

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK (TİCARET HUKUKU)
ANABİLİM DALI

**MENKUL KIYMETLEŞTİRME
VE
VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLER**

Doktora Tezi

Gökçen TURAN

Ankara 2009

T.C.
ANKARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK (TİCARET HUKUKU)
ANABİLİM DALI

**MENKUL KIYMETLEŞTİRME
VE
VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLER**

Doktora Tezi

Gökçen TURAN

Tez Danışmanı
Prof. Dr. İsmail KIRCA

Ankara 2009

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER	I
KISALTMALAR	VI
BİBLİYOGRAFYA	VII
KONUNUN TAKDİMİ ve ELE ALINIŞ BİÇİMİ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

MENKUL KIYMETLEŞTİRME HAKKINDA GENEL BİLGİLER

I. Menkul Kıymetleştirme Kavramı ve Menkul Kıymetleştirmenin Temel Unsurları	4
A. Menkul Kıymetleştirme Kavramı.....	4
B. Menkul Kıymetleştirmenin Temel Unsurları	7
1. Alacakların Kaynak Şirketin Malvarlığından Ayırılması.....	7
2. Özel Amaçlı Kuruluş Tarafından Menkul Kıymetlerin İhraç Edilmesi	8
3. Alacakların Tahsilinden Elde Edilen Nakdin Menkul Kıymet Ödemelerinde Kullanılması	9
II. Menkul Kıymetleştirmenin Tarihçesi.....	11
III. Menkul Kıymetleştirilebilecek Varlıklar.....	12
IV. Menkul Kıymetleştirmenin Sağladığı Faydalar	15
A. Kaynak Şirket Bakımından	15
B. Yatırımcılar Bakımından.....	18
C. Genel Ekonomi Bakımından	18
V. Menkul Kıymetleştirmenin Taşıdığı Risk ve Sakıncalar	19
A. ABD’de 2007 Yılında Ortaya Çıkan Mortgage Krizinde Menkul Kıymetleştirmenin Rolü.....	20
B. Genel Olarak Menkul Kıymetleştirmenin Menfi Yönleri	23
VI. Menkul Kıymetleştirme ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Benzer Kurumlarla İlişkisi	24
A. İpotek ve Mortgage Kurumlarıyla.....	24
B. İpotekli Tahviller İle.....	27
C. Medeni Kanunda Düzenlenen Taşınmaz Rehni Türleri İle.....	29
1. İpotekli Borç Senetleri	30
2. İrat Senetleri	31

3. Taşınmaz Rehni İle Güvence Altına Alınmış Ödünç Senetleri.....	32
D. Rehinli Tahvil İle.....	35
E. Faktoring İle	36

İKİNCİ BÖLÜM

MENKUL KIYMETLEŞTİRMEDE HUKUKİ İLİŞKİLER

I. Menkul Kıymetleştirmede Yer Alan Taraflar	39
A. Kaynak Şirket	39
B. Özel Amaçlı Kuruluş.....	41
C. Aracı Kuruluş	43
D. Alacakları Takip ve Tahsil Eden Kuruluş	44
E. Garanti Veren Kuruluşlar	45
1. Dahili Güvence Mekanizmaları.....	47
a) Aşırı Teminatlandırma	47
b) Rücû	47
c) Diğer Güvenceler	48
2. Harici Güvence Mekanizmaları.....	49
a) Garanti Sözleşmeleri.....	49
b) Sigorta Sözleşmeleri	50
F. Derecelendirme Şirketleri.....	51
G. Yatırımcılar	52
II. Menkul Kıymetleştirme İşleminin Safhaları.....	52
A. Varlıkların Analizi ve Seçimi	52
B. Ödeme Yapısının Belirlenmesi	53
C. Özel Amaçlı Kuruluşun Kurulması	55
D. Alacakların Özel Amaçlı Kuruluşa Devri	56
E. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin İhraç ve Satışı	56
F. Alacakların Tahsili ve Menkul Kıymet Bedellerinin Vadesinde Ödenmesi	58
III. Menkul Kıymetleştirmede Özellik Arz Eden Hususlar	58
A. Alacakların Temlik Edilmesi	59
1. Temlikin İnançlı İşlem Olma Boyutu.....	60
2. Alacağa Bağlı Teminatların Temlikle Birlikte Devralana Geçmesi.....	63
3. Alacağı Temlik Edenin Garanti Yükümlülüğü.....	64

4. İleride Doğacak Alacakların Temliki	66
B. Kaynak Şirketin İflası	70
1. Alacakların Devrinin Hukuki Niteliği	71
2. Muvazaa ve İptal	74
a) Alacakların Gerçek Değerinden Düşük Bedelle Satılması	76
b) Alacakların Hileli Şekilde Devredilmesi	77
3. Konsolide İflas	79
C. Özel Amaçlı Kuruluşun İflası	81
D. Alacakları Tahsil Hizmeti Veren Kuruluşun İflası	83

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRK HUKUKUNDA MENKUL KIYMETLEŞTİRME

I. 5582 Sayılı Kanun Öncesi	86
A. SPKn 13/A Maddesi ve Seri: III No:14 Sayılı Tebliğ	86
1. Doğrudan İhraç	88
2. Dolaylı İhraç ve Genel Finans Ortaklıkları	90
3. Halka Arz ve Satış Esasları	93
B. Tebliğle Düzenlenen Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Değerlendirme	94
II. 5582 Sayılı Kanun Sonrası	96
A. İpotek ve Varlık Teminatlı Menkul Kıymetler	99
1. İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler	99
a) Tanımı ve Temel Özellikleri	99
b) Teminat Havuzu	102
aa- Havuza dahil edilebilecek varlıklar	103
bb- Teminat değeri hesaplaması ve gayrimenkul değerlendirilmesi	108
cc- Teminat uyum ilkeleri	110
c) Teminat Sorumlusu	112
aa- Görevleri	113
bb- Yetkileri	115
cc- Sorumluluğu	115
d) İhraç, Halka Arz ve Satış Esasları	116
aa- İhraç kararı	116

bb- İhraç limiti	117
cc- Kurul kaydına alınma ve halka arz	118
dd- Halka arz edilmeksizin satış	119
ee- İhraç edilen senetlerin kayden izlenmesi.....	120
e) Menkul Kıymetlerin İtfası	121
f) İtfanın Tehlikeye Düşmesi Halinde Alınacak Önlemler	122
aa- SPKn md.13/A f.15 düzenlemesi	122
bb- Seri:III No:33 sayılı Tebliğ md.29 düzenlemesi	124
g) Genel Değerlendirme.....	128
2. Varlık Teminatlı Menkul Kıymetler	129
B. İpoteğe ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler	132
1. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler.....	132
a) Genel Olarak	132
b) Konut Finansmanı Fonu.....	133
aa- Tanımı ve yatırım fonu ile mukayesesi.....	133
bb- İnançlı mülkiyet ilişkisi.....	134
cc- Fonun kuruluşu.....	138
dd- Fonun işleyişi	140
aaa- Fonun yönetimi ve temsili	140
bbb- Fonun denetimi	144
c) İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlerin İhraç ve Satışı.....	145
aa- Kayda alma	146
bb- Satış	148
cc- Menkul kıymetlerin ikinci el piyasada satılması	149
dd- İhraç edilen senetlerin kayden izlenmesi.....	149
d) Fon Portföyü.....	150
aa- Portföyde yer alabilecek varlıklar.....	150
bb- Portföydeki varlıkları izlenmesi ve kaydının tutulması.....	158
cc- Portföy varlıklarının takibi ve tahsili.....	159
dd- Portföy varlıklarının saklanması.....	160
e) İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlerin İtfası	162
f) İtfanın Tehlikeye Düşmesi Halinde Alınacak Önlemler	163
aa- Fonun yeniden yapılandırılması	163
bb- Fon kurulu üyelerinin değiştirilmesi.....	165

cc- Kurucunun veya saklayıcının faaliyet izninin iptali	166
g) Fonun Sona Ermesi	167
h) Genel Değerlendirme	168
2. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler	170
C. İpotek Finansmanı Kuruluşları	173
DEĞERLENDİRME VE SONUÇ	177

KISALTMALAR

ABD	: Amerikan Birleşik Devletleri
AÜHFD	: Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
b.	: bent
BATİDER	: Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BK	: Borçlar Kanunu
bkz.	: bakınız
Bl.	: Bölüm
c.	: cümle
C.	: Cilt
DEÜHFD	: Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
dn.	: dipnot
E.	: Esas
f.	: fıkra
GÜHFD	: Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi
HD.	: Hukuk Dairesi
HGK	: Hukuk Genel Kurulu
İAV	: İktisadi Araştırmalar Vakfı
İİK	: İcra ve İflâs Kanunu
K.	: Karar
karş.	: karşılaştırınız
m.	: madde
MK	: Medeni Kanun
MSBED	: Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi
N.	: Number
RG.	: Resmi Gazete
s.	: sayfa
S.	: Sayı
Sos. Sig.Kn	: Sosyal Sigortalar Kanunu
SPKn	: Sermaye Piyasası Kanunu
SPKr	: Sermaye Piyasası Kurulu
Stan.J.L.Bus&Fin	: Stanford Journal of Law, Business & Finance
TBB	: Türkiye Bankalar Birliği
TKHK	: Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TMSK	: Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu
TTSG	: Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
vd.	: ve devamı
Vol.	: Volume
VUK	: Vergi Usûl Kanunu
YD	: Yargıtay Dergisi

BİBLİYOGRAFYA¹

ADIGÜZEL, Burak: İpotekli Sermaye Piyasası Araçları, İstanbul 2008.

AKBULAK, Sevinç/AKBULAK, Yavuz: Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, İstanbul 2004.

AKÇAY, Belgin: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, Active Bankacılık ve Finans Dergisi, Nisan-Mayıs 2000, s. 34-37.

AKKANAT, Halil: Gerçek Factoring Sözleşmesi, Ömer Teoman’a Armağan, C.II, İstanbul 2002, s. 889-911.

AKMAN, Sermet: Garantör Sıfatıyla Girişilen Taahhüdün Mahiyeti ve Bu Bağlamda Garanti ve Kefalet Sözleşmelerini Birbirinden Ayıran Temel Kriterler, Hüseyin Ülgen’e Armağan, C.II, İstanbul 2007, s. 1669-1677.

AKŞENER, Haşmet S.: İcra ve İflas Hukukunda Tasarrufun İptali Davaları, İstanbul 2002.

AKYOL, Şener: Banka Sözleşmeleri, İstanbul 2001.

AKSOY, Tamer: Çağdaş Bankacılıktaki Son Eğilimler ve Türkiye’de Uluslararası Bankacılık, SPKr Yayın No:109, Ankara 1998.

ALP, Ali: İpotek Kredileri ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Yoluyla Türk Konut Finansman Sorununun Çözümünde Bir Model Önerisi, SPKr Yayın No:51, Ankara 1996.

ALTAY, Sümer/ESKİOCAK, Ali: Türk Medeni Hukukunda Taşınmaz Rehni, İstanbul 2007.

ANIK, Melih: “Mortgage Usulü ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, Mortgage İpoteğe Dayalı Uzun Vadeli Konut Kredisi Semineri, İAV, İstanbul 2001, s. 29-49.

ARAL, Fahrettin: Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, 3. Bası, Ankara 2000.

ARAL, Fahrettin: Topyekün Temlik, AÜHFD, C.XLII, 1991-1992, S.1-4, s. 93-140 (Topyekün Temlik).

ARAS, Güler: Sermaye Piyasalarında Asimetrik Bilgi Etkisi ve Piyasaların İşleyişindeki Rolü, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, C. XIX, S. 225, Aralık 2004, s. 81-94.

¹ Birden çok eserinden yararlanılan yazarlarda, söz konusu yazarın aynı eserine birden fazla atıf yapıldığında kısaltma kullanılmış olup, kullanılan kısaltmalar parantez içinde gösterilmiştir.

ATALAY, Oğuz: “İcra İflas Hukuku’na Mortgage Sisteminin Yansıması”, Finans Hukuku ve Sorunları, Konut Finansmanı Mortgage, İstanbul Barosu Yayınları, İstanbul 2007, s. 154-167.

ATAMER, Yeşim: Genel İşlem Şartlarının Denetlenmesi, İstanbul 1999.

ATEŞ, Mustafa: Factoring Sözleşmesine Uygulanacak Hükümler, YD, C.XXII, 1996/1-2, s. 133-144.

AYAN, Mehmet: Eşya Hukuku Sınırlı Ayni Haklar, Konya 2000.

AYDOĞAN, Kürşat/ÇAPOĞLU, Gökhan: “Securitization and the Efficiency of the Turkish Financial System”, Current Issues in Turkish Capital Markets, SPKr Yayın No:14, Antalya 1989, s. 33-48.

AYDOĞDU, Murat: Konut Finansman Sistemi (Mortgage) ve Sözleşmeleri, DEÜHFD, C.IX, S.1, 2007, s. 1-52.

AYİTER, Nuşin: Mamelek Kavramı Üzerine Bir İnceleme, Ankara 1968

AYTAÇ, Z: Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara 1998.

AYTEKİN, Abdullah: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler ve Varlık Teminatlı Menkul Kıymetler, SPKr Yeterlik Etüdü, Ankara 2007.

AZİZ, Mustafa S.: İpotek Bankacılığı, SPKr Yeterlik Etüdü, Ankara 2005.

BARON, Neil D.: “The Role of Rating Agencies in the Securitization Process”, A Primer On Securitization, London 1996, s. 81-90.

BAŞPINAR, Veysel: Vekilin Özen Borcundan Doğan Sorumluluğu, Ankara 2004.

BATTAL, Ahmet: Bankacılık Kanunu Şerhi, Ankara 2007.

BEAUMONT, Rupert: “Securitization Structures in the UK”, Asset Securitization International Financial and Legal Perspectives, Oxford 1991, s. 51-72.

BONSALL, David: “Asset Securitisation in the United Kingdom and Other Jurisdictions-Main Considerations”, The Global Asset Backed Securities Market, Probus Publishing Company, 1993, s. 235-264.

BOZKURT, Kutluhan/TÜRE, Murat/ORAL, Ümit: “Avrupa Birliği ve Belçika Hukuk Sistemlerinde İpoteğe Bağlı Konut Finansman Sistemi”, Hüseyin Ülgen’e Armağan, C.II, İstanbul 2007, s. 1763-1794.

BRADNER, Jo Anne: “The Secondary Mortgage Market and State Regulation of Real Estate Financing”, Emory Law Journal, Vol:36, N.1, 1987, s. 971-1007.

BRADT, Kenneth W.: “Securitisation in Europe”, Asset Securitisation: Theory and Practice in Europe, Chapter I, London 1991, s. 221-241.

BUERGER, Theodore V./ISELEY, Linda S.: “Investor Concerns, An Overview of Securitization Risks”, The Asset Securitization Handbook, Dow Jones Irwin, Illinois 1989, s. 505-528.

CANSEL, Erol: Rehinli Tahvilat, III. Ticaret ve Banka Hukuku Haftası, Ankara 1964, s. 291-318.

CANSEL, Erol: Teslim Şartlı Menkul Rehni, Ankara 1967.

CHAMMAH, Walid A.: “An Overview of Securitization”, Asset Securitization International Financial and Legal Perspectives, Oxford 1991, s. 1-15.

ÇETİN, Soner: İpotekli Borç Senedi ve İrat Senedi, Ankara 2004.

ÇITAK, Serdar/AKBULAK, Yavuz: İnançlı Mülkiyet İlkesi ve Menkul Kıymetler Yatırım Fonları Açısından İncelenmesi, Araştırma Raporu, Ankara 1990.

DAYINLARLI, Kemal: Borçlar Kanununa Göre Alacağın Temliki, Ankara 2000.

DESTANOĞLU, Burçak Y.: Yatırım Fonu Katılma Belgeleri, Ankara 2004.

DOĞRU, Halil: Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage, İstanbul 2007.

DOMANIÇ, Hayri: Kıymetli Evrak Hukuku ve Uygulaması, C.IV, İstanbul 1990.

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

ERDÖNMEZ, Pelin A.: Aktif Menkul Kıymetleştirilmesi, Bankacılar Dergisi, S.57, 2006, s. 75-84.

ERDURMUŞ, Ali: İpotek Finansmanı Kuruluşları, SPKr Yeterlik Etüdü, Ankara 2007.

EREN, Fikret: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 9.Bası, İstanbul 2006.

ERTAŞ, Şeref: Eşya Hukuku, 6.Baskı, Ankara 2005.

ESENER, Turhan: Türk Hukukunda Muvazaalı Muameleler, İstanbul 1956.

FABOZZI, Frank J./DAVIS, Henry A./CHOUDHRY, Moorad: Introduction to Structured Finance, Wiley Finance, New Jersey 2006.

GAITSKELL, Bruce: “The Securitisation Issuer’s Perspective”, International Securitisation, New York 1991, s. 50-63.

GANDHI, Jamshed: “Securitisation in Developing Capital Markets”, Current Issues in Turkish Capital Markets, SPKr Yayın No:14, Antalya 1989, s. 7-32.

GÜMÜŞ, Alper M.: Türk-İsviçre Borçlar Hukukunda Vekilin Özen Borcu, İstanbul 2001.

GÜNVER, Osman R.: Sermaye Piyasası Aracı Olarak İpotekli Borç Senedi ve İrat Senedi, TBB Yayın No: 185, Ankara 1994.

GÜRPINAR, Damla: Sözleşme Dışı Yanlış Tavsiyede Bulunma, Öğüt veya Bilgi Vermeden Doğan Hukuki Sorumluluk, İzmir 2006.

GÜRSOY, Kemal Tahir: Mukayeseli Hukukta, Özellikle Türk ve İsviçre Hukuklarında Yatırım Fonları, Ankara 1977.

GÜRSOY, Kemal/EREN, Fikret/CANSEL, Erol: Türk Eşya Hukuku, 2.Bası, Ankara 1984.

HATEMİ, Hüseyin/SEROZAN, Rona/ARPACI, Abdülkadir: Eşya Hukuku, İstanbul 1991.

HENDERSON, John/SCOTT, Jonathan P.: Securitisation, Cambridge 1988.

İAV: Türkiye’de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler (Tebliğler-Panel), İstanbul 1989.

İMKB: Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 19.Baskı, İstanbul 2006.

JORDAN, Thomas J.: Finanzierung von Hypotheken: Pfandbriefe und Verbriefungen im Lichte der Finanzkrise, Generalversammlung der Pfandbriefbank Schweizerischer Hypothekarinstitute, Zofingen, 15 Mai 2008.
“http://www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref_20080515_tjn”

KANE, Mary E.: “An Introduction to the Asset-Backed Securities Market”, Salomon Smith Barney Guide to Mortgage-Backed and Asset-Backed Securities, New York 2001, s. 69-104.

KARADAĞ, Nihat: Tüketici Finansmanı Şirketlerinin Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı, SPKr Yayın No:84, Ankara 1997.

KARAYALÇIN, Yaşar: İngiliz Hukukunda Trust ve Avrupa Hukuku, Ali Bozer’e Armağan, Ankara 1998, s. 651-687.

KENDALL, Leon: “Securitization: A New Era in American Finance”, A Primer On Securitization, London 1996, s. 1-16.

KIRCA, Çiğdem: Bilgi Vermeden Dolayı Üçüncü Kişiyeye Karşı Sorumluluk, Ankara 2004.

KİRAZCI, Alper D.: Yapılandırılmış Menkul Kıymetler, SPKı Yeterlik Etüdü, Ankara 2005.

KOCAMAN, Arif: Factoring - Genel Alacak Devir ve Satımı İşlemi, TBB Yayın No:178, İstanbul 1994.

KOCAMAN, Arif: Factoring İşleminin Hukuki Niteliği, Ankara 1992 (Factoring).

KOCAMAN, Arif: Teoride ve Uygulamada Factoring İşlemi, BATİDER, C.XVI, S.1, 1991, s. 49-60.

KOÇAK, Duygu: Konut Finansmanı Kanunu Öncesi ve Sonrası Mortgage, İstanbul 2007.

KOTHARİ, Vinod: Securitisation, Calcutta 1999.

KÖPRÜLÜ, Bülent/KANETİ, Selim: Sınırlı Aynı Haklar, 2.Bası, İstanbul 1982-1983.

KUNTALP, Erden: Bankalar Kanunu Açısından Factoring İşlemi, Bankacılar Dergisi, Temmuz 1991, s. 28-29.

KUNTALP, Erden: “Medeni Hukuk Açısından İpotekli Borç Senetleri”, Teori ve Uygulama Açısından İpotekli Borç Senetleri Sempozyumu, Ankara 1984, s. 1-17 (İpotekli Borç Senetleri).

KUNTALP, Erden: Teminat Kavramı, Teminat Türleri ve Bunlardan Doğan Sorumluluk, Reha Poroy’a Armağan, İstanbul 1995, s. 263-299.

KURU, Baki: İcra ve İflas Hukuku El Kitabı, 2.Bası, İstanbul 2006.

KURU, Baki/ARSLAN, Ramazan/YILMAZ, Ejder: İcra ve İflas Hukuku Ders Kitabı, 19.Baskı, Ankara 2005.

KÜÇÜKGÜNGÖR, Erkan: Anglo-Amerikan Hukukunda Trust Kavramı, Trust’ın Tarihi Gelişimi ve Roma Hukukuna Dayanan Kıta Avrupası Hukuku Bakımından Değerlendirilmesi, BATİDER, C.XXIII, S.2, 2005, s. 5-28.

MANAVGAT, Çağlar: Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Ankara 1991.

MARTIN, John D.: A Primer on the Role of Securitization in the Credit Market Crisis, Baylor University, Department of Finance, 1/7/2009.
“http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1324349”

MORTİMER, Henry T.: “The Role of the Monoline Financial Guarantor: How Safe is Safe?, The Global Asset Backed Securities Market, Probus Publishing Company, 1993, s. 179-187.

NASARRE-AZNAR, Sergio: Securitisation and Mortgage Bonds: Legal Aspects and Harmonisation in Europe, Cambridge 2004.

NOMER, Füsün: Yatırım Fonlarında Katılma Belgesi Sahibi ile Kurucu Arasındaki Hukuki İlişki ve Katılma Belgesi Sahibinin Hukuki Konumu, Ömer Teoman’a Armağan, C.I, İstanbul 2002, s. 595-622.

NOMER, Haluk: Beklenen Haklar Üzerindeki Tasarrufların Hukuki Sonuçları, İstanbul 2002.

OĞUZMAN, Kemal/ÖZ, Turgut: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 3.Bası, İstanbul 2000.

OĞUZMAN, Kemal/SELİÇİ, Özer/ÖZDEMİR, Saibe O.: Eşya Hukuku, 10.Bası, İstanbul 2004.

ÖCAL, Nurcan: Türkiye’de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri, SPKr Yayın No:106, Ankara 1997.

ÖNAL, Yıldırım B./TOPALOĞLU, Mustafa: İpotekli Konut Finansmanı ve Hukuku, Adana 2007.

ÖZAKMAN, Cumhuri: Factoring Sözleşmeleri, İstanbul 1988.

ÖZDEMİR, Türkay: İnançlı Olarak Yapılan Teminat Amaçlı Alacak Temlikleri, Bilgi Toplumunda Hukuk, Ünal Tekinalp’e Armağan, C.II, İstanbul 2003, s. 689-706.

ÖZEN, Burak: Kefalet Sözleşmesi, İstanbul 2008.

ÖZİNCE, Ersin: İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler, Bankacılar Dergisi, S.55, 2005, s. 45-49.

ÖZKAYA, Eraslan: İnançlı İşlem ve Muvazaa Davaları, Ankara 2004.

