olmaktadır.

Yatırım bankaları özel amaçlı kurumdan menkul kıymetleri halka arz etmek üzere satın aldıkları takdirde, menkul kıymetlerin halka arzında aracılık yükleniciliği; menkul

⁵⁸ DOĞRU, s. 69; ERDÖNMEZ, s. 10.

⁵⁹HEPŞEN, s. 22; **What is Mortgage Banking? ABN-AMRO**, 18.06.2003, s. 32.
www.abnamro.com/com/ir/presentations/aa_na_mortgage_jun2003.ppt, (04.04.2007, 16:48).

kıymetlerin doğrudan satışında görev almışlar ise, bu durumda özel amaçlı kurum ile yatırımcıları bir araya getirmek için aracılık görevi yapmış olurlar.

Yatırım bankaları, menkul kıymetlerin yatırımcılara pazarlanması görevini üstlendikleri için, piyasada ne kadar menkul kıymet satın alınacağını ve menkul kıymetlerin hangi fiyattan satılacağı noktasında, bir nevi danışmanlık hizmeti de sunmaktadırlar⁶⁰.

2.2.5. Derecelendirme Kuruluşları

Derecelendirme kuruluşları, kurumlar tarafından ihraç edilen tahvilleri değerlendirdikleri gibi, menkul kıymetlerin ihraçlarında varlıkların kredi kalitesi, kredi veren kurumun geçmişteki deneyimleriyle ilgili veriler, söz konusu menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemelerini geçeleştirebilecek yeterli nakit akımı sağlama kapasitelerinin olup olmadığı gibi konularını da değerlendirirler⁶¹.

Derecelendirme kuruluşlarınca, tahvil gibi geleneksel menkul kıymetlerin ihracında şirketin genel kredibilitesi ölçülürken, menkul kıymetleştirmede esas olarak, menkul kıymetleştirmeye konu olan alacaklar değerlendirilmektedir⁶².

ABD’ de derecelendirme kuruluşlarınca menkul kıymetlere verilen AA veya AAA dereceleri en yüksek oranı temsil etmektedir. Derecelendirme kuruluşlarınca, özellikle AAA derecesine sahip olan menkul kıymetlerden elde edilecek nakit akımlarının, en kötü şartlarda, hatta 1930 Büyük Buhran koşullarında bile garantide olduğu gibi bir izlenim oluşturulmuştur.

ABD mortgage kredilerinin, ihraççı kuruluş tarafından Amerikan hükümeti garantisi ile ihraç edilmeleri veya Fannie Mae, Freddie Mac gibi devlet destekli kuruluşlarca bizzat ihraç edilmeleri neticesinde, mortgage sisteminde derecelendirme şirketlerine pek ihtiyaç duyulmadığı söylenebilir. Fakat, yine de devlet garantisi taşımayan menkul kıymet ihraçlarında, derecelendirme şirketleri halâ önemini korumaktadır. Sigorta şirketleri, emeklilik fonları gibi bir takım yasal kurallara bağlı olan yatırımcıların, belirli yatırım notu alamayan menkul kıymetleri satın almaları mümkün değildir⁶³.

⁶⁰ KENDALL, FISHMAN, s. 5.

⁶¹ HEPŞEN, s. 29.

⁶² DOĞRU, s. 74.

⁶³ KENDALL, FISHMAN, s. 4.

2.2.6. Güvenilir Kişi – Yedd-i Emin

Yedd-i emin, varlığa dayalı menkul kıymet ihraçlarında yatırımcı ile hizmet veren kurum ve kredi garantisi veren kuruluşla yatırımcılar arasında aracılık görevi yapan bağımsız bir kuruluş olup, özel amaçlı kurum tarafından satın alınan alacak havuzuyla ilgili satın alma ve bunlara dayalı menkul kıymet ihraç etme işlemlerinin sorumluluğu güvenilir kişi – yedd-i emin'e verilmiştir.

Hizmet veren kurum tarafından kredi borçlularından anapara ve faiz ödemeleri tahsil edildiği zaman, tahsil edilen tutar, trust (garantör trust) hesabına yatırılmakta ve yedd-i emin de bu ödemeleri ilgili hesaptan alarak yatırımcılara aktarmaktadır. Menkul kıymetleştirme sürecindeki ifadesi ile trust, özel amaçlı kurumla aynı anlama gelip, krediyi veren kurum ile yedd-i emin tarafından kurulmuştur. Faaliyetleri bakımından, kredi veren kuruma bağlı olmakla birlikte; üstlendiği sorumluluklar yedd-i emin tarafından yerine getirilmektedir⁶⁴.

2.2.7. Yatırımcılar

Varlığa ve ipoteye dayalı menkul pazarının gelişmesinde ve başarısında yatırımcıların söz konusu menkul kıymetlere olan talebi son derece önemlidir.

Menkul kıymet ihraçlarından beklenen başarının sürdürülebilmesi için, bireysel ya da kurumsal yatırımcıların varlığa ve ipoteye dayalı menkul kıymetlerden elde etmeyi bekledikleri getirilerin belirli standartların (hazine bonolarının getirileri gibi) üstünde olması gerekmektedir⁶⁵.

2.2.8. Güvence Sağlayan Kuruluşlar

Güvence sağlama, menkul kıymetleştirmedeki riskleri ortadan kaldırmak veya azaltmak için başvuru olan bir yöntem olup; risklerin azaltılması, derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notu yükseltmekte, ayrıca uygun güvence sağlanması da menkul kıymetlerin satışını olumlu yönde etkilemektedir.

⁶⁴ HEPŞEN, s. 30.

⁶⁵ HEPŞEN, s. 22 - 33.

Bankalar, sigorta şirketleri ve diğer finansal kurumlar tarafından, ihraç edilecek menkul kıymetlere ilişkin güvenceler sağlanabilmektedir. Menkul kıymetleştirilen alacakların geri ödenmesinde aksama olması durumunda güvence sağlayanlara başvurma hakkı ortaya çıkacaktır.

Sağlanacak güvence ile ilgili olarak, hangi durumlarda kimler tarafından hangi güvencelere başvurabileceği, başvuru listesinde yapılacak ödemenin miktar ve niteliği, güvence sağlayanların yaptıkları ödemeler için kaynak şirkete rücu hakkının olup olmadığı ilgili güvence sözleşmesinin hükümlerine göre belirlenecektir⁶⁶.

Bu konuda, banka teminat mektupları ve finansal sigorta şirketlerince sağlanan güvencelerin önemli olduğu söylenebilir⁶⁷.

2.3. MENKUL KIYMETLEŞTİRME YÖNTEMLERİ

Menkul kıymetleştirme işlemini gerçekleştirmek için iki yöntem mevcut olup; bunlar, ödeme aktarmalı menkul kıymetler ve borçluluk ifade eden menkul kıymetler olarak adlandırılmaktadır. Borçluluk ifade eden menkul kıymetler de kendi arasında, varlığa dayalı tahviller ve nakit akımlı tahviller olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

2.3.1. Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler

Finansal kurumlar tarafından verilmiş olan ipotekli konut kredileri bir araya getirilerek oluşturulan havuza dayalı olarak ihraç edilen bir menkul kıymet türü olan ödeme aktarmalı menkul kıymetlerde, alacaklar ipotekli kredi veren finansman kurumunun bilançosundan çıkartılarak özel amaçlı kuruma satılmaktadır. Kredi veren kurum alacaklar üzerindeki mülkiyet haklarını devrettiği için alacağa ilişkin faiz gelirleri kurumu artık ilgilendirmemekte, böylece kurum vergi yükümlülüğünden de kurtulmaktadır⁶⁸.

⁶⁶ DOĞRU, s. 72.

⁶⁷ KENDALL, FISHMAN, s. 4.

⁶⁸ HEPŞEN, s. 37.

Amerika’ da, ödeme aktarmalı menkul kıymetlerin anapara ve faiz geri ödemeleri bir hükümet kuruluşu olan GNMA tarafından toplam kredinin %0,06’ sı oranında küçük bir bedel karşılığında garanti edilmektedir⁶⁹.

Ödeme aktarmalı menkul kıymetlere yatırım yapılmasının temelinde bu menkul kıymetlerin likiditesinin çok yüksek olması ve bununda yatırımcı riskini azaltması yatmaktadır. Yatırımcıların, tek bir ipoteğe yatırım yapmak yerine, ödeme aktarmalı menkul kıymet satın alarak, ipotekli konut kredilerinden oluşturulan bir portföye yatırım yapmayı tercih etmesi, yatırımcıların tek bir çeşit hisse senedine yatırım yapmak yerine portföy çeşitlendirmesi yapmalarına benzemektedir⁷⁰. Bu menkul kıymetler, her çeşit kurumsal yatırımcı; örneğin, ticari bankalar, sigorta şirketleri, yatırım fonları ve emeklilik fonları tarafından tercih edilmektedir⁷¹.

Ödeme aktarmalı menkul kıymetlerin vadeleri belirsiz ve nakit akımları da değişkendir. Alacak havuzundan sağlanan nakit akımları direkt olarak yatırımcılara aktarıldığı için, kredi borçluları herhangi bir cezaya maruz kalmaksızın borçlarını vadesinden önce ödeyebilmekte ve piyasa faiz oranlarında küçük değişimler olması halinde önemli tutarda erken ödeme söz konusu olabilmektedir. Söz konusu durum bu tür menkul kıymetlerin en büyük problemi olmaktadır.

Ödeme aktarmalı menkul kıymetlerin özelliklerini şu şekilde belirtebiliriz:

- İhraç edilen menkul kıymetler, kaynak şirket tarafından özel amaçlı kuruma devredilen kredi havuzunun bölünemez bir payını temsil eder.

- Yatırımcılar, payları oranında anapara ve faiz ödemelerinden istifade ederler⁷².

- Menkul kıymetler, kaynak şirketin bilançosunda bir borç olarak görülmezler⁷³.

⁶⁹ ROSE S. Peter; **Commercial Bank Management**, New York, USA, 2002, s. 316.

⁷⁰ TOPALOĞLU, s. 30 vd.

⁷¹ TEKER, s. 42.

⁷² HEPŞEN, s. 39.

⁷³ KARADAĞ, s. 35.

2.3.2. Borçluluk İfade Eden Menkul Kıymetler

Varlığa dayalı menkul kıymetler, kaynak şirketin borcu olacak şekilde de yapılandırabilmektedir. Borçlanma şeklinde yapılandırılan menkul kıymetleştirme uygulamalarında iki farklı yöntem uygulanmaktadır. Bunlar, varlığa dayalı tahviller ve nakit akımlı tahvillerdir.

2.3.2.1. Varlığa Dayalı Tahviller

Varlığa dayalı tahviller, ödeme aktarmalı menkul kıymetlerin tersine kaynak şirketin borç yükümlülüğü niteliğinde olup, şirketin bilançosunda pasif olarak yer alırlar⁷⁴. Burada, alacak havuzunun herhangi bir kuruma satılması söz konusu olmayıp, kredi veren kurumun oluşturduğu alacak havuzuna dayanılarak ihraç eden tahvillerin mülkiyeti ise, ödeme aktarmalı menkul kıymetlerden farklı olarak kredi veren kuruma aittir.

Varlığa dayalı tahviller, geleneksel şirket tahvilleri gibi sabit bir getiriye ve belirli bir vade yapısına sahiptirler. Ancak bunların geleneksel tahvillerden farkı yatırımcılara yapılacak anapara ve faiz ödemelerinin kredi veren kurumun alacakları ile oluşturduğu havuzla teminat altına alınmasıdır.

Yabancı ülke uygulamalarında, varlığa dayalı tahvil ihraçlarında alacak havuzu saklanmak üzere yedd-i emine devredilir. Burada, varlığa dayalı tahvilleri satın alan yatırımcılara yapılacak anapara ve faiz ödemelerinin aksaması durumunda, yedd-i emin devreye girerek, alacak havuzunda yer alan varlıkları satar ve ödemeleri gerçekleştirir. Böylece, ödemeler yedd-i emin bünyesinde bulunan teminatlar ile güvence altına alınmış olmaktadır.

Alacak havuzunda yer alan varlıkların kredi veren kurumun aktifinde bulunmasının sonucu olarak, bunlardan elde edilen faiz gelirleri de vergiye tabi olmaktadır⁷⁵.

⁷⁴ VATANSEVER Nurten, **Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Uygulaması**, Muğla Üniversitesi SBF Dergisi, GÜZ 2000, C.1, S.1, s. 8.
http://www.mu.edu.tr/sbe/sbedergi/dosya/1_17.pdf, (08.06.2009, 14:34).

⁷⁵ HEPŞEN, s. 42 - 43.

2.3.2.2. Nakit Akımlı Tahviller

Ödeme aktarmalı menkul kıymetler ile varlığa dayalı tahvillerin bazı özelliklerinin bir araya getirilmesiyle oluşturulmuş bir menkul kıymet türü olan nakit akımlı tahviller, varlığa dayalı tahvillere benzer olarak kredi veren kurumun borcu şeklinde yapılandırılmış menkul kıymetlerdir. Bunlar kurumun pasiflerinde borç olarak yer almayı sürdürmekle birlikte; aynı zamanda, menkul kıymetlerin nakit akımları ödeme aktarmalı menkul kıymetleriyle benzerlik göstermekte olup, yatırımcılara yapılacak ödemeler bu menkul kıymetlerin bağlı oldukları teminatlardan gelen nakit akımlarıyla yapılmaktadır.

Ödeme aktarmalı yöntemden farklı olarak nakit akımlı tahvillerde, alacak havuzundaki varlıkların vadelerinin benzer olmasına gerek yoktur. Bunun sonucu olarak, kaynak şirket alacaklarından elde ettiği nakit akımlarını istediği gibi yapılandırarak farklı vadelerde, farklı getirilere sahip değişik menkul kıymet tipleri oluşturabilmektedir. Nakit akımlı tahvillerde, alacak havuzunda yer alan varlıkların vadeleri ile nakit akımlı tahvillerin vadelerinin birbirini tutma zorunluluğu bulunmamaktadır⁷⁶.

2.4. MENKUL KIYMETLEŞTİRME İŞLEMİNİN HUKUKİ İNCELEMESİ – ALACAĞIN TEMLİKİ

Menkul kıymetleştirme işleminde, kaynak şirket kredi işlemleri neticesinde bir alacak havuzu oluşturmakta ve oluşturulan bu alacak havuzu özel amaçlı kuruma bir bedel karşılığında devredilmektedir.

06.03.2007 tarihinde resmi gazetede yayınlanarak yürürlüğe giren 5582 sayılı Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun ile SerPK' na eklenen 38/B maddesi ile, yurt dışında özel amaçlı kurum yapısına karşılık gelmek üzere, ipotekli konut kredilerinin konut finansmanı fonuna devredilmesini öngörülmüştür. Yine, 27/08/2008 tarihinde resmi gazetede yayınlanarak yürürlüğe giren, varlığa dayalı menkul kıymetlere (VDMK) ilişkin SPK tarafından çıkarılan Varlık Finansmanı Fonlarına Ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ' in 4. maddesi ile (Seri: III, No: 35) varlığa dayalı menkul kıymetlerden oluşan alacak havuzunun varlık finansmanı fonuna devredileceği belirtilmiştir. Konut finansmanı fonu ile varlık finansmanı fonları, tüzel

⁷⁶ TANTAN, s. 12.

kişiliğe sahip olmayan, kurucularının malvarlıklarından ayrı bir hukuki yapıda düzenlenmişlerdir.

Süreç, likiditesi olmayan bireysel kredilerin veya diğer ödünç kalemlerinin finansal araçlara dönüştürülmesidir. Dönüştürülen bu yeni borç kalemleri “varlığa dayalı menkul kıymet” olarak nitelendirilir ve her bir havuza akan varlıklar aynı özellikleri taşımaktadır. Yatırımcılar satın aldıkları varlıklarla birlikte aynı zamanda bu varlığa bağlı olan hakları da almış olurlar. Menkul kıymet ihraç eden şirketler ise, menkul kıymetleri satın alan yatırımcılara karşı, garanti ettikleri bu hakların dışında herhangi bir yükümlülük altına girmemektedirler⁷⁷.

Menkul kıymetleştirilecek varlıkların fonlara devredilmesinin neticesinde menkul kıymetleştirmeye konu olan alacaklar ve bu alacakları güvence altına ipotek gibi teminatlar, alacak havuzunun özel amaçlı kuruma devredilmesi ile birlikte; özel amaçlı kuruluşun malvarlığına ve tasarrufuna girmektedir.

Menkul kıymetleştirilen alacaklar kaynak şirketin aktiflerinden çıktığı için şirkete bağlı iflas, borçlarını ödeyememe gibi risklerden izole edilmekte; kaynak şirketin iflası durumunda dahi, alacakları iflas masasına dahil olamadığı için, alacaklardan elde edilen nakit akışı doğrudan menkul kıymet sahiplerine ödenebilmektedir⁷⁸.

Menkul kıymetleştirme işleminin temelini alacağın temlik müessesesi oluşturmaktadır.

Alacağın temlik Borçlar Kanunu’ nun 162-172. maddeleri arasında düzenlenmiştir. Bir borç ilişkisinde, alacağın alacaklı tarafından borçlunun rızasına gerek olmadan bir sözleşmeye dayanarak bir başka şahsa devredilmesi şeklinde tanımlanan alacağın temlik, alacaklının tek taraflı bir tasarrufu olmayıp, alacağı temlik alan ile yaptığı bir sözleşme olduğu için, alacağı temlik alacak kimsenin bir rızası olmadıkça gerçekleştirilemez. Fakat, temlikin kanun veya mahkeme kararıyla gerçekleştiği durumlarda temlik, tarafların anlaşmasına gerek kalmadan kendiliğinden gerçekleşeceği için, taraflar arasında anlaşma

⁷⁷ KENDALL, FISHMAN, s. 1 - 2.

⁷⁸ DOĞRU, s. 128.

yapılması şartını düzenleyen BK. md. 163 hükmü uygulanmayacaktır⁷⁹. Bu noktada, anlam bakımından “alacağın temlik” terimini sadece rızai temlik, yani bir borç ilişkisinde tarafların rızası ile alacaklı şahsın değiştirilmesi ihtimali için kullanmak daha isabetli olur. Yasal temlik veya mahkeme kararına dayanan temlik ibareleriyle ifade edilmek istenen haller için ise “alacağın intikali” deyimini kullanılabilir. Zira, Borçlar Kanunu’nda alacağın temlik başlığı altında yer alan hükümler, bir hukuki işlem neticesinde alacaklının değiştiği haller göz önüne alınarak düzenlenmiştir⁸⁰

İpotekli konut kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi işleminde, kredi veren kurum yani kaynak kuruluş olan konut finansmanı kuruluşları⁸¹ ile konut finansmanı fonu arasında imzalanacak alacağın temlik sözleşmesi çerçevesinde, kredi borçlularının muvafakatı aranmaksızın, alacak havuzu konut finansmanı fonuna devredilecektir. Aynı şekilde varlığa dayalı menkul kıymetleştirme işleminde de, kredi veren kurumun varlıkları varlık finansmanı fonuna imzalanacak yazılı bir sözleşme ile devredilmektedir.

2.4.1. Alacağın Temlikinin Unsurları

Alacağın temlik sözleşmesinin geçerli bir şekilde yapılabilmesi bazı şartların gerçekleşmesine bağlıdır. Bunlar, geçerli bir sözleşmenin bulunması, alacağın mevcut olması ve bir temlik engelinin bulunmamasıdır.

2.4.1.1. Geçerli Bir Sözleşme

BK. md. 163/f.1’ e göre alacağın temlik sözleşmesi, kanuni geçerlilik şartı olarak yazılı şekilde yapılmadıkça geçersizdir. Temlikin geçerli olabilmesi için yazılı şeklin işlemin bütün esaslı unsurlarını, alacağı devreden ve devralanın kimler olduğunu, temlike konu

⁷⁹ EREN Fikret; **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 7.b, İstanbul, 2001, s. 1216; OĞUZMAN Kemal, ÖZ Turgut; **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 3.b. İstanbul, 2000, s. 892.

⁸⁰ ENGİN İlkey Baki, **Alacağı Temlik Edenin Garanti Sorumluluğu**, Ankara, 2002, s. 11 – 12.

⁸¹ 5582 sayılı Konut Finansman Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun ile SerPK’na eklenen 38/A maddesinde konut finansman kuruluşları tanımlanmıştır. Buna göre, konut finansmanı kuruluşları, konut finansmanı amacıyla doğrudan tüketiciye kredi kullandıran ya da finansal kiralama yapan bankalar ile Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu tarafından konut finansmanı faaliyetinde bulunması uygun görülen finansal kiralama şirketleridir.

alacak ve tarafların devir iradesini içermesi gerekir. Aksi takdirde alacağın temlik hükmü olmayacaktır⁸².

SPK. Seri: III, No: 34 ve Seri: III, No: 35 Tebliğ' lerinin 21. maddesinde, ipotek ve varlık finansmanı fonunun imzalanacak yazılı bir sözleşme çerçevesinde varlıkları ve ipotekli konut kredilerini devralacağı belirtilmiştir. Dolayısıyla, kaynak şirket ile fon arasındaki temlike konu olacak alacakların bütün özellikleri, vadeleri, faiz oranları ve söz konusu alacakların fona devredildiği hususu açıkça devir sözleşmesinde belirtilecektir.

2.4.1.2 Temlik Edilen Alacak Hakkının Mevcut Olması

Alacağın temlik sözleşmesi ile alacaklı bir borç ilişkisinden doğan alacaklarını üçüncü bir kişiye devretmektedir.

Bu noktada, menkul kıymetleştirme açısından da önemli olduğu için, ileride doğacak alacakların temlikinin geçerli olup olmadığı hususu önemlidir. Doktrinde bu konuda farklı görüşler bulunmaktadır.

İleride doğacak alacakların temlik bakımından, temlik sözleşmesinin yapıldığı sırada henüz mevcut olmayan alacaklar ve temlik anında bir hukuki ilişkiye dayanan alacaklar ayrımı yapılmaktadır⁸³. Temlik anında bir hukuki ilişkiye dayanan alacaklar, muacceliyetleri belli bir süre sonra gerçekleşecek olanlar, şarta bağlı olanlar ve çekişmeli alacaklar olarak sınıflandırılabilir. Söz konusu alacakların temlikinin geçerliliği noktasında doktrinde görüş birliği bulunmaktadır⁸⁴.

Temlik sözleşmesinin yapıldığı esnada hiçbir hukuki temele dayanmayan alacakların geciktirici şarta bağlı olarak gerçekleştirildiği ve bu nedenle geçerli olduğu savunulduğu gibi⁸⁵; aksi görüş olarak, burada temlike engel oluşturan hususun temlikin yapıldığı anda alacağın konusunun bulunmaması nedeniyle alacağın temlikinin geçerli olmadığını, fakat

⁸² OĞUZMAN, s. 900.

⁸³ OĞUZMAN, s. 901; TEKİNAY Sulhi Selahattin, AKMAN Sermet, BURCUOĞLU Haluk, ALTOP Atilla; **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 7.b, İstanbul, 1993, s. 248.

⁸⁴ OĞUZMAN, s. 901; TEKİNAY, AKMAN, BURCUOĞLU, ALTOP, s. 248; EREN, s. 1223; TUHR Von Andreas; **Borçlar Hukukunun Umumi Kısım**, C. I-II, 2.b, Ankara, 1983, s. 846; KILIÇOĞLU, M. Ahmet, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 5.b Ankara 2005, s. 588.

⁸⁵ TEKİNAY, AKMAN, BURCUOĞLU, ALTOP, s. 249; EREN, s. 1223; TUHR VON, s. 846.

işlemi ayakta tutmak bakımından tahvil yoluyla alacağın temlik vaadi olarak kabul edilebileceği ileri sürülmektedir⁸⁶. Söz konusu alacaklara örnek olarak, henüz kurulmamış bir satım ya da kira sözleşmesinden doğan alacağın temlik gösterilebilir.

İleride doğacak alacakların temlikinin geçerli olup olmadığı hususu, kredi kartı alacakları gibi temlik anında henüz mevcut olmayan alacakların devrinin yapılabilip yapılamayacağı noktasında önem taşımaktadır.

2009 yılı mayıs ayı verilerine göre, Türkiye’de toplam 43.867.430 adet kredi kartı mevcut olup, 15.817,45 TL’ lik alışveriş gerçekleştirilmiştir. Yine, kart başına işlem tutarı 396,22 TL’ dir⁸⁷. Dolayısıyla, kredi kartı alacaklarının menkul kıymetleştirme açısından önemli bir varlık kalemi oluşturduğu görülmektedir.

Gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirme yönteminde, kaynak şirket normal faaliyet süreci içerisinde, gelecekte elde etmeyi beklediği nakde/alacağa dayalı olarak menkul kıymet ihraç etmektedir. Söz konusu menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemelerinin güvencesini ise gelecekte doğacak nakit akımlarına ilişkin yapılan ödemeler teşkil etmektedir⁸⁸.

Kredi kartı alacaklarının varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeye konu olabilmesi düşünülebilir. Kredi kartı, ödeme fonksiyonunun yanında, kredi fonksiyonunu da barındıran, mal veya hizmetlerin tüketici tarafından nakit para ödenmeksizin temin edilmesini sağlayan bir araçtır. Dolayısıyla, kredi kartı uygulamasını geniş anlamda bir tüketici kredisi olarak nitelendirmek mümkündür⁸⁹.

Burada, şu şekilde bir ayrıma gidilebilir: Taksitli kredi kartı harcamalarından dolayı ortada menkul kıymetleştirme için hukuken doğmuş bir alacak mevcut olduğundan söz konusu alacaklar menkul kıymetleştirmeye konu olabilir. Fakat, ortada hiçbir kredi kartı harcaması olmadan, ileride doğması muhtemel kredi kartı harcamalarının, alacağın temlik bir

⁸⁶ OĞUZMAN, s. 902.

⁸⁷ Bkz. **Bankalararası Kart Merkezi**, <http://www.bkm.com.tr/donemsel-bilgiler.aspx>, (23.06.2009, 11:01).

⁸⁸ **Sekuritizasyon**, www.icffinancial.com/sekritizasyon.aspx, (06.06.2009, 22:06).

⁸⁹ AKİPEK Şebnem, KÜÇÜKGÜNGÖR Erkan; **Sözleşmeler Rehberi**, 12.b, Ankara, 2002, s. 573.

tasarruf işlemi olduğu için temlik anında tasarruf edilebilir bir hakkın olması ve bu hakkın da alacağın temlik sözleşmesinde yazması gerektiği hususları dikkate alındığında menkul kıymetleştirmeye konu olamaması gerekir.