ÖZKUL, Levent: ABD Sermaye Piyasalarında Yaşanan Son Gelişmelerin ve ABD’de Yürürlüğe Giren 2002 Tarihli Sarbanes-Oxley Kanunu’nun Türk Sermaye Piyasası Açısından Değerlendirilmesi, SPKr Yeterlik Etüdü, İstanbul 2003.

ÖZSUNAY, Ergun: Türk Hukukunda ve Mukayeseli Hukukta İnançlı Muameleler, İstanbul 1968.

ÖZTÜRK, Gülay: İnançlı İşlemler, Ankara 1998.

PAVEL, Christine: Securitization, Probus Publishing, Chicago 1989.

PEKCANITEZ, Hakan/ATALAY, Oğuz/ÖZKAN, Meral S./ÖZEKES, Muhammet: İcra ve İflas Hukuku, 6.Bası, Ankara 2008

PEKCANITEZ, Hakan/ERDÖNMEZ, Güray: Bankacılık Kanunu'nun İcra ve İflas Hukuku Açısından Değerlendirilmesi, Bankacılar Dergisi, S.55, 2005, s. 25-44.

PETERSON, Christopher L.: Subprime Mortgage Market Turmoil: Examining the Role of Securitization (A Hearing Before The U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs Subcommittee on Securities, Insurance, and Investment), "http://banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore_id=4f40e1b9-ec5b-4752-ba8f-0c14afc44884".

POROY, Reha/TEKİNALP, Ünal/ÇAMOĞLU, Ersin: Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 10. Tıpkı Basım, İstanbul 2005.

REİSOĞLU, Safâ: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 14.Bası, İstanbul 2000.

REİSOĞLU, Seza: Bankacılık Kanunu Şerhi, C.II, Ankara 2007.

REİSOĞLU, Seza: Bankacılık Yönünden Borçlar Hukuku Kuralları, TBB Yayın No:40, Ankara 1970.

REİSOĞLU, Seza: Garanti Mukavelesi, Ankara 1963.

REİSOĞLU, Seza: Konut Edinme Amaçlı Konut Finansmanı Sözleşmeleri ve Uygulama Sorunları, Bankacılar Dergisi, S.61, 2007, s. 75-84.

REİSOĞLU, Seza: "Sermaye Piyasası Açısından İpotekli Borç Senetleri", Teori ve Uygulama Açısından İpotekli Borç Senetleri Sempozyumu, Ankara 1984, s. 19-35.

REİSOĞLU, Seza: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, Bankacılar Dergisi, Nisan 1993, s. 29-32 (Varlığa Dayalı).

SANTOMERO, Anthony M./BABEL, David F.: Financial Markets, Instruments and Institutions, Irwin McGrawHill Publication 1997.

SCHWARCZ, Steven L.: Keynote Address: Understanding the Subprime Financial Crisis, South Caroline Law Review, Vol. 60, No:3, May 2009, s. 549-572.

SCHWARCZ, Steven L.: Structured Finance: A Guide to the Principles of Asset Securitization, Third Edition, New York 2002 (Structured Finance).

SCHWARCZ, Steven L.: "Structuring and Legal Issues of Asset Securitization in the United States", Asset Securitization International Financial and Legal Perspectives, Oxford 1991, s. 16-50 (Structuring and Legal Issues).

SCHWARCZ, Steven L.: The Alchemy of Securitization, Stan.J.L.Bus&Fin., 1994-1995, s. 133-154 (The Alchemy).

SCHWARCZ, Steven L.: The Impact of Bankruptcy Reform on True Sale Determination in Securitization Transactions, Fordham Journal of Corporate & Financial Law, Vol:VII, N.2, April 2002, s. 353-364.

SCHWARCZ, Steven L.: The Future of Securitization, Duke Public Law & Legal Theory Research Paper Series, No: 223, November 2008 (The Future).

SELİÇİ, Özer: Mortgage İpoteğe Dayalı Uzun Vadeli Konut Kredisi Semineri, İAV, İstanbul 2001, s. 85-93.

SHAW, Zoe: "Introduction and Overview", International Securitisation, New York 1991, s. 1-13.

ŞEHİRALİ ÇELİK, Feyzan H.: Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler, Ankara 2008.

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

TANDOĞAN, Haluk: Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, C.II, 3. Bası, Ankara 1987.

TANTAN, Saadet: Menkul Kıymetleştirme: ABD Uygulamaları ve Bankacılık Sektörüne Etkileri, SPKır Yayın No:44, Ankara 1996.

TBB: Gerekçeli 5582 Sayılı Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun, Yayın No:252, İstanbul 2007.

TEKER, Bahadır: "Konut Finansmanında Menkul Kıymetleştirme", Finans Hukuku ve Sorunları, Konut Finansmanı Mortgage, İstanbul Barosu Yayınları, İstanbul 2007, s. 125-134 (Konut Finansmanı).

TEKER, Bahadır: Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı, SPKır Yayın No:43, Ankara 2000.

TEKİNALP, Ünal: Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri, İstanbul 1970..

TEKİNALP, Ünal: Banka Hukukunun Esasları, İstanbul 1988.

TEKİNALP, Ünal: Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982.

TEKİNAY, Selahattin S./AKMAN, Sermet/BURCUOĞLU, Haluk/ALTOP, Atilla: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 7.Bası, İstanbul 1993.

TERCAN, Erdal: İflasın Sözleşmelere Etkisi, Ankara 1996.

TERCAN, Erdal: İflasın Factoring Sözleşmesine Etkisi, Ali Bozer'e Armağan, Ankara 1998, s. 431-448.

TİRYAKİ, Betül: Factoring İşlemi ve Factoring İşleminin Hukuki Niteliği, DEÜHFD, C.VIII, S.2, 2006, s. 189-214.

TOPALOĞLU, Mustafa: ABD Mortgage Uygulaması ve İpotekli Konut Finansmanına İlişkin Kanun Tasarısının Değerlendirilmesi, Fikret Eren'e Armağan, Ankara 2006, s. 843-875.

TOPALOĞLU, Mustafa: İpoteğe Dayalı ve İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler, Adana 2007 (İpoteğe Dayalı).

TOPALOĞLU, Mustafa: İpoteğe Dayalı ve İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler, Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Birliği & Türkiye Sigorta Enstitüsü Vakfı, III. Ulusal Sigorta Sempozyumu, İstanbul 2007 (İDMK ve İTMK).
“www.tsev.org.tr/files/downloads/IIIUlusal/mustafatopaloglu.ppt”

TUNCER, Selahattin: 5582 Sayılı Mortgage Yasasının Açmazları, Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi, S.41, Mayıs 2007, s. 168-174.

UÇAK, Nizamettin: Gelecekteki Nakit Akımlarına Dayalı Menkul Kıymetleştirme, SPKır Yeterlik Etüdüleri 15.Dönem, SPKır Yayın No:145, Ankara 2004, s. 563-619.

UMAR, Bilge: Türk İcra-İflas Hukukunda İptal Davası, İstanbul 1963.

UYGUR, Atiye B.: Teminat Amaçlı İnançlı İşlemler, GÜHFD, C.X, 2006, S.1-2, s. 171-195.

ÜÇER, Mehmet: Roma Hukukunda ve Karşılaştırmalı Hukukta Alacağın Temliki, AÜHFD, C.LIV, S.3, s. 397-442.

ÜNAL, Oğuz K.: İpotekli Borç ve İrat Senetlerinin Menkul Kıymet Özelliği, GÜHFD, C.IV, S.1-2, 2002, s. 1-12.

ÜNAL, Oğuz K.: Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, Ankara 2005 (Sermaye Piyasası).

ÜNAL, Oğuz K.: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, GÜHFD, C.VIII, 2004, S.1-2, s. 1-14.

YAZLAK, İtir: Menkul Kıymetleştirme, Türkiye Kalkınma Bankası, Yayınlanmamış Yeterlik Etüdü, Ankara 1992.

YILMAZ, Ufuk: Türkiye'de İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Merkezi Kurulması, SPKır Yeterlik Etüdü, Ankara 1999.

VAROL, Reyhan: “Menkul Kıymetlerin Kaydi Değer Halinde Getirilmesi”, 40. Yılında Türk Ticaret Kanunu, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayın No: 714, İstanbul 1997, s. 231-235.

VATANSEVER, Nursen: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Uygulaması, MSBED, C.I, S.1, 2000, s. 259-274.

VON DRYANDER, Christof: “Legal Aspects of Asset Securitisation in Germany”, Asset Securitisation: Theory and Practice in Europe, Chapter I, London 1991, s. 379-385.

VON TUHR, Andreas: Borçlar Hukuku: Borçlar Hukukunun Umumi Kısmı, C.II, Ankara 1983 (Çeviren:Cevat Edege).

WENMAN, Stephen L.: “Credit Enhancement: Introduction and Overview”, International Securitisation, New York 1991, s. 164-171.

YANPAR, Atila: Yapılandırılmış Finansal Araçların Sermaye Piyasası Mevzuatı ve İlgili Diğer Mevzuat Çerçevesinde Değerlendirilmesi, SPKı Yeterlik Etüdü, Ankara 2007.

YASAMAN, Hamdi: İsviçre ve Fransız Hukukunda Yatırım Fonları ve Türk Hukukunda Uygulanma İmkanları, İstanbul 1980.

YAVUZ, Cevdet: Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler, C.II, İstanbul 1989.

YÖNDER, Filiz: Menkul Kıymetleştirme, SPKı Yeterlik Etüdü, Ankara 1990.

YURTSEVEN, Hakkı: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet ve Türkiye Uygulaması, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2003.

YÜCE, Melek Bilgin: Garanti Sözleşmesinin Bir Türü Olarak Üçüncü Kişinin Fiilini Taahhüt Sözleşmesi, İstanbul 2007.

ZEVKLİLER, Aydın/AYDOĞDU, Murat: Tüketicinin Korunması Hukuku, 3.Bası, Ankara 2004.

ZEVKLİLER, Aydın/HAVUTÇU, Ayşe: Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, 9.Baskı, Ankara 2007.

ZWEİG, Philip L.: The Asset Seceritization Handbook, Dow Jones Irwin, Illinois 1989.

KONUNUN TAKDİMİ ve ELE ALINIŞ BİÇİMİ

Varlığa dayalı menkul kıymetler, şirketler için geleneksel finansman yöntemlerinden farklı ve avantajlı bir fon temin etme yöntemi olarak kabul edilmektedir. Yirminci yüzyılın önemli finans icadlarından biri sayılan bu yöntemde şirket, aktifinde bulunan alacaklarını karşılık göstererek menkul kıymet ihraç etmekte ve bu menkul kıymetlerin halka satışı vasıtasıyla sermaye piyasasından fon temin etmektedir.

Şirketlerde bir varlık olan alacaklar karşılık gösterilerek menkul kıymet ihraç edilmesine literatürde menkul kıymetleştirme (*securitization*), ihraç edilen menkul kıymetlere de varlığa dayalı menkul kıymetler (*asset backed securities*) denmektedir. Hemen belirtmek gerekir ki, varlığa dayalı menkul kıymetler deyimi, menkul kıymetleştirme işlemi sonucunda ihraç edilen menkul kıymetlerin genel adı kabul edilmekle birlikte, 5582 sayılı Kanunla değişik Sermaye Piyasası Kanunu'nun 38/C maddesi örneğinde olduğu gibi, kanuni düzenlemelerde adı geçen işlem sonucunda ihraç edilen belli bir menkul kıymet çeşidinin adı olarak kullanıldığı yerler vardır. Şu halde varlığa dayalı menkul kıymet deyiminin geniş ve dar anlamda olmak üzere iki farklı amaçla kullanılabilmesine dikkat etmek gerekir. Nitekim çalışmada bu husus önemle hatırlatılmaktadır.

Menkul kıymetleştirmede kaynak şirket (*originator*), sahibi olduğu alacakları, bunları bir havuzda toplama ve menkul kıymetleştirerek ihraç etme gayesiyle kurulmuş özel amaçlı kuruluşa (*special purpose vehicle*) devretmekte, özel amaçlı kuruluş bu alacakları karşılık yaparak, yani bir borçlanma aracı olan söz konusu menkul kıymetlerin vadesinde ödenmesine anılan alacakları teminat göstermek suretiyle menkul kıymet ihraç etmekte, satıştan elde edilen geliri ise alacakların devralınması ve ihraç masraflarına ödemektedir. Yatırımcılara menkul kıymetin anapara ve faiz ödemeleri, yine özel amaçlı kuruluş tarafından, alacakların borçluları tarafından ödenmesi suretiyle elde edilen nakit akımından yapılmaktadır.

Alacakların ödenmesinin takip ve tahsili ise özel amaçlı kuruluşun bir vekalet ya da hizmet akdi çerçevesinde anlaştığı, bu hizmeti veren bir kuruluş (*servicer*) tarafından yerine getirilmektedir. Alacak havuzunun kalitesi (alacakların sağlamlığı, ödenmeme ihtimalinin azlığı) ise derecelendirme şirketi tarafından

derecelendirilmekte, verilen derece notu yatırımcıların yatırım kararı alırken dikkat ettikleri bir husus olmaktadır.

Makro açıdan bakıldığında, bu sistemde şirket, alacaklarını kullanmak (belli bir iskonto ile devretmek) suretiyle sermaye piyasasından fon temin etmektedir. Böylelikle şirket, hem alacaklarının vadesini bekleme zorunluluğundan (iskonto bedeli karşılığında) kurtulmakta, hem de menkul kıymeti kendisi ihraç etmesi halinde yatırımcılar tarafından dikkate alınan kredi riskini (geri ödenmeme riski) üzerinden atmaktadır.

Menkul kıymetleştirmede, şirketin sahip olduğu alacaklar, şirket malvarlığından/ bilançosundan çıkarılır. Bunun nedeni, söz konusu alacakların sadece ihraç edilen menkul kıymetlerin vadede ödenmesine tahsis edilmesidir. Başka deyişle, alacakların ödenmesinden elde edilen nakit sadece varlığa dayalı menkul sahiplerine yapılacak ödemelerde kullanılmaktadır. Bu durumda alacaklar bir nevi menkul kıymetin ödenmesinin teminatı yerine geçmektedir. Alacakların kaynak şirketin bilançosundan çıkarılması, şirketin mali yapısındaki bir bozulmadan menkul kıymetlerin etkilenmemesini sağlar. Diğer bir anlatımla, klasik tahvillerde söz konusu olan ihraççı şirketin vadede menkul kıymeti ödeme gücünden yoksun olması riski, varlığa dayalı menkul kıymetlerde söz konusu olmaz. Bu husus varlığa dayalı menkul kıymetleri geleneksel borçlanma araçlarına (tahvil, finansman bonosu vs.) göre daha cazip kılmaktadır.

Belirttiğimiz özellikleri, Türk hukuk literatürüne “varlığa dayalı menkul kıymetler” olarak çevrilen “asset backed securities”lerin yurtdışında oldukça popüler hale gelmesine yol açmıştır. Özellikle ABD’nde kredi kartı alacakları, otomobil kredisi alacakları, tüketici kredisi alacakları ve bilhassa konut kredisi alacaklarının menkul kıymetleştirilerek halka arz edildiği, söz konusu halka arzlarda elde edilen fonların önemli tutarlara ulaştığı gözlenmiştir.

Ülkemizde ise ne yazık ki, varlığa dayalı menkul kıymetler pek uygulama alanı bulamadığı gibi, 5582 sayılı Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun’dan önce bu ad altında yapılan düzenlemelerin yukarıda anlatılan sistemle örtüştüğünü söylemek de mümkün değildir. Varlığa dayalı menkul kıymetlerin ülkemizde gelişmemesinin ekonomik nedenleri araştırmamızın dışında olmakla birlikte, son dönemde “mortgage” olarak

adlandırılan ipotekli konut finansmanı alanında kanuni düzenleme yapılması, bu düzenlemede konut kredisinden doğan alacakların menkul kıymetleştirilmesi, bu yolla sermaye piyasasından fon temin edilmesi, özel amaçlı kuruluş olarak yatırım fonlarındaki yapının model alınması, söz konusu kanuni düzenleme ile SPKn'ndaki varlığa dayalı menkul kıymetler maddesinin yürürlükten kaldırılması ve menkul kıymetleştirme ile ilgili yeni tanım ve kavramların getirilmesi konunun yeniden güncel hale gelmesine yol açmıştır.

İşbu tez çalışmasının birinci bölümünde, menkul kıymetleştirme hakkında genel bilgiler kapsamında menkul kıymetleştirme kavramı, unsurları, tarihçesi, menkul kıymetleştirilebilecek varlıklar, menkul kıymetleştirmenin faydaları ve menkul kıymetleştirmenin benzer kurumlarla ilişkisi anlatılacaktır. İkinci bölümde menkul kıymetleştirmedeki hukuki ilişkiler, bu anlamda menkul kıymetleştirme işleminde yer alan taraflar, işlemin safhaları ve menkul kıymetleştirme işleminde önem arz eden hususlar incelenecektir. Üçüncü ve son bölümde Türk hukukunda menkul kıymetleştirme ve varlığa dayalı menkul kıymetlerin düzenlenişi, 5582 sayılı Kanun öncesi ve sonrası olmak üzere iki alt bölüm halinde, öncesi için SPKn'nun yürürlükten kaldırılan 13/A maddesi ve Seri:III No:14 sayılı Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınması ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği hükümleri çerçevesinde, sonrası için ise SPKn'na eklenen 38/B ve C maddeleri ile 5582 sayılı Kanun'un diğer hükümleri dikkate alınmak suretiyle incelenecektir. Tez çalışması, ele alınan konuların özetlenip değerlendirildiği ve tartışmalı noktalara ilişkin önerilerin yer aldığı sonuç bölümü ile sonlandırılacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

MENKUL KIYMETLEŞTİRME HAKKINDA GENEL BİLGİLER

I. Menkul Kıymetleştirme Kavramı ve Menkul Kıymetleştirmenin Temel Unsurları

A. Menkul Kıymetleştirme Kavramı

Menkul kıymetleştirme kavramını açıklamak için öncelikle menkul kıymet kavramı üzerinde durmak gerekir. 2499 sayılı SPK'nın 3/b maddesinde menkul kıymetler, ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları SPK'nca belirlenen kıymetli evrak olarak tanımlanmıştır². Menkul kıymetler gerek kısa, gerekse orta ve uzun vadeli fon arz ve talebinin karşılaşılabildiği sermaye piyasalarına ait bir araç olup³, yatırım yapmak isteyen tasarruf sahiplerine sunulmak üzere çok sayıda çıkarılan senetlerdir. İster şirketler ister devlet tarafından ihraç edilsin, menkul kıymetler tek tek değil, seri halinde çıkarılırlar⁴ ve halka (yatırımcılara) satın alınmak üzere arz olunurlar. İhraç edilen menkul kıymet, hisse senedi gibi ortaklık hakkı sağlayan bir menkul kıymet ise, bunları satın alan yatırımcılar ihraççı şirkette pay sahibi olarak esas sözleşme çerçevesinde payın ortağa sağladığı tüm haklardan yararlanırlar. Buna karşılık tahvil ve benzerleri gibi alacaklılık hakkı sağlayan menkul kıymetler söz konusu ise, bunları satın alan yatırımcılar vadede anaparalarını faiziyle birlikte talep etme hakkına sahip olurlar. Sonuç olarak sermaye piyasası araçlarında, dolayısıyla menkul kıymetlerde amaç, fon talep eden ihraççının özkaynak ya da borç mahiyetinde fon temin etmesini, bunun karşılığında fon veren yatırımcıların getiri elde etmesini

² *Aytaç*'a göre menkul kıymet kavramı statik ve sınırları kesin çizgilerle çekilmiş bir kavram olmayıp, temel bazı özellikler bulunmak koşuluyla menkul kıymet türlerinde farklılıklar görülmesi mümkündür (*Aytaç, Z.: Sermaye Piyasası Hukuku ve Hisse Senetleri, Ankara 1998, s. 50*). Aynı görüşte *Akbulak, S./Akbulak, Y.: Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler, İstanbul 2004, s. 25; Kothari, V.: Securitisation, Calcutta 1999, s. 5*.

³ Nitekim SPK'nın 3/b maddesinde menkul kıymetlerin sermaye piyasası araçları olduğu açıkça ifade edilmiştir.

⁴ Bu sebeple menkul kıymetlere "kitle halinde ihraç edilen", hepsi birbirine benzeyen kıymetli evrak da denir. Bkz. *Tekinalp, Ü.(Poroy,R./Çamoğlu, E.), Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 10. Tıpkı Basım, İstanbul 2005, N. 1094*.

sağlamak, bu şekilde fon verenler ile fon talep edenler arasında bir doğrudan finansman⁵ köprüsü kurmaktır.

Menkul kıymetleştirme kavramı ise, en basit anlatımıyla varlıkların menkul kıymet haline getirilmesini ifade eder. Ancak, burada menkul kıymet haline getirme ile kastedilen, bir dönüşüm (birinin diğerinin yerine geçmesi) değil, varlığın temsil ettiği alacak haklarının ihraç edilen menkul kıymetlere dayanak yapılmasıdır. Alacakların menkul kıymet haline getirilmesindeki amaç, onlara likidite (akışkanlık, seyyaliyet)⁶ kazandırmaktır. Şöyle ki; şirketler ticari faaliyetleri sırasında yaptıkları işlemlerle borç ve alacak ilişkilerine girerler. Şirketin alacakları bilançonun aktif tarafında, borçları ise pasif tarafında yer alır⁷. Sahip olunan alacaklar, vade tarihlerine kadar, donuk halde bekler ve şirket için bir nakit kaybı oluşturur⁸. Şirkete belli bir süre nakit akışı sağlamayan varlıkların⁹ likit hale getirilmesi ve nakdî kaynak temin edilmesi için, bunların menkul kıymet haline getirilip satılması düşünülmüştür. İşte bu düşünce, menkul kıymetleştirme olarak adlandırılan yöntemin temelini oluşturur. Burada yapılan, emtia senetlerinde olduğu gibi eşyayı temsil eden senet çıkarmak, bu senetlerin devriyle mülkiyeti de devretmek değildir. Aksine, şirketin, sahip olduğu belli bir maddî değeri olan varlıklarını karşılık göstererek borçlanma senedi (bir nevi tahvil) ihraç etmesi, bu senetleri ihraç ve halka arz ederek nakdî kaynak temin etmesidir. Menkul kıymetleştirme işleminde, teminat gösterilen varlıkların sağladığı nakit akımları, ihraç edilen borçlanma senetlerinin ödemelerinde kullanılmaktadır. Bu nedenle aslında menkul kıymetleştirilen şey, varlığın kendisi değil, sağladığı nakit akımıdır¹⁰. Dolayısıyla menkul kıymetleştirme nakit akımına dayalı bir finansman tekniği olarak tanımlanır¹¹.

⁵ Doğrudan finansman ile dolaylı finansmanın farkları hakkında bilgi için bkz. *Şengül, S.: Sermaye Piyasası Mevzuatı Açıklama ve Yorumları*, Ankara 2002, s. 24.

⁶ *Tekinalp (Poroy/Çamoğlu)*, N. 1094e.

⁷ Bkz. *Tekinalp, Ü.: Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri*, İstanbul 1970, s. 208 ve 228.

⁸ *Şengül*, s. 71.

⁹ Bu varlıklar tipik olarak gelecekte şirkete belirli ödemeler yapılmasını sağlayan haklardır ve genellikle “alacaklar” (ya da alacak hakları) olarak isimlendirilirler. Bkz. *Schwarz, S.L.: The Alchemy of Securitization*, Stan.J.L.Bus&Fin., 1994-1995, s. 135. Bu bakımdan tez çalışmamızda çoğunlukla menkul kıymetleştirilecek varlıklar yerine alacaklar deyimi kullanılacaktır.

¹⁰ *Kothari*, s. 3.

¹¹ *Karadağ, N.: Tüketici Finansmanı Şirketlerinin Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı*, SPKr Yayınları, Ankara 1997, s.29; *Doğru, H.: Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage*, İstanbul 2007, s. 3.

İşte, menkul kıymetleştirme olarak adlandırılan finansman yöntemi, şirketin alacaklarını likit hale getirmek için, onlardan gelecek nakit akımlarını teminat göstererek menkul kıymet ihraç etmesine verilen ad olup, ihraç edilen araca da varlığa dayalı menkul kıymet denmektedir. Varlığa dayalı menkul kıymet deyimi, bir kısım varlıkların karşılık gösterilmesi suretiyle ihraç edilen menkul kıymetlerin genel bir adı olmakla beraber, aynı deyimın dar anlamda belirli bir menkul kıymet çeşidinin adı olarak kullanıldığı haller de vardır. Örneğin, SPKn'nun 5582 sayılı Kanunla yürürlükten kaldırılan 13/A maddesinde ve aynı Kanunla SPKn'na eklenen 38/C maddesinde düzenlenen menkul kıymetlerin adı da varlığa dayalı menkul kıymetlerdir. Bu bakımdan, varlığa dayalı menkul kıymet deyimının geniş anlamda menkul kıymetleştirmenin karşılığı olarak kullanılışı ile spesifik olarak belirli bir menkul kıymeti ifade etmek üzere kullanıldığı haller birbirine karıştırılmamalıdır¹².

Bu çerçevede menkul kıymetleştirmeyi, tüm önemli unsurlarını içerecek şekilde “borç veren kurumun alacaklarının bilançodan çıkarılıp bir havuzda bir araya getirilmesi, söz konusu alacakların fon temin etmek için çıkarılacak borçlanma senetlerine karşılık gösterilmesi ve alacaklardan elde edilen nakit akımlarının menkul kıymetlerin geri ödenmesine tahsis olunması” olarak tanımlamak mümkündür¹³.

Bu anlamda menkul kıymetleştirme, şirketler için finansal aracılığın ortadan kaldırıldığı (*disintermediation*)¹⁴ bir doğrudan finansman yöntemi olup, geleneksel finansman yöntemlerinden daha düşük maliyetle kaynak temin etmeyi sağlamaktadır¹⁵.

Görüldüğü gibi, menkul kıymetleştirme içinde hem ekonomik hem hukuki unsurları barındıran, özü itibariyle finans ağırlıklı bir kavramdır. Bu nedenle, kavramı salt hukuki ya da salt ekonomik yönden incelemek eksik ya da hatalı sonuçlara varmaya ve konunun bütününe doğru okuyamamaya sebep olabilir¹⁶.

¹² Ayrıca bkz. *Teker, B.*: Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı, SPKr Yayın No:43, Ankara 2000, s. 94.

¹³ Bkz. *Öcal, N.*: Türkiye’de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri, SPKr Yayınları, Ankara 1997, s. 3; *Karadağ, s. 29*; *Doğru, s. 3* vd.

¹⁴ *Tantan, S.*: Menkul Kıymetleştirme: ABD Uygulamaları ve Bankacılık Sektörüne Etkileri, Ankara 1996, s. 6; *Topaloğlu, M.*: İpoteğe Dayalı ve İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler, Adana 2007, s. 47; *Doğru, s. 62*.

¹⁵ *Schwarcz, The Alchemy, s. 133*; *Aydoğan, K./Çapoğlu, G.*: Securitization and the Efficiency of the Turkish Financial System, Current Issues in Turkish Capital Markets, SPKr Yayın No:14, Antalya 1989, s. 41. Bu konuda ayrıca bkz. aşağıda dn. 65 ve 67.

¹⁶ Bkz. *Bozkurt, K./Türe, M./Oral, Ü.*: Avrupa Birliği ve Belçika Hukuk Sistemlerinde İpoteğe Bağlı Konut Finansman Sistemi, Hüseyin Ülgen’e Armağan, C. II, İstanbul 2007, s. 1764.

Dolayısıyla kavramla ilgili bundan sonra yapacağımız açıklamalara bu açıdan bakılması daha uygun olacaktır.

B. Menkul Kıymetleştirmenin Temel Unsurları

Kısaca alacakların, onlara likidite kazandırmak için menkul kıymet haline getirilerek ihraç edilmesi ve alacaklardan elde edilen nakit akımlarının menkul kıymetlerin geri ödemelerinde kullanılması olarak tanımladığımız menkul kıymetleştirmenin, bu tanımdan yola çıkarak belli başlı üç unsurunun olduğu söylenebilir.

1. Alacakların Kaynak Şirketin Malvarlığından Ayırılması

Menkul kıymetleştirmenin esaslı unsurlarından biri, ihraç edilecek menkul kıymetlere dayanak teşkil edecek alacakların, bu alacakları devreden kaynak şirketin¹⁷ risklerinden arındırılmasıdır¹⁸. Söz konusu arındırma, alacakların, onlara güvenli bir liman¹⁹ olmak üzere kurulan özel amaçlı kuruluşa devredilmesi²⁰, bu suretle şirketin malvarlığından çıkarılması ile gerçekleştirilir²¹.

Alacakların kaynak şirketin risklerinden izole edilmesinin amacı, menkul kıymetin vadesinde ödenmesinde bir sıkıntı yaşanmamasını temin etmektir. Şöyle ki; geleneksel borçlanma araçlarında (tahvillerde), menkul kıymetin vadede ödenmesi şirketin mali yapısına, dolayısıyla ödeme gücüne bağlıdır. Bu nedenle ihraççı şirketin faaliyet durumu, karlılığı, mali yapısı gibi unsurlar, tahvil sahipleri bakımından önem arz eder²². İhraççı şirket iflas ettiğinde tahvil sahipleri de diğer alacaklılar gibi alacaklarını ancak iflas masasından talep edebilirler ve alacaklarını almada diğer alacaklılara nazaran herhangi bir öncelik hakkına sahip değildir. Bu nedenle tahvil yatırımcıları ihraççı şirketin faaliyet esnasında karşı karşıya olduğu ekonomik risklerden yeterince korunmamışlardır²³. Açıklanan nedenlerle klasik borçlanma

¹⁷ Kaynak şirket hakkında açıklamalar için bkz. aşağıda Bl. 2, I A.

¹⁸ *Schwarcz*, *The Alchemy*, s. 134-135; *Beaumont*, R.: *Securitization Structures in the UK, Asset Securitization International Financial and Legal Perspectives*, Oxford 1991, s. 67.

¹⁹ *Schwarcz*, S.L.: *The Impact of Bankruptcy Reform on True Sale Determination in Securitization Transactions*, *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, Vol: VII, N.2, April 2002, s. 353.

²⁰ Söz konusu devir işleminin hukuki niteliği ile bu hukuki niteliğe bağlanan sonuçlar hakkında ayrıntılı açıklamalar için bkz. aşağıda Bl. 2, III A.

²¹ *Topaloğlu*, *İpoteğe Dayalı*, s. 50.

²² *Doğru*, s. 6.

²³ Türk hukuku bakımından bkz. İİK m. 206. Ayrıca bkz. *Tantan*, s. 14; İMKB: Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 19. Baskı, İstanbul 2006, s. 177.

senedi ihraçlarında yatırımcılar, temel olarak şirketin güvenilirliğine bakar ve yatırım kararlarını ihraççı şirketle ilgili bilgilere göre verirler.

İşte, menkul kıymetleştirme olarak adlandırılan yöntemin temelinde yukarıda bahsettiğimiz riskin bertaraf edilmesi²⁴ düşüncesi yatmaktadır. Menkul kıymetleştirme sonucunda ihraç edilen menkul kıymetlere dayanak teşkil eden alacaklar, kaynak şirket (alacakların sahibi olan şirket) tarafından özel amaçlı bir kuruluşa devredilmek suretiyle, şirket malvarlığından/bilançosundan çıkarılmaktadır²⁵. Artık bu alacakları takip ve tahsil yetkisi devreden şirkette olmadığı gibi, devreden şirketin alacaklılarının da, şirketin iflası halinde, bu alacakların iflas masasına dahil edilmesini ve tahsilini isteme yetkileri yoktur.

Açıklanan nedenlerle, varlığa dayalı menkul kıymet ihraçlarında yatırımcılar bakımından önem arz eden husus, kaynak şirketin güvenilirliğinden ziyade alacakların güvenilirliğidir²⁶.

Özetle, menkul kıymetleştirmede ana sorun, kaynak şirket alacaklılarının, ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetlere dayanak teşkil eden alacaklar üzerinde hak iddia etmelerinin engellendiği bir hukuki mekanizmanın kurulmasıdır²⁷.

Öte yandan, alacakların kaynak şirketin malvarlığından çıkarılmasına her menkul kıymetleştirme işleminde rastlanmayabilir. Çünkü alacakların kaynak şirketin risklerinden uzaklaştırılması, devir suretiyle değil, fakat başka yollarla sağlanabilir²⁸. Bu bakımdan, belirttiğimiz unsurun yokluğu, tek başına işlemin menkul kıymetleştirme olarak kabul edilmesine engel olmaz²⁹.

2. Özel Amaçlı Kuruluş Tarafından Menkul Kıymetlerin İhraç Edilmesi

Yukarıda ifade edildiği üzere, menkul kıymetleştirme işleminde alacaklar, kaynak şirket tarafından özel amaçlı kuruluşa devredilir. Bu kuruluşun tek bir amacı

²⁴ Bununla, şirketin kendisinin faaliyet risklerinden korunması değil, şirket alacaklısı olan tahvil sahiplerinin şirketin faaliyet riskleri nedeniyle alacaklarını alamama riskinin bertaraf edilmesi kastedilmektedir.

²⁵ Bu nedenle menkul kıymetleştirme bilanço dışı (*off balance sheet*) bir finansman tekniği olarak kabul edilir. Bkz. *Doğru*, s. 22; *Aydoğan/Çapoğlu*, s. 42; *Topaloğlu*, İpoteğe Dayalı, s. 50.

²⁶ *Schwarz*, *The Alchemy*, s. 136, *Doğru*, s. 6.

²⁷ *Doğru*, s. 5.

²⁸ Bunun somut örneğini 5582 sayılı Kanunla değişik SPKn'nun 13/A maddesinde düzenlenen ipotek teminatlı menkul kıymetlerde görmek mümkündür. Bu menkul kıymetlerde alacakların kaynak şirketin risklerin arındırılması ile ilgili açıklamalarımız için bkz. aşağıda Bl. 3, II A, 1-a.

²⁹ Aksi görüşte *Doğru*, s. 37.

vardır, o da devraldığı benzer özellikleri haiz alacakları bir havuzda toplamak ve bunları karşılık göstererek menkul kıymet ihraç etmektir³⁰. Faaliyet konusu tek bir amaca inhisar eden bu kuruluş, alacakların yeni sahibi olarak onların takip ve tahsili ile ilgilenir³¹, alacaklardan gelecek nakit akımlarını menkul kıymet ödemelerinde kullanır.

Varlığa dayalı menkul kıymetlerde ihraç özel amaçlı kuruluş tarafından yerine getirildiğinden, klasik tahvil ihraçlarında söz konusu olan ihraççı şirket (*issuer*) kavramı burada yoktur, bunun yerine kaynak şirket (*originator*) kavramı vardır.

Özel amaçlı kuruluş ihraçtan elde ettiği satış gelirini, ihraç masraflarını düşükten sonra, alacakları devralma bedeli olarak kaynak şirkete verir³². Görüldüğü gibi, ihraçtan elde edilen satış gelirini aslında kaynak şirket almaktadır. Başka bir deyişle, sermaye piyasasından fon temin eden kişi kaynak şirkettir, ancak bunu doğrudan doğruya değil, aktifinde bulundurduğu alacakları kendisine devrettiği özel amaçlı kuruluş vasıtasıyla yapmaktadır. Yukarıda da belirttiğimiz gibi, bu yolun izlenmesindeki amaç, alacakları kaynak şirketten ayırmak ve bunların tahsilinden elde edilen nakdi, aşağıda değinileceği üzere menkul kıymet bedellerini ödemek için kullanmaktır.

Özel amaçlı kuruluş tarafından yapılan ihracın, usûl bakımından diğer sermaye piyasası araçlarının ihraç ve halka arzından bir farkı yoktur.

3. Alacakların Tahsilinden Elde Edilen Nakdin Menkul Kıymet Ödemelerinde Kullanılması

Varlığa dayalı menkul kıymetler de, daha önce belirttiğimiz gibi, tahvil nevinden bir borçlanma senedir, vadesi vardır ve vadede faiziyle birlikte geri ödenmesi gerekir. Şu kadar ki, varlığa dayalı menkul kıymetleri diğer borçlanma senetlerinden ayıran özellik, vadede menkul kıymet sahiplerine yapılan ödemelerin, menkul kıymetlere dayanak teşkil eden alacaklardan elde edilen nakitten yapılmasıdır.

³⁰ *Öcal*, s. 14.

³¹ Özel amaçlı kuruluş genellikle alacakları takip ve tahsil için eleman istihdam etmemektedir. Kendi eleman ve örgütü olmayan özel amaçlı kuruluş, alacakların takip ve tahsili işini ya kaynak şirkete ya da bu hizmeti veren üçüncü bir kuruluşa (*servicer*) yaptırır. Bu kuruluş hakkında daha ayrıntılı bilgi için bkz. aşağıda Bl. 2, I D.

³² *Doğru*, s. 6.

Menkul kıymet ödemeleri, ihraç ve satıştan elde edilen fonu kullanan kaynak şirket tarafından değil, özel amaçlı kuruluş tarafından yapılır; yatırımcıların karşısında bu kez, tahvillerdeki gibi ihraççı şirket değil, alacakları tahsil eden özel amaçlı kuruluş vardır.

Özel amaçlı kuruluşun sermayesi semboliktir ve özel amaçlı kuruluş menkul kıymet ödemelerini kendi kaynaklarından (özsermayesinden ya da faaliyet kârından) değil, kaynak şirketten devraldığı ve bir havuzda topladığı alacakların borçlularından tahsil ettiği tutarlarla gerçekleştirir³³. Bu bakımdan alacakların zamanında tahsil edilmesi ve tahsilatın menkul kıymet vadelerine denk getirilmesi önem arz eder. Bu hususlarla ilgili alınan çeşitli önlemler (güvence mekanizmaları-*credit enhancements*) vardır, bu önlemler aşağıda daha ayrıntılı olarak açıklanacaktır³⁴.

Sonuç olarak, menkul kıymetleştirme ve varlığa dayalı menkul kıymet ihraçlarında, yatırımcılar bir bütün olarak şirketin tamamına (başka bir deyişle şirkete yapılan yatırımın getirisini etkileyen tüm faktörlere) değil, şirketin belirli bir varlık kalemine (alacaklarına) yatırım yapmaktadırlar. Dolayısıyla yatırımcıların yatırım kararlarını belirleyen asıl etken, şirketin mali durumu ve riskleri değil, alacakların sağlamlığı, yani geri ödenme kalitesidir.

Yukarıda sayılan unsurlar menkul kıymetleştirmenin temel unsurları mahiyetinde olup, kaynak şirket alacaklılarının menkul kıymete dayanak teşkil eden alacaklar üzerinde hak iddia etmelerinin engellenmediği ya da bu alacaklar üzerinde kaynak şirketin başka şekilde tasarruf etmesinin mümkün olduğu bir menkul kıymetleştirmeyi teknik anlamda menkul kıymetleştirme saymak mümkün değildir. Örneğin Türk hukukunda Seri:III No:14 sayılı Tebliğle düzenlenen varlığa dayalı menkul kıymetler, yukarıda anlattığımız sistemle örtüşmemiş³⁵, aksine bankaların ucuz yolla mevduat toplama yöntemine dönüşmüştür. Merkez Bankasının bu şekilde toplanan paraları munzam karşılık ve disponibiliteye tabi tutmasıyla da uygulaması son bulmuştur³⁶.

³³ Doğru, s. 69.

³⁴ Bkz. aşağıda Bl. 2, I E.

³⁵ Doğru, s. 259.

³⁶ Tantan, s. 147; Öcal, s. 83 vd.; Aksoy, T.: Çağdaş Bankacılıktaki Son Eğilimler ve Türkiye'de Uluslararası Bankacılık, SPK Yayın No:109, Ankara 1998, s. 50-51. Seri:III No:14 sayılı Tebliğ'de varlığa dayalı menkul kıymetlerin düzenleniş şekli hakkında ayrıntılı açıklama için bkz. aşağıda Bl. 3, I A.

II. Menkul Kıymetleştirmenin Tarihçesi

Bir finansman aracı olarak menkul kıymetleştirme ilk olarak ABD’de 1970’li yıllarda ipotekli konut kredisi alacaklarına dayalı menkul kıymet ihraçlarında (*mortgage backed securities*) uygulanmıştır³⁷. O döneme kadar temel kredi kullandırma kuruluşları olan bankaların, İkinci Dünya Savaşı’ndan sonra artan konut kredisi taleplerini karşılamada yetersiz kalması sonucunda, ABD’de 1968’de, fonların sermaye piyasası aracılığı ile ipotek piyasasına kanalize edilmesine yardımcı olmak, bu suretle konut sektörünü desteklemek amacıyla kısa adı “Ginnie Mae” olan “Government National Mortgage Association” kurulmuştur. Bu kuruluş sektörü destekleme görevini, menkul kıymet ödemelerinin zamanında yapılmasını garanti etmek suretiyle yerine getirmiştir³⁸. Ginnie Mae’nin desteği ile ABD’nde 1970’li yıllarda ilk kez ipotekli konut kredisi alacakları menkul kıymetleştirilerek ihraç edilmiştir.

1980’li yıllara gelindiğinde özel sektörün de katılımı ile toplam varlığa dayalı menkul ihraçları önemli rakamlara ulaşmıştır. Yatırım bankalarının ipoteğe dayanmayan alacakların da menkul kıymetleştirilebileceğini fark etmesi uzun zaman almamış, 1980’li yılların ortalarında otomobil ve diğer tüketici kredilerinden doğan alacaklar da menkul kıymetleştirilmeye başlanmıştır³⁹.

Bugün gelinen noktada menkul kıymetleştirme uygulamaları ABD’de, kredi kartı alacaklarını, ticari satışlardan doğan alacakları, sağlık harcamalarından doğan alacakları, finansal kiralama alacaklarını, franchise alacaklarını, hatta telefon faturalarını kapsayacak şekilde yaygınlaşmış durumdadır.

Öte yandan bu finansman tekniğinin ABD dışındaki ülkelerde, özellikle etkin sermaye piyasalarına sahip bir kısım Avrupa ülkelerinde kullanımı ve yaygınlaşması

³⁷ Schwarcz, S.L.: Structured Finance: A Guide to the Principles of Asset Securitization, Third Edition, New York 2002, Bl. 1, s. 7.; Alp, A.: İpotek Kredileri ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Yoluyla Türk Konut Finansman Sorununun Çözümünde Bir Model Önerisi, SPKr Yayın No:51, Ankara 1996, s. 135; Kothari, s. 104.

³⁸ Yurtseven, H: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet ve Türkiye Uygulaması, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2003, s. 8; Anık, M.: Mortgage Usulü ve Türkiye’de Uygulanabilirliği, Mortgage İpoteğe Dayalı Uzun Vadeli Konut Kredisi Semineri, İAV, İstanbul 2001, s. 43.

³⁹ İpotek teminatı olmayan ilk menkul kıymetleştirme 1985 yılında bir bilgisayar finansal kiralama şirketinin alacaklarına uygulanmak suretiyle gerçekleştirilmiştir. Bkz. Aksoy, s. 18-19; Vatansever, N: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Uygulaması, MSBED, C. I, S. 1, 2000, s. 261.

ABD'ye kıyasla daha geç ve yavaş olmuştur⁴⁰. Bunun kültürel ve ekonomik nedenleri bir yana, hukuki nedenini esasen, "common law"u benimseyen ABD ve İngiltere'den farklı olarak Kıta Avrupası ülkelerinin her birinin yazılı mevzuatında yer alan menkul kıymetleştirmeye engel hükümler oluşturur⁴¹. Avrupa'da menşesine uygun ilk menkul kıymetleştirme işlemi de yine bir common law ülkesi olan İngiltere'de 1987 yılında ipotekli konut kredisi alacaklarının menkul kıymetleştirilmesi yoluyla gerçekleştirilmiştir⁴². Sonrasında 1990 yılında İsveç, İtalya, Almanya ve İspanya'da ilk menkul kıymetleştirme işlemleri yapılmıştır⁴³. Halen Avrupa'da menkul kıymetleştirme uygulamalarının yaygınlığı bakımından başta İngiltere gelmekte, onu İspanya ve Fransa izlerken, İtalya ve Hollanda da bu alanda aktif ülkeler arasında sayılmaktadır⁴⁴.

III. Menkul Kıymetleştirilebilecek Varlıklar

Her çeşit varlığın menkul kıymetleştirilmesi mümkün değildir. Yukarıda da belirttiğimiz gibi, menkul kıymetleştirme nakit akımına dayalı bir finansman tekniğidir. Bu nedenle, menkul kıymetleştirmeye konu olan varlıkların hemen hepsi, şirkete bir nakit akışı sağlaması beklenen alacaklardan oluşur. Beklenen nakit akımlarının, ister bir bankanın kullandığı krediden ister bir gayrimenkulün kirasından gelsin, hepsinin aslında bir alacak hakkına dayandığı görülür⁴⁵.

Bu bakımdan, menkul kıymetleştirmeye konu olacak varlıkların özellikleri ile kastedilen, hangi alacakların menkul kıymetleştirilebileceğidir. Zira her alacak menkul kıymetleştirilemez. Menkul kıymetleştirilecek alacakların bir takım özellikleri taşıması lazımdır. Bunlar;

⁴⁰ *Bradt*, K.W.: *Securitisation in Europe, Asset Securitisation: Theory and Practice in Europe*, Chapter I, London 1991, s. 2; *Öcal*, s. 5; *Karadağ*, s. 44.

⁴¹ *Bradt*, s. 2; *Bonsall*, D.: *Asset Securitisation in the United Kingdom and Other Jurisdictions-Main Considerations*, The Global Asset Backed Securities Market, Probus Publishing Company, 1993, s. 235; *Tantan*, s. 92. Ayrıca konunun borçlar hukuku, icra-iflas hukuku, eşya hukuku, ticaret hukuku/sermaye piyasası hukuku, vergi hukuku, muhasebe hukuku gibi pek çok hukuk dalını ilgilendirdiği unutulmamalıdır.

⁴² *Karadağ*, s. 45.

⁴³ *Shaw*, Z.: *Introduction and Overview, International Securitisation*, New York 1991, s. 12.

⁴⁴ http://www.europansecuritisation.com/Advocacy/White_Papers/a_framework_for_europe_an_securitisation_WP.pdf, s. 20.