2.4.1.3. Temlik Engeli Bulunmaması

BK. md.162/f.1' e göre, kanunun veya işin niteliğinin devri yasakladığı durumlar dışında, kaynağı ne olursa olsun her alacak temlik edilebilir.

Kanundan kaynaklanan temlik engellerine, hasılat kiracısının kullanma hakkı (BK. md. 284/f.1), ariyet alanın kullanma hakkı (BK. md. 300/f.2), hizmet sözleşmesinde işverenin işin görülmesine ait hakkı (BK. md.3 20/f.2) gibi haklar örnek gösterilebilir.

Alacağın temlikinin kanunen yasaklanmamış olmasına rağmen, bazen işin niteliği gereği bir borç ilişkisinde alacak hakkı ile alacaklının kişisel özellikleri arasında yakın bağıllık bulunması nedeniyle alacağın temlik mümkün olmayabilir. Örneğin, vekalet sözleşmesinde müvekkilin vekilden iş görmesini isteme hakkı veya rekabet yasağı sözleşmesine uyulmasını isteme hakkı gibi alacak hakları işin niteliği gereği devredilemeyen haklardandır.

Alacağın temlik edilemeyeceği hususu, borçlu ile alacaklı arasında yapılacak bir anlaşma ile de kararlaştırılabilir. Alacak hakkını doğuran borç ilişkisi şekle tabi olsa bile, alacağın temlik edilemeyeceğine ilişkin anlaşma bakımından şekil serbestisi vardır. Yasağa rağmen alacak temlik edilmişse, borçlu alacağı devralan üçüncü kişinin ifa talebini reddedebilmekle birlikte; iyi niyetli üçüncü kişiler açısından BK. md 162/f.2' ye göre, alacağın temlik edilemeyeceği hükmü bulunmayan bir senede dayanarak alacağı devralana karşı borçlu, alacağın temlik edilemeyeceğini ileri süremez. Borçlu BK. md.162/f.2 uyarınca alacağı devralana karşı bir itirazda bulunamamakla birlikte; aralarındaki sözleşmeyi ihlal ettiği gerekçesiyle, alacağı temlik edenden bu yüzden uğradığı zararın tazminini isteyebilir⁹⁰.

Menkul kıymetleştirme açısından, borçlu ile kaynak şirket arasındaki kredi sözleşmesinde, kaynak şirketin kredi borçlularından olan alacaklarının temlik edilemeyeceğine ilişkin bir hüküm bulunması durumunda, alacağın özel amaçlı kuruma devri mümkün olmayacaktır. Temlik yasağına ilişkin olarak, kredi sözleşmesine böyle bir hükmün

⁹⁰ OĞUZMAN, s. 906 - 907.

getirilmesi, son iki yılda Türkiye’ de menkul kıymetleştirme işlemleri adına yapılan bütün yasal düzenlemeleri boşa çıkaracağından, mümkün görülmemektedir.

2.4.2. Alacağın Temlikinin Hukuki Niteliği

Alacağın temlik, niteliği itibarıyla bir hukuksal bir işlem, bir sözleşme olup, bu işlemle alacak hakkı taraflar arasında akdedilen sözleşmeye göre temlik edenden temlik alana geçer. Dolayısıyla, alacağın temlik bir tasarruf işlemidir.

Alacağın temlikinin sebebe bağlı (illi) veya sebepten soyut (mücerret) bir işlem olup olmadığı hususunda doktrinde farklı görüşler ileri sürülmektedir. Bir görüşe göre, alacağın temlik bir tasarruf işlemidir ve bütün tasarruf işlemleri gibi sebepten soyuttur. Buna göre, alacağın temlik ister ifa sebebiyle, ister bağışlama sebebiyle veya alacak sebebiyle yapılsın, taraflar temlikin hangi sebeple yapılmış olduğunda anlaşmasalar veya anlaşmış olmakla birlikte bu sebep geçersiz olsa bile, eğer temlik sözleşmesi hukuken geçerli ise sonuçlarını doğurur⁹¹. Bununla birlikte, taraflar temlik kararlaştırılan hukuki sebebin mevcut olması veya tahakkuk etmesi şartına tabi tutularak, alacağın temlikini sebebe bağlı şekilde yapabilirler⁹². Zira, alacağın temlik sebebe bağlı bir işlem olarak kabul edildiği takdirde, ard arda temlik durumlarında sorun ortaya çıkmaktadır. İlk temlik sözleşmesinin sakatlık nedeniyle bâtil olması halinde, ikinci temellük eden alacaklı olma hakkını elde edemeyecektir. Böyle bir durum da alacağın temlikinin tedavülünü son derece güçleştirecektir⁹³

Alacağın temlikinin sebebe bağlı bir işlem olduğunu savunan aksi görüşe göre ise, tüm tasarruf işlemlerinin sebepten soyut bir işlem olduğu görüşünün hukuki dayanaktan yoksundur. Zira Türk ve İsviçre hukukunda kanun koyucunun en önemli tasarruf işlemlerinden olan taşınmaz mülkiyetinin temlikini sebebe bağlı olarak hükme bağlamıştır (TMK. md. 1219). Aynı ilkenin taşınır mülkiyetinin nakli içinde geçerli olduğu ileri sürülmektedir⁹⁴.

⁹¹ OĞUZMAN, s. 896; TUHR VON, s. 830; REİSOĞLU Safa;, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 15.b İstanbul, 2002, s. 380; Önen Turgut, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 5.b, Ankara, 1999, s.90; KAYAR İsmail, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler – Özel Borç İlişkileri**, 5.b, Ankara, 2004, s. 166.

⁹² TUHR VON, s. 830.

⁹³ DAYINLARLI Kemal, **Borçlar Kanuna Göre Alacağın Temlik**, 2.b, Ankara, 2000, s. 87.

⁹⁴ EREN, s. 1220; TEKİNAY, AKMAN, BURCUOĞLU, ALTOP, s. 241 vd; DAYINLARLI, s. 90.

Alacağın temlikinin sebepten soyut bir işlem olarak kabul edilmesi durumunda, kaynak şirket ile özel amaçlı kurum arasında akdedilecek sözleşme ile, alacakların kaynak şirketin malvarlığından çıkarak özel amaçlı kurumun malvarlığına girmesi ile birlikte, söz konusu alacakların devir sebebi ile ilgili bir sakatlık olması durumunda bu sakatlık özel amaçlı kuruma devredilen alacakları etkilemeyecektir. Menkul kıymetleştirme işleminde, alacaklar özel amaçlı kuruma bir bedel karşılığı devredilmektedir. Daha sonra, alacak hakkının satımı ile ilgili ortaya çıkabilecek sorunlardan, alacağın temlikinin sebepten soyut olduğu kabul edilirse, özel amaçlı kurum etkilenmeyecektir.

2.4.3. Alacağın Temlikinin Hükümleri

2.4.3.1. Alacağın İntikali

Alacağın temlik ile birlikte iki durumun değişmesi söz konusudur. Şöyle ki; bir yandan temlik edilen alacak temlik edenin malvarlığından çıkıp temlik alana geçmekte, diğer yandan da borç ilişkisinin aktif süjesi olan alacaklının yerine alacağı temlik alan yeni alacaklı geçmektedir⁹⁵.

Alacağın temlik ile, alacak bütün teferruatı ile ve mahiyetinde hiçbir değişiklik olmadan eski alacaklıdan yenisine geçeceği için, eğer alacak eski alacaklı nezdinde muaccel veya vadeli ise, yeni alacaklı nezdinde de eski durumunu muhafaza edecektir. Örneğin ticari bir alacak, tacir olmayan birisine temlik edilmişse, alacak ticarilik vasfını kaybetmeyecektir⁹⁶.

Alacağın temlik neticesinde, alacakların kaynak şirketin mal varlığından özel amaçlı kurumun malvarlığına intikal etmesi, alacakların kaynak şirkete ait risklerden izole edilmesini sağlar. Özel amaçlı kuruluşun yani konut ve ipotek finansmanı fonunun, menkul kıymet ihracı dışında başka bir faaliyette bulunması SPK' nın tebliğlerine göre yasak olduğu için (SPK Seri: III, No: 34 ve Seri: III, No: 35 Tebliği md.4), menkul kıymetleştirilen alacaklar tamamen menkul kıymet sahiplerine yapılacak ödemelere tahsis edilmiş olur⁹⁷.

Alacağın temlik ivazlı veya ivazsız olabilir. BK. md. 169' a göre, alacağın ivazlı temlik halinde temlik eden, alacağın varlığından sorumlu iken; alacağın ivazsız olarak temlik edilmiş olması halinde, alacağı devreden alacağın temlik zamanında varlığından sorumlu

⁹⁵ EREN, s. 1226.

⁹⁶ ÖNEN, s. 95.

⁹⁷ DOĞRU, s. 134.

değildir. Kaynak şirket tarafından alacakların özel amaçlı kuruma devredilmesi de bedel karşılığı olduğundan, kaynak şirket alacağın varlığını garanti etmiş sayılır.

Bu noktada önemli olan husus, alacağın temlik tarihinde varlığı onun mutlaka muaccel olduğu anlamına gelmediği, alacak vadeye bağlı olsa bile mevcut sayılacağı hususudur⁹⁸.

Alacağı temlik edenin alacağın varlığını garanti borcunun kapsamı BK. md. 171' de düzenlenmiştir. Buna göre ivazlı temliklerde alacağı temlik eden, devralana karşı her şeyden önce almış olduğu bedel yani ivaz ve faizden sorumlu olacağı için, özel amaçlı kurumun alacaklardan gelecek nakit akışlarını elde edememesi durumunda, alacağı temlik eden kaynak şirket ivaz olarak aldığı anapara ve faiz tutarı kadar bir tazminat ödemek zorunda kalacaktır⁹⁹.

Alacak ivazlı olarak devredilmiş olsa dahi alacağı devreden ayrıca garanti etmiş olmadıkça borçlunun borcunu ödeme gücünden sorumlu değildir (BK. md. 169/f.2).

2.4.3.2. Rüçhan Hakların ve Alacağa Bağlı Hakların İntikali

BK. md. 168/f.1'e göre, alacağın temlikinde, temlik eden kimsenin şahsına ait olanlar dışında rüçhan haklar, imtiyazlar ve diğer fer'i haklar yeni alacaklıya geçecektir. Bu kapsamda, yeni alacaklıya geçecek haklara örnek olarak, İİK' nda alacağa tanınan öncelikler, tapuya şerh verilmesi ile kuvvetlendirilen şahsi haklar, alacağa bağlı rehin, kefalet gibi teminatlar, alacağa bağlı olan akdi veya kanuni faizler... gibi haklar sayılabilir¹⁰⁰.

Alacağı teminat altına almak için ipotek tesis edilmişse, tapuda yapılacak bir işleme gerek olmadan alacağın temliki ile birlikte ipotek yeni alacaklıya intikal eder.

Menkul kıymetleştirme işlemi, alacağa bağlı hakların yeni alacaklıya intikal etmesi son derece önemlidir. Özellikle, konut finansmanı kapsamında, ipotekli konut kredilerine dayanan menkul kıymetler açısından alacağın ipotek ile teminat altına alınması, bu menkul kıymetlere yatırım yapan yatırımcılara yapılacak nakit akımlarının en büyük güvencesi olmaktadır.

⁹⁸ TEKİNAY, AKMAN, BURCUOĞLU, ALTOP, s. 260.

⁹⁹ EREN, s. 1227; OĞUZMAN, ÖZ, s. 923.

¹⁰⁰ TEKİNAY, AKMAN, BURCUOĞLU, ALTOP, s. 250 - 251.

İpotekli konut kredilerinin menkul kıymetleştirilmesinde, kredi veren kurumun ipotekli konut kredilerini konut finansmanı fonuna devretmesi durumunda, SPK' nın Seri: III, No: 34 Tebliği' nin 20. maddesine göre, ipoteğin fon hesabına kurucu adına tapuya tescil ettirilmesi zorunludur. İpotekli konut kredilerinin teminatı olan konutlara ilişkin tapu sicilinde beyanlar hanesine, ilgili kredinin fona devredildiği hususu kaydedilecektir.

BK. md. 168/f.2' de, alacağı temlik edenin alacakla ilgili bilgi ve belgeleri temlik alana vermesi gerektiği belirtilmiştir. Eğer alacak bir senede bağlanmışsa devreden devralana bu senedi vermekle yükümlüdür. Fakat, söz konusu senet devreden başka bazı haklarının ispatı için de önem taşıyorsa, bu takdirde senedin aslı yerine bir suretini verme borcu söz konusudur. Alacakla birlikte, fer'i haklara ilişkin belgeler varsa, örneğin ipotek veya kefalet durumunu gösteren belgeler gibi, bunlara ilişkin belgelerin de alacağı devralana verilmesi gerekmektedir.

SPK' nın Seri: III, No: 34 ve Seri: III, No: 35 Tebliği 21. maddesinde, ipotekli konut kredilerinin ve varlık finansmanı fonuna devredilecek varlıkların¹⁰¹ konut/varlık finansmanı fonuna devredilmesiyle, devir sonucunda ilgili varlığın sahipliği ile ilgili tüm hakların fona geçeceği ve bu hususun sözleşmede belirtilmesi gerektiği öngörülmüştür. Her iki fona da devredilecek alacakların anapara ve faiz ödemelerinin kredi veren tarafından ipotekle teminat altına alınması gerekmektedir (SPK Seri: III, No: 34 ve Seri: III, No: 35 Tebliği md. 21/f.2, b.1).

2.4.4. Alacağı Temlik Alan İle Borçlu Arasındaki Hukuki İlişki

Alacağın temliki ile birlikte, borç ilişkisindeki alacaklı sıfatı değiştiği için, borçlu borcunu yeni alacaklıya ifa edecektir. Fakat, alacağın temlikinin kendisine bildirilmediği ve borçlunun da alacağın temlik edildiğini bilmediği durumlarda, borçlu borcunu eski alacaklıya ödemişse bundan sorumlu olmayacaktır (BK. md. 165/f.1).

Kaynak şirket tarafından alacakların özel amaçlı kuruma devredildiği hususunun sayıları binleri bulan kredi borçlularına bildirilmesi imkansızdır. Bu durumda, borçlular ödemelerini, kredi sözleşmesini yaptıkları kaynak şirkete ödediklerini zannetmekte iken,

¹⁰¹ SPK Seri: III, No: 35 Tebliği' nin 20. maddesinde belirtilen alacaklar.

aslında kaynak şirketin bir yan kuruluşu şeklinde faaliyet gösteren özel amaçlı kuruma ödemektedirler.

Gerçekten de, ipoteye ve varlığa dayalı menkul kıymet ihracı amacıyla kurulmuş konut/varlık finansmanı fonlarının kurucuları, bankalar, finansman şirketleri, ipotek finansman kuruluşları, finansal kiralama şirketleri ve aracı kurumlar (Tebliğ’de belirtilen şartları taşıyanlar) dır. SPK Seri: III, No: 34 ve SPK Seri: III, No: 35 Tebliği dördüncü maddesinde belirtildiği gibi, fona ve fondan yapılacak her türlü ödeme ve harcama için bir banka nezdinde kurucunun diğer hesaplarından ayrı olarak fon adına bir hesap açılacaktır.

Böylece, ödemeler kaynak şirketin hesaplarına girmeden otomatik olarak fon hesabına geçecektir. Tebliğ’ de “bir banka” nezdinde ifadesi kullanılmaktadır. Buradan, fon kurucularının banka olmaması durumunda, fon hesabının bir bankada açılacağı; fon kurucusunun banka olması durumunda kendi bankasında hesap açabileceği gibi başka bir banka nezdinde de fon hesabı oluşturabileceği anlaşılmaktadır.

Konut finansmanı ve varlık finansmanı fon portföylerinde yer alan varlıklara ilişkin alacakların zamanında tahsil edilmesi ve fon hesabına aktarılması görevi hizmet sağlayıcısına verilmiştir. Hizmet sağlayıcısı, ayrıca borçlular tarafından ödemelerin geç yapılması veya hiç yapılmaması durumunda, borçluya gerekli ihtarları yapmakla da görevlidir (SPK Seri: III, No: 34 ve SPK Seri: III, No: 35 Tebliği md. 8).

Alacağın temlik ile birlikte borçlunun durumunda bir değişiklik meydana gelmemekte ve borçlu temlik öğrendiği zaman eski alacaklıya karşı sahip olduğu def’ ileri yeni alacaklıya karşı da ileri sürebilmektedir (BK. md. 167/f.1). Burada def’ ileri (ödemezlik def’i, zamanaşımı def’i) geniş anlamda, itirazları da (sözleşmenin butlanı veya borcun ifa, ibra, yenileme, erteleme, kusursuz sonraki imkânsızlık gibi bir sebeple sona ermiş olduğu) kapsayacak şekilde ele almak gerekir. Borçlu, aynı şekilde alacağı temlik alana karşı haiz olduğu her türlü kişisel def’i ve itirazları da yeni alacaklıya karşı ileri sürebilir¹⁰².

Menkul kıymetleştirme açısından, kredi borçlusunu ile kaynak şirket arasındaki sözleşmeden doğan def’ iler borçlu tarafından özel amaçlı kuruma karşı ileri sürülebilecektir.

¹⁰² EREN, s. 1230.

2.5. MUKAYESELİ HUKUKTA MENKUL KIYMETLEŞTİRME UYGULAMALARI

Finansman sağlama aracı olarak ipoteye dayalı menkul kıymetler ve varlığa dayalı menkul kıymetler uygulamaları ilk olarak 1980'lerin başlarında ipoteye dayalı menkul kıymet uygulaması olarak ortaya çıkmıştır. Bugün ABD' de 500 milyar, bütün dünya piyasalarında ise yaklaşık 2 trilyon dolarlık menkul kıymetleştirme uygulaması olduğu tahmin edilmektedir¹⁰³.

ABD' de konut kredileri, otomobil kredileri, eğitim kredileri, öğrenci kredileri, kredi kartı alacakları gibi hemen hemen her türlü alacak menkul kıymetleştirme konusu olabilmektedir.

İpoteğe dayalı menkul kıymet piyasası açısından baktığımızda, AB içinde mortgage piyasası global bir market/pazar olarak görülmekte ve AB içinde oldukça önemli roller oynamaktadır. Mortgage ile ilgili 2005 yılı verilerine göre, AB üyesi üç ülke, Almaya %45, Danimarka %29, ve İsveç %14 oranları ile, Birlik içerisindeki "mortgage bond market" (Mortgage tahvil-hisseleri piyasası/İpotek teminatl menkul kıymetler) piyasasının 4/5' inden fazlasını elinde bulundurmaktadırlar¹⁰⁴.

2.5.1. AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİ

Menkul kıymetleştirme, Amerikan finans piyasasında 1930' lu yıllardan sonra ortaya çıkan en önemli ve aynı zamanda kalıcı olan bir yeniliktir. Menkul kıymetleştirme uygulaması Amerika' nın ve dünyanın çehresini değiştirmiş; bir anlamda tüketiciler ile sermaye sahiplerinin buluştuğu bir alan olmuştur.

¹⁰³ Gelişmiş ülkelerin sermaye piyasalarında yaygın olarak kullanılan gayrimenkule dayalı mali araçların kaynağı olan gayrimenkullerin değerlendirilmesinde, gayrimenkul ekspertiz şirketlerinden yararlanılmaktadır. Gayrimenkul değerlendirilmesi için Bkz. GÜNGÖR Eser; **T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, Gayrimenkul Değerlemesi Ve Türkiye' de Sermaye Piyasalarında Gayrimenkul Ekspertiz Şirketlerine Yönelik Düzenlemeler Yapılmasına İlişkin Öneriler**, Yeterlik Etüdü. <http://www.econturk.org/spk11.pdf>, (25.03.2009, 09:54).

¹⁰⁴ KUTLUHAN Bozkurt, TÜRE Murat, ORAL Ümit; **Avrupa Birliği ve Belçika Hukuk Sistemlerinde İpoteğe Bağlı Konut Finansman Sistemi (Mortgage)**, Prof. Dr. Hüseyin Ülgen'e Armağan, C.II, İstanbul, 2007, s. 1769.

Kredi sağlayan kuruluşlar, menkul kıymet ihraç eden şirketler, yatırım bankaları, yerel ve uluslararası yatırımcıların oluşturduğu karmaşık yapı; geleneksel kredi sağlayıcıları, tasarruf sahipleri ve bankadan oluşan bir yapıya dönüşmüştür ve bugün neredeyse Amerika'daki tüm konut kredilerinin 2/3' ü menkul kıymete dönüştürülmüştür. Dahası; araba kredilerinin yaklaşık %7' si ve kredi kartı alacaklarının %4' lük kısmı da menkul kıymete dönüştürülmektedir ve menkul kıymetleştirme süreci yeni alanları da kapsayacak şekilde genişlemektedir¹⁰⁵.

Menkul kıymetleştirmenin ortaya çıkmasındaki ana etken, varlıkların yasal bir şekilde menkul kıymet ihraç eden kurumun ifası ile bağlantılı olabilecek risklerden ve harcamaları neticesindeki borçlarından izole edilebilmesidir.

Yapılandırılmış finansman olarak tabir edilen sistemde, varlıkların kredi kalitesi kredibilitesinden ve kaynak şirketin iflas riskinden ayrı olacak şekilde dikkate alınarak finansman sağlanmaktadır¹⁰⁶.

Amerikan ipoteğe dayalı menkul kıymet piyasası (mortgage-backed securities- MBS.) ikincil piyasa olarak tabir edilen ve konut kredilerinin menkul kıymet haline dönüştürülüp üçüncü kişilere satıldığı piyasaların temelini oluşturmaktadır.

Süreci kısaca açıklayacak olursak, finansal kuruluşlar (originor)¹⁰⁷ piyasalardan olan alacaklarını bir havuzda biriktirerek bunları özel amaçlı kuruluşlara¹⁰⁸ (Special Purpose Vehicle) nakit karşılığı veya menkul kıymet karşılığı devrederler. Özel amaçlı kuruluş, devraldığı alacakları kısa, orta ve uzun vadeli menkul kıymet haline dönüştürür (securitization) ve bunları yatırımcılara satar. Yatırımcılara alacak havuzundaki varlıkların getirilerinden ödeme yapılır. Bu şekilde özel amaçlı kuruluş, originator tabir edilen finansal kuruluşlardan devralacağı alacakların finansmanını da sağlamış olur.

¹⁰⁵ KENDALL, FISHMAN, s. 1.

¹⁰⁶ HANLON J, William; **Integration Of Securitization And Bankruptcy: Structured Finans And United States Bankruptcy Code**, International Business Law Practice Series, USA 2000, s. 263.

¹⁰⁷ Originator kavramını SPK "alacağını temlik eden kuruluş" şeklinde tanımlamıştır.

¹⁰⁸ Federal Home Loan Corporation (FHLMC or Freddie Mac), Federal National Mortgage Association (FNMA, or Fannie Mae), Government National Mortgage Association (GNMA, or Ginnie Mae)

Menkul kıymetleştirme yapısında en önemli nokta, varlıkların kaynak şirketin iflas riskinden izole edilebilmesi için özel amaçlı kuruma devredilmesidir. Ayrıca:

- Özel amaçlı kurum, kaynak şirket ile maddi şekilde birleşemez.
- Özel amaçlı kurumun kendisi de iflas prosedürünün tarafı olamaz, yani iflas edemez.
- Varlıkların özel amaçlı kuruma devri doğrudan satış şeklinde gerçekleştirilir.

Böylece, varlıklar kaynak şirketin varlıklarından ayrılarak, kaynak şirketin iflas riskinden izole edilmiş olur¹⁰⁹.

Menkul kıymetleştirme piyasasının tarihine bakacak olursak; ilk defa Amerika' da başlayan bu sistem halen GNMA, FNMA ve FHLMC tarafından sürdürülmektedir. FNMA, ilk menkul kıymetleştirmeyi 1981' de, FHLMC ise 1983 yılında gerçekleştirmiştir.

Menkul kıymetleştirmeyi gerçekleştiren özel amaçlı kuruluşların varlığını avrupa sisteminde görememekteyiz. Likiditeden ve derinlikten yoksun bir menkul kıymetleştirme piyasası bağlamında, eğer bankalar mortgage kredilerini finanse etmek için değişik alternatiflere sahip iseler, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulamasının bir popülerliği de olmayacaktır. Avrupa'nın en geniş piyasası olan İngiltere menkul kıymetleştirme piyasasında mortgage kredilerinin %6' sı menkul kıymetleştirilmiştir. Amerika' da bu oran %60' dır.

Amerikan piyasasında menkul kıymetleştirmenin bu denli büyük bir orana sahip olmasının temelinde ise sigorta sistemi yatmaktadır. Zira, Amerika' da FNMA, FHLMC tarafından piyasaya sürülen menkul kıymetler, bir devlet kuruluşu olan GNMA tarafından garantiye alınmıştır.

Sonuç olarak, gerek kamusal ya da kamu destekli, gerekse özel konut finansmanı kurumları tarafından ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracının artması ve bu menkul kıymetlerin çeşitlenmesi, ikinci el ipotek piyasasının gelişiminde önemli bir rol oynamıştır. ABD hükümeti tarafından konut finansman piyasalarında hizmet etmek amacıyla kurulmuş

¹⁰⁹ HANLON, s. 264.

olan kamusal ya da kamu destekli kurumlar, devletin ikinci el piyasaların gelişmesi için uyguladığı teşvik rolü açısından önemli örneklerdir¹¹⁰.

2.5.2. İNGİLTERE

İngiltere, AB ülkeleri içinde ipoteğe dayalı menkul kıymetleştirme uygulamasının en fazla görüldüğü ülkedir. Çoğu Avrupa ülkesinin aksine menkul kıymetleştirme işlemleri için özel bir hukuki düzenlemenin olmaması ve devlet destekli bir güvence mekanizmasının yokluğuna rağmen, düzenleyici kurumların varlığı menkul kıymetleştirme uygulamasının İngiltere’ de hızlı bir gelişmesine sebep olmuştur.

İngiliz hukuk sisteminde alacağın transferi için üç yöntem vardır. Yenileme, temlik ve katılma. Yenileme (novation), bütün tarafların (özel amaçlı kurum, kaynak şirket ve kredi borçlusu) muvafakiyetini ve katılımını gerektirdiğinden nadiren uygulanan bir yöntemdir. Alacağın temliki (assignment), kanuni ve sözleşmeye dayanan temlik olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. İngiliz hukukunda alacağın temliki işleminin kanuni geçerlilik kazanması için temlik olunan alacağa ilişkin borçluya yazılı bir belgenin verilmesi gerekmektedir. Alacağın temlikinin diğer çeşidi ise adi temliktir (equitable assignment). İngiliz hukukunda, yasal temlik işleminin hantal yapısı karşısında, adi temlik işlemi de doğrudan satış (true sale) olarak nitelendirilebilecek bir işlemdir.

Alacağın adi temlikinin de bir takım dezavantajları vardır. İlk olarak; yazılı bildirim olmadığı için, kredi borçlusu tarafından alacağa ilişkin geri ödemelerin kaynak şirkete yapılması mümkündür. İkincisi, kredi borçlularının kaynak şirkete karşı dava yolu ile ileri sürebilecekleri hukuki ihtilaflarda, özel amaçlı kurum hiçbir şekilde taraf olarak ileri sürülemez. Alacağın temlikinin üçüncü şekli ise katılmadır (sub participation). Katılmada, kaynak şirketin elindeki alacaklar ikinci bir banka tarafından, katılma sözleşmesi akdedilerek satın alınır. Böylece alacaklarla beraber, alacakların riski de devredildiği için, katılan şirket bir nevi kaynak şirketin riskini paylaşmış olur.

Özel amaçlı kurumun iflas riski ve alacakların korunması açısından İngiltere’ deki uygulamada, varlıklardan gelecek nakit akışları için özel bir hesap oluşturulmaktadır. Kaynak

¹¹⁰ ALP Ali, YILMAZ Ufuk; **Konut İpotek Kredilerinin Sermaye Piyasaları Yoluyla Finansmanı**, Activefinans Dergisi, Ağustos – Eylül 1999, s. 62.

şirkete yapılan bütün ödemeler bu özel hesapta toplanmaktadır. Özel amaçlı kurum için özel olan bu hesap, iflas riskine karşı özel amaçlı kurumun bütün aynı haklarını korumaktadır¹¹¹.

2.5.3. KANADA

Kanada, dünyada yazılı hukuk (state law) ve yazılı olmayan hukuk (common law) mirasına sahip olan ülkelerden biridir. Yazılı hukuk hükümleri, ülkenin dörtte birini oluşturan Fransızca konuşulan güney kesiminde geçerlidir. Yazılı olmayan kurallar ise hala ülkenin dörtte üçlük kısmında uygulanmaktadır. ABD' ye olan yakınlığı ve bunun beraberinde getirdiği ticari ilişkiler neticesinde, menkul kıymetleştirme olgusu ülkenin daha çok güney kesiminde kendini göstermiştir.

İlk menkul kıymetleştirme konusu varlıklar da, hükümet teşvikleri ve ev sahibi olmayı özendirilen politikalar sonucunda mortgage kredileri olmuştur. İlk kez 80' lerin başında hükümet desteği ile yapılan yasal düzenlemeler, mortgage kredilerinin menkul kıymetleştirilmesini sağlamıştır.

Mortgage kredileri, temelinde yatan müstakil sözleşme ile, düşük risk grubuna dahil olan varlıklar grubundadır. Bunun yanında; kredi kartı alacakları, finansal kiralama sözleşmesinden doğan alacaklar ve devlet altyapı gelirleri de menkul kıymetleştirilen diğer varlık gruplarına girmektedir.

Menkul kıymetleştirmenin Kanada' da hızlı bir şekilde kökleşmesinde, bu konuda uygulamanın başladığı dönemlerde yasal engellerin bulunmaması yatmaktadır. Şöyle ki, ticari uyuşmazlıklarının çözümünde anayasal kuralların geçerli olduğu eyaletler, menkul kıymetleştirme için yeni hukuk kuralları ihdas etmeye gerek görmediler; zira kişisel mülkiyet hakkını düzenleyen yasal kurallar (Personal Property Security Act) bu konuda yeterli olmaktadır.

Bir takım sebeplerden ötürü Kanada, menkul kıymetleştirme için ABD' den daha büyük bir potansiyele sahiptir. Şöyle ki, kredi veren kurum için Kanada iflas rejimi sert bir yapıda değildir. Varlıklarının değeri 10 milyon Kanada dolarının üzerinde olan şirketler için sermaye vergisi uygulanmaktadır; dolayısıyla bu kategoride olan şirketler için varlıklarını özel

¹¹¹ BAUMS Theodor; **Asset Securitization in Europe (Forum International)**, No:20, USA, 1994, s. 8,9.

amaçlı kuruma satmak ve bu varlıklardan gelen nakit akımları ile şirket borçlarını kapamak uygulaması doğmaktadır. Sonuçta, daha az şirket varlığı daha az sermaye vergisi demektir.

Süreçte yer alan taraflar ise; kaynak şirket ve servis sağlayıcı olarak inşaat şirketleri, varlıklardan gelen nakit akımlarını kontrol eden ve süreci kolaylaştırıcı görevi bulunan finansman şirketi, menkul kıymet ihraç eden özel amaçlı kurum, derecelendirme şirketi ve süreci kolaylaştıran diğer taraflardır.

Varlıkların özel amaçlı kuruma satılması aşamasında, bir ön protokol düzenlenmektedir. Akabinde, finansman şirketi tarafından kaynak şirketin varlıkları incelenmekte, varlıklardan gelecek nakit akımlarının nasıl olacağı özellikle ipotekle teminat altına alınmış alacaklar bakımında değerlendirilmektedir. Ön protokolden sonra, alacakların satımı sözleşmesi kaynak şirket ile özel amaçlı kurum arasında imzalanır. Söz konusu sözleşme ile, kaynak şirketin varlıkların devrinden sonra sağlayacağı servis hizmetinin de koşulları belirlenmektedir. Menkul kıymetleştirme de en önemli nokta, varlıkların temlikinin doğrudan satış (true sale) şeklinde gerçekleşmesidir.

Kanada’ da menkul kıymetleştirme olgusu son yıllarda katlanarak devam etmektedir. Yabancı yatırımcılar için %20 oranında olan menkul kıymet kâr payı vergisi, bir takım ikili anlaşmalar ile düşürülmeye çalışılmaktadır¹¹².

2.5.4. FRANSA

Fransa’ daki menkul kıymetleştirme olgusu ABD’ deki menkul kıymetleştirme ile benzerlik göstermektedir. Şöyle ki, sistem, kaynak şirket (banka) tarafından bir alacak havuzu oluşturulması ve finans kurumu tarafından alacakların devralınarak menkul kıymet ihraç edilmesi şeklinde gerçekleşmektedir.

Fransa’ da menkul kıymetleştirmeye imkan tanıyan yasal düzenleme 1988 yılında çıkarılmış (88-1201 sayılı kanun) ve FFC (Fonds Commun De Creances) adında menkul kıymet ihraç etmek amacıyla bir fon kurulmuştur. 1988’ de yapılan yasal düzenlemeden sonra, bir takım ilave değişikliklerle (1989, 1997 ve 1998 düzenlemeleri) menkul kıymetleştirmede rol oynayan tarafların talepleri karşılanmaya çalışılmıştır. Böylece, kredi

¹¹² DAECHEL Kip; **Securitization Private Assets In Canada**, International Business Law Practise Series, USA, 2000, s. 108,112.

kuruluşları, sigorta şirketleri ve ticaret şirketlerinin alacaklarını FFC' ye devretmeleri ve finansman sağlamalarının önü açılmıştır¹¹³.

1988 yılında yapılan düzenlemelerin ana sebebi, menkul kıymetleştirilecek varlıkların en az 2 yıl vadeli olmaları öngörülerek, mortgage kredisi veren bankaların, ipotekli konut kredilerini menkul kıymetleştirerek finansman sağlamalarının önünü açmaktı. Fakat, bu düzenleme kredi kartı alacakları gibi kısa vadeli varlıkların menkul kıymetleştirilmesinin önünde büyük bir engel oluşturduğu için, 1993 yılında yeni bir düzenleme yapılmış ve menkul kıymetleştirilecek alacakların en az 2 yıl vadeli olmaları gerektiği kuralı ortadan kaldırılmıştır. 1993 yasal düzenlemesi ile getirilen bir diğer kolaylık da, 1993 yılına kadar sadece kredi kuruluşlarının sahip oldukları varlıkların menkul kıymetleştirilmesine imkan tanımakta iken, bu sınırlama sigorta şirketlerinin de sisteme dahil edilmesiyle genişletilmiştir¹¹⁴.

Fransa' daki menkul kıymetleştirme uygulamasına daha yakından bakacak olursak, ABD' deki garantör trust'a benzer şekilde, 1988 yasal düzenlemesi ile ihdas edilen FFC, menkul kıymet ihraç etmek amacıyla kurulmuş özel amaçlı kurumdur. FFC, kaynak şirketten alacak havuzunu devralmakta ve menkul kıymetleştirmeden sonra ödeme akışını yönetmektedir. FFC, yasal anlamda tüzel kişiliği olmadığı, şirketler hukuku ve iflas hukukuna tabi olmadığı halde menkul kıymet ihraç edebilmektedir ve söz konusu menkul kıymetleri elinde bulunduran yatırımcılar FFC' nin dağıttığı gelir üzerinden, sanki FFC ayrı bir tüzel kişilikmiş gibi vergilendirilmektedir.

ABD' den daha dar olmakla birlikte, Fransa menkul kıymetleştirme piyasası, Moody's France, S&P-Adef ve IBCA Fitch gibi kuruluşlarca da onanan, geniş çeşitlilikte menkul kıymetleştirmeye uygun finansal enstrümanlara sahiptir.

FFC' nin yapısında yapılan düzenlemeler neticesinde, FFC hem yerel hem de uluslararası piyasalardan alacak havuzu oluşturabilmektedir. FFC, yabancı kaynaklı nakit transferi bakımından söz konusu ülkenin mevzuatına uymak zorundadır. 1997 tarihinde yapılan düzenleme, halihazırdaki bir sözleşmeye dayanan gelecekteki nakit akımlarına dayanan menkul kıymetleştirme işlemlerine imkan tanımış ve aynı zamanda FFC' nin satın

¹¹³ MARC Saint Gilles, NOUEL Loyrette Gide; **French Securitization Law and Practice**, International Business Law Practice Series, USA, 2000, s. 131 vd.

¹¹⁴ BAUMS, s. 10.

alacağı alacak havuzunun aynı türden alacaklardan oluşması zorunluluğu kaldırılarak, menkul kıymetleştirmenin gelişmesi noktasında bir kolaylık getirilmiştir. 1998 tarihli yasal düzenleme bunu bir adım daha ileriye götürerek, ödemelerin vade tarihi ve miktarı belirlenmiş olmak şartıyla, sözleşme olmasa bile gelecekteki nakit akımlarına dayanan menkul kıymetleştirmeye izin vermiştir.

FFC dışında menkul kıymetleştirme yapan kurumlar, nakit akımları konusunda FFC'ye bilgi vermek mecburiyetinde değildirler. Buradaki amacın, ihraççının borçluları ile olan ticari bağı zedelememek olduğu söylenebilir.

Yatırımcılar, Fransa' da menkul kıymetleştirme için off shore bankacılığını tercih edebilmektedirler. Bu durumda, Fransa Bankacılık Kanunu düzenlemeleri altında, alacakların transferi işlemi bir bağlı şirket veya Avrupa Birliği kredi kuruluşuna gerçekleştirilecek; alacakların offshore kuruluşuna devrinde, alacakların devri bakımından Fransa Bankacılık Kanunu'ndan daha esnek olan conduit'e göre olacaktır¹¹⁵.

Sonuç olarak, Fransa menkul kıymetleştirme piyasası, kredi veren kuruluşlar ve yatırımcılar için, gün geçtikçe daha da gelişmekte ve istikrarlı bir yapıya kavuşmaktadır. 1988 düzenlemesi basit ve güvenilir bir altyapı sağlamakla birlikte, offshore işlemleri halihazırda olan bir takım basit engelleri aşmak için yatırımcılar için bir alternatif teşkil etmektedir¹¹⁶.

2.5.5. ALMANYA

Alman hukuk mevzuatında menkul kıymetleştirme için özel hükümler bulunmamaktadır. Kaynak şirket, alacaklarını ve varlıklarını özel amaçlı kuruma satar ve devreder. Fakat, kaynak şirket alacaklarından sağladığı borç ödemelerini özel amaçlı kurum ile arasında olan servis anlaşmasına göre toplamaya devam eder. Özel amaçlı kurum, sadece alacakları kaynak şirketten devralır ve menkul kıymet ihraç eder. Yatırımcılara menkul kıymetlerin geri ödenmelerini ve faiz ödemelerini garanti etmek için, bir işleme gerek vardır ki; bu işlem kredi derecesi artırımındır (credi enhancement). Kredi derecesi artırımını

¹¹⁵ "Conduit, çok sayıda satıcıdan aktif varlıklar satın alan ve satın aldığı bu varlıkları varlığa dayalı finansman bonusu ihraç etmesi yoluyla ya da menkul kıymetleştirme yoluyla fona dönüştüren bir kuruluştur"s. **Yapısal Finans Seküritizasyonla İlgili Terimler Sözlüğü**
<http://www.google.com.tr/search?hl=tr&q=conduit%2C+menkul+k%C4%B1ymetle%C5%9Firmede&btnG=Google%27da+Ara&meta=>, (29/12/2008, 12:05).

¹¹⁶ MARC, NOUEL, s. 131. vd.

gerçekleştirecek olan kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri veya yedek hesap (ihtiyat akçesi hesabı) oluşturmak suretiyle kaynak şirketin kendisidir. Ayrıca, başarılı bir menkul kıymetleştirme işlemi için, derecelendirme kuruluşları tarafından, varlıkların riskinin değerlendirilmesi de gerekir¹¹⁷.

İpoteğe dayalı menkul kıymetler (mortgage backed securities) açısından bakıldığında, ABD’deki sistemden önemli bazı farklılıklar görülmektedir: Örneğin, Alman mortgage bankaları, borçlular tarafından yapılacak erken ödemeleri kabul etmemekte, böylece ipoteğe dayalı menkul kıymetler için erken ödeme riski söz konusu olmamaktadır¹¹⁸.

Almanya’da ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin yüksek kredi kalitesine ve en az bir kredi derecelendirme kuruluşu tarafından AAA kredi derecesine sahip olmasının nedenlerini şu şekilde belirtebiliriz:

- İyi oluşturulmuş hukuki altyapının varlığı.
- Menkul kıymetleştirmeye temel olan alacak havuzunun miktar ve vade yapıları bakımından benzer alacaklardan oluşması.
- İhraççının iflas riskine karşı, menkul kıymet sahiplerinin alacaklarının kanuni olarak öncelik hakkına sahip olması.
- Alacak havuzunun yüksek kalitede (birinci derece ipotek) ipotek kredilerinden oluşması¹¹⁹.

Özel amaçlı kuruluşun, menkul kıymetleştirme çerçevesinde bankacılık işlemleri yapabilmesi için, bankacılık lisansına sahip olması gerekir ve bunun sonucu olarak Federal Bankacılık Denetleme Ofisi’ nin denetimi altına olması şarttır¹²⁰.

¹¹⁷ NAGEL Sibilla; **Asset Backed Securitization In Germany**, International Business Law Practice Series, s. 155 vd.

¹¹⁸ BAUMS, s. 16.

¹¹⁹ AVESANI G. Renzo, PASCUAL Garcia Antonio, RIBAKOVA Elina; **The Use Of Mortgage Covered Bonds**, IMF Working Paper, WP/O7/20, s. 11.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp0136.pdf>, (04.04.2007, 16:29).

¹²⁰ IHLE Gerhard Christoph; **Germany, Asset-Backed Securitization In Europe**, Edited by BAUMS Theodor, EDDY Wymeersch, United Kingdom, 1996, s. 90.

Genel olarak, Alman hukukuna göre mevcut veya ileride muaccel hale gelecek olan alacaklar, alacağın devri anında, alacağın belirli veya belirlenebilir nitelikte olması koşuluyla devredilebilmektedir. Alacağın devri, sözlü olarak da gerçekleştirilmekte ve borçlulara bildirim yapılmasına gerek duyulmamaktadır. Teminatlar, ipotekler, sigortalar gibi alacağı garanti eden haklar da, alacağın temlik ile birlikte, kaynak şirket ile özel amaçlı kurum arasında yapılan sözleşme gereği devralana geçmektedir.

Kaynak şirket alacakların devrini doğrudan satış (true sale) şeklinde yapmak zorundadır. Bu şekilde alacaklar, kaynak şirketin varlıklarından çıkarılmakta ve bilançosunda gösterilmemekte; kaynak şirketin iflası durumunda da iflas masasına girmemektedir.

Menkul kıymetleştirme sürecindeki diğer bir önemli konu da kişisel bilgilerin korunmasıdır. Almanya’ da kişisel bilgilerin korunması noktasında Bankacılık açısından özel bir kanun bulunmayıp, genel manada Verilerin Korunması Kanunu’ na göre olmaktadır. Bankalar ile müşteriler arasındaki sözleşmeler, müşterilerin bilgilerinin korunması konusunda hükümler içermektedir.

Menkul kıymetleştirme işlemlerinde bankalar, alacakların devrini, kişisel verilerin korunması açısından Almanya kadar sert düzenlemeleri olmayan yabancı Özel Amaçlı Kurum’ lara da yapabilmektedirler. Ayrıca, derecelendirme kuruluşları, borçluların kişisel verilerini içeren bankaların portföylerini ve işlemlerini, değerlendirme aşamasında kullanabildiği için, Alman Federal Bankacılık Mercii’ nin 4/97 nolu sirkülerine göre, bankalar sadece müşterilerinin ön izni olmak koşuluyla üçüncü kişilere müşterilerinin kişisel bilgilerini verebilirler.

Almanya, 1999 yılında yeni İflas Kanunu’ nu kabul etmiştir. Kanun’ un, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme işlemleri için getirdiği en önemli yenilik; kaynak şirketin iflası durumunda, alacaklar fiilen kaynak şirketten özel amaçlı kuruma devredildiği için, alacaklılar “öncelikli transfer” kuralına tabi olmakta, devredilen alacaklar üzerinde üçüncü kişiler hiçbir hakka sahip olamamakta ve alacağın devri işlemini iptal ettirememektedirler. Bu noktada yasa kuralı hiçbir şekilde değiştirilememektedir.

Sonuç olarak, Almanya varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulamasına geç ve biraz da isteksizde başlamış olsa da, 1997 yılından bu yana olan gelişmeler, Avrupa’daki

gelişmeyi yakalamayı kolaylaştırmıştır. Avro' ya geçilmesi de menkul kıymetleştirme işlemlerine pozitif bir etki yapmıştır¹²¹.

2.5.6. İRLANDA

İrlanda' da, menkul kıymetleştirme işlemleri Uluslararası Finans Servis Merkezi' nin (IFSC- International Finance Service Center) sorumluluğunda yürütülmektedir. Merkezin özel amaçlı kurumların kurulmasında teşvik edici rolü ve bu noktada özel yasal düzenlemelerin varlığı, İrlanda' nın menkul kıymetleştirme işlemlerinde, gerek kurucular gerek yatırımcılar bakımından etkili bir konuma gelmesini sağlamıştır.

Yasal düzenlemelerin yatırımcılara sunduğu kolaylıkları şu şekilde belirtebiliriz:

- Vergi tarafsızlığı. Özel Amaçlı Kurum' un ticari faaliyette bulunduğu varsayılarak, faiz ve diğer giderler konusunda indirim yapılabilme imkanı sağlanmaktadır (Söz konusu özel vergi düzenlemelerine tabi olmak için üç şart gerekmektedir. Birincisi, kaynak şirket yabancı menşeli olmalı; ikincisi, menkul kıymetleştirilecek varlıklar kaynak şirketin kendi varlıkları olmalı ve üçüncüsü, alacaklar İrlanda' daki Özel Amaçlı Kurum' a devredilmelidir).

- Yabancı hisse senedi sahipleri, vergiden muaf olarak faiz geliri elde etme imkânına sahiptirler.

Bir özel amaçlı kurumun, IFSC bünyesinde faaliyet gösteren bir şirket olabilmesi için, IFSC Vergi Sertifikasına sahip olması ve IFSC' nin şirketlere hizmet sağlayan biriminin idaresi altında olması gerekir. Bütün bu yapı, menkul kıymetleştirme işlemleri için çerçeve iş planı oluşturma ve geri planda bilgi aktarımı noktasında kaynak şirkete ve girişimcilere hizmet sunmaktadır. Hazırlanan iş planı, onay için Endüstriyel Gelişim Kurumu' na ve İrlanda Finans Departmanı' na sunulur. Onay işleminin ardında menkul kıymetleştirme süreci başlamış demektir. Söz konusu onay genel mahiyettedir ve bundan sonraki menkul kıymetleştirmeler için tek tek izin alınmasına gerek duyulmamaktadır.

¹²¹ NAGEL Sibilla; **Asset Backed Securitization In Germany**, International Business Law Practice Series, s. 155 vd.

Kaynak şirketin varlıkları (alacakları) gerçek anlamda bir doğrudan satış (true sale) şeklinde kaynak şirketin bilançosundan çıkarılmakta ve özel amaçlı kurum'a devredilmektedir.

1999 tarihli İrlanda Ekonomi Kanunu, menkul kıymetleştirme işlemleri için bir takım kurallar öngörmektedir:

- Menkul kıymetleştirmeye temel oluşturacak varlıklar “finansal” değerler olmalıdır.
- Kaynak şirket; İrlanda şirketi, devlet kurumu da olabilen bir konut kuruluşu, genel veya yerel bazda bir tüzel kişi olabilir.
- IFSC bünyesinde olmayan Özel Amaçlı Kurumlar, genel ticaret şirketleri gibi harcamalarından mahsup yapma hakkına sahiptirler.
- IFSC bünyesinde olmayan Özel Amaçlı Kurumlar için kurumlar vergisi %25 olarak uygulanır ve bu kurumların özel bir vergi sertifikası alma mecburiyeti yoktur, fakat bir takım vergi işlemleri için İrlanda Vergi Kurumları' nca bir onay gerekmektedir.

Menkul kıymetleştirme programında, İrlanda menşeli bir özel amaçlı kurum, tahvil veya diğer bir tür menkul kıymet ihraç etmek için, İrlanda Şirketler Hukuku hükümlerine tabi olmaktadır¹²².

2.5.7. İSPANYA

İspanya' da iki tür menkul kıymetleştirme görülmektedir. Birinci tür olan bilanço içi menkul kıymetleştirmede, kaynak şirket menkul kıymet ihracını kendisi yapmakta, varlıklar bilançosunda kalmakta, böylece alacaklarının ödenmeme riskini de kendisi üstlenmektedir. Söz konusu menkul kıymetleştirme 25/03/1981 tarih ve 2/1981 sayılı kanuni düzenlemesine göre gerçekleştirilmektedir.

İkinci tür bilanço dışı menkul kıymetleştirmede, bağımsız bir kuruluş, kaynak şirketin varlıklarını satın almakta ve varlığa dayalı menkul kıymet ihraç etmektedir. Bu yapıda,

¹²² QUINN Christin; **Securitization And Structured Finance In Ireland**, International Business Law Practice Series, s.167 vd.

varlıklar kaynak şirketin bilançosundan çıkarıldıkları ve menkul kıymet ihracı da bağımsız kuruluşlarca gerçekleştirildiği için, risk kaynak şirketten çıkmakta ve menkul sahiplerine geçmektedir. Bilanço dışı menkul kıymetleştirmenin temelini 07/07/1992 tarih ve 19/1992 sayılı düzenleme oluşturmaktadır.

1992 tarihli düzenleme, ipotekli konut kredilerinin (mortgage asset backed securities), menkul kıymetleştirilmesini bu kredilerden doğan alacak akışını sağlaması yönünde ilk önemli hukuki düzenlemedir. İpotekli konut kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi için, CNMV (Comision Nacional del Mercado de Valores) kuruluşuna kayıt olmak gerekmektedir. CNMV, mortgage kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi için kredilerin derecelendirme kuruluşları tarafından değerlendirilmesi gibi ilave yükümlülük öngörmektedir¹²³.

İspanya’ da mevcut alacaklar gibi ileride doğacak alacakların da menkul kıymetleştirilmesi mümkündür. Menkul kıymetleştirme sürecinde alacak havuzunu oluşturan kaynak şirketin en azından son üç yıllık hesaplarını içeren kayıtlarının denetimden geçmiş olması ve kaynak şirketin yıllık hesap hareketlerinin Menkul Kıymetler Piyasası Komisyonu’ na rapor edilmesi gerekir. İleride doğacak alacakların menkul kıymetleştirilmesi için de söz konusu alacaklara yönelik kesin bilgilerin şirketin hesaplarında görülmesi şarttır ve en önemlisi kaynak şirket alacak havuzunu oluştururken bunu kayıtsız şartsız ve rücu edemeyecek şekilde yapmalıdır¹²⁴.

İhraç edilen menkul kıymetlerin %62’ lik kesiminin yabancı yatırımcılar tarafından satın alındığını da dikkate alındığında, İspanyol finans şirketleri için menkul kıymetleştirme yolu ile fon temin edilmesi yönteminin, uygun oranlarda yurtdışı fonlaması yapıldığından, diğer yöntemlere göre kısmen daha ucuz olduğu söylenebilir¹²⁵.

¹²³ BALCELLS Lopez Ignacio; **Asset-Backed Securitization In Spain**, International Business Law Practice Series, s. 213 vd.

¹²⁴ **Securitization Key Legal and Regulatory Issues, International Finance Corporation**, 2004, s. 22 - 23. [http://www.ifc.org/ifcext/eca.nsf/AttachmentsByTitle/Securitization1A%2B904/\\$FILE/Securitization1A%2B9-04.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/eca.nsf/AttachmentsByTitle/Securitization1A%2B904/$FILE/Securitization1A%2B9-04.pdf), (27.09.2009, 14:52).

¹²⁵ AVESANI G. Renzo, PASCUAL Garcia Antonio, RIBAKOVA Elina; **The Use Of Mortgage Covered Bonds**, IMF Working Paper, WP/O7/20, s. 12. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp0136.pdf>, (04.04.2007, 16:29).

2.5.8. İSVİÇRE

Diğer ülkeler ile karşılaştırıldığında, İsviçre şirketleri finansman sağlamak noktasında daha etkin bir yapıda bulunmaktadır. İsviçre, düşük faiz oranları ile şirketlerin finansman sağlamada çeşitli alternatiflerinin olduğu bir ülkedir. Özellikle bankalar, sermaye ve likidite açısından daha iyi bir donanıma sahiptirler. Bu nedenle, İsviçre bankalarının finansman sağlama noktasında bir arayış içinde olmadıklarını söyleyebiliriz.