⁴⁵ Her ne kadar Seri:III No:14 sayılı Tebliğde duran varlıkların menkul kıymetleştirilmesinden de söz edilmiş ise de, burada kastedilen söz konusu duran varlıklardan elde edilecek nakit akımlarının, yani yine alacakların menkul kıymetleştirilmesidir. Ayrıca bkz. *Doğru*, s. 41.

i) Alacaklardan elde edilecek nakit akımlarının tutarı bilinmeli ya da en azından makul ölçüde tahmin edilebilir olmalıdır⁴⁶. Nakit akımları bilinmeyen ve tahmini olarak belirlenemeyen alacakların menkul kıymetleştirilmesi mümkün değildir. Menkul kıymete yapılacak faiz ve anapara ödemelerinin planlanabilmesi için bu şarttır.

ii) Menkul kıymetleştirilecek alacakların sağlayacağı nakit akımı, menkul kıymetlere ödenmesi taahhüt edilen getiri miktarından daha fazla ya da en az ona eşit olmalıdır. Aksi halde menkul kıymetleştirmeden bir yarar sağlanamayacağı gibi, şirket zarar da edebilir.

iii) Alacakların zamanında veya hiç tahsil edilememe olasılıkları istatistiki olarak tespit edilebilir olmalı ve yapılan hesaplamada bulunan tahsil edilememe yüzdeleri düşük olmalıdır. Tahsil edilememe riski olan alacaklar için de güvence mekanizmaları kullanılmalıdır⁴⁷.

iv) Alacakların tahsilinde sorun yaşanmaması için, alacakların varlığına ve bunların teminatlarına ilişkin sözleşme ve diğer belgelerin tam ve geçerli şekilde mevcut olması gerekir⁴⁸.

v) Yukarıda belirtildiği gibi, kaynak şirketin alacakları özel amaçlı kuruluşa devretmesi menkul kıymetleştirmenin esaslı unsurlarından olduğundan, alacakların devrinin yasaklanmamış olması gereklidir⁴⁹.

vi) Alacakların ortalama vadesi bir yıldan fazla olmalıdır⁵⁰.

vii) Alacakların borçluları demografik ve coğrafi açıdan çok ve çeşitli olmalıdır⁵¹. Başka bir deyişle belli bazı borçlularda yoğunlaşma olmamalıdır⁵². Bu, alacakların tahsil edilmeme riskini azaltır. Az sayıda borçlunun toplam borç içinde önemli bir paya sahip olması halinde, bunlardan birinin ödeme yapmaması menkul

⁴⁶ Pavel, C.: Securitization, Probus Publishing, Chicago 1989, s. 18; Kothari, s. 65; Schwarcz, Structured Finance, Bl. 2, s. 1.

⁴⁷ Tantan, s. 13. Güvence mekanizmalarının neler olduğu hakkında ayrıntılı açıklama için bkz. aşağıda Bl. 2, I E.

⁴⁸ Doğru, s. 76.

⁴⁹ Böyle bir yasak kanun ya da sözleşme hükmünden ileri gelebileceği gibi, işin mahiyeti de alacağın başkasına devrine engel olabilir. Bu şekilde bir temlik engeli bulunmadıkça kural olarak her türlü alacağın temliki mümkündür (BK m.162/1).

⁵⁰ Öcal, s. 11.

⁵¹ Gandhi, J.: Securitisation in Developing Capital Markets, Current Issues in Turkish Capital Markets, SPKır Yayın No:14, Antalya 1989, s. 13.

⁵² Doğru, s. 76.

kıymet ödemelerinde sıkıntı doğurabilir ki, bu duruma “yoğunlaşma riski (*concentration risk*)” adı verilir⁵³.

viii) Alacakların vadeleri ile menkul kıymetin vadeleri arasında fazla zaman aralıkları olmamalıdır⁵⁴. Aksi halde menkul kıymet ödemeleri düzenli olarak gerçekleştirilemez.

ix) Alacaklar aynı nitelikleri haiz, yeknesak olmalıdır⁵⁵. Burada yeknesak deyimini ile kastedilen, havuzu oluşturan alacakların hepsinin aynı tipte olmasıdır. Örneğin tamamının konut kredisi ya da taşıt kredisi alacaklarından oluşması gibi⁵⁶.

x) Sürekli şekilde uygulanan bir menkul kıymetleştirmede alacakların da yenilenebilir olması lazımdır⁵⁷. Başka bir anlatımla, yeni doğmuş alacakların bir süreklilik içinde alacak havuzuna gelmesi gerekir. Sürekli yapılan kredi kartı harcamalarının banka için sürekli yeni alacak doğurmasını buna örnek verebiliriz.

Yukarıda da ifade edildiği üzere yurtdışında, özellikle ABD’de en çok ipotekli konut kredileri, taşıt kredileri, kredi kartı alacakları ve diğer tüketici kredilerinden doğan alacaklar menkul kıymetleştirmeye konu olmaktadır. Öte yandan, sağlık harcamaları, telefon faturaları, ticari alacaklar ve finansal kiralama alacaklarının da menkul kıymetleştirildiği görülmektedir⁵⁸. Bu durum menkul kıymetleştirme yönteminin ABD’de ne kadar ileriye gittiği hakkında yeterli ölçüde fikir vermektedir.

Sonuç olarak, varlığa dayalı menkul kıymetlerin anapara ve faizlerinin yatırımcılara vadede sorunsuz olarak ödenmesi, alacakların ödenmesine sıkı sıkıya bağlı olduğundan, alacakların seçimi ve yukarıda sayılan özelliklere sahip olmaları önemli bir safha teşkil eder.

⁵³ Schwarcz, Structured Finance, s. 2.

⁵⁴ Öcal, s. 11; Doğru, s. 78.

⁵⁵ Bu koşulun, yatırım fonlarındaki riskin dağıtılması ilkesine tezat teşkil eden bir durumu yoktur. Çünkü menkul kıymetleştirme işleminde, yatırım fonlarındaki gibi, alacak havuzunun riskin dağıtılması amacıyla farklı alacak tiplerinden oluşturulması söz konusu değildir. Her ne kadar yatırım fonlarında kullanılan trust yapısı, menkul kıymetleştirme işleminde de özel amaçlı kuruluş olarak kullanılsa bile, yatırım fonunun işleyişine ait esaslar ile menkul kıymetleştirme arasında önemli bazı farklılıklar vardır. Bu farklılıklar hakkında daha detaylı bilgi için bkz. aşağıda Bl. 3, II B, 1-b/aa.

⁵⁶ Aydoğan/Çapoğlu, s. 41; Kothari, s. 67.

⁵⁷ Yönder, F.: Menkul Kıymetleştirme, SPKı Yeterlik Etüdü, Ankara 1990, s. 3.

⁵⁸ Doğru, s. 42.

IV. Menkul Kıymetleştirmenin Sağladığı Faydalar

Menkul kıymetleştirme, bu işlemde finansman sağlayan şirket, ihraç edilen menkul kıymetleri satın alan yatırımcılar ve genel ülke ekonomisi olmak üzere mikro ölçekten makro ölçüğe kadar farklı faydalar sağlamaktadır⁵⁹.

A. Kaynak Şirket Bakımından

Menkul kıymetleştirmeden birinci sırada fayda sağlayan taraf, elbette alacaklarını menkul kıymetleştirilmek üzere devreden kaynak şirkettir. Her ne kadar ihracı gerçekleştiren özel amaçlı kuruluş olsa da, ihraç sonucunda kendisine fon temin eden kişi nihai olarak kaynak şirket olduğundan, ihraç gelirini alacakların devir bedeli olarak kaynak şirkete aktaran özel amaçlı kuruluşun menkul kıymetleştirmeden realize edilmiş bir fayda sağlaması söz konusu değildir.

Menkul kıymetleştirmenin kaynak şirkete sağladığı faydalar çok yönlüdür. Aşağıda bunlardan önemli birkaçına değinilecektir. Menkul kıymetleştirmenin kaynak şirkete birinci ve temel faydası, riskin devredilmesine ilişkindir. Menkul kıymetleştirme işlemi ile, verilen kredilerden doğan alacaklar bir araya getirilip özel amaçlı kuruma devredilmekte, bu suretle açılan kredilerden doğan risklerin büyük bir kısmı kredi veren kurumun bünyesinden transfer edilmektedir⁶⁰. Bu nedenle menkul kıymetleştirmeyi cazip kılan husus, kredi veren kurumun, kredi riskini, yani kredinin geri ödenmemesi riskini, menkul kıymetleştirme sürecinde yer alan ve birbirini takip eden işlevler üstlenen taraflara dağıtmasıdır⁶¹. Özetle, menkul kıymetleştirmenin kaynak şirkete sağladığı en önemli faydalardan biri, alacakların ödenmeme riskinin devredilmesidir⁶².

İkinci olarak, menkul kıymetleştirme kaynak şirketin bilançosundaki özsermaye/borçlar oranının iyileştirilmesini sağlamaktadır. Daha önce belirtildiği gibi, menkul kıymetleştirme bilanço dışı (*off balance sheet*) bir finansman tekniğidir. Bu tekniğe göre, alacakların devri (bilanço dışında çıkarılması) ve varlığa dayalı menkul kıymet ihracı karşılığında elde edilen nakdin bilançoda borç olarak görünmemesi bilançodaki borç oranını azaltmaktadır. Bu da doğrudan

⁵⁹ *Gandhi*, s. 15.

⁶⁰ *Öcal*, s. 26.

⁶¹ *Tantan*, s. 133; *Topaloğlu*, İpoteğe Dayalı, s. 52; *Yazlak*, I.: Menkul Kıymetleştirme, Türkiye Kalkınma Bankası, Yayınlanmamış Yeterlik Etüdü, Ankara, s. 71.

⁶² *Doğru*, s. 56.

özsermaye/borçlar oranının iyileşmesini sağlamaktadır. Bunu bir örnekle izah etmek gerekirse;

Tablo 1: Bilançonun ilk durumu

AKTİF		PASİF	
Alacaklar	100	Borçlar	100
Duran Varlıklar	100	Sermaye	100
Toplam	200	Toplam	200
Borç/Özkaynak Oranı: 1			

Bilançosu Tablo 1'deki gibi olan bir şirketin, 100 birim fon temin etmek için banka kredisine müracaat etmesi ile menkul kıymetleştirme yöntemine başvurması hallerinde bilançosunun aldığı durumu karşılaştırmak (bkz. aşağıda Tablo 2 ve Tablo 3) konunun daha iyi anlaşılmasını sağlayacaktır.

Tablo 2: Banka kredisi kullanılması halinde

AKTİF		PASİF	
Nakit	100	Borçlar	200
Alacaklar	100	Sermaye	100
Duran Varlıklar	100	Toplam	300
Toplam	300		
Borç/Özkaynak Oranı: 2			

Görüldüğü gibi oran ikiye yükselmekte, yani borçlar özsermayenin iki katına ulaşmaktadır.

Tablo 3: Menkul kıymetleştirme sonucunda

AKTİF		PASİF	
Nakit	100	Borçlar	100
Duran Varlıklar	100	Sermaye	100
Toplam	200	Toplam	200
Borç/Özkaynak Oranı: 1			

Anlaşılabacağı gibi, menkul kıymetleştirmeyeyle yaratılan fonlamaya rağmen oran aynı kalmakta, fakat bilanço daha likit hale gelmektedir. Artık bilançoda alacaklar yerine, daha likit olan nakit bulunmaktadır. Eğer menkul kıymetleştirme ile elde edilen fon, mevcut borçların ödenmesinde kullanılırsa oran daha da iyileşir⁶³.

Örnek tablolardan anlaşıldığı gibi, menkul kıymetleştirme, bu yöntemle fon sağlayan şirketin bilançosunu bir yandan daha likit hale getirirken, öte yandan borç/özsermaye oranını iyileştirmektedir. Borç/özsermaye oranı iyileşen şirketin, kredibilitesi artar ve sermaye yeterliliği düzenlemelerine (*capital adequacy requirements*) tâbi ise, sermaye artırma yükümlülüğü azalır⁶⁴.

Menkul kıymetleştirmenin diğer bir faydası, düşük fonlama maliyetidir. Yapılan gider hesaplamalarına göre, menkul kıymetleştirme yoluyla elde edilen fonun şirketlere maliyetinin, banka kredisi dahil diğer fonlama yöntemlerinin maliyetinden daha az olduğu tespit edilmiştir⁶⁵. Bu bakımdan, daha düşük maliyetle kaynak temin etme imkanı sağlaması, menkul kıymetleştirmeyi cazip kılan diğer bir etken olmaktadır⁶⁶.

Toplam maliyetin, süreçte yer alan, sahasında uzman taraflar arasında paylaşılması, fonlama maliyetini kaynak şirket bakımından düşürmektedir⁶⁷.

Mali yapısı tahvil ihraç edecek ölçüde güçlü olmayan, buna karşın menkul kıymetleştirmeye uygun sağlam alacaklara sahip şirketler için, varlığa dayalı menkul kıymet ihracı alternatif bir kaynak temin etme yoludur⁶⁸.

Likit olmayan varlıkların likit menkul kıymetlere dönüşmesine olanak sağlayan menkul kıymetleştirme⁶⁹, şirketlerin, geleneksel menkul kıymetleri almaya isteksiz yatırımcı kitlelerine ulaşmasında etkin bir vasıta olmaktadır⁷⁰. Bu çerçevede, alternatif bir fon kaynağı olma özelliği, menkul kıymetleştirmenin faydaları arasında sayılmak gerekir.

⁶³ *Tantan*, s. 137. Örneğimizde menkul kıymetleştirme ile elde edilen fonun 50 birimi mevcut borçların ödenmesinde kullanılırsa, bu takdirde borç/özsermaye oranı 0,5'e iner.

⁶⁴ *Schwarz*, *Structured Finance*, Bl. 2, s. 13; *Gandhi*, s. 15; *Tantan*, s. 137; *Karadağ*, s. 32; *Topaloğlu*, *İpoteğe Dayalı*, s. 50, *Aydoğan/Çapoğlu*, s. 42.

⁶⁵ Bkz. *Kothari*, s. 199 vd.; *Doğru*, s. 59; *Tantan*, s. 136.

⁶⁶ *Kothari*, s. 94.

⁶⁷ *Öcal*, s. 31. Aksi görüş için bkz. *Doğru*, s. 58.

⁶⁸ *Gandhi*, s. 16-17; *Doğru*, s. 6.

⁶⁹ *Shaw*, s. 1.

⁷⁰ *Öcal*, s. 30.

Geleneksel kredilendirme yöntemlerinde kredi veren kurum kullandığı kredi karşılığında (yönetim organının aldığı bazı kararların icrasının kendisinin onayına tâbi kılınması gibi) bir takım koşullar ileri sürebilmektedir. Kredi alan kurum, kredi borcunun yanında bu koşullara da uyma yükümlülüğü altına girmektedir. Menkul kıymetleştirmede ise, kaynak şirketin bu türden koşullara uyma yükümlülüğü söz konusu olmadığından, menkul kıymetleştirmenin diğer finansman yöntemlerine nazaran şirket yönetiminde daha fazla serbestlik sağladığı söylenebilir⁷¹.

Nihayet, faiz oranı riskinin bertaraf edilmesi, menkul kıymetleştirmenin kaynak şirkete sağladığı faydalar arasındadır. Faiz oranı riski, açılan krediye tahakkuk eden faizlerin oranının ya da vadesinin, bu krediyi finanse etmek için kullanılan fonların maliyetiyle veya vadesiyle uyuşmaması riskidir⁷². Menkul kıymetleştirme ile, varlıkların bilançoda tutulmasından kaynaklanabilecek faiz oranı riski bertaraf edilir⁷³.

B. Yatırımcılar Bakımından

Menkul kıymetleştirmenin yatırımcılara faydalarını, *i*) varlığa dayalı menkul kıymetlerin alacaklarla teminat altına alınmış olmaları nedeniyle daha düşük kredi riski taşımalarına karşın geleneksel araçlara göre yüksek getirili olmaları, *ii*) yatırım araçlarının çeşitlenmesi, *iii*) varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerinin kaynak şirketin iflâsından etkilenmemeleri (özel amaçlı kuruluş ise zaten iflas etmeyecek bir yapıda teessüs edilmektedir), *iv*) çok sayıda alacağın bir araya geldiği alacak havuzunun teminat oluşturduğu bir menkul kıymeti satın almakla, kendi imkanlarıyla daha pahalıya yapabilecekleri bir farklılaştırmayı tek menkul kıymette satın alabilmeleri olarak saymak mümkündür⁷⁴.

C. Genel Ekonomi Bakımından

Menkul kıymetleştirmenin genel ekonomiye olan doğrudan katkılarını, kaynak şirkete ve yatırımcılara sağladığı faydalara kıyasla, net bir şekilde belirtmek

⁷¹ *Tantan*, s. 138; *Yazlak*, s. 74.

⁷² *Öcal*, s. 26.

⁷³ *Kothari*, s. 98; *Gandhi*, s. 18.

⁷⁴ *Tantan*, s. 138; *Gandhi*, 19; *Öcal*, s. 31.

ya da değerlemek zordur⁷⁵. Ancak menkul kıymetleştirmenin kaynak şirkete ve yatırımcılara sağladığı doğrudan faydaların genel ekonomiye dolaylı ve göreceli yansımalarından bahsedilebilir.

Finansal sistemin fonksiyonu, kaynakların tasarruf sahiplerinden bunları etkin şekilde kullanacak kişilere düşük bir maliyetle akışını sağlamaktır⁷⁶. Yatırım araçlarının çeşitlenmesi, risklerin ve likiditenin etkin şekilde yönetilmesi⁷⁷ rekabete açık ve verimli işleyen bir finansal sistemi beraberinde getirmektedir. Menkul kıymetleştirme, yatırım araçlarını çeşitlendirmesine katkıda bulunduğu gibi, alacaklara likidite kazandırmak suretiyle piyasadaki nakit dolaşımını artırmakta, kaynakların yeniden ekonomiye kazandırılmasını sağlamaktadır.

Her türlü banka kredisinin menkul kıymetlere dönüşmesi ve ikincil piyasada tedavül görmesi, menkul kıymetleştirme ile elde edilen fonların bankaların bilançosunda borç olarak görünmemesi kredi hacmini artırırken, maliyetleri düşürmekte ve verimliliği artırmaktadır⁷⁸.

VI. Menkul Kıymetleştirmenin Taşıdığı Risk ve Sakıncalar

Menkul kıymetleştirmeyi, sadece faydalı yönlerini öne çıkararak kusursuz bir yöntem gibi lanse etmek doğru olmaz. Üstelik etkisi halen tüm dünyada görülen global ekonomik krizin, ABD’de riskli mortgage kredilerinin ödenmemesiyle başladığı hesaba katıldığında, bu konuda ihtiyatlı yaklaşım sergilenmesi gerektiği açıktır. Gerçekten dünyada yaşanan son ekonomik kriz, menkul kıymetleştirmenin, bazı temel prensipleri ihmal edilerek uygulandığında vahim sonuçlar doğurabildiğini, bu bakımdan bir takım risk ve sakıncalar içerdiğini gösteren çarpıcı bir örnektir.

⁷⁵ *Gandhi*, 20.

⁷⁶ *Santomero, A.M./Babbel, D.F.:* Financial Markets, Instruments and Institutions, Irwin McGrawHill Publication 1997, s. 3;

⁷⁷ Geleneksel kredilendirme yönteminde, kredinin yaratılması, şartlarının belirlenmesi, kredinin finanse edilmesi, risk ve likiditenin yönetilmesi safhalarının tamamı kredi kurumunun kendisi tarafından yerine getirilir. Kredi kurumunun bu fonksiyonların hepsinde birden başarılı olması ve etkin bir yönetim sağlaması zordur. İşte menkul kıymetleştirme, bu fonksiyonların sürece katılan uzmanlaşmış birden fazla kişiye üstlenilmesi imkanını sağlamaktadır (*Gandhi*, s. 20; *Önal, Y./Topaloğlu, M.:* İpotekli Konut Finansmanı ve Hukuku, Adana 2007, s. 181).

⁷⁸ *Doğru*, s. 62.

A. ABD’de 2007 Yılında Ortaya Çıkan Mortgage Krizinde Menkul Kıymetleştirmenin Rolü

Gerek menkul kıymetleştirmenin müsebbibi görüldüğü son ekonomik kriz, gerek 2000’li yılların başında ABD ve Avrupa’da patlak veren finansal skandallar (Enron, WorldCom vs.), finans piyasalarında, anormal büyüme ile birlikte, kazancı artırma hırslarının doğurduğu tehlikeli bir ahlaki çöküntü yaşandığını ortaya koymaktadır. 2000’li yıllarda yaşanan şirket iflaslarında, özellikle bağımsız denetim kuruluşlarının, denetledikleri şirketle girdikleri çıkar ilişkilerinin etkisiyle, gerçeğe aykırı denetim raporları düzenlemeleri ve şirketlerin mali durumunu olduğundan daha iyi göstermeleri ön planda idi⁷⁹. Günümüzde yaşanan global finans krizi tetikleyen ABD’deki mortgage krizinde (*subprime mortgage crisis*) ise, temelde yatan ahlaki çöküntünün sebep olduğu eylem biçimleri farklıdır. Bu eylem biçimlerine geçmeden önce, ahlaki tehlikeyi doğuran asimetrik bilgi ve temsil problemine (*principal-agent/agency problem*) değinmek icap eder.

Asimetrik bilgi, ekonomik bir ilişkide taraflardan birinin, ilişkinin konusu hakkında diğerinden daha fazla (ya da *vice versa* daha az) bilgiye sahip olması durumunu ifade eder. Bilginin asimetrik paylaşımı, bilginin her zaman herkese eşit şartlarda ulaşmadığı ve çoğunlukla yatırımcıların yetersiz bilgiye sahip olduğu sermaye piyasalarında da sık karşılaşılan bir durumdur⁸⁰. Bilginin, bir temsil ilişkisinde, asimetrik şekilde temsilcinin elinde olduğu hallerde, temsilcinin bu bilgiyi kendi çıkarına kullanmasına temsil problemi (*agency problem*) denmektedir. Temsil probleminin tipik örneği, şirketlerde, hissedarların koydukları sermayeyi şirket menfaatlerini gözetererek kullanmak ve yönetmekle yükümlü olan yöneticilerin, hissedarların bilgi eksikliklerinden faydalanarak kendi çıkarlarına işlemler yapmalarında tezahür eder⁸¹. Bu şekilde bilgi asimetrisi ve temsil probleminin yol açtığı, bilgiye daha fazla sahip olanın kendi menfaatine işlem yapma temayülüne ahlaki tehlike (*moral hazard*) denmektedir.

⁷⁹ Bu konuda ayrıca bkz. aşağıda dn. 549.

⁸⁰ Sermaye piyasalarında asimetrik bilgi paylaşımının piyasaların işleyişine etkisi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Aras, G.: Sermaye Piyasalarında Asimetrik Bilgi Etkisi ve Piyasaların İşleyişindeki Rolü, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, C. XIX, S. 225, Aralık 2004.

⁸¹ Şehirli Çelik, F.H.: Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler, Ankara 2008, s. 41.

Menkul kıymetleştirme işleminde ahlaki tehlike, işlemin temelindeki “alacağı meydana getir – sonra onu devret/alacağı doğru – sonra ondan kurtul (*originate-to-distribute*) modelinden kaynaklanmakta ya da başka deyişle bu modelde aşağıda değineceğimiz bazı ahlaka aykırı eylem biçimleri gözükmetedir⁸². Anılan model, kaynak şirketi iki tür ahlak dışı davranış biçimine yöneltmektedir: Bunlardan birincisi, kaynak şirketin gereğinden fazla alacak meydana getirmeye çabalamasıdır, ki bu genellikle kredi almaya liyakati düşük riskli kişilere kredi verilmesi şeklinde gerçekleşmektedir. Kaynak şirket, nasılsa devredeceğini düşünerek, normal koşullarda daha sıkı şartlar altında kullanırdığı ya da kullanırmayacağı bir krediyi, sırf daha fazla alacak meydana getirmek maksadıyla, ödeme gücü ve kredibilitesi düşük alıcılara (*borrower*) kullanırdığıdır⁸³. ABD’de 2007 yılının ortasında patlak veren krizde, bir takım kredi kullanıcılarına, mali durumuna ilişkin hiçbir belge sorulmadan mortgage kredisi kullanıldığı tespit edilmiştir⁸⁴.