İsviçre şirketleri, finansman sağlamada daha çok kredi uygulamasını tercih etmektedirler. 1996 yılında, hisse senedi ihraç oranı ile kredi kullanım oranına baktığımızda, oranının 1/4 olduğu görülmektedir. Bunun nedenlerini şu şekilde belirtebiliriz:

- İsviçre' deki şirketlerin %99' u küçük ve orta ölçekli işletmelerden oluşmaktadır.
- Az sayıdaki şirket uluslararası finans piyasasına açılabilir.
- İsviçre, bankacılık konusunda dünya çapında bilinen çok yönlü ve sağlam bir sisteme sahiptir.
- Şirketler açısından, İsviçre Borsası sıkı kuralları öngörmektedir.

Bankalar, mortgage kredilerinin menkul kıymetleştirilmesinde çekimser kalmışlar, menkul kıymetleştirmenin işlem maliyetleri ve diğer yasal yükümlülüklerin kredilerin faiz oranlarını yükselteceğini, söz konusu durumun da kredi borçlularına yansımalarının muhtemel olacağını düşünmüşlerdir.

Şimdiye kadar, kredi sözleşmelerinde, bankaların ilgili kredileri satabilmesi veya transfer edebilmesi için bulunması gereken borçlunun muvafakatı bulunmamaktaydı. Konuyla ilgili, işlemlerin hangi kapsamda ve resmi prosedürde yapılacağı açısından bankaların sır saklama yükümlülüğü ile ilgili bir Anayasa Mahkemesi kararı da mevcut değildi. Bütün bu nedenlerden ötürü, bankalar bankacılık sırlarını çığnememek ve ilave masraflara da girmemek için menkul kıymetleştirmeye sıcak bakmamışlardır. Aslında bu gelişmelerin, banka dışı şirketlerin menkul kıymetleştirmeye karşı bir eğilimlerinin doğmasında yardımcı olduğu söylenebilir.

İsviçre’ de, uluslararası menkul kıymetleştirme işlemlerinde, kaynak şirket ve özel amaçlı kurum, alacakların özel amaçlı kuruma devri aşamasında uygulanacak hukuku seçme imkanına sahiptirler. Bu durumda, kaynak şirketin veya özel amaçlı kurumun bağlı olduğu şirketin tabi olduğu hukuklardan biri seçilebilir. Seçilen hukukun, alacakların özel amaçlı kuruma devrinde doğrudan satışı “true sale” ve diğer bir takım teknik prosedürleri de öngörmesi gerekir.

İsviçre hukukuna göre, sözleşmenin tarafları sözleşmeye uygulanacak hukuku seçmek noktasında özgürdürler. Menkul kıymetleştirme işlemleri açısından bakacak olursak, sözleşme hükümleri borçlulara karşı, onların rızaları olmadan uygulanamaz. Ayrıca, seçilecek hukuk aynı zamanda sözleşmeye uygulanabilir bir hukuk olmalıdır. Örneğin, menkul kıymetleştirme işlemlerinde kaynak şirket ve özel amaçlı kurum, alacakların devrine Amerikan Hukuku’ nun uygulanacağını kararlaştırmaları durumunda, İsviçre merkezli kaynak şirketin iflası durumunda artık Amerikan Hukuku hükümleri iflasa uygulanmalı ve ayrıca söz konusu yabancı hukuk alacaklarının devrinin tamamlanması için bütün koşulları içermelidir¹²⁶.

Sonuç olarak, AB’ de mortgage pazarının ihraç edilen ipoteğe dayalı menkul kıymetler ve ipotek teminatlının menkul kıymetler ile finanse edildiğini söyleyebiliriz. Yine de, AB ülkeleri arasındaki farklı yasal düzenlemelerin varlığından dolayı ikincil piyasaların birbirinden bölünmüş olduğu görülmektedir. Bu konuda, siyasi anlamda Avrupa Birliği’ nin birleşmesinin desteklenmesi ile hem kaynak şirketler arasında rekabetin artacağı, hem de kaynak şirketlerin mortgage kredi portföylerinin AB ülkeleri arasında dolaşımını ve sermaye piyasalarının bütünleşmesini sağlayacağı söylenebilir¹²⁷.

¹²⁶ KOEFERLIA. Jürg; *Securitizing Trade Receivables From A Swiss Perspective*, International Business Law Practice Series, s. 221 vd.

¹²⁷ *The European Commission’s Green Paper On Mortgage Credit In The EU*, 01.12.2005, s. 6. <http://www.ecb.eu/pub/pdf/other/eumortgagecreditconsultationen.pdf>, (22.06.2009, 21:34).

§ 3. İPOTEKLİ KONUT FİNANSMAN SİSTEMİ (MORTGAGE) VE İPOTEĞE DAYALI MENKUL KIYMETLER

3.1. GENEL OLARAK İPOTEKLİ KONUT FİNANSMAN SİSTEMİ

Dünyada yaklaşık 200 yıldır uygulanmakta olan ve ülkemizde de 06.03.2007 tarihinde Resmi Gazetede' de yayımlanarak yürürlüğe giren 5582 sayılı Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun ile birlikte dünyada mortgage sistemi olarak adlandırılan ipotekli konut finansmanı sistemi (İKFS) ile tanışmış olduk.

İKFS' nin tüketiciler açısından, daha önce de bankalarca verilen “ipotekli konut kredisi” ile aynı anlama geldiğini; ekonomik sistem açısından ise bir finansal yenilik olarak menkul kıymetleştirme (securitization) ile sermaye piyasalarını ilgilendiren yönleri olduğunu söylemek mümkündür.

En kısa ve öz şekliyle ipotek ya da rehin anlamına gelen ve “kira öder gibi ev sahibi olma” yöntemi olarak adlandırılan İKFS' de, konut sahibi olmak isteyen tüketicilere finans kuruluşları tarafından uzun yıllara varan vadelerle¹²⁸ (15-30 yıllık) kredi temin edilmekte, bunun karşılığında da alınan konut üzerinde ipotek tesis edilmektedir¹²⁹.

Dünyada İKFS' ye baktığımızda uygulanan iki modelden bahsetmek mümkündür: Birinci model, konut finansmanının ipoteye dayalı menkul kıymetlerle finanse edildiği Amerikan modelidir. Diğer model ise Almanya ve Danimarka' da uygulanan, Avrupa modeli de denilebilecek olan ipotek bankaları modelidir. Amerikan modeli İKFS, alıcılar arasında fark gözetmediğinden daha geniştir. Ülkemizde ise ABD uygulamasından daha dar kapsamlı bir durum ortaya çıkmıştır. Bunun sebebi ise, sisteme sadece tüketicilerin dahil edilmesidir¹³⁰.

¹²⁸ Vade açısından kredileri üçe ayırmak mümkündür: Kısa vadeli krediler, vadesiz ve vadeleri 2 yıla kadar olan kredilerdir. Orta vadeli krediler, vadeleri 2-5 yıl arasında değişen kredilerdir. Uzun vadeli krediler ise, 5 yıldan daha uzun vadeli kredileridir. Bkz. SUNGUR Turgut, **Bankacılar İçin Banka Tekniği (İşlemleri)**, 4.b, Ankara, 1999, s. 68.

¹²⁹ OY Osman; **Türkiye' de Mortgage Uygulaması – Konut Finansman Sistemi ve Ana Hatları İle Gayrimenkul Mevzuatı**; İstanbul, 2207, s. 95.

¹³⁰ AYDOĞDU Murat; **Konut Finansman Sistemi (Mortgage) Ve Sözleşmeleri**, Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, C. 9, S. 1, 2007, s. 8.

Bununla birlikte, İKFS' yi salt, basit bir konut kredisi olarak nitelendirmemiz yanlış olur. Bir konut kredisinin İKFS olarak nitelendirilebilmesi için sisteme ikincil piyasalar aracılığı ile sermaye piyasalarından fonlama yapılıyor olması gerekmektedir. Bu bağlamda İKFS, ipotek teminatına dayalı konut kredisi alacaklarının ikincil piyasalarda menkul kıymete dönüştürülerek ihracı¹³¹ ile sermaye piyasalarından fon akışı sağlanması esasına dayalı konut finansman sistemi olarak ifade edilebilir.

İKFS' nin hayata geçirilmesi öncesinde tüketicilere kullandırılan konut kredileri ile 5582 sayılı kanunla getirilen yeni düzenlenmeler arasındaki farkı şu şekilde belirtebiliriz:

Konut kredisinde kullanılan krediler büyük çoğunluğu ile bankaların kendi öz sermayelerinden veya topladıkları mevduattan karşılanırken; İKFS' de ise kullanılan kredilerin tahvile dönüştürülmesi söz konusu olmaktadır. Böylece yeni bir yatırım aracının oluşturulmasıyla birlikte; bankaların, faiz oranlarındaki değişimle oluşacak kâr veya zarardan etkilenmemesi sağlanmış olmaktadır. Kâr ve zarar, ipoteğe dayalı tahvilleri satın alan yatırımcıların olur¹³². Sistemin işlemesiyle birlikte, bankacılık sektörüne gerek yurt içinden ve gerekse yurt dışından ipotek teminatlı, uzun vadeli, düşük faizli kaynak akışı sağlanmak istenmektedir¹³³.

İKFS' nin zamanlama bakımından devreye girmesi noktasında tartışmalar devam etmekle birlikte; birçok ülkede finansal istikrarın tam olarak sağlanamadığı dönemlerde de sisteme geçildiği görülmektedir. SPK' nın konuya ilişkin görüşüne göre, İKFS' nin devreye girmesinden önce konut kredisi faiz oranları devlet tahvil faizine göre yüksek olsa da, sistemin devreye girmesiyle oran, devlet tahvil faizlerinin altına ya da bu faize yakın bir seviyeye gelmektedir.

İKFS' yi mevcut konut kredi sistemiyle kıyasladığımızda, tüketiciyi direkt ilgilendiren önemli faydalar getirdiği görülmektedir. Bunlar; vadelerin daha uzun olabilmesi, faizlerin değişken olabilmesi, borçlunun ödeme gücüne düşmesi durumunda borcun yeniden yapılandırılabilmesi gibi faydalardır. İKFS' yi mevcut banka konut kredisi sisteminden ayıran bir diğer unsur ise, reel faiz düşüklüğü olup, bu sayede sistemden yalnızca üst gelir grubuna mensup kişilerin değil, orta ve alt gelir grubundaki kişilerin de yararlanabilmesidir. Reel faiz

¹³¹ İpoteğe dayalı menkul kıymet

¹³² **Haftalık Haber Aktüel Dergisi**, 25 Şubat – 3 Mart 2007/8, S. 203, s. 26.

¹³³ ALPTÜRK Ercan; **Soru ve Cevaplarıyla Mortgage Sistemi (Tutsat)**, Ankara 2007, s. 38 - 39.

düşüklüğünü doğuran etken ise, sistemin fark ve kolaylıklarından dolayı maliyetinin az olmasıdır. Düşük faizlere bağlı olarak ödemelerin gerçekten *kira öder gibi* olması neticesinde sistemin tabana yayılmasına olanak sağlanmaktadır¹³⁴. Bununla birlikte sistemin işlemesi ile birlikte, kentlerdeki konut ihtiyacının bütünüyle karşılanacağını beklemek mümkün değildir. Konut yapımı yavaş yavaş hızlanırken konut talebi beklenenin üzerinde bir artış gösterecektir. Zira, hiç evi olmayanların yanında tek eve sahip olanların da ikinci bir konuta sahip olmak isteyeceklerdir¹³⁵

İKFS, krediyi veren kurumların kendi aralarında organize olmalarını temin etmekle birlikte, kurumların riski dağıtmaları ve yapılacak denetim altında ve gerçek değerleri ile kayıtlara geçirilmelerini sağlayacaktır¹³⁶.

3.1.1. Tarihsel Gelişim

Taşınmazlar değerlerini her zaman muhafaza eden, arza bağlı olan, sahibine güç ve itibar sağlayan önemli bir malvarlığı unsurudur. Bu özellikleri nedeniyle eski çağlardan beri alacaklar için vazgeçilmez bir teminat aracı olarak kullanılmışlardır.

Antik Yunan’ da, taşınmazda dikilen bir sütun veya tablet üzerine alacakla ilgili bilgiler yazılmak suretiyle taşınmaz rehni kuruluyordu. Bundan başka, taşınmaz rehni kurulabilmesi için taşınmazın zilyetliğinin devrine gerek yoktu. Roma hukukunda bir at arabası ile bir çiftliğin rehni aynı kurallara tabi idi. Eğer rehin edilen taşınır veya taşınmaz eşyanın zilyetliği alacaklıya devrediliyorsa buna rehin (pawn); zilyetlik devredilmiyorsa ipotek (hypothecation) deniliyordu. İpotek işlemi, resmi bir sicile kaydedilerek, borçlunun eşyanın zilyetliğini kendinde tutmasından doğabilecek sorunları ortadan kaldırıyor. Rehin konusunda Roma Hukuku, İngiliz Hukuku’ nu da etkilemiş, benzer bir uygulama ortaya çıkmıştır. Şöyle ki, taşınmaz rehininin kurulması için ya zilyetlik devrediliyor ya da yerel mahkeme veya manastır nezdinde tutulan resmi sicile rehin sözleşmesi tescil ediliyordu.

¹³⁴ **20 Soruda Mortgage**

20http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/Turkey-tr_tax_20SorudaMortgage_060508.pdf, (20.04.2009, 14:45).

¹³⁵ Erçel Gazi; **Mortgage Sistemi ve Enflasyon**,

<http://www.mortgagebankasi.com/mortgage-sistemi-ve-enflasyon-gazi-ercel-sabah.html>, (08.09.2009, 13:02)

¹³⁶ ÖZEN Necati; **Kondudan Konuta: Mortgage (İpoteğe Dayalı Konut Finansmanı) Sistemi**, Yaklaşım Dergisi, S. 13, 2005, s. 65.

Ortaçağ İngiltere’ sinde faiz, kilise tarafından haram sayıldığı için, faiz alamayan alacaklılar, teminat olarak aldıkları taşınmaz malın zilyetliğini devralarak faiz yerine rehin edilen taşınmazın kirasını ve diğer semerelerini elde ediyorlardı. Bunun sonucu olarak, taşınmazın alacaklılar tarafından teminat olarak alınması, rehinden ziyade inançlı temlik haline dönüşmüştü.

Taşınmazın bu şekilde semerelerinden faydalanmak amacıyla teminat olarak elde tutulması için iki tür sözleşme tipi kullanılmaktadır. Bunlardan taşınmazın, alacaklı tarafından teminat amacıyla zilyetliğinin elinde tutulduğu süre boyunca elde edilen kira ve diğer gelirlerinin borçtan mahsup edilmediği birinci sözleşme tipine *dead gage* (mort gage - ölü rehin) denilmektedir. Burada, borçlu tarafından borcun tamamı vadesinde herhangi bir indirim yapılmadan ödenerek, taşınmaz alacaklıdan geri alınmakta; alacaklının taşınmazı teminat olarak elinde tuttuğu süre boyunca elde ettiği gelir borçtan mahsup edilmemektedir. Görüldüğü üzere, taşınmazın teminat olarak alacaklıda kaldığı süre boyunca borçlu açısından artık bu taşınmaz ölü yatırım ya da sermaye gibi olduğundan “mort” olmuş gibidir.

İkinci tür sözleşme olan *vif gage* (living gage - yaşayan rehin)’ de ise taşınmazın teminat amacıyla borçlunun elinde bulunduğu süre boyunca elde edilen semereler borçtan mahsup edilmektedir. Her ne kadar faizcilik olarak görülmüş olsa da mortgage, alacaklılar ve borçlular arasında daha geniş bir uygulama alanı bulmuştur. Aslında bu tür mortgage uygulaması, günümüzde Anadolu’ nun bazı yerlerinde rastlanan “para faizsiz – tarla icarsız” sözleşmesine benzemektedir¹³⁷.

İpotekli konut finansmanı sisteminin ABD’ de yaygınlaşmaya başlaması, Avrupa’ dan yapılan göçlerin de etkisiyle 1900’lü yıllarda olmuş ve ilk düzenli ipotekli konut finansmanı uygulamaları 1930’ larda, düşünülenin aksine bankaların değil, sigorta şirketlerinin öncülüğünde başlamıştır¹³⁸.

¹³⁷ ÖNAL Yıldırım Beyazıt, TOPALOĞLU Mustafa; **İpotekli Konut Finansmanı ve Hukuku - Mortgage (Tutsat)**, Adana, 2007, s. 2 - 3.

¹³⁸ OKSAY Suna, CEYLANTEPE Tolga; **Mortgage ve Mortgage Sigortaları**, İstanbul 2006, s. 9.

3.1.2. İpotekli Konut Finansmanı Sisteminin Faydaları ve Düzenlenme Amacı

Gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere, dünyanın bütün ülkelerinde konut ve gayrimenkul sektörü ekonominin en önemli sektörlerinden birisidir. Hükümetler de, geniş halk kitlelerini yakından ilgilendirmesi sebebiyle, konut politikalarıyla yakından ilgilidirler.

Konut finansmanı sağlanması ve gayrimenkullere hareket kazandırılması noktasında, ülkemizin ve sermaye piyasamızın başarılı olduğunu söylemek güçtür. Bu konuda yapılan bir araştırmaya göre, ülkemizde konut finansmanın yalnızca %2.7 'lik kısmının mali piyasalar yolu ile gerçekleştirildiği görülmektedir. Medeni Kanunumuzda yer alan gayrimenkullere tedavül imkanı getiren senetlerin örneği ise neredeyse yok gibidir. Bütün bu başarısızlıkların başlıca sebepleri olarak, yaşanan yüksek enflasyon, ekonomik istikrarsızlık ve Medeni Kanun ile getirilen hükümlerin ülkemiz koşullarına ve çağa uymaması sayılabilir.

Ülkemiz dışındaki duruma baktığımızda, 1970' lerden itibaren ipotek (konut) kredilerinin havuzlarda toplanarak bunlara dayanan menkul kıymet ihracı ile yapılan menkul kıymetleştirme konut finansmanı konusunda kaydedilmiş en önemli gelişme olarak görülmektedir.

Yurtdışında uzun zamandır uygulanmakta olan İKFS' nin temelde iki ana faydasından bahsetmek mümkündür. Bunlar, bankalara konut kredilerinde kullanılmak üzere uzun vadeli fon sağlanması ve gayrimenkule dayalı yatırım aracı arayışında olan yatırımcılara alternatif yatırım araçları sunulmasıdır. Bunların dışında, başta dar gelirli aileler olmak üzere, kişilerin kurumsal yöntemlerle uzun vadeli konut edinmelerinin sağlanması da, İKFS' den beklenen faydalardan biridir¹³⁹.

5582 sayılı Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun ile birlikte değerlendirildiğinde, İKFS' nin düzenlenme amacını şu şekilde belirtebiliriz:

- Konut alım talebini yükseltmek.
- Konut alıcılarının daha uygun koşullarda borçlanabilmesini sağlamak.

¹³⁹ YILMAZ Ufuk; **Türkiye' de İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Merkezinin Kurulması**, T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, Yeterlik Etüdü, 2000, Ankara, s. 5 vd. <http://www.econturk.org/Turkiye1.html>, (17.06.2009, 10:55).

- Kurulacak konut finansmanı sistemi çerçevesinde ihraç edilecek sermaye piyasası araçları vadelerini, kişilerinin konut kredilerinin vadelerine paralel bir şekilde oluşturmak.

- Sistemin işlemesi ile birlikte ve ülkemizin ekonomik gelişme düzeyine bağlı olarak, konut finansmanında yirmi yada otuz yıla kadar uzanan vadelere ulaşmak.

- İpotek teminatlı olarak, konut finansmanı amacıyla kişilere sağlanan kredilerin geri ödenmemesi durumunda, ipoteğin paraya çevrilme sürecini kısaltmak.

- Geri ödeme sıkıntısı yaşayan borçluların takip sürecinin başlaması öncesinde ilgili kurumlarla anlaşarak borçlarını yeniden yapılandırmalarına ve mali durumlarına uygun bir şekilde geri ödeme planlarını değiştirmelerine imkan sağlamak.

- Konut finansmanı ve konut finansmanı kurumları tanımlarının, SerPK' nda yapılması ile sistemin bankalar ve ilgili düzenleyici kuruluş tarafından uygun görülen finansal kiralama şirketleri ile finans şirketlerini kapsamasını sağlamak.

- Konut finansmanı sisteminde merkezi bir rol oynayacak sermaye piyasası kurumu niteliğinde ipotek finansmanı kuruluşlarının düzenlenmesini sağlamak.

- Değişken faizli konut kredilerine imkân tanımak.

- SerPK' nda yapılan düzenlemeler ile varlık finansmanı fonları ve konut finansmanı fonlarını tanımlamak, konut finansmanı fonlarının konut alacaklarının menkul kıymetleştirilmesi amacıyla yurt dışında "special purpose vehicle" olarak adlandırılan özel yapılara karşılık gelecek şekilde düzenlenerek; konut finansmanı fonu kapsamı dışında kalan diğer alacakların menkul kıymetleştirilmesine imkan vermek amacıyla genel nitelikli menkul kıymetleştirme aracı olarak varlık finansmanı fonlarını düzenlemek.

- Vergi kanunlarında yapılan değişikliklerle, sistemin tümü üzerindeki maliyetleri azaltmak ve ek vergiler çıkmasını önlenmek, olarak belirtebiliriz.

İKFS, bireylerin konut ihtiyacını karşılarken, aynı zamanda inşaat ve finans sektörleri ve bunlarla ilişkili sektörlerde de önemli gelişmelere imkan sağlayacağından, hem konut

sahipliğinin artırılması yoluyla sosyal bakımdan olumlu etkiler yaratacak, hem de ekonomik kalkınma ve plânlı kentleşmeye olumlu katkılar sağlayacaktır¹⁴⁰.

Ülkemizde banka konut kredilerinin vadeleri yirmi yıla kadar uzamakla birlikte, yıllık bileşik maliyetleri yüksek oranlara ulaşabilmekte, böylece konut kredisi kullananlar çok yüksek oranda reel faiz ödemek zorunda kalmaktadır. Ülkemizde, konut kredilerinin vadelerinin kısa ve geri ödeme taksitlerinin yüksek olmasına paralel olarak, bu derece yüksek reel faizin ancak üst gelir gruplarınca karşılanabilmesi ve konut kredilerinin orta ve alt düzey gelir gruplarının ödeme gücüne hitap edememesi neticesinde, konut kredi hacmi diğer ülkelere göre son derece düşük kalmaktadır. Buna rağmen, gerek ülkemizde gerek yurtdışında, tüketicilere mevcut durumdan daha düşük faiz oranı ve daha uzun vadelerde kaynak sağlayabilecek tasarruf sahipleri mevcuttur. Tasarruf sahipleri ile konut kredisi kullanıcılarını buluşturabilecek bir sistemin ülkemizde bulunmaması, Türkiye benzeri ekonomik koşullara sahip diğer gelişmekte olan ülkelerin dahi ulaşabildikleri uluslararası fonların yurtiçine akmasını engellemektedir.

İşte, 5582 sayılı Kanun ile oluşturulan ipotekli konut finansmanı sistemi, tasarruf sahipleri ile konut alıcıları arasında bir nevi köprü vazifesi görerek, konut alıcılarının daha yaygın bir şekilde ve uygun koşullarda borçlanabilmesini sağlayacaktır. Ayrıca, finansal piyasaların gelişmesiyle birlikte inşaat sektörünün canlanmasının, ekonomik kalkınmaya katkıda bulunacağı şüphesizdir¹⁴¹.

3.1.3. İpotekli Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Yasal Düzenlemeler

İKFS' nin hukuksal alt yapısını, 06.03.2007 tarihinde resmi gazetede yayınlanarak yürürlüğe giren 5582 sayılı Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun teşkil etmektedir. Kanun, konut finansmanına dair hükümler getirirken aynı zamanda İKFS' nin asıl noktasını oluşturan menkul kıymet ihraçlarına yönelik de hükümler getirmektedir.

¹⁴⁰ OY, s. 95 vd.

¹⁴¹ **Konut Finansman Sistemine İlişkin Kanun Değişiklikleri**, SPK Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, Temmuz, 2005, s. 29 - 31.
http://www.evbazar.com/mortgage_kitapcik.pdf, (23.03.09, 17:08).

5582 sayılı Kanunla SerPK başta olmak üzere çeşitli kanunlarda değişiklik yapılmıştır. Özellikle SerPK’ nda yapılan değişiklikler ve düzenlemeler konumuz olan konut finansmanı sistemi açısından temel hukuki altyapıyı teşkil etmektedir.

SPK tarafından konut finansmanı sisteminin ikincil piyasasının nasıl işleyeceği noktasında çıkarılan tebliğler ile birlikte, ipotekli konut finansmanı sistemi Avrupa ve ABD’ deki yapıya yakın bir şekilde oluşturulmaya çalışılmıştır. 04/08/2008 tarihli SPK’ nın Konut Finansmanı Fonlarına ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ’i (Seri: III, No: 34) ile İKFS’ nin ikincil piyasasının nasıl işleyeceğine dair düzenlemeler yapılmıştır.

Sonuç olarak, 5582 sayılı Kanun ile SerPK’ nda yapılan düzenlemeleri şu şekilde belirtebiliriz:

1) Bankaların ve ipotek finansmanı kuruluşlarının, oluşturulan teminat havuzundaki varlıklar karşılık gösterilerek “ipotek teminatlı menkul kıymet” ihraç etmeleri imkanı getirilmiştir (SerPK md. 13/A).

2) Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenecek kuruluşlar tarafından ihraççının genel yükümlülüğü niteliğinde olan alacakların ve duran varlıkların teminatı altında “varlık teminatlı menkul kıymetler” ihraç edilmesi kabul edilmiştir (SerPK md. 13/B).

3) Sermaye Piyasası Kurulunca belirlenecek Fon kuruluşları tarafından ihraç edilen ipoteye dayalı menkul kıymetler karşılığında toplanan paralarla, ipoteye dayalı menkul kıymet sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre “konut finansmanı fonu” oluşturulması düzenlenmiştir (SerPK md. 38/B).

4) Münhasıran konut finansmanından kaynaklanan alacakların devralınması, devredilmesi, devralınan alacaklardan oluşan varlıkların yönetimi ve alacakların teminat olarak alınması suretiyle kaynak temini amacıyla ilk defa Yasayla “ipotek finansmanı kuruluşları” kurulmuştur (SerPK md. 39/A)¹⁴².

¹⁴² REİSOĞLU Seza; **Konut Edinme Amaçlı Konut Finansmanı Sözleşmeleri ve Uygulama Sorunları**, Bankacılar Dergisi, 2007, S. 61, s. 78.