İkincisi, bu modelde kaynak şirketin alacağı devrettikten sonra, alacağın akıbeti ile ilgilenmemesi, başka deyişle krediyi bilançosundan çıkararak kaynak şirketin, kredinin geri dönüşünü takip etmemesi ya da etmesini gerektirecek bir teşvik unsurunun (*incentive*) bulunmamasıdır⁸⁵. Bu durum, kaynak şirketi, “*nasıl olsa kredi alacağını nakde çevirdim, bundan sonrası beni ilgilendirmez, menkul kıymeti satın alarak kredinin ödenmeme riskini üstlenen yatırımcılar düşünsün*” tutumuna itmektedir. Bu da yine ahlaki bir bozulmanın işareti olarak, kaynak şirketi kredi alıcısının kredi değerliliğini (*credit worthiness*) ölçmemeye sevk etmektedir.

Diğer taraftan, ahlaki yozlaşma sadece kaynak şirketin işlemlerinde değil, menkul kıymetin el değiştirdiği ikinci el piyasada da meydana gelmektedir. Şöyle ki,

⁸² *Schwarcz, S.L.*: Keynote Address: Understanding the Subprime Financial Crisis, South Carolina Law Review, Vol. 60, No:3, May 2009, s. 551.

⁸³ *Peterson, C.*: Subprime Mortgage Market Turmoil: Examining the Role of Securitization (A Hearing Before The US Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs Subcommittee on Securities, Insurance, and Investment), “http://banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore_id=4f40e1b9-ec5b-4752-ba8f-0c14afc44884”, s. 15.

⁸⁴ *Martin, J.*: A Primer on the Role of Securitization in the Credit Market Crisis, Baylor University, Department of Finance, 1/7/2009, “http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1324349” s. 10; *Jordan, T.J.*: Finanzierung von Hypotheken: Pfandbriefe und Verbriefungen im Lichte der Finanzkrise, Generalversammlung der Pfandbriefbank Schweizerischer Hypothekarinstitute, Zofingen, 15 Mai 2008, http://www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref_20080515_tjn, s. 6.

⁸⁵ *Martin*, s. 8.

tezgah üstü piyasada (*over the counter market*) menkul kıymetlerin alım satımını yapan finansal aracılar (*dealers*), menkul kıymetten yeni türev araçlar üretip satmaktadırlar. Söz konusu türev araç meydana getirme (türetme) işlemi öyle bir noktaya gelmektedir ki, türetilen menkul kıymetle, dayanak alacak havuzundaki varlık arasında bir bağ kalmamaktadır. Gerçekte bir karşılığı bulunmayan bu araçların yatırımcılara satışı yoluyla piyasa hacmi artarken, büyüyen işlem hacmiyle piyasanın geliştiği izlenimi doğmaktadır. Halbuki oluşan piyasa tamamen köpürtülmüş menkul kıymetlerden müteşekkil, sanal bir piyasa mahiyetindedir. Ayrıca bu türev araçlar, zaten karmaşık olan süreci, daha da karmaşık hale getirmektedir⁸⁶. Bu sanal görüntü ve menkul kıymet köpürtme eylemini en iyi temsil eden örnek, birbirinin karşısına konan iki aynada, karşılıklı akislerin sonsuza uzanması olarak verilebilir. Nitekim türetilen bu menkul kıymetlerin bir karşılığının olmadığı, krizle birlikte yatırımcılarına ödenememesinden anlaşılmıştır. Finansal aracılardan yaptığı bu karmaşık türevler meydana getirme işlemi de, kaynak şirketin ödeme gücü olmayan kişilere riskli mortgage kredileri açması gibi, sırf yeni alacak meydana getirme amaçlı, kazanç hırsını içeren ahlaka mugayir bir harektir.

Özetle, son yaşanan krizin menkul kıymetleştirmeye bakan yönleri hakkında aşağıdaki sebepler sıralanabilir⁸⁷:

- Menkul kıymetleştirilmemesi gereken, yani kusurlu varlıkların (*flawed asset type*) menkul kıymetleştirilmesi,
- Menkul kıymetleştirilecek alacak miktarını ahlak dışı yöntemlerle artırma temayülü doğurması (*originate-to-distribute*),
- Derecelendirme kuruluşuna gereğinden fazla güven duyulması,
- Süreç boyunca çok fazla dökümantasyonun doğması, meydana gelen belge yığınının gereği gibi inceleme imkanının azalması,
- İşlemin karmaşıklığı (*complexity*), söz konusu karmaşık süreçte birimlerce sağlıklı bir denetim ve gözetimin yapılamaması.

⁸⁶ Jordan, s. 6.

⁸⁷ Ayrıntılı bilgi için bkz. Schwarcz, S.L.: The Future of Securitization, Duke Public Law & Legal Theory Research Paper Series No: 223, November 2008, s. 2 vd.

B. Genel Olarak Menkul Kıymetleştirmenin Menfi Yönleri

Menkul kıymetleştirmede kaynak şirketin ve yatırımcıların karşılaşması olası riskler (borcun ödenmemesi riski, kur riski, faiz oranı riski, faaliyet riski gibi), diğer tüm ticari ve/veya finansal faaliyetlerde karşılaşılması muhtemel risklerden olup, bunları menkul kıymetleştirmenin sakıncaları (mahzurlu tarafları, *drawbacks*) olarak belirtmeyi uygun bulmuyoruz. Menkul kıymetleştirmenin menfi yönleri (*negative aspects*) ile kastedtiğimiz husus, yukarıda belirttiğimiz kaynak şirkete, yatırımcılara ve genel ekonomiye sağladığı faydalara karşın, doğurabileceği sakıncalı sonuçlardır. Bu anlamda genel olarak menkul kıymetleştirmenin sakıncaları şu şekilde sıralanabilir⁸⁸:

- Kaynak şirkete ait bir kısım varlık kalemleri bilanço dışına alındığı için, sağlıklı finansal raporlamayı engelleyebilmesi,
- Geniş bir alacaklar portföyüne sahip şirketin, en iyi alacaklarını menkul kıymetleştirerek, kasıtlı olarak (örneğin alacaklılarını zarara uğratma maksadıyla) portföyünün ya da aktiflerinin kalitesini düşürebilmesi ya da tam tersini, yatırımcılar zararına sadece kötü alacaklarını menkul kıymetleştirebilmesi⁸⁹,
- Menkul kıymetleştirmenin yoğun olarak kullanıldığı bir piyasada kredi kalitesini artırmaya yönelik motivasyonların azalması⁹⁰ (yukarıda bahsettiğimiz *originate-to-distribute* modelinin meydana getirdiği ahlaki tehlike bu riske işaret etmektedir),
- Hileli işlemlere teşvik edebilmesi,
- Kredi piyasalarında mevcut denetimin ve gözetimin etkinliğinin azalması,
- Devletin bazı makroekonomik parametreleri kontrol etme imkanını azaltması.

Bir önceki başlıkta özetle açıklamaya çalıştığımız ABD’de ortaya çıkan mortgage krizinin sebep ve sonuçları hakkındaki tespitler, menkul kıymetleştirmenin olumsuz yönlerini görmede ders mahiyetinde hususlardır.

⁸⁸ Bkz. *Önal/Topaloğlu*, s. 191-192.

⁸⁹ *Öcal*, s.32.

⁹⁰ *Öcal*, s.33.

Şu hususa dikkat etmek gerekir ki, menkul kıymetleştirmenin sakıncaları, yöntemin uygulanışında gerekli ilke ve kurallara riayet edilmemesi sonucunda ortaya çıkmaktadır. Öyleyse, kusurun, yöntemin kendisinde değil, uygulayıcılarında olduğunu söylemek gerekir. Eğer menkul kıymetleştirilmemesi gereken risk oranı yüksek alacaklar menkul kıymetleştiriliyor, alacak havuzunun kalitesi yeteri kadar araştırılmıyor ve menkul kıymet ödemelerinin güvence altına alınacak önlemler yeterli ölçüde alınmıyor, süreç boyunca fonksiyon üstlenen birimlerin görevlerini yapmada savsama meydana geliyorsa, ayrıca menkul kıymetten karşılığı bulunmayan türev enstrümanlar üretiliyor ve bununla işlem daha da karmaşık hale getiriliyorsa, yöntemden fayda değil, zarar görüleceği bellidir. Korunulmadığında yakıcı ancak bu nedenle kullanılmaması gerektiği söylenemeyecek olan “ateş” gibi, menkul kıymetleştirmenin de mahzurlu yönleri öne çıkarılarak uygulanmaması gereken bir yöntem olduğu iddia edilemez.

Nitekim *Schwarcz*'a göre, son krizle birlikte tahtı sallanan menkul kıymetleştirme, ortaya çıkan olumsuz yönlerine karşın, eskisi kadar teveccühe mazhar olmasa da, varlığını sürdürmeye devam edecektir⁹¹.

VI. Menkul Kıymetleştirme ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Benzer Kurumlarla İlişkisi

A. İpotek ve Mortgage Kurumlarıyla

Yurtdışı uygulamalarında menkul kıymetleştirilen alacakların önemli bir kısmını, ipotekli konut kredisi alacakları oluşturmaktadır. Menkul kıymetleştirmede ihraca dayanak teşkil eden alacaklar taşınmaz rehnine (ipoteğe) bağlanmış konut kredisi alacakları olduğunda, ihraç edilen menkul kıymete ipoteğe dayalı menkul kıymet (*mortgage backed securities*) adı verilmektedir. Bu kapsamda, ipoteğe dayalı menkul kıymetler varlığa dayalı menkul kıymetlerin bir çeşidini oluşturmaktadır⁹².

Bu noktada Kıta Avrupası hukuk sistemine ait bir deyim olan ipotek (*hypothec*) deyimini ile Anglo-Amerikan hukuk sisteminde kullanılan “mortgage” deyimini arasındaki farklara değinmek icab eder.

⁹¹ *Schwarcz*, The Future, s. 1.

⁹² *Pavel*, s. 45.

Kıta Avrupası hukuk sisteminde ve bu kapsamda Türk hukukunda ipotek, bir taşınmaz rehni türüdür (bkz. MK m.850). Taşınmaz rehni, bir alacağı teminat altına almak amacıyla bir veya birden çok taşınmaz üzerinde kurulan ve alacaklıya borç ödenmediğinde taşınmazın paraya çevrilmesini talep etme yetkisi veren sınırlı bir ayni haktır⁹³. İpotek, taşınmazın değerine yönelik ayni bir teminat sağlar⁹⁴.

Mortgage ise, Anglo-Amerikan hukukunda birebir karşılığı olmasa da ipoteğe denk gelen terimdir⁹⁵. Öte yandan, mortgage günümüzde taşınmaz rehnini ifade eden bir tapu işlemi olarak değil, daha genel bir mânâda taşınmazların teminat olarak kullanılarak konut kredileri verilmesi şeklinde işleyen konut finansman sistemini ifade etmek üzere kullanılmaktadır⁹⁶. Kökü ortaçağ İngiltere'sine kadar uzanan mortgage'ın temeli, o dönemde faizin kilise tarafından haram sayılmasından ötürü, faiz alamayan alacaklıların faiz yerine borçlunun taşınmazının zilyetliğini devralarak borç ödeninceye kadar taşınmazın kira ve diğer getirilerinden yararlanmaları esasına dayanıyordu⁹⁷. Taşınmazdan elde edilen semereler borca mahsup edilmediğinden, taşınmazın alacaklıya devri, borçlu için bir ölü yatırıma, başka deyişle ölü rehne (dead gage-mort gage) dönüşüyordu. Ortaçağ mortgage uygulamasında borcun vadesinde ödenmemesi halinde, alacaklı rehinli taşınmazı mülkiyetine geçirebiliyordu. Bu nedenle Roma Hukukunda söz konusu olan "lex commissoria" yasağının Anglo-Amerikan hukukunda taşınmaz rehinleri bakımından geçerli olmadığını söylemek mümkündür⁹⁸. İngiltere'de gelişerek ABD'nde de kullanılmaya başlanan mortgage, 1930'lu yıllarda ABD'de yaşanan büyük ekonomik depresyondan sonra devletin mortgage kredilerine kamu kurumları aracılığıyla garanti vermesiyle konut sektörünün muazzam bir şekilde büyümesine yol açmış, öte

⁹³ Oğuzman, K./Seliçi, Ö./Özdemir, S. O.: Eşya Hukuku, 10. Bası, İstanbul 2004, s. 679; Ertuş, Ş.: Eşya Hukuku, 6. Baskı, Ankara 2005, s. 505; Altay, S./Eskiocak, A.: Türk Medeni Hukukunda Taşınmaz Rehni, İstanbul 2007, s. 1.

⁹⁴ Kuntalp, E.: Medeni Kanun Hükümleri Açısından İpotekli Borç Senedi, Teori ve Uygulama Açısından İpotekli Borç Senetleri Sempozyumu, Ankara 1984, s. 5.

⁹⁵ Bkz. Encyclopedia Britannica Online Dictionary, "<http://www.britannica.com/eb/article-9053844>".

⁹⁶ Önal/Topaloğlu, s. 1; Doğru, s. 15.

⁹⁷ Topaloğlu, M.: ABD Mortgage Uygulaması ve İpotekli Konut Finansmanına İlişkin Kanun Tasarısının Değerlendirilmesi, Fikret Eren'e Armağan, Ankara 2006, s. 845.

⁹⁸ Topaloğlu, ABD Mortgage Uygulaması, s. 846; Doğru, s. 14.

yandan bu kredilerin ikinci el piyasada el değiştirmesi imkanını da beraberinde getirmiřtir⁹⁹.

Sonuç olarak ipotek ve mortgage Kıta Avrupası ve Anglo-Amerikan hukukunda taşınmaz rehnine ilişkin birbirine denk gelen kavramlar olmakla birlikte, ikisi arasında önemli iki farklılık bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, ipoteğin fer’ilik özelliği sebebiyle alacaktan bağımsız olarak devredilememesine¹⁰⁰ karşın, mortgage’ın alacağa bağlı olmaksızın ondan ayrı olarak devredilebilmesi¹⁰¹; ikincisi de ipotekte uygulanan *lex commissoria* yasağı’nın mortgage’da söz konusu olmamasıdır¹⁰².

Türk hukukunda 5582 Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun’un¹⁰³ hazırlık çalışmalarında mortgage terimi bizim literatürümüze de girmiřtir¹⁰⁴. Ancak terim, ülkemizde bir taşınmaz rehni türünü ifade etmek için değil, “kira öder gibi ev sahibi olma” şeklinde özetlenen uzun vadeli ipotekli konut finansman sistemini ifade etmek üzere kullanılmaktadır. Bahsi geçen Kanunun temeli de, yine menkul kıymetleştirme (ipotekli konut kredisi alacaklarının bir havuzda toplanarak menkul kıymetleştirilmesi) işlemine dayanmaktadır¹⁰⁵.

⁹⁹ *Schwarcz, S.L.*: Structuring and Legal Issues of Asset Securitization in the United States, Asset Securitization International Financial and Legal Perspectives, Oxford 1991, s. 19; *Pavel*, s. 3; *Henderson, J./Scott, J.P.*: Securitisation, Cambridge 1988, s. 27; *Yurtseven*, s. 6; *Doğru*, s. 197.

¹⁰⁰ *Oğuzman/Seliçi/Özdemir*, s. 679 vd.; *Altay/Eskiocak*, s. 222.

¹⁰¹ Bkz.*Seliçi, Ö.*: Mortgage İpoteğe Dayalı Uzun Vadeli Konut Kredisi Semineri, İAV, İstanbul 2001, s. 86.

¹⁰² *Nasarre-Aznar, S.*: Securitisation and Mortgage Bonds: Legal Aspects and Harmonisation in Europe, Cambridge 2004, s. 102.

¹⁰³ Bkz. 06.03.2007 tarih ve 26454 sayılı RG.

¹⁰⁴ 5582 sayılı Kanunda yabancı kökenli “mortgage” terimi yerine “konut finansmanı sistemi” deyiimi tercih edilmiştir. Öte yandan Türk Dil Kurumu mortgage teriminin Türkçe karşılığı olarak “tutsat” kelimesinin kullanılmasının uygun olacağını belirtmiştir (Bkz. 15.2.2007 tarihli Türk Dil Kurumu basın açıklaması).

¹⁰⁵ 5582 sayılı Kanunda düzenlenen ipotekli sermaye piyasası araçlarının yukarıda açıkladığımız teknik anlamda menkul kıymetleştirmeye uyan çeşidi, konut finansman fonlarının fon portföyüne girmek üzere devraldıkları varlıkları menkul kıymetleştirmek suretiyle ihraç ettikleri ipoteğe dayalı menkul kıymetlerdir. Yatırım fonlarına benzer bir yapıda işlemesi öngörülen konut finansman fonları, fon kurulu tarafından kurucunun malvarlığından bağımsız olarak ipoteğe dayalı menkul kıymet sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre yönetilecektir (m.12). Bununla birlikte fonun ihraç edeceği menkul kıymetler, istendiğinde iade anındaki fon pay değeri üzerinden fona iade edilen katılma belgesi niteliğinde değil, vadede faiziyle ödenen bir borçlanma senedi niteliğindedir.

Öte yandan yine 5582 sayılı Kanunda düzenlenen ipotek teminatlı menkul kıymetler (m.8) ve varlık teminatlı menkul kıymetler (m.9), işbu tezde açıklanan menkul kıymetleştirme yöntemi ile belli noktalarda örtüşmekle birlikte, menkul kıymet ödemelerinin ihraççının genel yükümlülüğü niteliğinde olması bakımından aşağıda açıklayacağımız ipotekli tahvillerle özdeş mahiyettedir.

Geleneksel kredilendirme sisteminde bankalar konut kredisi vermek için gerekli fonu kendi özkaynaklarından veya borçlanarak temin ettikleri yabancı kaynaklardan (mevduat gibi) sağlarlar. Özellikle şehirlerde, çoğalan nüfus ve göçle birlikte fevkalâde artan konut ihtiyacı ve buna bağlı kredi talebi, bankaların kendi kaynaklarıyla finanse edemeyecekleri boyuta gelmiştir. İşte, mortgage denilen sistemin özü, söz konusu artan kredi talebini karşılayacak kaynağın, menkul kıymetleştirme yoluyla sermaye piyasalarından elde edilmesi fikrine dayanmaktadır. Buna göre, bankaların verdikleri konut kredilerinden doğan alacaklarını menkul kıymetleştirerek satmaları ve bu satıştan elde ettikleri fonları yeni konut kredileri açmada kullanmaları beklenmektedir. Böylelikle bankaların kredi açma kapasiteleri yükselirken, kredi kullandırma maliyetleri azalmaktadır.

B. İpotekli Tahviller İle

Yurtdışı uygulamalarda “*mortgage bonds*” ya da “*covered bonds*” olarak adlandırılan ipotekli tahviller¹⁰⁶, konut finansmanı işlemleri ile uğraşan kredi kurumları tarafından çıkarılan ve bu kurumların aktifinde yer alan ipotek teminatl konut kredilerinden doğan alacaklar üzerinde rehin hakkı sağlayan menkul kıymetlerdir¹⁰⁷.

İpotekli tahviller, şirketlerin çıkardığı diğer tahvillerin tüm özelliklerini taşır¹⁰⁸. Ancak ipotekli tahvillerin diğer tahvillerden farkı, tahvil sahiplerine şirket aktifinde yer alan ipotekli alacaklar üzerinde rehin hakkı¹⁰⁹ verilerek ek bir güvence sağlanmasıdır¹¹⁰.

Dolayısıyla ipotek teminatl menkul kıymetler de, ipotekli tahviller gibi bir bilanço içi menkul kıymetleştirme olarak nitelendirilebilir.

5582 sayılı Kanunla getirilen konut finansmanı sistemi ve düzenlenen menkul kıymet türleri III.Bölümde ayrıntılı olarak açıklanacaktır. Bkz. aşağıda Bl. 3, II.

¹⁰⁶ Almanya’da “*Pfandbrief*” olarak adlandırılan yapının da özünde ipotekli tahvil olduğu belirtilmektedir. Bkz. *Von Dryander, C.: Legal Aspects of Asset Securitisation in Germany, Asset Securitisation: Theory and Practice in Europe, Chapter I, London 1991, s. 379; Tantan, s. 97; Doğru, s. 222; Erdönmez, P.A.: Aktif Menkul Kıymetleştirme, Bankacılar Dergisi, S. 57, 2006, s. 82.*

¹⁰⁷ *Doğru, s. 12.*

¹⁰⁸ *Alp, s. 133.*

¹⁰⁹ İhraca dayanak teşkil eden şirket alacakları üzerinde rehin hakkı sağlanması özelliği bakımından ipotekli tahviller, esasen aşağıda açıklayacağımız rehinli tahvil kurumuna karşılık gelmektedir. Bkz. Bl. 1, V D.

¹¹⁰ *Önal/Topaloğlu, s. 209; Doğru, s. 31.*

İpotekli tahvillerde de alacakların menkul kıymetleştirilmesi söz konusudur, ancak bu menkul kıymetleştirme bir bilanço içi menkul kıymetleştirmedir¹¹¹. Bunun anlamı, ipotekli tahvillerde menkul kıymetleştirilen alacaklar şirketin bilançosunda kalmaya devam eder ve ihraç edilen menkul kıymetlerin vadede ödenmesi ihraççı kurumun yükümlülüğündedir¹¹².

İpotekli tahvillerin ödemeleri de, varlığa dayalı menkul kıymetlerde olduğu gibi, alacak havuzundan sağlanan nakit akımları ile yapılır¹¹³. Dolayısıyla ipotekli tahvillerin de nakit akımına dayalı bir finansman tekniği olduğu söylenebilir. Ancak ihraca dayanak teşkil eden alacakların ihraççı şirketin bünyesinde kalması ve yatırımcılara yapılacak ödemelerin şirketin sorumluluğunda olması ipotekli tahvilleri varlığa dayalı menkul kıymetlerden esaslı şekilde ayırır. Söz konusu farklılık iflasın yatırımcılara etkisi bakımından daha açık bir şekilde ortaya çıkar. Şöyle ki; varlığa dayalı menkul kıymetlerde menkul kıymete dayanak teşkil eden alacaklar, özel amaçlı kuruluşa devredilmek suretiyle şirketin risklerinden izole edildiğinden, kaynak şirketin iflası yatırımcıları etkilemez. Zira menkul kıymetin vadede faizi ile birlikte ödenmesi, izole edilmiş alacaklardan elde edilen nakit akımları ile yapılır. İpotekli tahvillerde ise ihraççı şirketin iflası halinde, yatırımcıların üzerinde rehin hakkı sahibi olduğu alacaklar iflas masasına dahil olur. Bu halde alacaklar üzerinde rehin hakkı sahibi olan yatırımcıların alacakları tahsil yetkisi sona erer, bu yetki iflas masasına geçer. Öte yandan ihraççı şirketin vadesi gelmemiş diğer ipotekli tahvil sahiplerinin alacakları dahil diğer tüm borçları da muaccel hale gelir ve iflas masasına girer. Böyle bir halde tüm ipotekli tahvil sahiplerinin anapara ve faiz alacaklarının tamamını almaları zorlaşır.

Gerek ipotekli tahvillerin, gerek (varlığa dayalı menkul kıymetlerin özel bir çeşidini oluşturan) ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin¹¹⁴ her ikisinde de ipotek teminatı bulunmakla beraber, bu teminattan yatırımcıların yararlanma koşulları

¹¹¹ Bkz. *Önal/Topaloğlu*, s. 209; *Yılmaz*, U.: Türkiye’de İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Merkezlerinin Kurulması, SPK’r Yeterlik Etüdü, Ankara 1999, s. 13. *Doğru*, ipotekli tahvillerin menkul kıymetleştirme kavramı içinde değerlendirilmemesi gerektiği görüşündedir (s. 37).