3.1.4. İpotekli Konut Finansmanı Sisteminde İkincil Piyasa

İkincil piyasa, sermaye piyasasında daha önce sunulmuş ve halen dolaşımda (tedavülde) olan menkul kıymetlerin alınıp satıldığı piyasalardır. Menkul kıymetler ihraç edildikten sonra bunları satın alan yatırımcılar, menkul kıymetleri paraya çevirmek istediklerinde hisse senetlerinde hiçbir zaman, tahvillerde ise vadeden önce bunları ihraç eden kuruluşa müracaat edemezler. Bu durumdaki menkul kıymetlerin paraya çevrilmesini sağlayan piyasa ikincil piyasadır ve bu piyasayı tanımlamadaki en iyi örnek menkul kıymet borsalarıdır¹⁴³.

Bilindiği gibi sermaye piyasası kapitalist ekonominin gelişmesinin ana unsurlarındandır. Ekonomik hayatta yatırımların sürekliliğinin sağlanması ancak sermaye birikimiyle mümkün olup, sermaye birikimi ise bireylerin ellerindeki tasarrufların yatırımcılara dolayısıyla ekonomiye kazandırılmasıyla gerçekleşebilir¹⁴⁴. Bankacılık sistemi açısından, İKFS' nin fon temininde istikrar ve esneklik ve fon maliyetlerini azaltıcı etkisi olduğu görülmektedir¹⁴⁵.

Konut finansmanı sisteminde verilen kredilerin mortgage kredisi yani ipotekli konut kredisi sayılabilmesi için işler durumda olan bir ikincil piyasanın olması şarttır. İkincil piyasa, konut kredisi veren kuruluşlarca, bu krediler karşılığında elde edilen alacakların menkul kıymetleştirilmesi ve söz konusu işlemlerin kurumsal bir konut finansmanı kimliği altında, gerek borçlulara, gerekse kredi veren kuruluşa çeşitli avantajlar sağlayarak uluslararası standartlarda organize olmuş bir sistem demektir¹⁴⁶.

İKFS' de iki tip piyasa vardır. Birincil piyasa, finans kuruluşlarınca tüketicilere verilen kredilerden oluşur ki, burada teminat olarak çoğunlukla tüketicinin ödeme gücü ve almak istediği konut dikkate alınmaktadır. İkincil piyasada ise, söz konusu krediler tahvil veya hisse senedi yani özünde varlığa dayalı menkul kıymet haline dönüştürülerek yurt içinden veya yurtdışından yatırımcılara ihraç edilmektedir.

¹⁴³ EROL Ahmet, YILDIRIM A. Ercan; **Menkul Kıymetlerin Vergilendirilmesi**, Ankara, 2001, s. 39.

¹⁴⁴ MELİKŞAH Yasin; **Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri**, Ankara, 2002, s. 38.

¹⁴⁵ ÖNEN Seda; **Konut Finansman Sisteminin Yapılandırılması ve İpotekli Sermaye Piyasası Araçları**, s. 4. http://www.hasanbal.net/Konut_Finansman_Sisteminin_Yapilandirilmesi_SO.pdf, (16.06.2009, 12:08).

¹⁴⁶ AYDOĞDU, s. 15.

Konut finansmanı kurumları açısından, kredilerin ikincil piyasalarda yatırımcılara satılarak fon temin edilmesi, mevduat yoluyla fon elde edilmesinden daha avantajlıdır. Çünkü, uzun vadeli konut finansmanı için uzun vadeli mevduat toplamak daha zor olup, mevduat yoluyla fon temini seçildiğinde, verilen kredilerin vadelerine göre daha kısa vadeli mevduat toplanabildiğinden, vade uyumsuzluğu problemi ortaya çıkmakta ve bu durum şirketleri zora sokmaktadır.

İkincil piyasa, finans kurumlarının likidite¹⁴⁷ sorunu yaşamasını engellediği gibi, kurumların verdiği kredilerin teminatını daha hızlı bir şekilde geri almalarını sağlamaktadır.

İKFS' de ekonomik istikrar, sistemin çalışması için gerekli şartlardan sadece bir tanesi olmakla beraber, sistemin işleme açısından çok daha önemli bir şart da, finans kuruluşlarının veya konut finansmanı şirketlerinin ellerinde biriken kredi alacaklarını bir şekilde satılabilir menkul kıymete çevirebilmeleridir. Menkul kıymetleştirme denen bu yöntem, ipoteye dayalı bir menkul kıymetin ikincil pazarda alınıp satılabilmesini gerektirmektedir. Bu sayede, menkul kıymete temel teşkil eden mülkün mülkiyeti el değiştirmemekte, fakat taksitler üzerinde hak sahipliği değişmektedir¹⁴⁸.

Yatırımcılar, satın aldıkları bu sertifikalar karşılığında kredi havuzunda yer alan kredilerin getirisinden pay almalarına karşın, havuzun hiçbir maliyet unsuruna katılmadıkları gibi, kendi hakları yani menkul kıymetlerden elde edecekleri gelir tek bir veya bir veya birkaç ipotekli konut kredisiyle sınırlandırılmamıştır.

Sonuçta, finans kurumu (banka, konut finansmanı kuruluşları) oluşturduğu ipotekli konut kredisi havuzundan tekrar konut finansmanında kullanmak üzere finansman elde etmektedir¹⁴⁹.

¹⁴⁷ “Likidite: Döviz, menkul kıymet, gayrimenkul gibi herhangi bir aktifin kısa sürede ve sorunsuz bir şekilde (değer kaybına uğramadan) nakde çevrilebilen, kullanılmaya hazır satın alım gücünü ifade eder”. **Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Terimler Sözlüğü**, http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gen_sek/sozluk.htm#likidite, (01.09.2009, 11:20).

¹⁴⁸ ALP Ali, YILMAZ Ufuk; **Konut İpotek Kredilerinin Sermaye Piyasaları Yoluyla Finansmanı**, Activefinans Dergisi, Ağustos – Eylül 1999, s. 58. <http://www.arkitera.com/gundem/mortgage/index.htm>, (08/02/2005, 17:54).

¹⁴⁹ TEKER, Bahadır Murat; **Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı**, SPK Yayın: 34, Ankara, 1996, s.12; Önal, Topaloğlu, s. 9.

Başarılı bir ikincil piyasanın varlığı için üç ana unsurun aynı anda gerçekleşmesi gerekir.

Bunlar:

- Kaynak şirket tarafından tüketicilere kredi teminin devamlı olması.
- Kredilerin vade, faiz gibi unsurlar bakımından standartlaştırılmış olması.
- Konut kredisi alan tüketicilerin, borçlarını geri ödememeleri durumunda devreye girecek bir kredi garanti sisteminin olması¹⁵⁰.

İpotekli konut kredilerinin menkul kıymetleştirilmiş hali olan ipoteğe dayalı menkul kıymetler, İKFS' nin işlem görmesini kolaylaştırmak ve yatırımcıları bu alanda cesaretlendirmek için oluşturulmuş bir yatırım aracıdır.

ABD sisteminde genel olarak menkul kıymetleştirme olgusuna bakacak olursak, bütün konut kredilerinin 1/3' ü, otomobil kredilerinin 1/7' si ve kredi kartı alacaklarının 1/4' lük kesiminin menkul kıymetleştirildiği görülmektedir¹⁵¹.

İKFS' nin temelini atıldığı ABD' de bireysel bir ipotekli konut kredisi iki unsur içermektedir: Kredi borçlusunun borcunu ödeme kabiliyeti ve borçlunun borcunu ödememesi durumunda başvurulacak konutun piyasa değeri.

FHA (Federal Housing Administration) veya diğer özel kurumlarca sağlanan güvenceler ise birtakım potansiyel riskleri ortadan kaldırabilmekte fakat, borcun ödenmediği durumlarda veya ipoteğin paraya çevrilmesi aşaması sürecinde bankaya yapılacak aylık ödemeleri garanti etmemektedir. Bu durumda, söz konusu güvence mekanizmalarının, riski bütünüyle ortadan kaldırdığı söylenemez. İpoteğe dayalı menkul kıymetleştirme işlemi, garanti noktasında ilave güvenceler öngörerek bu sorunu çözmektedir. Örneğin GNMA (The Government National Mortgage Association), menkul kıymetlerin aylık anapara ve faiz ödemelerini Amerikan Hazine Dairesi' nin güvencesinde garanti etmektedir. Böylece, yatırımcılar, ipotekli konut kredilerinin veya borçlularının nitelikleri konusunda endişe

¹⁵⁰ SUNDARESAN M. Suresh; **Fixed Income Markets And Their Derivatives**, USA, 2002, s. 317.

¹⁵¹ KENDALL, FISHMAN, s. 1 - 2.

duymaksızın, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerden gelir elde etmeyi sürdürmektedirler. İpotekli konut kredilerine yatırım yapan yatırımcılar, kredi havuzunda yatırımları oranında hisseye sahip olduğu için, kredi borçlularının bireysel ödemelerini takip etmek zorunda değildirler. İpoteğe dayalı menkul kıymetler, bir takım borçların teminatı olarak da yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir¹⁵².

ABD’de ikincil piyasa konut finansmanı açısından çok önemlidir. Bu noktada sistemin temelinde üç an unsur bulunduğunu söylemek mümkündür.

- Birinci unsur, menkul kıymetleştirme sayesinde, özel sermaye konut finansmanı sağlama noktasında yatırımcıların ihtiyaçlarına cevap vermektedir.

- Sistem sayesinde, piyasada rekabet artmakta, böylece tüketiciler daha düşük faizli kredi temin etme imkânına kavuşmaktadırlar.

- Üçüncü olarak, menkul kıymetleştirme işlemi, özellikle ipotekli konut kredilerinin doğasında olan riskleri kısmen de olsa bertaraf ederek, finans sistemine istikrar getirmektedir.

Gerçekten de ABD’de özellikle Freddie Mac tarafından anapara ve faiz ödemelerinin garanti edildiği ipotekle temin edilmiş kredilerden oluşan bir alacak havuzuna yatırımcıların sahip olması sağlanmakta ve böylece menkul kıymetleştirme sermaye piyasalarında likiditeyi sağlamaktadır¹⁵³.

Kaynak şirket tarafından oluşturulan alacak havuzundan elde edilen faiz gelirinin yatırımcıya aktarılma şekli bakımından ikincil piyasalarda ihraç edilen menkul kıymetler üç ana gruba ayrılmaktadır. Bunlar, ödeme aktarmalı menkul kıymetler (mortgage pass-through securites), mortgage’ye dayalı tahviller (mortgage backed bonds) ve teminatlı mortgage yükümlülükleri (collateralised mortgage obligations)’ dir¹⁵⁴.

¹⁵² PINKUS, HUNTER, ROLL, s. 193.

¹⁵³ BRENDSEL C. Legand; **Securitization Role in Housin Finance: The Special Contribution Of The Government Sponsored Enterprises, A Primer on Securitization**, London, England, 1996, s. 22.

¹⁵⁴ ÖNAL, TOPALOĞLU, s. 9.

3.2. İPOTEĞE DAYALI MENKUL KIYMETLER

İpotek ile teminat altına alınmış alacakların menkul kıymetleştirilmesi neticesinde ihraç edilen menkul kıymetler ipoteye dayalı menkul kıymetler (İDMK) olarak adlandırılmaktadır¹⁵⁵.

Özellikle yeni gelişen ekonomiler için son derece önemli olan ve son yirmi yılda kayda değer bir artış gösteren bir sermaye piyasası aracı olan İDMK'lerin, farklı ve yeni finansman kanallarından uygun fonların akışını sağlaması ve böylece sermaye piyasasının gelişmesine ve dolayısıyla tüketicilerin daha ucuz bir maliyetle konut edinmelerine yardımcı olması gibi özellikleri dikkate alındığında önemi daha da iyi anlaşılmaktadır.

Genel olarak söyleyecek olursak İDMK, konut finansmanı piyasasının gelişimine ve bütünleşmesine hız vermekte, bu suretle piyasalar arasındaki fiyat ve miktar itibariyle farklılıkları azaltıcı etkisi olmaktadır. Bununla birlikte İDMK'ler yatırımcı tabanını çeşitlendirme ve genişletme olanağı da vermektedir.

İpotekli konut kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi yoluyla, ipotekli konut kredisi veren kurumların, ipotekli konut kredilerini portföylerinde tutmaları durumunda karşılaşılabilecekleri risklerin, büyük ölçüde azaltıldığı veya ortadan kaldırılabilirdiği bir ortam sağlanmış olur.

İpoteğe dayalı menkul kıymetleştirme uygulamasında, dünya genelinde yaygın olarak uygulanmakta olan bilanço dışı ve içi olmak üzere iki temel ikincil piyasa sistemi bulunmaktadır.

İpotekli alacakların krediyi açan kuruluşun bilançosunun dışında uzman bir ikincil piyasa kuruluşu veya doğrudan satışlar vasıtasıyla menkul kıymetleştirildiği bilanço dışı sistemde, menkul kıymetleştirilen ipotek varlığına ilişkin kredi taksitlerinde temerrüde düşülmesi ya da erken ödeme gibi tüm riskler menkul kıymetlerin yatırımcısına aktarılmaktadır.

Bilanço içi sistemde ise, temerrüt ya da erken ödeme gibi riskler menkul kıymetlerin yatırımcısına devredilmemekte, krediyi açan ihraççı kuruluşun bilançosunda kalmaktadır.

¹⁵⁵ DOĞRU, s. 7.

Dolayısıyla ihraççı kuruluş, menkul kıymetleştirilen ipotekli alacaklara ilişkin nakit akışının vadesinde gerçekleşeceğini garanti etmektedir¹⁵⁶.

İDMK'lerin özelliklerini genel olarak şu şekilde belirtebiliriz:

- İDMK'lerin ihraççısı özel amaçlı kurumdur.
- Kaynak şirket tarafından alacaklar özel amaçlı kuruma devredildiği için, alacaklara bağlı riskler de özel amaçlı kuruma geçmiş olmaktadır.
- İDMK uygulamasında, işlemlerin standart hale getirilmesi kanuni düzenlemelerden ziyade standart sözleşmelerin düzenlenmesine dayanmaktadır.
- Menkul kıymetleştirilen alacaklar bakımından, kredi borçlularınca borcun erken ödeme riski mevcuttur ve bu durum yatırımcılar açısından bir risk oluşturmaktadır¹⁵⁷.

Kaynak şirket tarafından ipotekle teminat altına alınmış alacaklar menkul kıymet ihracı için alacağın temlik işlemi ile devredildiği için, Türk hukuk sisteminde olduğu gibi birçok ülke hukuk sisteminde alacakların temlik ile birlikte alacağa bağlı tüm hakların kendiliğinde temlik altına geçmesi öngörülmüştür.

Dolayısıyla, menkul kıymetleştirme işlemi kaynak şirket, aktifinde bulunan ipotek teminatlı konut kredisi alacaklarını özel amaçlı kuruluşa devrettiğinde, alacakları teminat altına alan ipotek hakları da kendiliğinde özel amaçlı kuruluşa devrolunur. Dolayısıyla, alacakların teminatı olan ipotek hakkından, özel amaçlı kurum vasıtasıyla ipoteğe dayalı menkul kıymet sahipleri de teminat açısından yararlanmış olur. Menkul kıymetleştirilen alacakların, borçlular tarafından zamanında veya hiç geri ödenmemesi durumunda, ipoteğe dayalı menkul kıymet sahiplerinin ellerinde kullanabilecekleri aynî bir teminat bulunmaktadır. Kredi borçluları tarafından borcun ödenmemesi durumunda, ipotek paraya çevrilecek, taşınmaz satış bedelinden menkul kıymetleştirilen alacaklar tahsil edilerek ipoteğe dayalı menkul kıymet sahiplerine ödenecektir¹⁵⁸.

¹⁵⁶ TOPALOĞLU, s. 25 - 26.

¹⁵⁷ HAGEN Louis; **26.th IUHF World Congress Vancouver**, September, 2006, s. 4.
<http://congress.housingfinance.org/Presentations/LouisHagen.pdf>, (04.04.2007, 16:34).

¹⁵⁸ DOĞRU, s. 8.

İpoteğe dayalı menkul kıymetler, ipoteğe dayalı ödeme aktarmalı menkul kıymetler (mortgage pass – through securites – MPS), teminatlı ipotek yükümlülükleri (collateralized mortgage obligations – CMO), getirisi ayrılan ipoteğe dayalı menkul kıymetler ve ipoteğe dayalı tahviller (mortgage backed bonds – MBB) olmak üzere dörde ayrılmaktadır.

3.2.1. İpoteğe Dayalı Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler

İpotek kredilerinden oluşan alacak havuzunun sahiplik hakkını ve bunlardan sağlanan ödemeleri temsil eden ipoteğe dayalı ödeme aktarmalı menkul kıymetler (İDÖAMK), ilk kez, ABD’ de, 1970 yılında Ginnie Mae garantisi ile ihraç edilmiş olup, ipoteğe dayalı menkul kıymet türleri içerisinde en çok kullanılan menkul kıymet türüdür.

İhraççı kurum (özel amaçlı kurum), öncelikle benzer nitelikteki ipotek kredilerini, bu kredilerin ilk sahibi olan kredi veren kurumdan satın alarak bir alacak havuzu oluşturur ve buna dayalı olarak ipoteğe dayalı menkul kıymetleri yatırımcılara ihraç eder. Ayrıca kurum, kredi borçlularının ödemelerini, ilgili servis ve garanti ücretlerini düşükten sonra, yatırımcılara aynen aktarmak zorundadır. Yabancı ülke uygulamalarında, sistemde bulunan yedd-i emin sayesinde saklanmaya alınan ipotek kredileri menkul kıymetler için teminat vazifesi görmektedir.

Yatırımcılar, ipotek havuzdan gelen nakit akımları üzerinde, satın alacakları menkul kıymet payı oranında mülkiyet hakkına sahiptirler¹⁵⁹. Yatırımcıların ipotek havuzu üzerindeki mülkiyet hakkı bölünmemiş mülkiyettir (iştirak halinde mülkiyet - undivided ownership)¹⁶⁰. Burada, havuzda yer alan kredilerin geri ödenme planlarına göre yatırımcılara her ay sahip oldukları pay oranında anapara ve faiz ödemesi yapılmaktadır.

Kredi veren kurum, menkul kıymetleştirme işlemlerinde kullanılacak kredilerini bilançosunun dışına çıkarttığı için, kredilere ilişkin riskler de yatırımcılara transfer edilmektedir. Dolayısıyla, ipotek kredilerine ilişkin geri ödeme taksitlerinden ödenmeyenler olursa, bu durum menkul kıymet sahiplerine aynen yansıtılmaktadır. Ayrıca, piyasa faiz oranlarının kredi faiz oranını altından kaldığı dönemlerde, kredi borçlusu tarafından kredinin

¹⁵⁹ HEPŞEN, s. 93.

¹⁶⁰ BRUEGGEMAN B. William, FISHER D. Jeffrey; **Real Estate Finance And Inverstments**, USA, 1997, s. 598.

vadesinden önce kapatılması durumunda, menkul kıymetler vadelerinden önce itfa edileceklerinden yatırımcılar da erken ödeme riski ile karşılaşabileceklerdir. Yani, erken ödeme durumlarında, bu husus yatırımcılara aynen yansıtılmaktadır¹⁶¹.

Kredi borçlularınca yapılan ödemelerde bir aksama olması durumunda, yatırımcılar söz konusu aylık ödemeler üzerinden faiz geliri elde ettikleri için, gecikme dönemi süresince yatırımcılar faiz geliri elde etme imkanından mahrum kalması söz konusu olmaktadır (ödeme aktarmalı menkul kıymetlerin dayanağı olan konut kredilerinin her ayın ilk günü ödeneceği farz edilmiştir)¹⁶².

3.2.2. Teminatlı İpotek Yükümlülükleri

İDÖAMK' ler yapısında, kredi borçlularının ipotek kredilerini vadelerinden önce kapatmaları gibi bir takım riskler bulunmaktadır. Piyasa faiz oranlarının düşmesi ile, ipotek kredileri vadelerinden önce kapatılınca, bu tür kredilere dayandırılarak ihraç edilen menkul kıymetler vadelerinden önce itfa edilmektedir. İşte, İDÖAMK' lere ilişkin oluşabilecek bu tür erken ödeme riskinin azaltılması amacıyla ikincil el ipotek piyasasında yeni bir uygulama alanı olarak, ilk olarak 1983 yılında Freddie Mac tarafından ihraç edilen, teminatlı ipotek yükümlülükleri (TİY) oluşturulmuştur.

TİY' lerin en belirgin özelliği, farklı vadelerdeki seriler halinde ihraç edilmeleridir. TİY' lerde tıpkı İDÖAMK' ler gibi ipotek kredilerinden oluşturulan havuza dayandırılırlar; ancak İDÖAMK' lerdeki ipotek havuzunun getirisine ve vade yapısına olan bağımlılık, havuzdaki ipoteklerin özelliklerine göre ayrılarak farklı vadelere sahip serilere bağlanması yoluyla giderilmektedir. Böylece, erken ödeme riskinden kaçmak isteyen yatırımcılara ulaşım da kolaylıkla sağlanmaktadır. Fakat, TİY' lerin erken ödeme riskini yok etmediği, sadece bu riski farklı seriler arasına yayarak azalttığı unutulmaması gereken önemli bir husustur.

İDÖAMK' lere kıyasla TİY' lerin daha kısa vadeli olmaları, erken ödeme riskine karşı korumalı olmaları ve yüksek kredi derecesine ile ihraç ediliyor olmaları nedeniyle bunlar,

¹⁶¹ HEPŞEN, s. 93 vd.

¹⁶² PINKUS, HUNTER, ROLL, s. 197.

İDÖAMK' lere yatırım yapmak istemeyen kurumsal yatırımcılar için daha cazip bir menkul kıymet türüdür¹⁶³.

3.2.3. Getirisi Ayrılan İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler

İpotek havuzundan sağlanan anapara ve faiz ödemelerini, ihraç edilen menkul kıymetin satışı aşamasında belirtilen ilkelere göre menkul kıymet sahipleri arasında farklı şekilde dağıtılması esasına dayanan getirisi ayrılan ipoteğe dayalı menkul kıymetlerde (GAİDMK) genellikle, ipotek havuzunda yer alan kredilerden sağlanan anapara ve faiz akımları birbirinden ayrılarak farklı seriler yaratılmakta, bu yolla yatırımcıların erken ödeme ve faiz riskine karşı korunmaları sağlanmaktadır.

İpotek havuzundan gelen anapara ödemelerine dayalı olarak yalnızca bir seri ihraç edilirken (PO, principal only), diğer seri ise yalnızca faiz ödemelerine dayanmaktadır (IO, interest only). Bu uygulamada, ihraç edilen menkul kıymetlerin getirisi ile dayanak oluşturan ipotek havuzunun getirisinin birbirinden ayrıştırıldığı söylenebilir¹⁶⁴.

İster ana para ödemelerine, isterse faiz ödemelerine dayansın GAİDMK' ler gerçek anlamda kuponsuz tahvil¹⁶⁵ olarak nitelendirilebilirler ve doğru bir şekilde kullanıldıkları zaman sıfır yeniden yatırım riski¹⁶⁶ (reinvestment risk) taşırlar¹⁶⁷.

3.2.4. İpoteğe Dayalı Tahviller

Klasik bir tahvilin her türlü özelliğine sahip olmakla birlikte, yine klasik tahvillere benzer olarak, ihraç eden kurumun borç yükümlülüğünü gösteren ipoteğe dayalı tahvillerin (İDT), klasik tahvillerden tek farkları, bunların ipotek kredilerinden oluşan bir havuzla teminat altına alınmalıdır¹⁶⁸. Burada, İDT' leri ihraç eden kurum, İDT' lere teminat teşkil

¹⁶³ HEPŞEN, s. 96 vd.

¹⁶⁴ HEPŞEN, s. 100.

¹⁶⁵ Tahviller geri ödeme şekillerine göre kuponlu ve kuponsuz tahviller olarak ikiye ayrılırlar. "Kuponsuz tahviller, faiz ödemesi olmaksızın üzerinde yazılı olan değer altında bir fiyattan satılan tahvillerdir". http://www.nedirmedemek.org/kuponsuz_tahvil_nedir, (12.09.2009, 16:51).

¹⁶⁶ "Yeniden yatırım riski, ana nakit akışının yeniden yatırılacağı faiz oranının beklenenden düşük olması durumunda yatırımdan elde edilecek kazancın olumsuz etkilenme riskidir". http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/media/SF_Turkish_Glossary.pdf, (12.09.2009, 17:01).

¹⁶⁷ ROSE, s. 315.

¹⁶⁸ TOPALOĞLU, s. 39.

eden ipotekli konut kredilerini (mortgage kredilerini) bilançosundan çıkartmamakta; bununla birlikte, ipotekli konut kredilerini diğer varlıklarından ayırarak teminat işlevi görmelerini sağlamaktadır¹⁶⁹. Bu tahvillerin, ihraççı kurumun pasifinde yükümlülük olarak yer almayı sürdürmeleri, bilanço içi menkul kıymetleştirme olarak adlandırılmalarına neden olmaktadır.

Yatırımcılara yapılacak faiz ve anapara ödemeleri, havuzda yer alan ipotekli konut kredilerinden elde edilen nakit akışından yapılmaktadır. Yatırımcılar, ipoteğe dayalı teminat havuzu üzerinde bir mülkiyet veya ortaklık hakkına sahip değildirler. Ancak, ihraççı kurumların bir borçlanma senedi ihracı niteliğinden olan İDT'lerin ödenmesinden kaynaklanan sorumlulukları devam etmektedir¹⁷⁰.

İDT yapısında, İDT lerin nakit akımları ile ipotek havuzunun nakit akımları birbirinden bağımsızdır. Dolayısıyla, kredi borçlularınca ipotek kredilerinin geri ödenmeme ya da erken ödenme şeklinde nakit akışının düzenini bozan olgular yatırımcılara yansıtılmazlar. İDT'leri ihraç eden kurumun bunlara ilişkin anapara ve faiz ödemelerini yapamaması durumunda ipotek havuzu devreye girmekte ve ipoteğin paraya çevrilmesi neticesinde tahvil sahiplerine karşı olan yükümlülük yerine getirilmektedir.

İDT yapısında; teminat olarak kullanılan ipotekli kredilerinin tutarları, ihraç edilen tahvillerin tutarının iki katı kadar olabilmektedir. Teminatın bu kadar yüksek tutulmasının nedeni, tahvillere ilişkin nakit akımlarının sağlam bir şekilde garanti altına alınması ihtiyacıdır¹⁷¹. Şöyle ki, erken ödemeler veya faiz oranlarındaki dalgalanmalar sonucunda, teminatın değer kaybına uğraması halinde bile alacak havuzunun teminat işlevini yerine getirmesinin sağlanması istenmektedir¹⁷².