¹¹² 5582 sayılı Kanunun 8 ve 9. maddelerinde düzenlenen ipotek teminatlı ve varlık teminatlı menkul kıymetler, ihraççının genel yükümlülüğü niteliğinde olmak bakımından ipotekli tahvillerle özdeştir. Bkz. *Doğru*, s. 31.

¹¹³ *Topaloğlu*, İpoteğe Dayalı, s. 37; *Doğru*, s. 12.

¹¹⁴ İpoteğe dayalı menkul kıymetleri, daha genel bir kavram olan varlığa dayalı menkul kıymetlere göre özellikli kılan husus, menkul kıymetleştirilen alacağın ek bir güvence olarak ipotekle teminat altına alınmış olmasıdır. Bunun dışında bir farklılık söz konusu değildir.

farklıdır: İpoteğe dayalı menkul kıymetlerde alacakların sahibi, onları kaynak şirketten devralan özel amaçlı kuruluştur. Özel amaçlı kuruluş yatırımcılar adına hareket etmek üzere kurulmuş olup, alacaklar ödenmediği takdirde teminatları (yani ipotekleri) paraya çevirme işini de yatırımcılar adına üstlenir¹¹⁵. Bu nedenle yatırımcılar, alacaklar ve alacakların teminatını oluşturan ipotekler üzerinde dolaylı olarak hak sahibidirler. Buna karşılık ipotekli tahvillerde yatırımcılar, menkul kıymetlere dayanak oluşturan alacaklar üzerinde rehin hakkı sahibi olduklarından, alacakların teminatını oluşturan ipotekler üzerinde de doğrudan doğruya hak sahibidirler¹¹⁶. Bunun anlamı, alacaklar ödenmediğinde yatırımcıların ihraççı şirketi takip ve ipoteğin paraya çevrilmesini talep etme haklarının bulunmasıdır¹¹⁷.

C. Medeni Kanunda Düzenlenen Taşınmaz Rehni Türleri İle

Medeni Kanun'un 898 ve 938'inci maddeleri arasında düzenlenen taşınmaza tedavül fonksiyonu kazandırma (ve kredi sağlama) amaçlı rehin senetleri üç türdür. Bunlar ipotekli borç senetleri, irat senetleri ve taşınmaz rehniyle güvence altına alınan ödünç senetleridir¹¹⁸. Bunların ortak özelliği hepsinin kıymetli evrak vasfını haiz olmasıdır.

Bu senet türleri ile ilgili açıklama yapmadan önce, Türk hukukunda taşınmaz rehni ile ilgili temel bazı hususlara değinmekte fayda görüyoruz. Bilindiği gibi rehin hakkı, sahibine, alacağını öncelikli olarak elde edebilmek için rehin konusu nesneyi, hakkı ya da diğer herhangi bir malvarlığı değerini paraya çevirme yetkisi veren mutlak bir haktır. Bu anlamda rehin hakkının temel fonksiyonu teminat sağlamadır. Rehin hakkının bir çeşidi olan taşınmaz rehninde ise, teminat fonksiyonunun yanında taşınmazın değerini tedavül ettirme fonksiyonu vardır. Bu fonksiyon, rehin hakkının kıymetli evrak niteliği taşıyan bir senede bağlanması, senedin el değiştirmesi ile

¹¹⁵ *Doğru*, s. 23 ve 30.

¹¹⁶ Ancak ipoteğe dayalı tahviller sahibine teminat havuzu üzerinde bir mülkiyet ya da ortaklık hakkı bahsetmez. Bkz. *Topaloğlu*, İpoteğe Dayalı, s. 37; *Bradner*, J.: The Secondary Mortgage Market and State Regulation of Real Estate Financing, 36 *Emory Law Journal*, N.1, 1987, s. 983.

¹¹⁷ *Doğru*, s. 31.

¹¹⁸ Medeni Kanunun menkul rehni bölümünde düzenlenen (m.970-972) ve özünde bir alacak rehni türü olan rehinli tahvili burada saymıyoruz. Öte yandan MK'nun taşınmaz rehniyle güvence altına alınan ödünç senetlerine ilişkin 930. maddesi kenar başlığı da "rehinli tahviller" olup, farklı düzenlemeler içeren bu hükümlerin aynı başlık taşıması kanımızca sakıncalı ve kanun yapma tekniğine uygun değildir.

senette mündemiç olan taşınmaz değerinin de el değiştirmesi (ya da daha doğru bir deyişle taşınmazın değeri ile teminatlı alacak hakkının el değiştirmesi) ile sağlanır.

Alacağa teminat sağlama fonksiyonu gören taşınmaz rehni tipi ipotektir. Alacağa teminat sağlamanın yanında tedavül fonksiyonu da üstlenen taşınmaz rehni tipleri ise ipotekli borç senedi ve irat senedir¹¹⁹. Bunlar dışında bir yöntemle Türk hukukunda bir taşınmaz üzerinde rehin tesis etmek mümkün değildir (MK m.850)¹²⁰. Yukarıda belirttiğimiz taşınmaz rehniyle güvence altına alınan ödünç senetleri ise, uzun vadeli kredi gibi modern iktisadi hayatın bazı ihtiyaçlarını karşılamak üzere, kanun koyucunun ayrı bir rehin tipi yaratmak yerine, düzenlenen bu üç rehin tipine özel bir bünye vermek suretiyle düzenlediği müessesedir¹²¹.

Aşağıda ipotekli borç senetleri, irat senetleri ve taşınmaz rehniyle güvence altına alınan ödünç senetlerine ait hususiyetler açıklandıktan sonra, bu kurumların menkul kıymetleştirme ile toplu bir mukayesesi yapılacaktır.

1. İpotekli Borç Senetleri

İpotekli borç senetleri ipotek ile irat senedi arasında, bu iki rehin tipinden alınmış unsurları bünyesinde taşıyan bir taşınmaz rehni çeşididir¹²².

İpotekli borç senedi taşınmaz rehniyle güvence altına alınmış kişisel bir alacak meydana getirir (MK m.898). Borçluya kişisel bir sorumluluk yüklemesi ipotekli borç senedini ipoteye yaklaştırır. Kişisel sorumluluğun anlamı, rehin konusu taşınmazın değeri borcu karşılamaya yetmezse, kalan kısım için borçlunun diğer malvarlığı değerleriyle sorumlu olmaya devam etmesidir. Kişisel sorumluluğun bir sonucu olarak ipotekli borç senetlerinde (ipotekte olduğu gibi), taşınmaz maliki borçludan başka bir şahıs olabilir. Başka bir anlatımla borçlu ile taşınmaz malikinin aynı kişi olması zorunluluğu yoktur.

İpotekli borç senedi yenileme (BK m.114) yoluyla bağımsız bir alacak meydana getirir (MK m.910). Bu nedenle ipotekli borç senedi, bir rehin çeşidi olmasına rağmen, fer'i değil, bağımsız bir alacak hakkı oluşturması yönüyle ipotekten esaslı şekilde ayrılır. Kanun koyucunun bu düzenlemedeki amacı senetlerin

¹¹⁹ *Kuntalp*, İpotekli Borç Senetleri, s. 6.

¹²⁰ *Oğuzman/Seliçi/Özdemir*, s. 680.

¹²¹ *Köprülü, B./Kaneti, S.*: Sınırlı Ayni Haklar, 2. Bası, İstanbul 1982-1983. s. 260.

¹²² *Köprülü/Kaneti*, s. 259; *Kuntalp*, İpotekli Borç Senetleri, s. 8.

tedavül kabiliyetini artırmaktır¹²³. Yine senetlerin kolay tedavülü amacıyla ipotekli borç senetlerinin bir şarta ya da karşı edime bağlanması yasaklanmıştır (MK m.909). Sayılan özelliklerini bir arada toplamak suretiyle ipotekli borç senedini, taşınmaz rehni ile temin edilmiş kesin bir para borcu ikrarını havi kıymetli evrak niteliğinde şahsi bir kredi senedi olarak tanımlamak mümkündür¹²⁴.

Taşınmazlar üzerinde rehin, resmi şekilde yapılmış sözleşme ve tescille kurulur (MK m.856). İpotekli borç senedinde tescilin yanında tapu memuru tarafından ayrıca bir rehin senedi düzenlenir. İşte kıymetli evrak vasfını taşıyan ve el değiştirebilen senet bu senettir. Senette mündemiç hakları ile ileri sürebilmek için senede zilyet olmak şarttır (MK m.923).

İpotekli borç senetleri nama veya hamiline düzenlenebilir (MK m.914). Emre düzenlenebilmesine de bir engel yoktur¹²⁵.

2. İrat Senetleri

İrat senedi bir taşınmaz üzerinde gayrimenkul mükellefiyeti olarak yüklenen alacaktır (MK m.903/1).

İrat senedi de (ipotekli borç senedi gibi) yenileme yoluyla fer'i nitelikte olmayan, bağımsız bir alacak yaratır (MK m.903/2). Şu kadar ki, irat senedi kişisel sorumluluk doğurmaz. Başka deyişle irat senedinin borçlusu, borçtan kişisel olarak sorumlu değildir. Onun sorumluluğu taşınmazın değeriyle sınırlı bir sorumluluktur¹²⁶. Bu nedenle, eğer borcun miktarı taşınmazın değerini aşıyorsa, aşan kısım için borçlunun diğer malvarlığı değerlerine müracaat edilmesi mümkün değildir. Bu husus, irat senedini ipotekli borç senedinden ayıran özelliktir.

Kişisel bir borç doğurmaması, borcun taşınmazın değeriyle sınırlı olması nedeniyle irat senedinde borçlu, zorunlu olarak rehin konusu taşınmazın malikidir (MK m.907). Başka deyişle, irat senedinde borçlu sıfatı ile taşınmaz maliki sıfatları

¹²³ Oğuzman/Seliçi/Özdemir, s. 756.

¹²⁴ Domaniç, H.: Kıymetli Evrak Hukuku ve Uygulaması, C. IV, İstanbul 1990, s. 73.

¹²⁵ Köprülü/Kaneti, s. 411; Ertaş, s. 539. Aksi görüş için bkz. Çetin, S.: İpotekli Borç Senedi ve İrat Senedi, Ankara 2004, s. 113.

¹²⁶ Gürsoy, K.T./Eren, F./Cansel, E.: Türk Eşya Hukuku, Ankara 1978, s. 1147; Domaniç, s. 82.

birbirinden ayrılamaz. Yüklü taşınmazı elde eden kimse, borçlu sıfatını da edinmiş olur¹²⁷.

İpotekli borç senedi için belirttiğimiz bir şart ya da karşı edim kaydı içermeme, rehin senedinin nama, emre veya hamiline düzenlenebilmesi, hakkın ileri sürülebilmesi için senede zilyet olma şartı gibi hususlar irat senedi için de geçerlidir.

3. Taşınmaz Rehni İle Güvence Altına Alınmış Ödünç Senetleri

Eski Medeni Kanunumuzda “gayrimenkul karşılık gösterilerek çıkarılan senet” olarak adlandırılan bu kurum, daha önce de belirttiğimiz gibi, ayrı bir taşınmaz rehni tipi değil mevcut taşınmaz rehni tiplerinin özel bir bünye verilmiş halidir¹²⁸.

Gerek sadece alacağı teminat altına alan ipotekte, gerek taşınmazı rehnetme yanında değerini de tedavül ettirme fonksiyonları üstlenen ipotekli borç ve irat senetlerinde, taşınmazını rehin verip borçlanan yalnız bir kişi vardır. Ancak bu taşınmaz rehni tipleri, küçük tasarruf sahiplerinden borç alınabilmesine uygun değildir. Çünkü, bunun için her bir tasarruf sahibi lehine taşınmaz üzerinde saymış olduğumuz rehin tiplerinden biriyle rehin tesis etmek gerekir ki, bu pratik ve ekonomik açıdan uygulanması zor, belki de imkansız bir yöntemdir. Taşınmaz rehni bir teminat olarak kullanırken, her bir alacaklı lehine rehin tesisine gerek kalmadan halktan borç para alınabilmesini sağlamak üzere kanun, taşınmaz rehniyle teminatlı tahvil ve seri halinde ipotekli borç senedi/irat senedi çıkarılabilmesine cevaz vermiştir (MK m.930-938).

Bu senetlerde çok sayıda alacaklı bir borçlunun karşısında yer alır ve bu alacaklılar arasında herhangi bir hukuki ilişki yoktur¹²⁹. Bu bakımdan, çok sayıda alacaklı ile borçlunun temasını sağlamak üzere bir güvenilir kişi tayin edilmesi gerekir. O yüzden bu senetler genellikle bir kredi kurumu (banka) aracılığıyla ihraç edilir.

Taşınmaz rehniyle teminatlı ödünç senedi çıkarmanın birinci yolu olan rehinli tahvil ihracı iki şekilde gerçekleşebilir:

¹²⁷ Ayan, M.: Eşya Hukuku Sınırlı Ayni Haklar, Konya 2000, s. 203; Günver, O.R.: Sermaye Piyasası Aracı Olarak İpotekli Borç Senedi ve İrat Senedi, TBB Yayın No: 185, Ankara 1994, s. 63.

¹²⁸ Köprülü/Kaneti, s. 260; Altay/Eskiocak, s. 11.

¹²⁹ Oğuzman/Seliçi/Özdemir, s. 761; Köprülü/Kaneti, s. 433.

a) Birinci yöntemde (MK m.930/1); borçluya verilecek ödünçün tümü için borçlunun kendisine ya da başkasına ait taşınmaz üzerinde ipotek veya ipotekli borç senedi yoluyla rehin kurulur. Tahvilleri çıkarma işini üzerine alan aracı kurum zorunlu olarak hem borçluyu hem alacaklıları temsil etmek üzere güvenilir kişi olarak tayin edilir. Çıkarılan senetlerde, borçlu olarak ödünç alan kimse, alacaklı olarak da senetler üzerinde hak sahibi olacak kişiler gösterilir. Ancak tahvilleri kimin alacağı henüz belli olmadığı için, bu kişilerin adları yazılmaz¹³⁰. Taşınmaz üzerinde kurulacak rehin, ancak ipotek ya da ipotekli borç senedi tipinde olabilir. Rehin sözleşmesi taşınmaz maliki ile aracı kurum arasında akdedilir. Rehin tapu kütüğüne tek bir tescille yazılır, her bir senet ayrı ayrı gösterilmez. Çıkarılan tahviller kıymetli evrak vasfındadır ve hem borçlu hem de taşınmaz maliki tarafından imza edilir. Tahvillerin devri kıymet evrakın devrine ilişkin hükümlere (TTK m.559 vd.) göre gerçekleşir¹³¹. Her bir tahvil, rehinle temin edilmiş alacağın belirli bir bölümünü temsil edip, tesis edilen taşınmaz rehninden doğrudan doğruya yararlanır¹³².

b) İkinci yöntemde (MK m.930/2); tahvil çıkarmayı üstlenen kurum doğrudan doğruya senetlerin borçlusu konumunda olur. Taşınmaz üzerinde bu kurum yararına ipotek, ipotekli borç senedi ya da irat senedi şeklinde rehin tesis edilir¹³³. Senetleri çıkaran aracı kurum, sahibi olduğu rehinli alacak üzerinde, senetleri alan kişiler lehine rehin hakkı tesis eder. Görüldüğü gibi, bu yöntemde tahvil sahipleri taşınmaz üzerinde doğrudan doğruya bir rehin hakkına değil, aracı kurumun alacağı üzerinde rehin hakkına sahiplerdir. Bu bakımdan rehin hakkının geçerli olarak tesisi için alacağın rehnine ilişkin kurallara riayet edilmiş olması gerekir¹³⁴.

Taşınmaz rehniyle teminatlı ödünç senedi çıkarmanın ikinci yolu seri halinde ipotekli borç ya da irat senedi çıkarılmasıdır (MK m.931). Seri halinde çıkarılan ipotekli borç ve irat senetlerine de, kanunda belirtilen hükümler saklı kalmak

¹³⁰ Köprülü/Kaneti, s. 435.

¹³¹ Her ne kadar MK m.930 hükmünde (MK m.914 hükmüyle paralel olarak) sadece nama ve hamiline yazılı tahvillerden söz edilmişse de doktrinde söz konusu senetlerin nama, emre veya hamiline olarak düzenlenebileceği belirtilmektedir. Gürsoy/Eren/Cansel, s. 1153-1154; Köprülü/Kaneti, s. 434.

¹³² Köprülü/Kaneti, s. 435.

¹³³ Gürsoy/Eren/Cansel, s. 1155.

¹³⁴ Köprülü/Kaneti, s. 436.

kaydıyla, ipotekli borç ya da irat senetlerine ilişkin kurallar uygulanır. Bunların özelliği çok sayıda çıkarılıp, tek bir borcun bölümlerini oluşturmalarıdır¹³⁵.

Senetler, sayıları gösterilmek suretiyle tapu kütüğüne tescil olunur, ödünçün tamamı için tek bir tescil işlemi yapılır (MK m.934). Borçlu ile taşınmaz maliki farklı kişiler ise, aracı kurumun alacaklılar ve borçluların temsilcisi olduğu senetlerde belirtilir (MK m.932/3).

Seri halde çıkarılan ipotekli borç ve irat senetleri gerçek anlamda taşınmaz rehni senedi mahiyetinde olup, senet sahipleri lehine doğrudan doğruya taşınmaz üzerinde rehin hakkı sağladığı gibi, kamu güveninden de yararlanırlar¹³⁶.

Yukarıda özelliklerini açıklamaya çalıştığımız MK'nda düzenlenen taşınmaz rehni senetlerinin hepsinde, taşınmazın değerine tedavül kabiliyeti kazandırma amacı yer almakla birlikte, rehinli tahviller ve seri halde çıkarılan ipotekli borç ve irat senetlerinde taşınmaz rehni ile teminat altına alınmış alacağın küçük parçalar halinde halka satılması, bu yolla daha ucuz maliyetli kredi temin edilmesi amacı daha ağır basar. Diğer taraftan bu kurumlarda, menkul kıymetleştirmede olduğu gibi, çok sayıda alacağın bir araya gelerek havuz oluşturması, bu havuzun belli bir ihraca özgülmesi ve havuzdan elde edilen nakit akımlarının tahvil sahiplerine yapılacak ödemelere tahsis olunması gibi bir yapı yoktur. Bu kurumlarda senetleri alan alacaklıların karşısında tek bir borçlu (ödünç alan) vardır ve ödeme yapıp yapmama bu borçlunun ihtiyarındadır¹³⁷. Hatta borçlunun kişisel sorumluluğunun olmadığı irat senedinde alacaklıların güvencesi daha da azdır. Bu bakımdan bahsi geçen taşınmaz rehni senetlerinin menkul kıymetleştirme sonucunda ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetlerle örtüştüğünü söylemek mümkün değildir. Şu var ki, taşınmaz rehininin bir güvence olarak fonksiyon üstlenmesi, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerle ortak yönlerini oluşturur.

Son olarak, ipotekli borç ve irat senetleri ülkemizde uygulama alanı bulamamıştır.

¹³⁵ Oğuzman/Seliçi/Özdemir, s. 763; Köprülü/Kaneti, s. 436; Reisoğlu (Seza), Sermaye Piyasası Açısından İpotekli Borç Senetleri, İpotekli Borç Senetleri Sempozyumu, Ankara 1984, s. 31-32.

¹³⁶ Köprülü/Kaneti, s. 438; Ünal, O.K.: İpotekli Borç ve İrat Senetlerinin Menkul Kıymet Özelliği, GÜHFD, C. IV, S. 1-2, 2002, s. 4.

¹³⁷ Doğru, s. 29.

D. Rehinli Tahvil İle

Medeni Kanunun bir taşınır rehni müessesesi olarak 970'inci maddesinde düzenlediği rehinli tahvil ile, aynı Kanunun taşınmaz rehni bahsinde düzenlenen rehinli tahviller (MK m.930) farklı müesseselerdir.

MK m.930 hükmüne göre, “İşletme olarak taşınmaz rehni karşılığında ödünç verme işiyle uğraşmak üzere yetkili makamdan izin alanlar, özel rehin sözleşmesi ve teslim yükümlülüğü olmasa bile, taşınmaz rehniyle güvence altına alınmış alacakları ile cari işlerinden doğan alacaklarını karşılık göstererek rehinli tahvil çıkarabilirler.”

Maddenin düzenleniş biçiminden anlaşılmaktadır ki, MK’da düzenlenen senetlerden menkul kıymetleştirmeye (başka deyişle varlığa dayalı menkul kıymetlere) en yakın olanı MK m.930’da yer alan rehinli tahvillerdir. Esasen rehinli tahvil kurumu yukarıda bahsettiğimiz ipotekli tahvillere karşılık gelmektedir¹³⁸.

Rehinli tahvil kurumunun düzenlenmesindeki amaç, işletmelerin giriştikleri büyük hacimli projeleri kredilendirmelerinde küçük tasarruflardan yararlanmalarını (bu tasarrufları toplayarak) ve bu yolla daha kolay bir şekilde kaynak temin etmelerini sağlamaktır¹³⁹. Rehinli tahvillerin özelliği, kredi kurumunun taşınmaz rehni ile teminatlı alacakları ve diğer cari işlemlerinden doğan alacakları üzerinde, yazılı bir rehin sözleşmesine ve senetlerin teslimine gerek kalmaksızın, rehin hakkından yararlanmalarıdır¹⁴⁰. Özünde bir alacak rehni mahiyetinde olan rehinli tahvilde, alacak rehnine ilişkin genel kurallar (MK m.954-961) devre dışı bırakılmakta, sadece tahvile sahip olunması alacaklar üzerinde rehin hakkına sahip olmak için yeterli sayılmaktadır¹⁴¹. Rehinli tahvili ihraç edebilecekler ve çıkarma izni vermeye yetkili makamın özel kanunla belirleneceği (MK m.972) düzenlenmesine karşın, söz konusu özel kanun çıkarılmamış ve bu müessese de hayatiyet kazanamamıştır.

¹³⁸ Doğru, s. 31. İpotekli tahvillerle ipoteğe dayalı menkul kıymetleri birbirinden farklılaştıran en önemli husus, ipotekli tahvillerde alacakların kaynak şirketin bilançosunda kalmaya devam edip, ihraç edilen tahvillerin kaynak şirketin ödeme yükümlülüğünde olmasıdır. Bkz. yukarıda Bl. 1, V B.

¹³⁹ Oğuzman/Seliçi/Özdemir, s. 807; Cansel, E.: Rehinli Tahvilat, III.Ticaret ve Banka Hukuku Haftası, Ankara 1964, s. 300 vd.

¹⁴⁰ Köprülü/Kaneti, s. 558.

¹⁴¹ Serozan, R.(Hatemi, H./Arpacı, A.), Eşya Hukuku, İstanbul 1991, s. 362-363.

Rehinli tahvillerle özünde aynı olan ipotekli tahvillerle ilgili ileri sürülen bir görüşe göre, ipotekli tahvilin tahvil sahibine ipotekle teminat altına alınan alacaklar üzerinde rehin hakkı vermesi, başka deyişle bir şirketin çıkardığı menkul kıymetin, menkul kıymet alıcısına şirketin aktifinde bulunan alacaklar üzerinde rehin hakkı sağlaması ancak kanunun buna izin vermesi ile mümkündür, zira Kıta Avrupası hukuk sisteminde bir aynı hak olan rehin ancak kanunla yaratılabilir¹⁴². Bu görüşe katılmıyoruz, çünkü rehinli tahvilde bir aynı hak yaratılması değil, alacaklar üzerinde rehin hakkı kurulmasının özel bir çeşidi söz konusudur¹⁴³. Rehlinli tahvilde yeni bir rehin türü ihdas edilmemekte, var olan bir rehin müessesesinden tahvil sahiplerinin kanunun özel hükmü ile yararlandırılması söz konusu olmaktadır. Öte yandan, tahvil sahiplerine bu şekilde rehin hakkı tanınmasının kanunun buna cevaz vermesi ile mümkün olabileceği savunulabilir. Zira, alacak rehnine ilişkin genel prensipler kanunla konduğu için, bu prensiplere istisna tanınması da ancak kanunla mümkün olabilir.

Rehinli tahville menkul kıymetleştirme arasındaki fark, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerle ipotekli tahviller arasındaki farkın aynıdır. Rehlinli tahvillerde de, tahviller için karşılık gösterilen alacaklar işletmenin bünyesinde kalmaya devam eder ve tahvillerin borçlusu, alacakların da sahibi olan işletmedir.

E. Faktoring İle

Faktoring çeşitli sözleşme tiplerinden (vekalet, karz, satım, alacağın temliki) unsurları barındıran karma muhtevalı atipik bir sözleşmedir¹⁴⁴. Bu sözleşme ile faktör adı verilen kuruma, faktörün müşterisi konumunda olan bir işletme üçüncü şahıslar nezdindeki alacaklarını temlik eder. İşletme bu temlik karşılığında faktör ile bazı edimleri yerine getirmesi konusunda anlaşır. Bu edimlerin başında alacakların takip ve tahsilinin yürütülmesi hizmeti gelir. Ancak bunun yanında işletmenin muhasebesinin tutulması, finansal yönetim, pazarlama, danışmanlık vs. hizmetler sunulması gibi edimler de kararlaştırılabilir. Bu hizmetler karşılığında faktör ücrete hak kazanır. Faktör ile müşteri arasında yapılan anlaşmaya göre, faktör temlik alınan alacakların ödenmeme riskini üzerine almışsa gerçek faktoringden; böyle bir risk

¹⁴² *Doğru*, s. 18 vd.

¹⁴³ Aynı yönde bkz. *Serozan (Hatemi/Arpacı)*, s. 362.

¹⁴⁴ *Akkanat*, H.: Gerçek Factoring Sözleşmesi, Ömer Teoman'a Armağan, C. II, İstanbul 2002, s. 890.

üstlenmeyip ödenmeyen alacaklar için müşteriye rüçû edebiliyorsa gerçek olmayan faktoringden söz edilir¹⁴⁵. Öte yandan faktör, alacakların tahsili henüz gerçekleşmeden alacak miktarının kararlaştırılan bir kısmını temlik anında müşterisine peşin olarak ödüyorsa, kredi fonksiyonu sağlayan ön ödemeli faktoring söz konusudur¹⁴⁶. Yukarıda belirtilen özellikleri ile faktoringin kredi, işgörme ve teminat olmak üzere üç fonksiyonu olduğu söylenebilir¹⁴⁷.

Bir likidite ve finansman sağlama aracı olarak alacakların temlik yönteminin kullanılması bakımından faktoring menkul kıymetleştirme ile benzeşmekle birlikte, ikisi arasında önemli farklılıklar vardır¹⁴⁸. İlk olarak, alacaklarını temlik aldığı müşteriye peşin ödeme yapan faktör, bu işlemden önce de varlığı olan, kar etme amacıyla faaliyetini sürdüren bir finans şirkettir. Oysa menkul kıymetleştirmede alacakları kaynak şirketten devralan özel amaçlı kuruluş, sırf bu temlik için ve temlik sonrası menkul kıymet ihracını gerçekleştirmek üzere kurulan bir vasıta/araç konumunda olup, kar amacı gütmeyecek ve iflastan uzak bir şekilde yapılandırılır¹⁴⁹.

Diğer taraftan gerçek faktoringde, faktör alacakların ödenmemesi riskini üzerine alır. Buna karşılık menkul kıymetleştirmede özel amaçlı kuruluşun böyle bir risk alması söz konusu değildir. Menkul kıymetleştirmede bu riski aslında, ihraç edilen menkul kıymetleri satın alan yatırımcılar üzerine almıştır. Çünkü alacakların ödenmemesi halinde bundan etkilenecek olan taraf, ödemelerini vadesinde alamayan yatırımcılar olur. Menkul kıymetleştirmede kaynak şirket bu riski çeşitli güvence mekanizmaları ile minimize etmeye ve bu suretle ihraç edilecek menkul kıymete yüksek derece notu almaya çalışır. Yatırımcılar da bu nota güvenerek alım yapar ve ödenmeme riskini üzerlerine alırlar.

Factoringi bir finansal faaliyet olarak icra eden ve çeşitli riskler alan faktör şirketi, bunun için her şeyden önce yeterli sermayeye ve gerekli donanımına sahip olmak zorundadır. Bu nedenle mevzuatla üstlenebileceği riskler sınırlandırılarak, sermaye yeterliliği düzenlemelerine tabi kılınmıştır.

¹⁴⁵ Ayrıntılı bilgi için bkz. *Kocaman, A.: Factoring İşleminin Hukuki Niteliği*, Ankara 1992, s. 37 vd.

¹⁴⁶ *Kocaman, A.: Teoride ve Uygulamada Factoring İşlemi*, BATİDER, C. XVI, S. 1, 1991, s. 57.

¹⁴⁷ *Özakman, C.: Factoring Sözleşmeleri*, İstanbul 1988, s. 35.

¹⁴⁸ Söz konusu farklılıkların bir tablo halinde ifadesi için bkz. *Tantan*, s. 135.

¹⁴⁹ *Schwarzc, Structured Finance*, Bl. I, s. 12.

Faktoringde faktör devraldığı alacakların tahsilinden elde ettiği nakitleri müşterisine öder. Menkul kıymetleştirmede ise alacaklardan elde edilen nakit akımları, yatırımcılara yapılacak menkul kıymet ödemelerine tahsis olunur. Bu anlamda menkul kıymetleştirmede olduğu gibi alacakların bir havuz oluşturması ve ihraç edilen menkul kıymetlere karşılık gösterilmesi gibi bir uygulama faktoringde söz konusu değildir.

İKİNCİ BÖLÜM

MENKUL KIYMETLEŞTİRMEDE HUKUKİ İLİŞKİLER

I. Menkul Kıymetleştirmede Yer Alan Taraflar

Menkul kıymetleştirme ile finansman temin etme yönteminin özellik arz eden noktalarından biri, birden fazla kişi veya kuruluşun süreç boyunca birbirini takip eden işlevler üstlenmesi, bu suretle her safhada uzmanlaşmanın getirdiği avantajlardan yararlanmasıdır. Menkul kıymetleştirmenin taraflarını oluşturan söz konusu kişi ve kuruluşların her biri ve üstlendikleri fonksiyon ve görevler aşağıda açıklanacaktır.

A. Kaynak Şirket

Daha önce de belirttiğimiz gibi, varlığa dayalı menkul kıymetlerde ihraççı (*issuer*) kavramı yerine, menkul kıymetleştirilecek alacakların ilk sahibi olan, başka bir deyişle bu alacaklara kaynaklık eden kaynak şirket (*originator*) kavramı vardır. Menkul kıymetleştirmede ihraç, özel amaçlı kuruluş tarafından gerçekleştirilir. Ancak ihraç sonucunda elde edilen fonu kullanan, yani finansman temin eden kişi kaynak şirkettir. Kaynak şirket bunu, alacaklarını belli bir iskonto karşılığında devretmek suretiyle gerçekleştirir.

Menkul kıymetleştirilecek alacaklar kaynak şirketin ticari faaliyetlerinden doğan alacaklardır. Kaynak şirket eğer banka, finansman şirketi, finansal kiralama şirketi vs. şeklinde bir finansal kurum ise, menkul kıymetleştirilecek alacaklar da kullandırılan her türlü kredilerden doğan alacaklar, finansal kiralama alacakları gibi icra olunan finansal faaliyetinden elde edilen alacaklar olur. Buna karşılık, kaynak şirket eğer üretim yapan ve ürettiği mal ve hizmetleri satan bir reel sektör şirketi ise, bunlar da taksitli satışlarından doğan alacaklarını menkul kıymetleştirebilirler¹⁵⁰. Bu anlamda, menkul kıymetleştirilen nakit akımlarının hepsinin, reel sektör dışında finans kurumlarının finansal faaliyetlerinden doğan alacaklar olduğu, menkul kıymetleştirmenin de sadece finansal kurumlar için mali tablo rakamlarını

¹⁵⁰ Nitekim ABD’nde üç büyük otomobil üreticisinin araba satışlarından alacaklarının dayanak oluşturduğu varlığa dayalı menkul kıymet ihraçları, ihraçların önemli bir çoğunluğunu oluşturmuştur. Bkz. *Kane, M.E.: An Introduction to the Asset-Backed Securities Market*, Salomon Smith Barney Guide to Mortgage-Backed and Asset-Backed Securities, New York 2001, s. 70. Ayrıca bkz. *Önal/Topaloğlu*, s. 179; *Pavel*, s. 22.

iyileştirmeye yarayan ucuz fonlama yöntemi olduğu söylenemez. Aksine menkul kıymetleştirme, daha önce de değindiğimiz gibi, tahvil gibi klasik borçlanma araçlarını ihraç etme gücünden yoksun, buna karşılık ödeme güvenilirliği yüksek alacaklara sahip şirketler için etkin bir kaynak temin etme yoludur¹⁵¹.

Kaynak şirket menkul kıymetleştirilecek alacaklarını özel amaçlı kuruluşa devreder. Bu devir Türk hukukunda alacağın temlik işlemine karşılık gelir (BK m.162 vd.). Bu çerçevede, kaynak şirketin menkul kıymetleştirme işleminde sorumluluğunu alacağın temlik işlemine temlik edenin hak ve yükümlülükleri bağlamında değerlendirmek gerekir. Menkul kıymetleştirme işleminin safhaları ve menkul kıymetleştirme işleminde özellik arz eden hususlar incelenirken, alacağın temlik kapsamında kaynak şirket bakımından doğan hak ve yükümlülükler daha ayrıntılı değinilecektir¹⁵². Bununla birlikte, kaynak şirket menkul kıymetleştirme işleminde sadece alacağı temlik eden olarak fonksiyon üstlenmez, ayrıca güvence sağlama ve tahsilat fonksiyonlarını da üstlenir.

Kaynak şirketin güvence sağlama çeşitli şekillerde olur. Şöyle ki, kaynak şirket ödenmeyen alacakların tamamını ya da bir kısmını kendisinin ödeyeceğini (özel amaçlı kuruluşa) taahhüt edebilir yahut bu taahhüdü verenlere karşı kendisine rücu hakkı tanıyabilir. Öte yandan menkul kıymetleştirmede sık kullanılan başka bir güvence sağlama metodu aşkın teminatlandırma¹⁵³. Aşkın teminatlandırma, ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetlerin toplam değerinden fazla miktarda alacağın özel amaçlı kuruluşa devredilmesidir. Bu suretle, alacak havuzunda varlığa dayalı menkul kıymetlere dayanak olmak üzere fazladan alacak bulunmakta, bir kısım alacakların ödenmemesi, fazla alacaklardan gelen ödemelerle telafi edilmektedir.

Kaynak şirketin tahsilat fonksiyonu üstlendiği menkul kıymetleştirmeler de vardır¹⁵⁴. Bu halde, özel amaçlı kuruluş, alacakların takip ve tahsili için “*servicer*” denen bir yardımcı kuruluş ile anlaşmaz. Bunun yerine, alacakların ilk sahibi olan kaynak şirket, özel amaçlı kuruluşla yaptığı anlaşma uyarınca, bu kez alacakların sahibi sıfatıyla değil, özel amaçlı kuruluşun vekili sıfatıyla alacakların tahsili işlemlerini üstlenir. Borçlular ve onların mali durumları hakkında ilk elden ve daha

¹⁵¹ Bkz. yukarıda Bl. 1, IV A.

¹⁵² Bkz. aşağıda Bl. 2, III A.

¹⁵³ Her ne kadar bazı eserlerde aşırı teminatlandırma deyimini kullanılmakta ise de (bkz. Öcal, s. 16), kanımızca aşkın teminatlandırma daha uygun bir terimdir.

¹⁵⁴ Önal/Topaloğlu, s. 205.

fazla bilgi sahibi olan kaynak şirketin alacakların tahsili işlemlerini yerine getirmesi, çabukluk ve randıman açısından daha elverişlidir¹⁵⁵.

B. Özel Amaçlı Kuruluş

Özel amaçlı kuruluş, adı üzerinde özel bir amaçla kurulan yapıdır ve öngörülen amacı yerine getirdiğinde varlığı da sona erer. Bu amaç, alacakları kaynak şirketten devralarak bir havuzda toplamak, havuzdaki alacakları dayanak göstermek suretiyle varlığa dayalı menkul kıymet ihraç etmek ve menkul kıymet sahiplerine vadede alacakların ödenmesinden elde edilen nakitle ödeme yapmaktır.

Daha önce de belirtildiği gibi, özel amaçlı kuruluşun temel fonksiyonu alacaklara güvenli bir liman olmak, onları herhangi bir takip riskine maruz kalmadan menkul kıymet ödemelerinde kullanmaktır. Bu bakımdan alacakların kaynak şirketin risklerinden izole edilme yanında¹⁵⁶, özel amaçlı kuruluşun risklerinden de uzak tutulması gerekir. Bu bakımdan özel amaçlı kuruluşun iflastan uzak (*bankruptcy remote, bulletproof*) bir yapıda oluşturulması gerekir¹⁵⁷. Bu, özellikle kuruluş belgelerine konulacak (özel amaçlı kuruluşun menkul kıymet ödemeleri dışında borç altına giremeyeceğini ihtiva eden) kayıtlar ve kaynak şirketten bağımsız olmayı temin edecek diğer önlemlerle sağlanır¹⁵⁸.

Öte yandan, mevzuatta öngörülen kurullarla da bu korumanın sağlanması mümkündür. Örneğin, ülkemizde 5582 sayılı Kanun'un 12. maddesi ile SPKn'na eklenen 38/B maddesinin üçüncü fıkrasında yer alan, *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, ihtiyatî tedbir kararı verilemez ve iflâs masasına dahil edilemez*" hükmü mevzuatla öngörülen korumaya örnek gösterilebilir.

Özel amaçlı kuruluş hukuken bir "şirket" ya da "trust" yapısında kurulabilir. Şirket şeklinde kurulursa, ticaret şirketlerindeki ölçülerde bir sermayeye değil,

¹⁵⁵ Fabozzi, F.J./Davis, H.A./Choudhry, M.: Introduction to Structured Finance, Wiley Finance, New Jersey 2006, s. 81.

¹⁵⁶ Özel amaçlı kuruluş yoluyla bu izolasyonun sağlanması, fon talep eden şirketin ihraç ettiği menkul kıymetin notunun, kendi kredi notundan yüksek olmasını açıklayan temel husustur, bkz. Fabozzi/Davis/Choudhry, s. 72.

¹⁵⁷ Schwarcz, The Alchemy, s. 135; Zweig, P.L.: The Asset Securitization Handbook, Dow Jones Irwin, Illinois 1989, s. 37; Tantan, s. 27; Öcal, s. 14.

¹⁵⁸ Schwarcz, Structured Finance, Bl. 3, s. 10-11; Doğru, s. 82.

sembolik bir sermayeye sahip olur. Ayrı bir örgütlenme ve personel istihdamı söz konusu olmaz¹⁵⁹, sadece kendisini temsil edecek yönetim kurulu üyeleri bulunur¹⁶⁰.

Trust", menşei İngiltere olan Anglo-Amerikan hukukuna ait bir müessese olup¹⁶¹, ortaya çıkışı 12. yüzyıla kadar uzanır. İlk ortaya çıkışı, bir kişinin çeşitli saiklerle¹⁶² malvarlığına el konulmasını önlemek ve gelirinden üçüncü kişileri faydalandırmak (veya sadece hayır) amacıyla malvarlığını kısmen veya tamamen güvendiği bir başka kişiye emaneten teslim etmesi halinde, bu kişinin kendisine emanet verilen mallara malik olması, bununla birlikte üçüncü kişilerin de söz konusu mallar üzerinde aynı talep hakları olmasının common law'da kabul edilmemesinden doğan boşluğun giderilmesine yönelik olmuştur¹⁶³. Chancellor'in emirleri ile oluşan Equity hukukuna ait bir müessese olan trust ilişkisinde, bir malvarlığı üzerinde bir kişinin hukuken malik (*legal estate*), başka bir kişinin de yararlanma menfaatini elde eden malik (*equitable estate*) olmak üzere, birden fazla kişinin aynı anda bölünmüş bir mülkiyete (aynı hakka) sahip olması söz konusudur¹⁶⁴. Özetle trust'ın bir hukuki müessese olarak işlevi, bir kimsenin kendisine ya da üçüncü kişilere bir yararlanma menfaati sağlamak üzere mallarını güvendiği bir kimseye emanet bırakması halinde, emanet bırakılan bu kişinin malların hukuki maliki iken, emanet bırakanın irade ve güveninin emanetçiye karşı korunduğu bir hukuki yapı kurmaktır.

Trust'ta üçlü bir ilişki vardır¹⁶⁵: Bunlar; hakkın konusu malvarlığını bu haktan faydalanan kişi yararına elinde bulundurmak ve kullanmakla yükümlü güvenilen kişi(*trustee*); haktan faydalanan ve trustee'nin, yararına hareket etme borcu altında olduğu lehdar (*beneficiary*) ve trust ilişkisinin konusu olacak malvarlığını (*trust property*) güvenilen kişiye belirlediği yönetim ve kullanma

¹⁵⁹ Kothari, s. 70.

¹⁶⁰ Doğru, s. 69.

¹⁶¹ Gürsoy, K.T.: Mukayeseli Hukukda, Özellikle Türk ve İsviçre Hukuklarında Yatırım Fonları, Ankara 1977, s. 6.

¹⁶² Örneğin ehliyeti olmayan çocuğun geleceğinin teminat altına alınması, evli kadının korunması, mirasın tasfiyesi, vergi avantajından yararlanmak gibi.

¹⁶³ Karayalçın, Y.: İngiliz Hukukunda Trust ve Avrupa Hukuku, Ali Bozer'e Armağan, Ankara 1998, s. 659-660.

¹⁶⁴ Bu, aynı haklarda sınırlı sayı (numerus clausus) ilkesini benimseyen Roma Hukukunun common law'dan ayrıldığı temel noktalardan birini teşkil eder. Ayrıca bkz. Küçükgüngör, E.: Anglo-Amerikan Hukukunda Trust Kavramı, Trust'ın Tarihi Gelişimi ve Roma Hukukuna Dayanan Kıta Avrupası Hukuku Bakımından Değerlendirilmesi, BATİDER, C. XXIII, S. 2, 2005, s. 8.

¹⁶⁵ Ayrıntılı bilgi için bkz. Karayalçın, s. 665.

koşulları çerçevesinde devreden kurucu (*settlor*)'dur. Trust yapısı Türk hukukunda özellikle inançlı mülkiyetle örtüşmektedir¹⁶⁶.

Esnek yapısı ile kolayca kurulabilen, işletilebilen ve sora erdirilebilen trust, şirketlere göre çok daha pratik bir yapı olup, Anglo-Amerikan hukuk sisteminin geçerli olduğu ülkelerde yaygın şekilde ve finansal işlemler dahil pek çok amaçla kullanılabilir¹⁶⁷.

Menkul kıymetleştirmede söz konusu üçlü ilişki şöyle gerçekleşir: Kaynak şirket (kurucu, *settlor*), bilançosundaki alacakları özel amaçlı kuruluşa (*trustee*) devreder, özel amaçlı kuruluş menkul kıymetleştirecek söz konusu alacakları (malvarlığı, *trust property*), varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri (lehdar, *beneficiary*) yararına elinde bulundurur ve kullanır¹⁶⁸.

Bir önceki başlık altında da değindiğimiz gibi, kaynak şirket alacakları alacağın temlik hükümlerine göre devreder. Bu amaçla özel amaçlı kuruluş ile kaynak şirket arasında bir devir/temlik sözleşmesi akdedilir. Alacakları devralan özel amaçlı kuruluş, bunları tahsil etme yetkisini de elde etmiş olur. Kendi organizasyon ve personel istihdamı olmayan özel amaçlı kuruluş, tahsil hizmetini başkasına gördürür. Anılan hizmeti gören, yapılan anlaşma çerçevesinde kaynak şirketin kendisi olabileceği gibi¹⁶⁹, başka bir kuruluş da olabilir. Uygulamada genellikle özel amaçlı kuruluş, kaynak şirketin ya da aracı kuruluşun bir yan ya da bağlı kuruluşu olarak oluşturulmaktadır¹⁷⁰.

C. Aracı Kuruluş

Alacakların teminat teşkil ettiği menkul kıymetler, aracı kuruluş vasıtasıyla halka arz edilir. Aracılık yüklenimini çoğunlukla yatırım bankaları üstlenir. Bu kapsamda kaynak şirket, özel amaçlı kuruluş ve yatırım bankası arasında bir aracılık yüklenimi (*underwriting*) sözleşmesi akdedilir.

¹⁶⁶ Ayrıntılı bilgi için bkz. Özsunay, E.: Türk Hukukunda ve Mukayeseli Hukukta İnançlı Muameleler, İstanbul 1968.

¹⁶⁷ Küçükgüngör, s. 11.

¹⁶⁸ Doğru, s. 17; Kothari, s. 58-59.

¹⁶⁹ Bkz. yukarıda Bl. 2, I A.

¹⁷⁰ Pavel, s. 23; Yurtseven, s. 29.

Bu bağlamda menkul kıymetleştirme işlemindeki aracılık işlevinin¹⁷¹, hisse senedi veya diğer sermaye piyasası araçlarının halka arzındaki aracılıktan bir farkı olmadığını söylemek mümkündür. Şu kadar ki, menkul kıymetleştirme işleminde yatırım bankaları, aracılık yükleniminin yanında tüm sürecin organizasyonunda da aktif olarak görev alırlar. Bu kapsamda; menkul kıymetleştirilecek alacakların seçimi, özel amaçlı kuruluşun kurulması, alacakları derecelendirecek kuruluşun belirlenmesi, güvence mekanizmalarının yeterli ölçüde oluşturulması, sürecin işleyişiyle ilgili tüm sözleşme ve belgelerin (izahname, sirküler, ilanlar vs.) hazırlanması, menkul kıymetler borsaya kote edilecekse kotasyon işlemleri ve nihayet satış işlemleri hep yatırım bankası tarafından yerine getirilir¹⁷². Bu nedenle, yatırım bankası menkul kıymetleştirme sürecinde kaynak şirket, özel amaçlı kuruluş, güvence sağlayan kuruluşlar ve derecelendirme kuruluşu ile yakın ilişki halindedir¹⁷³.