3.2.5. ABD' de İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme Uygulamaları

ABD' de ipoteğe dayalı menkul kıymetleştirme uygulaması, ipotekli konut kredilerinin (mortgage kredilerinin) menkul kıymetleştirilmesi ile doğmuş ve ikincil piyasaların özü haline gelmiştir. Kredilerin alacak havuzunda toplanması ve menkul kıymetleştirilmesi, bankacılık sistemini menkul kıymet sistemi ile bütünleştirmiştir.

¹⁶⁹ ROSE, s. 316.

¹⁷⁰ TOPALOĞLU, s. 37 - 39.

¹⁷¹ HEPŞEN, s. 102.

¹⁷² TOPALOĞLU, s. 38.

ABD’ de kamu destekli ipotek kuruluşlarının ikincil ipotek piyasası üzerinde çok önemli etkisi bulunmaktadır. Bu kuruluşlar birincil piyasada kreditor kuruluşlarca verilen krediden doğan alacakları satın alarak menkul kıymetleştirme işlemini yapmaktadırlar¹⁷³.

Süreci şu şekilde özetlemek mümkündür: Kaynak şirket (finansal kuruluş) ipotekli konut kredilerinden (mortgage kredilerinden) oluşturduğu alacak havuzunu hükümet destekli kuruluşlara¹⁷⁴ veya conduit¹⁷⁵ diye tabir edilen aracı kuruluşlara satmaktadır. Bu kuruluşlar, ipotekli konut kredilerini satın alma işlemini bir nevi özel amaçlı kuruluş olan Gayrimenkul İpotek Yatırım Aracı Kuruluşları (REMICs) vasıtasıyla yerine getirmekte, daha sonra devraldıkları alacakları kısa, orta ve uzun vadeli menkul kıymetlere dönüştürmektedirler. İpotekle teminat altına alınmış olan söz konusu menkul kıymetler, alacak havuzundaki vadelerine ve diğer farklılıklarına göre farklı dilimlerden oluşurlar.

ABD ipoteye dayalı menkul kıymet yapısı içinde ayrıca bir diğer etkili yöntem olarak, kaynak şirket tarafından ipotekli konut kredilerinden oluşan alacak havuzunun, havuzun menkul kıymet işlemleri için yeterli büyüklüğe ulaşması için geçecek süre boyunca, doğrudan doğruya aracı kuruluşlara (REMICs’ lere) devredilmesi uygulaması da görülmektedir¹⁷⁶.

ABD’ de ipoteye dayalı menkul kıymet uygulaması 1970’ lerin sonlarından itibaren hızlı bir gelişim göstermiştir. Tasarruf kuruluşları, ipotekli konut finansmanı sisteminin ana kaynağı olmakla birlikte, 1970’ lerin sonlarından itibaren yatırımcılar ipotekli konut kredilerinin avantajlarını fark ederek, ipoteye dayalı menkul kıymetlere yatırım yaparak bu alanda etkili bir rol oynamaya başlamışlardır¹⁷⁷. ABD’ de ilk olarak 1970 yılında Ginnie Mae garantili İDMK ihracı gerçekleştirilmiş, daha sonra Fannie Mae tarafından 1981 yılında menkul kıymet ihracı yapılmıştır. Ginnie Mae tarafından ihraç edilen İDMK’ ler, Amerikan

¹⁷³ KÜÇÜKKOCAOĞLU Güray; **Bireysel Emeklilik Bağlantılı Konut Finansman Sistemi**, s. 5. www.baskent.edu.tr/~gurayk/kisiselbesvekfs.pdf, (22.03.2009, 18:08).

¹⁷⁴ Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), Government National Mortgage Association (Ginnie Mae).

¹⁷⁵ “Conduit (Aracı Kuruluşlar): Çok sayıda satıcıdan aktif varlıkları satın alan ve satın aldığı bu varlıkları varlığa dayalı finansman bonusu yada menkul kıymetleştirme yoluyla fona dönüştüren kuruluştur. ABD uygulamasında, mortgage kredilerinin %45’lik kısmı conduit’ ler aracılığı ile menkul kıymetleştirilmektedir” http://209.85.129.104/search?q=cache:iZL49hBdKY4J:www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/duyurular/KonutFinansmaniCalistay/New_Opportunities_for_Mortgage_Finance_in_Turkey_ML.pdf+mortgage+turkey+filetype:pdf&hl=tr&ct=clnk&cd=2&gl=tr&lr=lang_en, (04.04.2007, 15: 47).

¹⁷⁶ ZISSU, STONE, s. 3 - 4.

¹⁷⁷ PINKUS, HUNTER, ROLL, s. 188.

Devleti' nin tam güvencesi ile (the full faith and credit of the United States) ihraç edilmekte ve söz konusu güvence İDMK' in anapara ve faiz ödemelerini garanti etmektedir.

Kaynak şirket ile kredi borçlularının faaliyette bulunduğu birincil piyasada, borçlular kaynak şirketten ipotekli konut kredisi almakta, alınan krediler ikincil piyasalarda ipoteğe dayalı menkul kıymetlere dönüştürülerek yatırımcılara satılmaktadır.

Freddie Mac ve Fannie Mae, hisseleri borsada işlem gören yani özel yatırımcıların pay sahibi olduğu devlet destekli kuruluşlardır. Amerikan Kongresi tarafından belirlenen statülerine göre, temel görevleri, ipotekli konut finansmanı sisteminin maliyetlerini düşürerek, düşük ve orta gelirli vatandaşların konut edinmelerini kolaylaştırıp, derin, likiditesi olan ve istikrarlı bir ikincil piyasa oluşturmaktır. Söz konusu kuruluşlarca ihraç edilen İDMK' ler, AAA kredi derecesine sahiptirler.

Fannie Mae ve Freddie Mae, çeşitli türlerdeki ipotekli konut kredilerinden oluşan alacak havuzunu satın almakta ve kaynak şirket ile aralarındaki sözleşme gereği bu satıştan servis ücreti elde etmektedirler. Servis sağlayan kurum ki; genelde bu kurum kaynak şirketin kendisi olmaktadır, ipotekli konut kredilerinin geri ödenmesinden sorumludur.

ABD İDMK yapısında, sadece devlet destekli kuruluşlar tarafından değil, trustlar gibi özel amaçlı kuruluşlar tarafından da İDMK ihraçları yapılmaktadır. Örneğin, bir şirket ipotekli konut kredisi verdiği zaman, oluşturduğu alacak havuzunu tamamının sahipliğini trust'a devretmekte ve trust İDMK ihracını gerçekleştirmektedir. Söz konusu işlem Özel Marka Menkul Kıymetleştirme (Private Label Securitization) olarak adlandırılmaktadır.

ABD sisteminde mevcut olan Fannie Mae veya Ginnie Mae gibi devlet destekli özel amaçlı kuruluşlar Avrupa İDMK yapısı içinde olmadığından ve bankaların ipotekli konut kredilerini finanse etmek için ellerinde değişik alternatifler olduğu için ipoteğe dayalı menkul kıymet piyasası ABD' deki gibi derin likiditesi olan bir yapıya kavuşamamıştır. Örneğin, Avrupa' nın en büyük ipotekli konut kredisi ve varlığa dayalı menkul kıymet piyasasına sahip olan İngiltere' de sadece %6 oranında ipotekli konut kredisi menkul kıymetleştirilebilmiştir. Bu oran ABD' de %60' tır.

Kaynak şirket tarafından, likiditeye çevrilmek için bir alacak havuzu oluşturulması ve havuzun satılarak yeni krediler için kaynak temin edilmesi, ABD İDMK uygulamasının ana

unsurudur. Konut edinmek için artık kökleşmiş bir sistem olan ipotekli konut finansmanı sistemi, General Motors Akseptans Ortaklığı (General Motors Acceptance Corp), General Elektrik Sermaye Ortaklığı (General Elektrik Capital Corporation), Fannie Mae gibi şirketlerin katılımıyla ve güvenilir bir ikincil piyasanın sayesinde ABD konut piyasasının temelini oluşturmuştur¹⁷⁸.

3.3. TÜRK HUKUKUNDA İPOTEĞE VE VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLEŞTİRME

1992 tarihli Sermaye Piyasası Kanunu m.13/A varlığa dayalı menkul kıymetlere (VDMK) ilişkin ilk yasal düzenlemedir. SerPK md. 13/A hükmüne göre, “ Alacaklar ve duran varlıklar karşılık gösterilerek ‘Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler’ ihraç edilebilir. Bunları ihraç edebilecek kuruluşlar, ihraç şartları, karşılık gösterilebilecek alacaklar ve varlık türleri, ihraç limiti, değerlendirme ilke ve esasları, nitelikleri Kurul tarafından çıkarılacak tebliğle düzenlenir.

Varlığa dayalı menkul kıymetlerin ihracında onüçüncü maddede belirtilen limitler uygulanmaz. Varlığa dayalı menkul kıymetler itfa edilinceye kadar, bunların karşılığında oluşturulan alacaklar ve duran varlıklar, başka bir amaçla tasarruf edilemez, rehnedilemez, teminat gösterilemez, hacedilemez ”.

1992 tarihli yasal düzenlemede, VDMK’ in tanımı yapılmamış, sadece alacaklar ve duran varlıklar karşılık gösterilerek VDMK ihracı yapılabileceği belirtilmiştir. Söz konusu düzenlemeler ile, çok sayıda borçlunun bulunduğu, belli bir zamana yayılmış ve belgelenmiş alacak kalemleri ile aktifin diğer bir bölümünü oluşturan duran varlıkların menkul kıymet haline getirilerek ihracı yani varlığa dayalı menkul kıymetleştirme -asset backed securities- düzenlenmiştir¹⁷⁹.

5582 sayılı Konut Finansmanı Kanunu md. 8 ile SerPK md. 13/A hükmü değişmiş ve İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler başlığı altında şu düzenleme getirilmiştir: “İpotek teminatlı menkul kıymetler, ihraççıların genel yükümlülüğü niteliğinde olan ve oluşturulan teminat havuzundaki varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen borçlanma senetleridir”.

¹⁷⁸ ZISSU, STONE, s. 11 vd.

¹⁷⁹ KOÇAK, s. 101 vd.

Ayrıca, 5582 sayılı Kanun' un 12. maddesi ile ipoteğe dayalı menkul kıymet ve varlığa dayalı menkul kıymet ihracı ile ilgili olarak SerPK' na 38/A, 38/B ve 38/C maddelerini eklemiştir.

3.3.1. Konut Finansmanı

ABD ve Avrupa ülkelerde büyük bir pazar payı oluşturan ve yatırımcıların rağbet gösterdiği ipoteğe dayalı menkul kıymetleştirme uygulamasının ülkemizde de etkin bir şekilde uygulanabilmesi için başta SerPK olmak üzere çeşitli kanunlarda değişiklikler yapılmış ve sistemin sağlıklı bir şekilde işleyebilmesi için, yurtdışındaki uygulamalardan esinlenilerek, oradaki yapıya benzer bir yapı oluşturulmaya çalışılmıştır.

Kamuoyunda Mortgage Kanunu olarak bilinen 5582 sayılı Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun 06.03.2007 tarihinde resmi gazetede yayınlanarak yürürlüğe girmiştir.

5582 sayılı Kanun, konut finansmanı sistemini bütün olarak düzenleyen bir kanun olmaktan ziyade, birden çok kanunda değişiklik yapan bir kanundur: Başta, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu olmak üzere, 2004 sayılı İcra ve İflas, 4077 sayılı Finansal Kiralama, 2985 sayılı Toplu Konut, 193 sayılı Gelir Vergisi, 6802 sayılı Gider Vergisi ve 3065 sayılı Katma Değer Vergisi gibi çeşitli kanunlarda değişiklik yapılmıştır. Ayrıca, konut/varlık finansmanı fonlarının kazançlarının kurumlar vergisinden istisna edilmesine ilişkin değişiklik hükmü, Tasarının yasalaşmasından yürürlüğe giren 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu içinde yer almıştır¹⁸⁰.

İpotekli konut finansmanı sisteminde yer alan tarafları şu şekilde belirtmek mümkündür: Birinci olarak konut satın almak isteyen tüketici; ikincisi sahip olduğu konutunu satmak isteyen satıcı ve üçüncüsü de tüketiciye kredi temin edecek olan finans kuruluşudur¹⁸¹.

5582 sayılı Kanun ile getirilen ana düzenleme konut finansmanı kavramıdır. Kanun' un 12. maddesi ile SerPK' na eklenen 38/A maddesinde konut finansmanın tanımı şu şekilde yapılmıştır: “ Konut finansmanı, konut edinmeleri amacıyla tüketicilere kredi kullandırılması,

¹⁸⁰ DOĞRU, s. 280.

¹⁸¹ APAK Talha; **Konut Finansmanı (Mortgage=Tutsat) Sistemi Üzerine Bir değerlendirme ve Sisteme Dahil Olmak İstemeyenlerin Başvuru Süresinin 05 Haziran 2007 Tarihinde Sona Erecek Olması**, http://www.alomaliye.com/2007/talha_apak_mortgage.htm, (08.09.2009, 12:09).

konutların finansal kiralama yoluyla tüketicilere kiralanması, sahip oldukları konutların teminatı altında tüketicilere kredi kullandırılmasıdır. Bu kapsamdaki kredilerin yeniden finansmanı amacıyla kullandırılan krediler de konut finansmanı kapsamındadır”.

Kanun’ da geçen, “sahip oldukları konutların teminatı altında tüketicilere kredi kullandırılması” ifadesinden, konut kredisi dışındaki kredilerin de ipotek ile teminat altına alınmış olması halinde, konut finansmanı kapsamına gireceği görülmektedir. Madde metninde, kredinin ne kadarının taşınmaz ile teminat altına alınacağı açıkça belirtilmediğinden, konut kredileri dışındaki kredilerin de çok az bir kısmının ipotek ile teminat altına alınmış olması halinde, konut finansmanı kapsamına dahil olacağı sonucu çıkmaktadır¹⁸². Dolayısıyla, madde metninden çıkan anlam tüketicinin mutlaka konut almak için kredi kullanma zorunluluğu olmadığıdır. Tüketicinin başka bir ihtiyacını karşılamak amacıyla aldığı kredi karşılığında sahip olduğu konutu üzerinde ipotek tesis ettirilmesi durumunda, işlem konut finansmanı kapsamına girecektir. Madde metninde “ sahip oldukları konutların teminatı altında” tüketicilere kredi kullandırılması ifadesi yer aldığı için, 3. bir kişinin konutunu tüketici lehine ipotek ettirmesi işleminin konut finansmanı kavramına dahil olamayacağı görülmektedir. Buna karşılık, tüketici bir konut üzerinde paylı mülkiyet şeklinde bir mülkiyete sahipse, kendi payını ipotek ettirmesi durumunda, yapılan işlem konut finansmanı kapsamına dahil olabilecektir¹⁸³.

Konut finansmanı kapsamında, kredi kullanacak olan kişilerin tüketici olması gerekmektedir. 4077 sayılı Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun’ un 3. maddesinde, tüketici “ bir mal veya hizmeti ticari veya mesleki olmayan amaçlarla edinen, kullanan veya yararlanan gerçek veya tüzel kişiler” şeklinde tanımlanmıştır.

Kanun’ un 38/A maddesinde konut finansmanı kuruluşları, “ Konut finansmanı amacıyla doğrudan tüketicilere kredi kullandıran ya da finansal kiralama yapan bankalar ile Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu tarafından konut finansmanı faaliyetlerinde bulunması uygun görülen finansal kiralama şirketleri ve finansman şirketleridir” şeklinde tanımlanmıştır.

¹⁸² DOĞRU, s. 283.

¹⁸³ AYDOĞDU, s. 31.

3.3.1.1. Konut Finansmanı Sözleşmesi

Tüketici, konut satın almak istediği zaman, önce satın almak istediği konut belirlenir ve sonra kredi almak için konut finansmanı kuruluşuna başvurur. Finansman kuruluşu, kendi uzmanları aracılığı ile, konutun yapı ruhsatı olması, inşaat standartlarına uygun olması gibi hususları araştırır. Konut, kredi açısından elverişliyse, finansman kuruluşu tarafından konuta fiyat biçilir ve bu fiyat üzerinden taraflar anlaşılırsa, tüketici tarafından konutun %20-25' lik kesimi peşinen ödenerek, finansman kuruluşu tarafından, tüketiciye gereken kredi verilir. Bu aşamada, finansman kuruluşu ile tüketici arasındaki sözleşme gereğince, tüketici evi üzerinde banka lehine 1. sırada, 1. derecede ipotek tesis etme borcu altına girer¹⁸⁴.

İKFS sisteminin ana vatanı sayılan ABD' de, bir ipotekli konut finansmanı sözleşmesinde bulunması gereken asgari unsurlar şunlardır:

- İpotek borçlusunun (mortgagor) ve ipotek alacaklısının (mortgagee) açıkça belirtilmesi.

- Üzerinde ipotek tesis edilecek gayrimenkulün açıkça belirtilmesi.

- Temellük ve garantiye ilişkin hükümler.

- Kocanın ölümü durumunda, eşin kocasının mülkünden alacağı paya ilişkin şartlar.

- Diğer her türlü gerekli olan hükümler¹⁸⁵ (kredinin geri ödeme vadeleri, borçlunun çalıştığı işyeri ve maaşı, banka hesapları, kredi referansları¹⁸⁶).

5582 sayılı Kanun ile, 4077 sayılı Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun' a 10/B maddesi eklenmiştir. Söz konusu maddenin konut finansmanı sözleşmelerine uygulanacak hükümleri şunlardır:

¹⁸⁴ EGEMEN Işıl; **İpoteğe Dayalı Konut Finansmanı Ya Da “Mortgage”**, İstanbul Barosu Dergisi, C.80, S.3, Y.2006, s. 7, <http://www.istanbulbarosu.org.tr/yayinlar/BaroDergileri/ibd/20063/ibd2006312.pdf>, (18.08.2009, 14:07); AKAR, Aytuğ Halil; **Mortgage Yazı Dizisi -2-** <http://www.mortgagebankasi.com/mortgage-yazi-dizisi-2-2.html> (08.09.2009, 10:16).

¹⁸⁵ BRUEGGEMAN, FISHER, s. 23.

¹⁸⁶ CHERRINGTON V. Homer; **Mortgage Banking**, Nertwestern, USA, 1953, s. 23.

TKHK' un 10. maddesinde genel olarak tüketici kredileri düzenlenmiştir. Konut kredilerini içine alan söz konusu maddede taraflar arasında akdedilen sözleşmede öngörülen kredi şartlarının, sözleşme süresi içinde tüketici aleyhine değiştirilemeyeceği öngörülmüştür. Maddeden çıkan anlam, kredi şartlarının tüketici lehine değiştirilebileceği ama aleyhine değiştirilemeyeceğidir. Aynı hüküm 10/B maddesinin 3. fıkrasında da tekrarlanmıştır.

TKHK 10/B maddesinde değişken faizli krediye yer verilmektedir¹⁸⁷. Konut kredi sözleşmesinde tüketici, değişken faizli kredi aldığı anda, söz konusu hüküm kredi şartlarından sayılacaktır. 10/B maddesinde geçen “Yıllık faiz oranı ve yıllık maliyet oranı hesaplanırken, değişken faizli sözleşmelerde yıllık faiz oranı ve yıllık maliyet oranı başlangıç ve azami faiz oranı için ayrı ayrı hesaplanır” hükmü ile değerlendirdiğinde, tüketici aleyhine bir durum olmadığı görülmektedir. Örneğin, değişken faizli bir kredi kullanımında, faiz oranlarının düşmesi durumunda, kredi veren banka faiz oranlarının yükseltilmesini isteyemeyecektir. Tüketici, sabit faizli bir kredi aldığı anda ve faiz oranlarının düştüğü varsayımında tüketici değişken faize geçmek isteyebilecektir.

İKFS' nin uygulandığı ülkeler geneline bakıldığında, uzun vadeli, sabit faiz oranlı ve eşit geri ödemeli ipotekli konut kredilerinin ekonomik istikrarın yaşandığı sanayileşmiş ülkelerde; buna karşın, değişken faiz oranlı ipotekli konut kredilerinin ekonomik istikrarın düzenli bir şekilde sağlanamadığı ülkelerde yaygınlaştığı görülmektedir¹⁸⁸.

Konut finansmanı sözleşmesinde değişken faiz oranının kararlaştırılmış olması halinde, faiz oranlarının nasıl değiştirileceği konusunda yapılan düzenlemeye göre: “Oranın değişken olarak belirlenmesi halinde ise, başlangıçta sözleşmede belirlenen oran, dönemsel geri ödeme tutarı yine başlangıçta sözleşmede belirlenecek olan azami dönemsel geri ödeme tutarını aşmamak koşuluyla ve yine sözleşmede belirlenecek yurt içinde veya yurt dışında genel kabul görmüş ve yaygın olarak kullanılan bir endeks baz alınarak değiştirilebilir. Oranın

¹⁸⁷ Sabit faizli konut kredisi, faiz oranının vade boyunca aynı kaldığı kredi türüdür. Bu tür konut kredisinin avantajı, tüketicinin krediyi geri ödeme dönemi boyunca ne kadar taksit ödeyeceğini bilmesi ve buna göre bir ödeme planı yapabilmesidir. Değişken faizli konut kredisinde ise, faiz oranı ve aylık taksitler genelde sabit faizli konut kredisine göre düşüktür ve tüketicinin ödeyeceği aylık taksit ve faiz oranı yılda en az bir kere yeniden belirlenir. Faiz ve buna bağlı olarak aylık ödeme değişiklikleri bir finansal endekse bağlıdır. Faiz oranlarındaki dalgalanmalara bağlı olarak ana para ve faiz ödemesi kredinin vadesi boyunca değişecektir. UĞUR Arif, **Sabit Faizli ve Değişken Faizli Konut Kredilerinin Karşılaştırılması**, <http://kalkinma.org/?goster.asp?sayfa=haber&id=3075>, (08.09.2009, 18:50).

¹⁸⁸ HEPŞEN Ali; **Mortgage (Tutsat) Üzerine**, http://www.alomaliye.com/2007/ali_hepsen_mortgage.htm, (08.09.2009, 13:28).

değişken olarak belirlenmesi halinde bu yöntemin muhtemel etkileri konusunda tüketicinin bilgilendirilmesi şarttır” (TKHK md. 10/B, f.12).

Borçlunun temerrüdü ile ilgili olarak, “Tüketicinin birbirini izleyen en az iki ödemede temerrüde düşmesi durumunda, konut finansmanı kuruluşu borçluya temerrüt tarihinden itibaren beş iş günü içerisinde iadeli taahhütlü posta yoluyla bildirimde bulunarak, kalan borcun tamamını isteyebilecektir” hükmü getirilmiştir (TKHK md.10/B, f.4 ve f.6). Kanun maddesinde, konut finansmanı kuruluşunun bu hakkını saklı tutmuş olması halinde kullanılabilmesi ve hakkın kullanılabilmesi için kredi borçlusuna en az bir ay süre verilerek muacceliyet uyarısında bulunulması gerektiği hükmü bulunmaktadır. Konut finansmanı sözleşmesinde bu yönde bir hüküm olmadığı takdirde, tüketici kredilerini düzenleyen TKHK’ un 10. maddesindeki genel hüküm uygulanacaktır. Yani, “Kredi veren, taksitlerden birinin veya birkaçının ödenmemesi halinde kalan borcun tümünün ifasını talep etme hakkını saklı tutmuşsa, bu hak; ancak kredi verenin bütün edimlerini ifa etmiş olması durumunda ve tüketicinin birbirini izleyen en az iki taksidi ödemede temerrüde düşmesi halinde kullanılabilir. Ancak kredi verenin bu hakkını kullanabilmesi için en az bir hafta süre vererek muacceliyet uyarısında bulunması gerekir”. Konut finansmanı sözleşmesinde, tüketici kredilerinde geçerli olan borcun ödenmesi için bir haftalık mehil yerine bir aylık süre öngörülmesi, konut kredi meblağlarının büyüklüğü dikkate alındığında yerinde bir düzenlemedir. Zira, 5582 sayılı Kanun öncesinde kullanılan konut kredileri ile ilgili olarak, tüketiciler ile bankalar arasında imzalanan sözleşmelere bakıldığında tüketici kredi borcunu ödemede bir gün temerrüde düşse, bankanın tüketiciye gerekli bildirimleri yaptıktan sonra ipoteği paraya çevirme yetkisi bulunmaktaydı. Ancak, 5582 sayılı Kanun ile bankaların ve konut finansmanı kuruluşlarının tüketici aleyhine yasal takibe geçmek için tüketicinin birbirini izleyen iki ödemede temerrüde düşmesi koşulu getirilmiştir. Söz konusu düzenlemenin tüketici lehine olduğu açıkça görülmektedir¹⁸⁹.

Genel tüketici kredilerinde olduğu gibi (TKHK md. 10), “...tüketici borcun toplam miktarını önceden ödeyebileceği gibi aynı zamanda bir ya da birden çok ödemeyi vadesinden önce yapabilir. Her iki durumda da konut finansmanı kuruluşu, vadesinden önce ödenen taksitler için gerekli faiz indirimini yapmakla yükümlüdür”. Ayrıca, “Faiz oranının sabit olarak belirlenmesi halinde, sözleşmede yer verilmek suretiyle, bir ya da birden fazla ödemenin vadesinden önce yapılması durumunda konut finansmanı kuruluşu tarafından

¹⁸⁹ UĞUR Arif; **Mevcut Konut Kredileri İle Mortgage Kredilerinin Karşılaştırılması**, http://www.alomaliye.com/2007/arif_ugur_mortgage.htm, (08.09.2009, 18.53).

tüketiciden erken ödeme ücreti talep edilebilir.” Ancak söz konusu oran erken ödeme tutarının %2’ sini geçemeyecektir. Erken ödeme ile ilgili olarak tüketiciden istenebilecek erken ödeme ücreti kuralı değişken faizli konu kredilerinde uygulanmayacaktır.

Tüketici kredileri dışındaki krediler için de geçerli olan, ödemelerin bir kıymetli evraka bağlanması ya da kıymetli evrak kabul etmek suretiyle teminat altına alınması yasaktır (5582 sayılı Kanun md. 10/B, f.10).

3.3.1.2. Konut Finansmanı Fonu

5582 sayılı Kanun ile SerPK’ na eklenen 38/B maddesine göre “Konut finansmanı fonu, ihraç edilen ipoteğe dayalı menkul kıymetler karşılığında toplanan paralarla, ipoteğe dayalı menkul kıymet sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esasına göre oluşturulan malvarlığıdır” şeklinde tanımlanmıştır. Aynı tanım SPK’ nın Konut Finansmanı Fonlarına ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Seri: III, No: 34 Tebliği’nde de tekrarlanmıştır.

Yurtdışında “özel amaçlı kurum” olarak adlandırılan özel yapılara karşılık gelecek şekilde düzenlenmiş konut finansmanı fonları, konut alacaklarının menkul kıymetleştirilmesi amacıyla oluşturulmuş kurumlardır¹⁹⁰.

Konut finansmanı fonu, kaynak şirket açısından kredi temini imkanının yanı sıra, birincil kredi verenlerden ilgili alacakların devralınması ve bu alacakların portföyde tutulması veya saklanması, ipotek teminatlara dayalı bonolar veya ipoteğe dayalı menkul kıymetler aracılığıyla menkul kıymetleştirilmesi gibi işlemlere sahip bulunmaktadır. Ayrıca, konut finansmanı fonunun garanti sağlama fonksiyonu da bulunmaktadır¹⁹¹.

Fonun malvarlığını, kaynak şirketin risklerinden izole etmek için yine yurtdışındaki uygulamaya benzer düzenlemeler getirilmiştir. Şöyle ki; fonun tüzel kişiliği olmadığı gibi, fon malvarlığı kurucunun, hizmet sağlayıcının ve diğer kredi verenlerin malvarlığından ayrıdır. Fon süreli veya süresiz olarak kurulur. Fon portföyünde yer alan varlıklardan elde edilen nakit akımlarının İDMK sahiplerine doğrudan aktarım usulü ile aktarılır (SPK Seri: III, No: 34

¹⁹⁰ ERDÖNMEZ, s. 8.

¹⁹¹ ALPTÜRK Ercan; **Konut Ediniminde Alternatif Finansman Yöntemi: Mortgage**, <http://paribus.tr.googlepages.com/alpturk7.doc>, (10.02.2009, 13:06).

Tebliğ, md. 4). SPK düzenlemeleri, bilanço dışı menkul kıymetleştirme olduğu için fonun malvarlığı kurucunun ve portföyde yer alan ipotekli konut kredilerini veren kuruluşun malvarlığından ayrı olması öngörülmüştür. Bu nedenle Tebliğ' in 4. maddesine göre, fona ve fondan yapılacak her türlü ödeme ve harcama için bir banka nezdinde kurucunun diğer hesaplarından ayrı olarak fon adına bir hesap açılması öngörülmüştür¹⁹².

Konut finansmanı fonları, yasal statü olarak tüzel kişiliği olan menkul kıymet yatırım fonlarına benzer şekilde tasarlanmıştır¹⁹³. Ancak menkul kıymet yatırım fonları fon malvarlığına katılım hakkı verirken, konut finansmanı fonu, fon portföyüne dayalı olarak borçlanma senedi niteliğinde İDMK' ler ihraç edecektir (SPK Seri: III, No: 34 Tebliğ açıklaması).

Fonun kurulabilmesi için kurucunun, Kurul' ca belirlenen standartlara uygun olarak hazırlanan başvuru formu, fon içtüzüğü ve başvuru formunda belirtilen bilgi ve belgelerle birlikte fonun kurulmasına izin verilmesi ve İDMK' lerin kayda alınması talebiyle SPK' ya başvurması gerekir (SPK Seri: III, No: 34 Tebliğ md. 12).

Fonun nasıl yönetileceği konusunda bir içtüzük hazırlanmalıdır. Fon içtüzüğü, İDMK sahipleri, kurucu ve fon kurulu arasında, fon portföyünün inancılı mülkiyet esasına göre saklanması ve vekalet akdi hükümlerine göre yönetimini konu alan iltihaki bir sözleşmedir (SPK Seri: III, No: 34 Tebliğ md. 13). Kurucu tarafından yapılan başvurunun Kurulca uygun görülmesi sonucunda, fon içtüzüğü Kurulca verilen kuruluş izni yazısı ile birlikte, izin tarihinden itibaren 6 iş günü içinde Kurucu merkezinin bulunduğu yerin ticaret siciline tescil ve TTSG' de ilan edilir. Fon içtüzüğünün tescili ile birlikte kuruluş işlemleri tamamlanmış olur (SPK Seri: III, No: 34 Tebliğ md. 14/1).

Yurtdışı menkul kıymetleştirmede “servicer” olarak adlandırılan hizmet sağlayıcı, ipotekli konut kredisi alacaklarının günlük idaresinden sorumlu olan kurucu veya kurucu niteliğine haiz bir kuruluştur. Hizmet sağlayıcısının görev ve sorumlulukları, fon kurulu ile aralarında akdedilen yazılı bir hizmet sözleşmesine göre belirlenecektir (SPK Seri: III, No: 34 Tebliğ md. 8).

¹⁹² TOPALOĞLU, s. 146.

¹⁹³ Yatırım fonları halktan topladıkları paralar karşılığı, hisse senedi, tahvil gibi sermaye piyasası araçlarından ve kıymetli madenlerden oluşan portföyleri yönetirler. Her bir yatırımcı fonun sahip olduğu portföyün bir kısmını temsil eden katılma belgesini alarak fona ortak olurlar.
<http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=253>, (12/06/2009, 15:38).

Hizmet sağlayıcısının görevleri ve sorumlulukları, Tebliğ md. 8/b.3' de şu şekilde belirtilmiştir:

1) İpotekli konut kredilerine ait anapara ve faiz ödemelerinin zamanında tahsil edilmesi ve fon hesabına aktarılması,

2) Konutlara ilişkin sigorta primlerinin veya borçlunun borcuna yönelik sigortalanmış olması halinde buna ilişkin sigorta primlerinin tahsili ve sigorta şirketine ödenmesi,

3) Kullanılan krediye ilişkin sözleşmede bu yönde bir hüküm bulunması halinde, konutlara ilişkin vergilerin borçludan zamanında tahsil edilmesi ve vergi otoritelerine ödenmesi,

4) Borçlunun ödeme kabiliyetlerinin gözetimi ve denetimi ile ödemelerin geç yapılması veya hiç yapılmaması halinde borçluya gerekli ihtarların yapılması,

5) Hizmet sözleşmesinde belirtilmesi halinde, “ Bankalarca Kredilerin ve Diğer Alacakların Niteliklerinin Belirlenmesi ve Bunlar İçin Ayrılacak Karşılıklara İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik” te tanımlanan¹⁹⁴ donuk alacak¹⁹⁵ niteliğindeki ipotekli konut kredileri için gerekli takip işlemlerinin yürütülmesi ve elde edilen gelirlerden fon payına düşen kısmının fon hesabına aktarılması,

6) Kurulca belirlenen diğer görevler.

Fon kurulu ile yapılan sözleşme çerçevesinde Fona aktarılmak üzere tahsil edilen tutar, fon malvarlığına dahil olup, ivedilikle hizmet sağlayıcısının kendi hesaplarından ayrı olarak fon adına açılan bir banka hesabına aktarılır (SPK Seri: III, No: 34 Tebliği md. 8/b.3).

Konut finansmanı fonunun denetimi ile ilgili olarak, fonun finansal tablolarının bağımsız denetimi; Kurulun bağımsız denetimine ilişkin düzenlemelerine uygun olarak,

¹⁹⁴ Resmi Gazete tarihi: 01/11/2006, Sayı: 26333

¹⁹⁵ Tahsil İmkânı Sınırlı Krediler ve Diğer Alacaklar, Tahsili Şüpheli Krediler ve Diğer Alacaklar ve Zarar Niteliğindeki Krediler ve Diğer Alacaklar tahakkuk ettirilen faizlerin ve borçlu üzerindeki faiz benzeri yüklerin anaparaya ilave edilip edilmediğine veya yeniden finanse edilip edilmediğine bakılmaksızın, donuk alacak olarak kabul edilir (Yönetmelik, md 5).

Kurulun sermaye piyasasında bağımsız denetime ilişkin yetkili kuruluşlar listesinde yer alan bir bağımsız denetim kuruluşu tarafından yılda bir kez yapılır¹⁹⁶.

Bağımsız denetim kuruluşu ayrıca altı aylık finansal tablo dönemleri itibariyle fon varlıklarının mevcudiyetini koruduğuna dair bir rapor hazırlar ve raporun bir örneği ilgili altı aylık dönemin bitimini takip eden 6 hafta içinde Kurula gönderilir (SPK Seri: III, No: 34 Tebliği md. 9).

3.3.1.3. Konut Finansmanı Fon Portföyünün Yapısı

Fon portföyünün nasıl oluşturulacağı SPK Seri: III No: 34 Tebliğ' inin 20. maddesinde "Genel İlkeler" başlığı altında düzenlenmiştir. Buna göre, fon portföyü İDMK' nin ihraç tarihini müteakip en fazla bir ay içerisinde, ipotekli konut kredilerinin kalan anapara değeri, fonun İDMK sahiplerine olan toplam anapara yükümlülüğünden az olmayacak şekilde oluşturulur.

Fon içtüzüğünde belirtmek koşuluyla fon aşağıdaki varlıkları portföye devredebilir:

- a) İpotekli konut kredileri,
- b) İpoteğe dayalı menkul kıymetler ile Kanun 13/A maddesine dayanarak ihraç edilecek ipotek teminatlı menkul kıymetler¹⁹⁷,
- c) İpotekli konut kredilerinden elde edilen nakdin değerlendirilmesi amacıyla yönelik olarak, nakit benzeri kısa vadeli yatırımlar,
- ç) Yedek hesaptaki varlıklar,
- d) Türev araçlardan kaynaklanan haklar ve teminatlar,
- e) Kurulca uygun görülen diğer varlıklar.

¹⁹⁶ Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetimle Yetkili Kuruluşlar' ın tam listesi için bkz. <http://www.spk.gov.tr/apps/msd/iletisim.aspx>

¹⁹⁷ İpotek teminatlı menkul kıymetler, ihraççıların genel yükümlülüğü niteliğinde olan ve oluşturulan teminat havuzundaki varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen borçlanma senetleridir.

SerPK md. 38/B’ de konusu gayrimenkul olan bir finansal kiralama sözleşmesinden kaynaklanan alacakların fon portföyüne alınmasından söz edilmekle beraber Tebliğ’ de bu tür alacaklar, fon portföyüne alınacak alacaklar arasında gösterilmemiştir¹⁹⁸. Ancak Tebliğ’ in 20. maddesindeki “Kurulca uygun görülecek diğer varlıklar” ifadesinden finansal kiralama sözleşmesinden kaynaklanan alacakların portföye dahil edilebileceği sonucu çıkmaktadır.

Fon malvarlığı, ihraç edilen İDMK’ ler itfa edilinceye kadar, başka bir amaçla tasarruf edilemez, rehnedilemez, teminat gösterilemez, kamu alacaklarının tahsili amacı da dahil olmak üzere haczedilemez, ihtiyati tedbir kararı verilemez ve iflas masasına dahil edilemez (SerPK md. 38/B).

İpotekli konut kredilerinin fon portföyüne devri ile ilgili olarak; kredi verenin kendi kaynaklarından kullandığı veya diğer konut finansmanı kuruluşlarından devraldığı ipotekli konut kredileri ile TC. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı’ ndan devraldığı alacakları, devreden ile imzalanacak sözleşme çerçevesinde devralır. Devir sonunda ilgili kredinin sahipliğiyle ilgili tüm haklar fona geçer (SPK Seri: III, No: 34 Tebliğ md. 21).

İpotekle teminat altına alınmış bir kredi veya konusu gayrimenkul olan bir finansal kiralama sözleşmesinden kaynaklanan alacakların fon portföyüne alınması halinde, kredi veya alacağın fona devredildiği hususu ilgili gayrimenkulün tapu sicili beyanlar hanesine kaydedilir. Kurul, ipotekle teminat altına alınmış bir kredi veya konusu gayrimenkul olan bir finansal kiralama sözleşmesinden kaynaklanan alacakların fon portföyüne alınması halinde, ipoteğin veya mülkiyetin; fon hesabına, kurucu adına tapuya tescil ettirilmesini zorunlu tutabilir (SerPK md. 38/B).

Fon portföyüne dahil edilebilecek ipotekli konut kredilerinin sahip olması gereken özellikler SPK Seri: III No: 34 Tebliğ’ inin 21. maddesinde belirtilmiştir. Buna göre; fon portföyüne dahil edilebilecek ipotekli konut kredilerinin:

¹⁹⁸ TOPALOĞLU, s. 157.

- a) Anapara ve faiz geri ödemelerinin kredi veren tarafından ipotekle teminat altına alınması,
- b) Teminatın Türkiye Cumhuriyeti sınırları içinde olması ve yapı kullanma izni bulunması,
- c) Teminatı olan taşınmazın 587 sayılı “Zorunlu Deprem Sigortasına Dair Kanun Hükmünde Kararname” gereği zorunlu deprem sigortası yaptırma zorunluluğu bulunması halinde¹⁹⁹ bu yükümlülüğün yerine getirilmiş olması, ayrıca kredi sözleşmesi süresi boyunca her türlü doğal afet rizikolarına karşı sigortalanması,
- ç) Fon portföyüne dahil edildiği tarih itibari ile vadesi gelmiş tüm ödemelerinin yapılmış olması,
- d) 5582 sayılı Kanun’ un yürürlüğe girmesinden önce açılmış olması halinde; Kanun’un geçici 11. maddesi uyarınca, konut finansmanı kapsamında kabul edilmesi²⁰⁰,
- e) 5582 sayılı Kanunun yürürlüğe girmesinden sonra açılan kredilerin bu Kanunda öngörülen nitelikleri taşıması gerekir.

Konut finansmanı kuruluşları tarafından, tamamlanmış konutların alımı için kredi verilebildiği gibi, henüz proje halinde olan tamamlanmamış konutların alımı için de kredi verilebilmektedir. Ancak, düzenlemenin amaçları bağlamında, bu konutların kaçak olmaması, iskân ve yapı ruhsatı almış ve mevzuatta yer alan kalite standartlarına uygun olması şarttır²⁰¹.

¹⁹⁹ 587 sayılı KHK’ nin 2 maddesinde hangi taşınmazların zorunlu deprem sigortası yaptırma kapsamına girdiği belirtilmiştir: “634 sayılı Kat Mülkiyeti Kanunu kapsamındaki bağımsız bölümler, tapuya kayıtlı ve özel mülkiyete tabi taşınmazlar üzerinde mesken olarak inşa edilmiş binalar, bu binaların içinde yer alan ve ticarethane, büro ve benzeri amaçlarla kullanılan bağımsız bölümler ile doğal afetler nedeniyle Devlet tarafından yaptırılan veya verilen kredi ile yapılan meskenler zorunlu deprem sigortasına tabidir”.

²⁰⁰ Tüketiciler, maddenin yürürlüğe girmesinden itibaren 3 ay içinde konut finansmanı kuruluşuna başvurarak, sözleşme konusu işlemin, kanunda belirtilen konut finansmanı tanımı içinde değerlendirilmesi talebinde bulunmazlarsa, işlemin konut finansmanı tanımı kapsamında olacağı kabul edilmektedir (5582 sayılı Kanun, geçici madde 11).

²⁰¹ EGEMEN, s. 6.

3.3.1.4. İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler

5582 sayılı Kanun ile SerPK' na eklenen 13/A maddesine göre “İpotek teminatlı menkul kıymetler, ihraççının genel yükümlülüğü niteliğinde olan ve oluşturulan teminat havuzundaki varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen borçlanma senetleridir” şeklinde tanımlanmıştır.

Yapılan yasal düzenleme ile, Kıta Avrupa ülkelerinde 18. yüzyıldan bu yana uygulanan, “mortgage bonds” veya “covered bonds” olarak adlandırılan, bir banka veya başka bir finansal kuruluşun, kendi aktifindeki ipotek teminatı taşıyan alacaklar karşılığında ihraç ettiği menkul kıymet türü düzenlenmiştir²⁰².

3.3.1.4.1. İpotek Teminatlı Menkul Kıymetleri İhraç Edecek Kuruluşlar

SerPK' nın 13/A maddesine göre ipotek teminatlı menkul kıymetler ihraç edecek kuruluşlar bankalar ve ipotek finansmanı kuruluşlarıdır.

SPK' nın İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Seri: III, No: 33 Tebliğ' i 6. maddesinde ihraççının sahip olması gereken nitelikler sayılmıştır.

Buna göre: Banka ve ipotek finansmanı kuruluşlarının İTMK ihraççısı olabilmeleri için;

1) İTMK ihracına uygun mekan, donanım ve organizasyon yapısının oluşturulmuş olması,

2) İTMK ihracı ve teminat varlıklarının yönetiminden kaynaklanan risklere yönelik bir risk yönetim sistemi kurulmuş olması, zorunludur.

Bu maddede anılan şartları yerine getiren banka ve ipotek finansmanı kuruluşları durumlarını tevsik eden bilgi ve belgelerle birlikte Kurula başvurur. Başvuru sahibinin banka olması halinde Kurul, ilgili bankanın ihraççı olmasını engelleyecek bir hususun bulunup bulunmadığı hususunda BDDK' nın görüşünü alır. Kurul; kendisine iletilen bilgi ve belgeler

²⁰² DOĞRU, s. 300.

çerçevesinde, başvuru sahibinin ihraççı niteliğini haiz olup olmadığına karar verir (SPK Seri: III, No: 33 Tebliği md. 6/f.2).

3.3.1.4.1.1. Bankalar

5411 sayılı Bankacılık Kanunu' nun 3. maddesine göre, mevduat bankaları ve katılım bankaları ile kalkınma ve yatırım bankaları, banka tanımında yer almaktadır.

İTMK' lere ilişkin esaslar hakkında SPK Seri: III, No: 33 Tebliğin, ihraççının niteliklerini düzenleyen 6. maddesine göre, ihraççının banka olması halinde Kurul, ilgili bankanın ihraççı olmasını engelleyen bir hususun bulunup bulunmadığı hususunda BDDK' nın görüşürünü alacaktır.

3.3.1.4.1.2. İpotek Finansmanı Kuruluşları

5582 sayılı Kanun ile SerPK' na eklenen 39/A maddesine göre, “İpotek finansmanı kuruluşları, münhasıran konut finansmanından kaynaklanan alacakların devralınması, devredilmesi, devralınan alacaklardan oluşan varlıkların yönetimi ve alacakların teminat olarak alınması suretiyle kaynak temini amacıyla kurulan sermaye piyasası kurumu niteliğini haiz anonim ortaklıklardır”.

“İpotek finansmanı kuruluşlarının nakden ve her türlü muvazaadan ari olarak ödenmiş sermayeleri 5411 sayılı Bankacılık Kanununda kalkınma ve yatırım bankaları için öngörülen tutardan az olamaz” (SerPK md. 39/A).

Türkiye' deki bankaların ödenmiş sermayelerinin en az 30 milyon lira olması gerektiği, yatırım ve kalkınma bankaları için söz konusu miktarın diğer bankalar için öngörülen tutarın üçte ikisinden az olamayacağı 5411 sayılı yasanın 7. maddesinde belirtildiği için, ipotek finansmanı kuruluşları için ödenmiş sermaye 20 milyon liradan az olamaz.

3.3.2. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler Ve Varlık Finansmanı Fonu

3.3.2.1. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler

Varlığa dayalı menkul kıymet uygulaması, genel olarak ifade edilecek olursa, müşterilerinden senede bağlı büyük meblağlı alacakları olan kurumların doğrudan piyasalardan fon toplayabilmeleri amacıyla düşünülmüş bir sistemdir²⁰³. Bir işletmenin duran varlıkları, alacak, kredi sözleşmelerinin teminat teşkil etmesi yolu ile, kısacası varlığa dayalı olarak ve halka arz edilmek üzere çıkarılan borçlanma senetleri varlığa dayalı menkul kıymet olarak ifade edilir. Bu suretle duran varlıklara bir akıcılık kazandırılmış olmaktadır²⁰⁴.

Varlığa dayalı menkul kıymetlere (VDMK) ilişkin, SPK tarafından Varlık Finansmanı Fonlarına Ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (Seri: III, No: 35) çıkarılmış ve 27/08/2008 tarihinde Resmi Gazete’ de yayınlanarak yürürlüğe girmiştir.

Tebliğ’ in 16. maddesinde VDMK, fon portföyündeki varlıklar karşılığında ihraç edilen borçlanma senedi şeklinde tanımlanmıştır.

SerPK’ nun 5582 sayılı Kanun ile değiştirilmesinden önceki metninde VDMK 13/A maddesinde “alacaklar ve duran varlıklar karşılık gösterilerek varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edilebilir” denmekteydi. SPK’ nın Seri: III, No: 35 Tebliği ile “alacaklar ve duran varlıklar” ibaresi yerine “fon portföyündeki varlıklar” ibaresi getirilmiş, fon portföyüne hangi varlıkların dahil olacağı ise Tebliğ’ in Fon Portföyüne İlişkin Hükümler başlığını taşıyan beşinci bölümünde belirtilmiştir. Buna göre, içtüzükte belirtmek koşuluyla fon portföyüne dahil edilebilecek varlıklar şunlardır:

1) Bankaların ve finansman şirketlerinin, ipotekli konut kredileri haricindeki kredileri tüketici kredilerinden, ipotekli kredilerden, motorlu kara taşıt kredilerinden, proje finansmanı kredilerinde ve kurumsal kredilerden kaynaklanan alacaklar,

2) İlgili mevzuat uyarınca finansal kiralama yapmaya yetkili kuruluşların yaptıkları finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar,

²⁰³ EROL, YILDIRIM; s. 71.

²⁰⁴ TEKİL Fahiman, **Kıymetli Evrak Hukuku**, İstanbul, 1994, s. 44.

3) T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığının gayrimenkul satışından kaynaklanan alacakları,

4) Fon portföyünde yer alan varlıklardan elde edilen nakdin değerlendirilmesi amacıyla yönelik olarak yapılan nakit benzeri kısa vadeli yatırımlar,

5) Tebliğ' in 23. maddesinde tanımlanan yedek hesaplardaki varlıklar²⁰⁵,

6) Kurulca uygun görülecek diğer varlıklar (SPK Seri: III, No: 35 Tebliği md. 20/f.1).

VDMK ihraçlarında oluşturulan alacak havuzu, tahvil ve hisse senedi gibi araçlardaki genel yükümlülüklerden farklı olarak belli bir teminat ile güvenceye alınmıştır. Burada yatırımcı, varlıkların belirli bir yüzdesi ve bunlara bağlı haklar demetini satın almaktadır. Böylece, kaynak şirketin menkul kıymetleştirmek istediği söz konusu alacaklar, kısaca varlıklar aslında yatırımcılar tarafından finanse edilmektedir. Kaynak şirket VDMK' lerden gelen nakit akımlarını, VDMK' e ilişkin ödemelere aktarmakta, böylece şirketlerin alacaklarını likidite etmelerini sağlamaktadır²⁰⁶.

3.3.2.2. Varlık Finansmanı Fonu

SPK' nın Varlık Finansmanı Fonlarına ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Seri: III, No: 35 Tebliğ' in 4. maddesi ve 5582 sayılı Kanun ile SerPK' na eklenen 38/C maddesine göre; ipotek finansmanı fonu gibi varlık finansmanı fonu, ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler karşılığında toplanan paralarla, VDMK sahipleri esasına inançlı mülkiyet esasına göre oluşturulan malvarlığıdır. 5582 sayılı Kanun' da, konut finansmanı fonları için getirilen düzenlemelerin (5582 sayılı Kanun md. 38/A, md. 38/B ve md. 38/C) varlık finansmanı fonları içinde geçerli olduğu belirtilmiştir (5582 sayılı Kanun md. 38/C - f.2). Varlık finansmanı fonunun özelliklerini açıklarken SerPK hükümleri ile birlikte SPK' nın 27/08/2008 tarihli Seri: III, No: 35 Tebliği' ni de birlikte değerlendirmek gerekir.

²⁰⁵ SPK Seri:III No:35 Tebliği md. 23/c “ Varlıkların fonun toplam yükümlülüklerini aşan kısmı, hizmet sözleşmesi ile belirlenecek oran veya miktarda bu amaçla oluşturulacak yedek hesaplara aktarılabilir”.

²⁰⁶ CEYLAN Ali, KORKMAZ Turhan; **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, 2.b, Bursa, 2004, s. 545; BOLAK Mehmet; **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, 4.b, İstanbul, 2001, s. 159.

Konut finansmanı fonuna benzer şekilde, varlık finansmanı fonunun da Türkiye Cumhuriyeti sınırları içinde kurulması zorunludur. Fonun tüzel kişiliği yoktur. Fon malvarlığı kurucunun, hizmet sağlayıcının ve kaynak kuruluşun malvarlığından ayrıdır. Fona ve fondan yapılacak her türlü ödeme ve harcama için banka nezdinde Kurucunun diğer hesaplarından ayrı olarak fon hesabına bir hesap açılır (SPK Seri: III, No: 35 Tebliği md. 4).

Fon malvarlığı, ihraç edilen ipoteğe dayalı menkul kıymetler itfa edilinceye kadar, başka bir amaçla tasarruf edilemez, rehnedilemez, teminat gösterilemez, kamu alacaklarının tahsili amacı da dahil olmak üzere haczedilemez, ihtiyati tedbir kararı verilemez ve iflas masasına dahil edilemez (SerPK md. 38B/f.3).

Fonun yönetimi, doğrudan aktarım veya dolaylı aktarım usullerinden biri ile gerçekleştirilir. Doğrudan aktarım, fon portföyünde yer alan varlıklardan elde edilen, ödeme planına bağlı olan veya olmayan nakit akımlarının bu tebliğ kapsamında gerekli kesintiler yapıldıktan sonra Fon bünyesinde bekletilmeksizin doğrudan VDMK sahiplerine aktarılmasıdır. Dolaylı aktarım usulünde ise fon portföyünde yer alan varlıklardan elde edilen, ödeme planına bağlı olan veya olmayan nakit akımlarının bu tebliğ kapsamında gerekli kesintiler yapıldıktan sonra VDMK sahiplerine aktarılmadan önce fon içtüzüğü ve izahnamede belirtilen esaslar çerçevesinde fon bünyesinde bekletilmesi mümkündür. VDMK ödemeler tamamlandıktan sonra itfa edilir (SPK Seri: III, No: 35 Tebliği md. 4/f.3).

Fonun yönetimi için, kurucu tarafından en az 3 kişiden oluşan bir Fon Kurulu atanır (SPK Seri: III, No: 35 Tebliği md. 6). Fon kurulu, ihraç edilen ipoteğe varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde fonu temsil eder ve yönetir (SerPK md. 38/B – f.4)²⁰⁷.

Fon Kurulu' nun görevleri fonun idaresine ilişkin olup, fon içtüzüğünün ve izahnamenin hazırlanması, fon portföyünün oluşturulması, fonun temsili, yönetimi ve denetimi gibi önemli görevlerden sorumludur.

Fon portföyünde yer alan varlıkların günlük idaresinden sorumlu olmak üzere, kurucu veya kurucu niteliğine haiz bir diğer kuruluş olan hizmet sağlayıcısının kurulması Tebliğ' in 8. maddesinde öngörülmüştür. Hizmet sağlayıcısının görev ve sorumlulukları Fon Kurulu ile

²⁰⁷ ÖNEN, s. 50.

aralarında akdedilen yazılı bir hizmet sözleşmesiyle belirlenir (SPK Seri: III, No: 34 Tebliği md. 8).

3.3.2.3. Konut Finansmanı Ve Varlık Finansmanı Fonunun Hukuki Yapısı – İnançlı İşlem

5582 sayılı Kanun ile SPK' nın Varlık Finansmanı Fonlarına ilişkin Seri: III, No: 35 ve Seri: III, No: 34 Tebliğleri 4. maddesinde, konut/varlık finansmanı fonu, ihraç edilen ipotēge/varlığa dayalı menkul kıymetler karşılığında toplanan paralarla, İDMK/VDMK sahipleri hesabına inaçlı mülkiyet esasına göre oluşturulan malvarlığı şeklinde tanımlanmış ve fon malvarlığının kurucunun, hizmet sağlayıcının ve kaynak kuruluşun malvarlığından ayrı olduğu belirtilmiştir.

Fon kurucuları, fon içtüzüğü hükümleri çerçevesinde, fon portföyünde yer alan varlıkları VDMK' lere yatırım yapanlar hesabına yönetmektedir.

Zira, genel olarak yatırım fonları inaçlı mülkiyet esasına dayanmaktadır. İnaçlı işlem incelendiğinde, iç içe geçmiş iki işlemden oluştuğu görülür. Birincisi, inaç konusu şeyin inanan veya üçüncü şahıs tarafından inanılana kazandırılmasını sağlayan kazandırıcı işlem veya hakkın devri işlemi; ikicisi ise, inaç konusu şeyin inanalana kazandırılmasının ve sonradan inana geri verilmesinin hukuki nedenini oluşturan, iç ilişkide tarafların hak ve borçlarını belirleyen inaç anlaşmasıdır²⁰⁸. İnaçlı sözleşme ile, inanan (itimat eden) bir mülkiyet veya alacak hakkını inanılana (mutemede) devretmekte, borçlandırıcı bir sözleşme ile de devralan inanılan kişinin hak ve yetkilerini sınırlamaktadır²⁰⁹. İnanılan inanan tarafından kendisine devredilen hakkı, inananın talimatı dairesinde kullanmayı ve bazı şartların gerçekleşmesi halinde ona iade etmeyi taahhüt ettiği bir sözleşmedir²¹⁰.

İnaçlı mülkiyet esasında inaçlı olarak fon kurucusu fonun sahibidir. Fonla ilgili muameleleri yapma yetkisi, tasarruf sahipleri tarafından kurucuya verilmiştir. Bu yetki devri fon içtüzüğü ile gerçekleştirilir. Kurucu, fonu, bu sözleşme yani içtüzük çerçevesinde ve

²⁰⁸ ÖZTÜRK Gülay; **İnaçlı İşlemler**, Ankara, 1998, s. 45.

²⁰⁹ ÖZKAYA Eraslan; **Açıklamalı – İctihatlı İnaçlı İşlem ve Muvazaa Davaları**, Ankara, 2004, s. 25; Eren, s. 330.

²¹⁰ ESENER Turhan; **Borçlar Hukuku – 1, Akitlerin Kuruluşu ve Geçerliliği**, Ankara, 1969, s. 121, http://auhf.ankara.edu.tr/auhf-yayinlari-arsivi/turhan-esener/borclar-hukuku-1/kitabin_tamami.pdf, (27.09.2009, 15:36).

tasarruf sahiplerinin haklarını koruyarak yönetmek/yönettirmek zorundadır²¹¹. İnanç konusu şeyin inanılanın malvarlığına dahil olması sonucunda, onun üzerinde tasarruf işlemi yapma hak ve yetkisi inanılana ait olup başkası namına tasarruf yetkisinin olduğunu kabul etmek hata olur²¹².

İnançlı mülkiyet yapısında kurucu, fon portföyündeki senetlerin maliki konumundadır. Kurucu, portföydeki senetler üzerinde fiili hakimiyet imkânına sahip olduğundan, dilediği tasarruflarda da bulunabilir. Bununla birlikte, fon kurucusu hukuken mülkiyeti kendisine, ancak iktisaden başkasına ait olan bu kıymetli senetler üzerinde sadece yatırımcının yararına olan işlemleri yapmalıdır. O halde, kurucu, fon kapsamında yer alan değerler bakımından, üçüncü kişilere karşı sınırsız yetkilere sahiptir. Ancak, iç ilişkide yatırımcılara karşı hakları sınırlıdır ve sözleşmeden doğan sorumlulukları vardır. Bu durumda, fona ait değerlerin maliki gözüken kurucunun bu mülkiyet hakkı, inançlı mülkiyettir²¹³.

İpotek/varlık finansmanı fonları, kurucunun malvarlığından ayrıdır. Fonun yönetimi fon kurulu tarafından gerçekleştirilir. Fon portföyünde bulunan varlıklardan elde edilen faiz ve anapara gibi nakit akımlarının gerçek sahiplerinin söz konusu fonlara yatırım yapan yatırımcılar olduğu açıktır. Söz konusu hesapların, yatırımcılar hesabına idaresi inançlı işlem sonucu olmaktadır.

²¹¹ **Yatırım Fonu**, <http://www.msxslabs.org/forum/ekonomi/12551-yatirim-fonu.html>, (15.09.2009, 17:06).

²¹² ÖZTÜRK, s. 46.

²¹³ GÜNEYLİ Yamaç, **Yatırım Fonları**, s. 12.
http://www.turkhukuk sitesi.com/makale_966.htm, (15.09.2009, 17:26).

SONUÇ

Ülkemizde, uzun yıllardan beri uygulanan ipotek bankacılığı sistemi kısa vadeli ve yüksel geri ödeme taksitleri ile gerçekleştirildiği için, genelde üst gelir gruplarına hitap edebilmiş ve konut kredi hacminin diğer ülkeler ile kıyaslandığında ülkemizde düşük kalmasına sebep olmuştur.

Tüketicilere mevcut durumdan daha düşük faiz oranı ve daha uzun vadelerde kaynak sağlayabilecek tasarruf sahipleri ile konut kredisi kullanıcılarını buluşturabilecek bir sistemin varlığı söz konusu sorunu aşma noktasında son derece önemlidir. Bir taraftan, yatırımcıların güvenilir sermaye piyasası araçlarına yatırım yapma isteklerini, diğer taraftan da finans kuruluşlarının fon temin edebilme imkanlarını bir araya getirecek sistem, ipotekli konut finansmanı (mortgage) sistemidir.

06.03.2007 tarihinde resmi gazetede yayınlanarak yürürlüğe giren 5582 sayılı Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun ve SPK' nın konuya ilişkin düzenlemelerinin ana gayesi yabancı sermayenin yurt içine gelmesinin önünü açmaktır. Yapılan düzenlemelerde, temelde yabancı ülke uygulamalarının temel alındığı görülmektedir. Bu sayede, Türk sermaye piyasalarına yabancı yatırımcıların güven duyması sağlanmak istenmiştir.

Sisteme fon akışını sağlayacak uygulama ise menkul kıymetleştirmedir. Kredi veren kuruluşların oluşturacakları ipotek teminatına dayanan alacak havuzlarına dayalı olarak ihraç edilecek menkul kıymetlerden elde edilecek gelir sayesinde, finans kuruluşları kendi öz kaynaklarına başvurmadan, bu fonların satışından elde edilecek para ile yeni konut kredileri için kaynak bulma olanağına kavuşacaklardır.

Menkul kıymetleştirme uygulaması, birden fazla kurumun organize bir şekilde çalışmasını gerektiren bir sistemdir. Kredi veren kurum ile fon arasında imzalanan yazılı sözleşme gereğince kredi alacaklarının özel amaçlı kuruma devredilmesi ile süreç başlamakta ve fonun yönetiminde fon kurulu ve hizmet sağlayıcısı görev almaktadır.

Özellikle, ipotekli kredilerin konut/varlık finansmanı fonlarına devredilmesi ve menkul kıymet ihraçlarının bu kurumlar tarafından gerçekleştirilecek olması, konut/varlık finansmanı fonlarının (özel amaçlı kurum), iflas riskinden arındırılmış biçimde

yapılandırılmaları, finans kurumlarından kaynaklanan riskler ile menkul kıymetleştirilecek varlıkların risklerini birbirinden ayırma noktasında son derece önemlidir. Menkul kıymetleştirme sayesinde, finansal kurumlar likit olmayan varlıklardan gelecekte elde edecekleri ekonomik faydalar (nakit akışı) karşılığında yatırımcılardan doğrudan ve düşük maliyette fon temin elde edebilecektir.

Yeni gelişen ekonomiler için son derece önemli olan ve son yirmi yılda kayda değer bir artış gösteren bir sermaye piyasası aracı olan ipoteye dayalı menkul kıymetlerin, farklı ve yeni finansman kanallarından uygun fonların akışını sağlaması ve böylece sermaye piyasasının gelişmesine yardımcı olacağı görülmektedir.

İpotekli konut finansmanı sisteminden beklenen faydaların sağlanabilmesi için, ekonomik istikrar son derece önemlidir. Ülkemizde enflasyon oranlarının son 5 yıldır düşük olması ve dünyada görülen global krizden beklenenin tersine büyük oranda etkilenmemesi, ipotekli konut finansmanı sisteminin uygulanabilirliği noktasındaki beklentileri olumlu yönde etkilemektedir.

KAYNAKÇA

- AKAR, Aytuğ Halil: **Mortgage Yazı Dizisi -2-**
<http://www.mortgagebankasi.com/mortgage-yazi-dizisi-2-2.html>, (08.09.2009, 10:16).
- AKİPEK Şebnem, KÜÇÜKGÜNGÖR Erkan: **Sözleşmeler Rehberi**, 12.b, Ankara, 2002.
- ALP Ali, YILMAZ Ufuk: **Konut İpotek Kredilerinin Sermaye Piyasaları Yoluyla Finansmanı**, Activefinans Dergisi, Ağustos – Eylül 1999.
- ALPTÜRK Ercan: **Soru ve Cevaplarıyla Mortgage Sistemi (Tutsat)**, Ankara 2007.
- ALPTÜRK Ercan: **Konut Ediniminde Alternatif Finansman Yöntemi: Mortgage**
<http://paribus.tr.googlepages.com/alpturk7.doc>, (10-02-2009, 13:06).
- APAK Talha: **Konut Finansmanı (Mortgage=Tutsat) Sistemi Üzerine Bir değerlendirme ve Sisteme Dahil Olmak İstemeyenlerin Başvuru Süresinin 05 Haziran 2007 Tarihinde Sona Erecek Olması**
http://www.alomaliye.com/2007/talha_apak_mortgage.htm (08.09.2009, 12:09).
- AVESANI G. Renzo, PASCUAL Garcia Antonio, RIBAKOVA Elina: **The Use Of Mortgage Covered Bonds**, IMF Working Paper, WP/O7/20
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp0136.pdf>, (04.04.2007, 16:29).
- AYDOĞDU Murat: **Konut Finansman Sistemi (Mortgage) Ve Sözleşmeleri**, Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, İzmir, 2007, C. 9, S. 1.
- BALCELLS Lopez Ignacio: **Asset-Backed Securitization In Spain**, International Business Law Practice Series, USA, 2000.
- BAUMS Theodor: **Asset Securitization in Europe (Forum International)**, No:20, USA,1994.
- BOLAK Mehmet: **Sermaye Piyasası Menkul Kıymetler ve Portföy Analizi**, 4.b, İstanbul, 2001.
- BRENDSEL C. Legand: **Securitization Role in Housin Finance: The Special Contribution of the Government Sponsored Enterprises, A Primer on Securitization**, London, England, 1996.
- BRUEGGEMAN B. William, FISHER D. Jeffrey: **Real Estate Finance And Investments**, USA, 1997.
- CAN Halil, GÜNER Semih: **Kıymetli Evrak Hukuku**, Ankara, 1999.
- CEYLAN Ali, KORKMAZ Turhan: **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, 2.b, Bursa, 2004.
- CHERRINGTON V. Homer: **Mortgage Banking**, Nertwestern, USA, 1953.
- DAYINLARLI Kemal, **Borçlar Kanuna Göre Alacağın Temliki**, 2.b, Ankara, 2000.

DOĞRU Halil: **Menkul Kıymetleştirme&Mortgage, Genel ve Hukuki Esaslar**, İstanbul 2007.

EGEMEN Işıl: **İpoteğe Dayalı Konut Finansmanı Ya Da “Mortgage”**, İstanbul Barosu Dergisi, C.80, S.3, Y.2006.

<http://www.istanbulbarosu.org.tr/yayinlar/BaroDergileri/ibd/20063/ibd2006312.pdf> (18.08.2009, 14:07).

ENGİN İlkay Baki: **Alacağı Temlik Edenin Garanti Sorumluluğu**, Ankara, 2002.

Erçel Gazi: **Mortgage Sistemi ve Enflasyon**

<http://www.mortgagebankasi.com/mortgage-sistemi-ve-enflasyon-gazi-ercel-sabah.html> (08.09.2009, 13:02).

ERDÖNMEZ Ataman Pelin: **Aktif Menkul Kıymetleştirme**, Bankacılar Dergisi, 2006, S. 57.

<http://www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi57/menkulk%C4%B1ymetlestirme.pdf>, (21.11.2008, 22:08).

EREN Fikret: **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 7.b, İstanbul, 2001.

EROL Ahmet, YILDIRIM A. Ercan: **Menkul Kıymetlerin Vergilendirilmesi**, Ankara, 2001.

EROL Turan: **“Kamu Altyapı Yatırımlarının Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Finansmanı” Konulu SPK 7. Arama Konferansı**

http://kaf.spk.gov.tr/sunumlar/TuranErol_2.pdf, (21.11.2008, 22:43).

ESENER Turhan: **Borçlar Hukuku – 1, Akitlerin Kuruluşu ve Geçerliliği**, Ankara, 1969

http://auhf.ankara.edu.tr/auhf-yayinlari-arsivi/turhan-esener/borclar-hukuku-1/kitabın_tamamı.pdf, (24.12.2008, 14:45).

GÜNEYLİ Yamaç: **Yatırım Fonları**

http://www.turkhukuk sitesi.com/makale_966.htm, (15.09.2009, 17:26).

GÜNGÖR Eser: **T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, Gayrimenkul Değerlemesi Ve Türkiye’ de Sermaye Piyasalarında Gayrimenkul**

Ekspertiz Şirketlerine Yönelik Düzenlemeler Yapılmasına İlişkin Öneriler, Yeterlik Etüdü <http://kutuphane.tbmm.gov.tr:8088/2005/200502152.pdf>, (17.06.2009, 17:22).

Haftalık Haber Aktüel Dergisi, 25 Şubat – 3 Mart 2007/8, S. 203.

HAGEN Louis: **26.th IUHF World Congress Vancouver**, September, 2006

<http://congress.housingfinance.org/Presentations/LouisHagen.pdf>, (04.04.2007, 16:34).

HANLON J, William, **Integration Of Securitization And Bankruptcy: Structured Finans And United States Bankruptcy Code**, International Business Law Practice Series, USA, 2000.

HEPŞEN Ali: **Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması**, İTO, İstanbul, 2005.

HEPŞEN Ali: **Mortgage (Tutsat) Üzerine**

http://www.alomaliye.com/2007/ali_hepsen_mortgage.htm, (08.09.2009, 13:28).

IHLE Gerhard Christoph, **Germany, Asset-Backed Securitization In Europe**, Edited by BAUMS Theodor, EDDY Wymeersch, United Kingdom, 1996.

KAPLAN Cafer: **Finansal Yenilikler Ve Piyasalar Üzerine Etkileri: Türkiye Örneği**,

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliğ No: 9910, Nisan 1999, <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/dpaper42.pdf>, (19.06.2009, 16:30).

KARADAĞ Nihat: **Tüketici Finansman Şirketlerinin Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı**, SPK, Yayın No: 84, Ankara, 1997.

KAYAR İsmail, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler – Özel Borç İlişkileri**, 5.b, Ankara, 2004.

KENDALL T. Leon, FISHMAN J. Michael: **A Primer on Securitization**; Massachusetts London, England, 1996.

KOÇAK, Duygu: **Konut Finans Kanunu Öncesi ve Sonrası Mortgage Türk Uzun Vadeli Konut Finansman Sisteminde Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler**, İstanbul, 2007.

KOEFERLIA. Jürg, **Securitizing Trade Receivables From A Swiss Perspective**, International Business Law Practice Series, USA,2000.

KUTLUHAN Bozkurt, TÜRE Murat, ORAL Ümit: **Avrupa Birliği ve Belçika Hukuk Sistemlerinde İpoteğe Bağlı Konut Finansman Sistemi (Mortgage)**, Prof. Dr. Hüseyin Ülgen'e Armağan, C.II, İstanbul, 2007.

KÜÇÜKKOCAOĞLU Güray, **Bireysel Emeklilik Bağlantılı Konut Finansman Sistemi**, www.baskent.edu.tr/~gurayk/kisiselbesvekfs.pdf, (22.03.2009, 18:08).

LEIXNER C. Timothy: **International Asset Securitization and Other Financing Tools**, USA, 2000.

LEIXNER C. Timothy: **Securitization Of Financial Assets**, International Business Law Practice Series, USA, 2000.

MELİKŞAH Yasin: **Sermaye Piyasası Kurulu ve İşlemleri**, Ankara, 2002.

MISHKIN S. Frederic: **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, Colombia, USA, 2004.

OĞUZMAN Kemal, ÖZ Turgut: **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 3b. İstanbul, 2000.

OY Osman: **Türkiye' de Mortgage Uygulaması – Konut Finansman Sistemi ve Ana Hatları İle Gayrimenkul Mevzuatı**; İstanbul, 2007.

OKSAY Suna, CEYLANTEPE Tolga: **Mortgage ve Mortgage Sigortaları**, İstanbul 2006.

ÖNAL Yıldırım Beyazıt, TOPALOĞLU Mustafa: **İpotekli Konut Finansmanı ve Hukuku - Mortgage (Tutsat)**, Adana, 2007.

ÖNEN Seda: **Konut Finansman Sisteminin Yapılandırılması ve İpotekli Sermaye Piyasası Araçları**

http://www.hasanbal.net/Konut_Finansman_Sisteminin_Yapilandirilmesi_SO.pdf
(06.06.2009, 12:08).

Önen Turgut: **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 5.b, Ankara, 1999.

ÖZEN Necati: **Kondudan Konuta: Mortgage (İpoteğe Dayalı Konut Finansmanı) Sistemi**, Yaklaşım Dergisi, S. 13, 2005.

ÖZKAYA Eraslan: **Açıklamalı – İctihath İnançlı İşlem ve Muvazaa Davaları**, Ankara, 2004.

ÖZMEN İhsan, ÖZKAYA Eraslan: **Muvazaa Davaları**, Ankara, 1993.

ÖZTÜRK Gülay: **İnançlı İşlemler**, Ankara, 1998.

PINKUS M. Scoot, HUNTER Mara Susan, ROLL Richard: **An Introduction To The Mortgage Market And Mortgage Analysis, Advances In Bond Analysis & Portfolio Strategies**, Edited by Fabozzi J. Frank, Garlicki T.Dessa Chicago, Illinois, 1989.

REİSOĞLU Seza: **Konut Edinme Amaçlı Konut Finansmanı Sözleşmeleri ve Uygulama Sorunları**, Bankacılar Dergisi, 2007, S. 61.

POROY Reha, TEKİNALP Ünal: **Kıymetle Evrak Hukuku Esasları**, 15.b, İstanbul, 2001.

POROY Reha, TEKİNALP Ünal, ÇAMOĞLU Ersin: **Ortaklıklar ve Kooperatifler Hukuku**, 9.b, İstanbul, 2003.

QUINN Christin: **Securitization And Structured Finance In Ireland**, International Business Law Practice Series, USA, 2000.

ROSE S. Peter: **Commercial Bank Management**, New York, USA, 2002.

STONE Charles Austin, ZISSU Anne: **The Securitization Markets Handbook**, New York, 2005.

SUMER Ayşe: **Türk Sermaye Piyasası Hukuku ve Seçilmiş Mevzuat**, 2.b, İstanbul, 1999.

SUNDARESAN M. Suresh: **Fixed Income Markets And Their Derivatives**, USA, 2002.

SUNGUR Turgut: **Bankacılar İçin Banka Tekniği (İşlemleri)**, 4.b, Ankara, 1999.

ŞENGÜL Selami: **Sermaye Piyasası Mevzuatı Açıklama ve Yorumları**, Ankara, 2002.

TANÖR Reha: **Türk Sermaye Piyasası**, C.2, Halka Arz, İstanbul 2000.

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

TEKER Murat Bahadır: **Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı**, Sermaye Piyasası Kurulu, No: 43, Ankara, 1996.

TEKİL Fahiman: **Kıymetli Evrak Hukuku**, İstanbul, 1994.

TOPALOĞLU Mustafa: **İpoteğe Dayalı ve İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler**, TSRSB & TSE VIII.ULUSAL SİGORTA SEMPOZYUMU
www.tsev.org.tr/files/downloads/IIIUlusal/mustafatopaloglu.ppt, (20.06.2009, 12:56).

TUHR VON Andreas: **Borçlar Hukukunun Umumi Kısmı**, C. I-II, 2.b, Ankara, 1983.

UĞUR Arif: **Mevcut Konut Kredileri İle Mortgage Kredilerinin Karşılaştırılması**,
http://www.alomaliye.com/2007/arif_ugur_mortgage.htm, (08.09.2009, 18:53).

UĞUR Arif: **Sabit Faizli ve Değişken Faizli Konut Kredilerinin Karşılaştırılması**,
http://kalkinma.org/?goster.asp?sayfa=haber&id=3075, (08.09.2009, 18:50).

ÜLGEN Hüseyin, HELVACI Bahtiyar, KENDİGELEN Abuzer, KAYA Arslan: **Kıymetli Evrak Hukuku (Ders Kitabı)**, 2.b, İstanbul, 2005.

ÜNAL, Oğuz Kürşat: **Menkul Kıymetler, Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Menkul Kıymetler**, Ankara, 1988.

VATANSEVER Nurten: **Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Uygulaması**, Muğla Üniversitesi SBF Dergisi, GÜZ 2000, C.1, S.1.
http://www.mu.edu.tr/sbe/sbedergi/dosya/1_17.pdf, (08.06.2009, 14:34).

YAVUZ Nihat: **Uygulama ve Öğretide Muvazaa, İnançlı İşlem, Nam-ı Müstear ve Kanuna Karşı Hile Davaları**, 2.b, Ankara, 2008.

YILMAZ Ufuk: **Türkiye' de İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Merkezinin Kurulması**, T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, Yeterlik Etüdü, 2000, Ankara
http://www.econturk.org/Turkiye1.html, (17.06.2009, 10:55).

ZISSU Anne, STONE Austin Charles: **The Securitization Markets Handbook**, New York, 2005.

İnternet Kaynakları

www.icffinancial.com/sekritizasyon.aspx, (06.06.2009, 22:06)

Konut Finansman Sistemine İlişkin Kanun Değişikleri, SPK Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, Temmuz, 2005.
http://www.evbazar.com/mortgage_kitapcik.pdf, (23.03.09, 17:08).

Mortgage Sistemi

http://www.arkitera.com/gundem/mortgage/index.htm, (08/02/2005, 17:54).

http://www.nedirnedemek.org/kuponsuz_tahvil_nedir, (12.09.2009, 16:51).

Securitization Key Legal and Regulatory Issues, International Finance Corporation, 2004.

[http://www.ifc.org/ifcext/eca.nsf/AttachmentsByTitle/Securitization1A%2B9-04/\\$FILE/Securitization1A%2B9-04.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/eca.nsf/AttachmentsByTitle/Securitization1A%2B9-04/$FILE/Securitization1A%2B9-04.pdf), (27.09.2009, 14:52).

The European Commission's Green Paper On Mortgage Credit In The EU, Eurosystem Contribution To The Public Consultation, 01.12.2005,

<http://www.ecb.eu/pub/pdf/other/eumortgagecreditconsultationen.pdf>, (22.06.2009, 21:34)

Türk Bankacılık Sektörünün Piyasa Yapısının Analizi,

<http://www.akademiagitim.com.tr/makale/tbs3.PDF>, (21.11.2008, 22:47).

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Terimler Sözlüğü,

http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gen_sek/sozluk.htm#likidite, (01.09.2009, 11:20).

Yapısal Finans Securitizasyonla İlgili Terimler Sözlüğü, Standart%Poor's

http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/media/SF_Turkish_Glossary.pdf
Sekuritizasyon, (20.07.2008, 14:23).

Yatırım Fonu, <http://www.msxlab.org/forum/ekonomi/12551-yatirim-fonu.html>,
(15.09.2009, 17:06).

What is Mortgage Banking? ABN-AMRO, 18.06.2003

www.abnamro.com/com/ir/presentations/aa_na_mortgage_jun2003.ppt, (04.04.2007, 16:48).

20 Soruda Mortgage

http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/Turkey-tr_tax_20SorudaMortgage_060508.pdf
(20.04.2009, 14:45).

ÖZGEÇMİŞ**Arş. Gör. Fahri DUTÇU**

ADRES : Akdeniz Üniversitesi Hukuk Fakültesi
Kampüs ANTALYA

DOĞUM YERİ ve TARİHİ : BALIKESİR, 01.01.1980

TELEFON : 0 242 310 6451

E-POSTA : fahridutcu@gmail.com

EĞİTİM

Akdeniz Üniversitesi S.B.E. Özel Hukuk Anabilim Dalı	Yüksek Lisans	2006 - 2009
Viadrina Üniversitesi	Erasmus Y.L.	2008 - 2009
Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi	Lisans	1999 - 2003
Gönen Ömer Seyfettin Lisesi	Ortaöğretim	1994 - 1998

İŞ DENEYİMİ

Araştırma Görevlisi, Akdeniz Üniversitesi S.B.E. Özel Hukuk Anabilim Dalı **2006 - 2009**

Stajyer Avukat, Balıkesir Barosu, Balıkesir **2004 - 2005**