D. Alacakları Takip ve Tahsil Eden Kuruluş

Alacakları kaynak şirketten devralan özel amaçlı kuruluş, alacakların takibi ve tahsili yetkisini de elde eder. Ancak genellikle eleman istihdam etmeyen ve işlemleri takip edecek bir örgüte sahip olmayan özel amaçlı kuruluş, alacakların ödenip ödenmediğinin izlenmesi, ödemelerin tahsili ve ödenmeyen alacakların yasal yollarla takibi hizmetlerini yerine getirmek üzere “*servicer*” olarak adlandırılan bir banka ya da finansal kuruluşla anlaşır. Bununla birlikte özel amaçlı kuruluş söz konusu hizmeti almak üzere kaynak şirketle de anlaşabilir. Kaynak şirketin böyle bir hizmeti vermesi maliyetleri azaltıcı etki yapar¹⁷⁴. Ancak bu hizmetin kaynak şirketten alınması halinde, kaynak şirketin alacaklar üzerindeki kontrol ve

¹⁷¹ Aracılığın tam aracılık, kesin bağlantı aracılığı, en iyi gayret aracılığı gibi türleri vardır. Tam aracılıkta, halka arzına aracılık edilen sermaye piyasası araçlarından satış sonunda satılmayanların tamamının aracı kurum tarafından satın alınacağı ihraççı kuruma karşı taahhüt edilir. Kesin bağlantı aracılığında, satışa sunulan sermaye piyasası araçlarının hepsi blok halinde aracı kurum tarafından satın alınır ve ikincil piyasa satışa sunulur. En iyi gayret aracılığında ise, aracı kuruluşun satılmayan araçların satın alınacağına dair ihraççıya karşı bir taahhüdü (yüklenimi) söz konusu olmaz. Ayrıntılı bilgi için bkz. *Manavgat, Ç.:* Sermaye Piyasasında Aracı Kurumlar, Ankara 1991, s. 63 vd.

¹⁷² *Pavel, s. 29; Kendall, L.:* Securitization: A New Era in American Finance, A Primer On Securitization, London 1996, s. 5.

¹⁷³ *Tantan, s. 28.*

¹⁷⁴ *Doğru, s. 71.* Ayrıca bkz. dn. 140.

hakimiyetinin sürdüğü gerekçesiyle, devrin gerçek bir satış (*true sale*) sayılmama riskini artırma ihtimali vardır¹⁷⁵.

Alacakların takip ve tahsilinin “*servicer*”a bırakılması halinde, alacaklardan ve bunlardan gelecek nakit akışından bu kuruluş sorumlu olur. “*Servicer*,” tahsil ettiği alacak tutarlarını özel amaçlı kuruluşu teslim eder. Özel amaçlı kuruluş söz konusu nakdi, varlığa dayalı menkul kıymet ödemelerinde kullanır.

Özel amaçlı kuruluş ile takip ve tahsil hizmeti veren kuruluş arasındaki ilişki, faktoring sözleşmesinde üstlendiği diğer edimler yanında alacakların takip ve tahsili işini de üstlenen faktör ile müşteri arasındaki işgörme ilişkisine benzetilebilir. Gerçekten de faktoring sözleşmesinde faktörün üstlendiği çeşitlilik arz eden edimler arasında alacakların takip ve tahsili ile gerekirse cebri icraya yoluna gidilmesi de vardır¹⁷⁶. Bu edimler faktoring işleminin işgörme/hizmet fonksiyonuna ait unsurlardır. Bu kapsamda faktör müşterinin borçlularına ilişkin tüm kayıtları tutar, alacaklar ve fer’ilerinin tahsili için gerekli ihtar ve ihbarları yapar¹⁷⁷. Faktoringin işgörme fonksiyonuna dahil söz konusu edimlere vekalet sözleşmesine ait hükümlerin uygulanacağı ileri sürülmektedir¹⁷⁸. Aynı şekilde menkul kıymetleştirmede de alacakların takip ve tahsili konusunda özel amaçlı kuruluşu hizmet vermek üzere anlaşılan kuruluşun, özel amaçlı kuruluşla arasındaki ilişkinin bir vekalet ilişkisi olarak nitelenmesi mümkündür¹⁷⁹.

E. Garanti Veren Kuruluşlar

Menkul kıymetleştirme işleminde yer alan taraflardan bir diğeri, “*credit enhancements*” denilen güvence sağlama fonksiyonunu üstlenen kuruluşlardır¹⁸⁰. Menkul kıymetleştirme işleminde garanti ya da güvence sağlama fonksiyonu, menkul kıymet sahiplerine yapılacak ödemelerin aksamaması, bu konudaki risklerin

¹⁷⁵ *Schwarcz*, Structured Finance, Bl. 4, s. 10.

¹⁷⁶ *Kocaman*, Factoring, s. 29.

¹⁷⁷ *Özakman*, s. 27; *Akkanat*, s. 894.

¹⁷⁸ *Kocaman*, A.: Factoring (Genel Alacak Devir ve Satımı İşlemi), TBB Yayın No:178, 1994, s. 22; *Akyol*, Ş.: Banka Sözleşmeleri, İstanbul 2001, s. 20; *Özakman*, s. 61; *Ateş*, M.: Factoring Sözleşmesine Uygulanacak Hükümler, YD, C. XXII, 1996/1-2, s. 137.

¹⁷⁹ *Doğru*, s. 69. Bununla birlikte, 5582 sayılı Kanun çerçevesinde konut finansmanı fonlarının ihraç edeceği ipotēge dayalı menkul kıymetlerde fonun ipotekli konut kredilerinin idaresi, bu kredilere ait anapara ve faiz ödemelerinin tahsili vs. konularda hizmet almak üzere kurucu ya da kurucu niteliğini haiz bir başka kuruluşla hizmet sözleşmesi akdedeceği düzenlemektedir (Seri:III No:34 sayılı Tebliğ m.8 b.3).

¹⁸⁰ Bir menkul kıymetleştirme işleminde birden fazla güvence sağlayan kuruluş bulunabilir.

giderilmesi için alınan her türlü finansal tedbiri ifade eder. Bu bakımdan, menkul kıymetleştirme işleminde temin edilen güvenceleri, diğer garanti sözleşmelerindeki gibi taahhüt edilen sonucun gerçekleşmediği durumda doğan zararın tazmininden çok, süreç boyunca ödemeler dengesini bozan olayların meydana gelmesi halinde, yatırımcıların alacaklarını zamanında alabilmelerini sağlamak üzere devreye sokulan araçlar olarak anlamak gerekir. Bu anlamda kaynak şirketten alınan güvenceler, kredi kuruluşlarından temin edilen garantiler, ödemelerin sigorta ettirilmesi hep bu kapsamda kabul edilmelidir.

Ancak bir hususu belirtmek gerekir ki, burada bahsedilen güvence mekanizmalarının alacağın kendisine bağlı teminatlarla bir ilgisi yoktur. Bunlar borcun ödeneceği konusunda bizzat borçlunun sağladığı¹⁸¹ teminatlardır¹⁸². Menkul kıymetleştirme işleminde bahsettiğimiz güvence mekanizmaları ise alacakların sahibi olan kaynak şirketin (ya da onun talebi ile diğer garanti kuruluşlarının) sağladığı güvenceler olup, bu güvencelerin işlevi tüm alacak havuzunun güvence altında olduğunu ilan etmek yanında, özellikle özel amaçlı kuruluşun, alacakların tahsili ile menkul kıymetin ödemelerinin zaman bakımından uyuşmaması halinde likidite sorunu yaşamasına engel olmaktadır¹⁸³. Özel amaçlı kuruluş alacak havuzundaki bir kısım alacakların ödenmemesi durumunda, nakit sıkışıklığına girerse önce güvence mekanizmalarına başvurur. Ancak bunu takiben ödenmeyen alacağın tahsilini sağlamak üzere için alacağına bağlı teminatlara müracaat eder.

Menkul kıymetleştirme işleminde güvence sağlama mekanizmalarına başvurulmasındaki saik, ihraç edilecek menkul kıymetin pazarlanabilirliğini artırmaktır¹⁸⁴. Menkul kıymetleştirme işleminde alacakların derecelendirilmesinde derecelendirme kuruluşu birincil olarak güvence mekanizmalarına bakar. Güvence

¹⁸¹ Borçlu lehine başka şahıslarca verilen teminatlar da sonuç itibariyle borçlunun sağladığı bir teminat mahiyetindedir.

¹⁸² Borçlu tarafından verilen her türlü menkul/gayrimenkul rehni, borçlu lehine verilen her türlü garanti, kefalet, rehin gibi teminatlar bu kapsama girer. İpotekli konut kredisi alacakları bunun tipik örneğini teşkil eder. Kredi alacağını temin için taşınmaz üzerine bankanın koyduğu ipotek, bizzat alacağın kendisine ait bir teminattır.

¹⁸³ *Doğru*, s. 84.

¹⁸⁴ *Wenman*, S.L.: *Credit Enhancement: Introduction and Overview*, International Securitisation, New York 1991, s. 164; *Pavel*, s. 29.

mekanizmaları ne ölçüde sağlamsa, menkul kıymetin ödenmeme riski de o derece az demektir, bu da doğal olarak verilecek derecenin yükselmesini sağlar¹⁸⁵.

Bir menkul kıymetleştirme işleminde, kaynak şirket tarafından sağlanan güvencelere dahili güvence mekanizmaları (*internal credit enhancements*), üçüncü kişiler tarafından sağlanan güvencelere de harici güvence mekanizmaları (*external credit enhancements*) denir¹⁸⁶.

1. Dahilî Güvence Mekanizmaları

Menkul kıymetleştirmede kaynak şirket tarafından sağlanan güvenceler başlıca üç grupta ele alınabilir. Bunlar; a) aşkın teminatlandırma, b) rüçû ve c) diğer güvencelerdir.

a) Aşkın Teminatlandırma

Aşkın teminatlandırmada (*over collateralization*), kaynak şirket tarafından toplam ihraç tutarından fazla miktarda alacak özel amaçlı kuruluşa devredilir¹⁸⁷. Böylece alacak havuzunda menkul kıymetlerin toplam değerinden daha fazla alacak karşılık olarak bulundurulmuş olur. Bu genellikle, alacak havuzunun toplam değerinin hepsi kadar değil, % 10 ya da % 20 oranında bir marj bırakılarak, % 90 ya da % 80'i kadar ihraç yapılması yoluyla gerçekleştirilir. Bu suretle söz konusu %10-20'lik pay, ödenmeyen alacakların yerine kullanılmak üzere bir güvence işlevi görür.

b) Rüçû

Menkul kıymetleştirme işleminde kaynak şirketin sağladığı diğer bir güvence sağlama yöntemi, ödenmeyen alacaklar için kendisine rüçû hakkı tanınmasıdır(*recourse*). Kaynak şirket kendisine yapılan rüçûda iki türlü hareket etmeyi taahhüt edebilir. Alacak havuzundan herhangi bir alacak ödenmediğinde, onun yerine başka bir alacak koymayı veya söz konusu alacak tutarını kendisi ödemeyi üstlenebilir.

Menkul kıymetleştirmede alacakların kaynak şirket tarafından özel amaçlı kuruluşa devri teknik olarak alacağın temlik işlemine karşılık gelir. Güvence

¹⁸⁵ Kothari, s. 193; Gaitskell, B.: The Securitisation Issuer's Perspective, International Securitisation, New York 1991, s. 57. Öte yandan özel amaçlı kuruluşun iflastan uzak yapıda yapılandırılması da yüksek derece almak için önemlidir, bkz. Zweig, s. 37.

¹⁸⁶ Fabozzi/Davis/Choudhry, s. 104-105; Chammah, W.A.: An Overview of Securitization, Asset Securitization International Financial and Legal Perspectives, Oxford 1991, s. 4.

¹⁸⁷ Pavel, s. 29; Kendall, s. 4;

mekanizmalarından rüçü yöntemi, alacağın temlikinde temlik edenin garanti yükümlülüğü ile bağlantılı bir konudur. Bilindiği gibi, kural olarak alacak temliklerinde temlik eden ayrıca tekeffül etmedikçe borçlunun ödeme gücünden sorumlu olmaz¹⁸⁸. Bu ilkedен yola çıkarak, kaynak şirketin devir sözleşmesinde ayrıca ve açıkça taahhüt etmedikçe, menkul kıymetleştirilen alacakların ödenmemesinden sorumlu olmayacağını söylemek mümkündür. İşte rüçü güvencesi, bu anlamda, temlik edenin sözleşmede borçlunun ödeme gücünü de tekeffülü anlamına gelir¹⁸⁹.

c) Diğer Güvenceler

Menkul kıymetleştirme işleminde kaynak şirket, yukarıda sayılanlar dışında da çeşitli güvenceler verebilir. Bunlardan biri, kaynak şirket tarafından menkul kıymet ödemelerinde aksama olması hallerinde gerekli nakit ihtiyacını karşılamak üzere marj hesap (*spread account*) adı verilen fon bir oluşturmasıdır¹⁹⁰. Bu fonun kaynağını ihraç öncesinde kaynak şirket tarafından yatırılan avans ile dayanak varlıkların getirileriyle menkul kıymete ödenen faiz arasındaki pozitif fark oluşturur¹⁹¹. Menkul kıymetleştirme sonunda fonda para kalırsa, bu para kaynak şirkete geri verilir¹⁹².

Diğer taraftan, kaynak şirket alacakların devri sırasında, alacakların mevcudiyeti ve sağlamlığı konusunda özel amaçlı kuruluşa bir takım beyan ve taahhütlerde bulunur. Bir alacağın taahhüt edilen vasıf ve durumundan farklı bir durumda olduğunun (örneğin, alacağın geçersiz olması, rehinli olması, sona ermiş olması, temlikine engel bir durumunun olması, tahsil kabiliyetinin olmaması gibi) anlaşılması halinde, meydana gelen zararın tazmin etmeyi içeren bu taahhütler de temelde bir güvence olarak kabul edilebilir¹⁹³.

¹⁸⁸ Türk hukukunda bu kural BK'nun 169/2 maddesinde düzenlenmiştir.

¹⁸⁹ Menkul kıymetleştirmede alacakların temlikinin hüküm ve sonuçları ileride daha ayrıntılı olarak incelenecektir. Bkz. Bl. 2, III A.

¹⁹⁰ Pavel, s. 30; Tantan, s. 30.

¹⁹¹ Öcal, s. 16; Yurtseven, s. 34.

¹⁹² Baron, N.D.: The Role of Rating Agencies in the Securitization Process, A Primer On Securitization, London 1996, s. 87; Öcal, s. 16.

¹⁹³ Doğru, s. 50.

2. Haricî Güvence Mekanizmaları

Harici güvence mekanizmaları banka veya diğer kredi kurumlarıyla akdedilen garanti sözleşmeleri ile sigorta şirketleriyle akdedilen sigorta sözleşmelerinden elde edilen teminatlardır¹⁹⁴. Banka garantileri daha çok teminat mektubu şeklinde olurken, sigorta sözleşmeleri ya ihraçla ilgili tüm riskleri kapsayacak şekilde ya da sadece alacakların ödenmemesini teminat altına alacak şekilde yapılır.

a) Garanti Sözleşmeleri

Garanti sözleşmelerinde garanti veren, garanti alanın girişeceği bir teşebbüsle ilgili olarak teşebbüsün sonuçlarını ve risklerini bağımsız bir taahhülle garanti eder¹⁹⁵. Burada garanti veren, garanti alandan bir ivaz elde etmek için değil, fakat onu bir teşebbüse sevk etmek gayesi ile, temel borç ilişkisinden bağımsız olarak teşebbüsün tehlikesini üzerine alır¹⁹⁶.

Garanti sözleşmesi doktrinde saf garanti ve kefalet benzeri garanti olmak üzere ikiye ayrılarak incelenmektedir. Saf garantide, garanti veren garanti alana belirli bir borç ilişkisinden bağımsız olarak bir sonucu garanti etmekte olup, kendisine garanti verilen kişi üçüncü şahıslara karşı bir talep hakkı elde etmez. O sadece garanti edilen sonuç gerçekleşmezse garanti verene müracaat etme hakkı kazanır. Kefalet benzeri garantide ise, garanti alan garanti sözleşmesi ile garanti konusu edimin yerine getirilmesini üçüncü kişiden talep etme hakkını elde eder¹⁹⁷. Fakat burada dahi, garanti edilen sonuç, temel borç ilişkisinden bağımsızdır. Üçüncü şahsın edim borcu doğmamış veya sona ermiş olsa ya da dava edilebilir olmasa dahi garanti taahhüdü geçerliliğini korur¹⁹⁸.

¹⁹⁴ 5582 sayılı Kanun'un 12. maddesi ile SPKn'na eklenen 38/B maddesinde düzenlenen konut finansmanı fonlarının ihraç edecekleri ipoteğe dayalı menkul kıymetler için öngörülen harici güvence mekanizmaları için bkz. Seri:III No:34 sayılı Konut Finansmanı Fonlarına ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ m.23 (4.8.2007 tarih ve 26603 sayılı RG).

¹⁹⁵ Akman, S.: Garantör Sıfatıyla Girişilen Taahhüdün Mahiyeti ve Bu Bağlamda Garanti ve Kefalet Sözleşmelerini Birbirinden Ayıran Temel Kriterler, Hüseyin Ülgen'e Armağan, C. II, İstanbul 2007, s. 1670.

¹⁹⁶ Reisoğlu (Seza), Garanti Mukavelesi, Ankara 1963, s. 9.

¹⁹⁷ Bu bağlamda BK m.110 hükmünde düzenlenen üçüncü kişinin fiilini taahhüt garanti sözleşmelerinden kefalet benzeri garantiye karşılık gelmektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Yüce, M.B.: Garanti Sözleşmesinin Bir Türü Olarak Üçüncü Kişinin Fiilini Taahhüt Sözleşmesi, İstanbul 2007, s. 5 vd.

¹⁹⁸ Aral, F.: Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri, 3. Bası, Ankara 2000, s. 442.

Garanti sözleşmeleri temel borç ilişkisinden bağımsız bir taahhüt olarak fer'ilik özelliği taşıması, yazılı şekilde yapılma zorunluluğu olmaması ve kanuni halefiyetin söz konusu olmaması yönleriyle kefaletten farklıdır¹⁹⁹.

Menkul kıymetleştirme işleminde kredi kurumlarının (bilhassa bankaların) garanti ettikleri risk, ya menkul kıymetleştirilen alacakların ödenmesine ya da varlığa dayalı menkul kıymetlerin ödenmesine ilişkin risktir²⁰⁰. Her iki durumda da garanti sözleşmesinin tarafı, yani garantiyi alan kişi özel amaçlı kuruluştur, ancak garantinin lehdarı farklıdır. Garanti, alacakların ödenmemesinden doğacak riske ilişkin ise, bu garantinin lehdarı özel amaçlı kuruluştur. Çünkü alacaklardan gelecek nakit akımlarını menkul kıymet ödemelerinde kullanacak olan özel amaçlı kuruluştur. Buna karşılık, varlığa dayalı menkul kıymet ödemelerinin tam ve zamanında yapılacağına dair bir garanti veriliyorsa, o takdirde garantinin lehdarı menkul kıymet sahipleridir.

Yukarıdaki açıklamalar ışığında, Ünal'ın, varlığa dayalı menkul kıymet ihraççılarının BK'nun 110 anlamında üçüncü kişinin fiilini taahhüt (garanti) ettikleri görüşüne katılma imkanı bulunmadığını belirtmek istiyoruz²⁰¹. Zira menkul kıymetleştirme işleminde kaynak şirketin ya da özel amaçlı kuruluşun, üçüncü kişilerin (yazar, üçüncü kişiler ifadesiyle muhtemelen menkul kıymetleştirilen alacakların borçlularını kastedmektedir) fiillerini bir garanti sözleşmesi kapsamında taahhüt etmesi söz konusu değildir.

b) Sigorta Sözleşmeleri

Menkul kıymetleştirmede sigorta işlemi “*monoline insurance*” ve “*pool insurance*”²⁰² olmak üzere iki türlü yapılabilmektedir²⁰³. Monoline insurance'da sigorta teminatının içine menkul kıymetleştirme işlemindeki tüm riskler (alacakların tamamının ödenmesi, iflas, yasal değişiklikler, taraflardan birinin yükümlülüklerini yerine getirememesi, sahtekarlık vs.) dahil edilmekte ve %100 garanti verilmektedir. Bu türde bir sigorta yapılması menkul kıymetleştirmede derecelendirme notunu olumlu yönde olmak üzere ciddi şekilde etkilemektedir. Bu şekilde sigortalama işini,

¹⁹⁹ Ayrıntılı bilgi için bkz. Özen, B.: Kefalet Sözleşmesi, İstanbul 2008, s. 21 vd.

²⁰⁰ Doğru, s. 50.

²⁰¹ Bkz. Ünal, O.K.: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, GÜHFD, C. VIII, 2004, S. 1-2, s. 9.

²⁰² Terimleri birebir karşılayan Türkçe bir deyim bulunamadığından, orijinal hali yazılmıştır.

²⁰³ Kothari, s. 198-199.

tüm sermayelerini sadece finansal garanti verme faaliyetine ayıran ve yüksek derece notuna (çoğunlukla AAA düzeyinde) sahip sigorta şirketleri(*monoline insurance companies*)²⁰⁴ yapmaktadır.

Pool insurance'da ise, sadece havuzdaki alacakların ödenmemesi riski teminat altına alınır. Bu sigorta çeşidinde tek bir poliçe ile tüm alacaklar ayrı ayrı sigortalanır. Herhangi bir alacağın ödenmemesi halinde, o alacak tutarı için sigorta şirketine başvurma hakkı doğar²⁰⁵.

F. Derecelendirme Kuruluşları

“*Rating agencies*” olarak da adlandırılan derecelendirme kuruluşları menkul kıymetleştirme işleminde, tüm sermaye piyasası ihraçlarında olduğu gibi, ihraç edilen araca derece notu verirler. Menkul kıymetleştirme çok taraflı ve kapsamlı bir süreç olduğundan, muhtemel alıcılar (*prospective buyers*) için yatırım kararı vermede derecelendirme notu önemli, hatta olmazsa olmaz bir unsurdur²⁰⁶. Zira değil bireysel, kurumsal yatırımcılar için bile bu karmaşık yapıda, alacakların güvenilirliği, hukuki işlemlerin (bilhassa alacakların devrinin) geçerliliği, güvence mekanizmalarının yeterliliği gibi pek çok hususun tek tek değerlendirilmesi külfetli ve zor bir iştir.

Menkul kıymetleştirme işleminde derecelendirme faaliyeti ihraççı şirketin kredibilitesinden ziyade, ihraca dayanak teşkil eden alacakların güvenilirliği konusuna yoğunlaşır. Bu anlamda menkul kıymetleştirme işleminde derecelendirme faaliyeti temelde alacak havuzunun bir derecelendirmesidir²⁰⁷. Alacakların derecelendirilmesi, tek tek alacakların riskli olup olmadığının (borçluların ödeme yapmaması riski) ölçülmesi yanında, toplamda tüm alacakların varlığa dayalı menkul kıymetlerin ödemeleri için yeterli dayanak oluşturup oluşturmadığının bir değerlendirmesini de içerir²⁰⁸. Bu kapsamda, garantör kuruluşlar tarafından sağlanan güvenceler derecelendirme şirketi tarafından dikkate alınır. Bu yapılırken, güvence sağlayan kuruluşun bizzat kendisinin güvenilirliğine de (derece notuna) bakılır²⁰⁹.

²⁰⁴ *Baron*, s. 86; *Kane*, s. 86. Bu sigorta şirketleri hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. *Mortimer*, H.T.: *The Role of the Monoline Financial Guarantor: How Safe is Safe?*, The Global Asset Backed Securities Market, Probus Publishing Company, 1993, s. 179.

²⁰⁵ *Doğru*, s. 52.

²⁰⁶ *Baron*, s. 81; *Gaitskell*, s. 59.

²⁰⁷ *Kothari*, s. 210.

²⁰⁸ *Tantan*, s. 31.

²⁰⁹ *Kendall*, s. 8; *Kothari*, s. 213; *Doğru*, s. 73.

Derecelendirme şirketi, faaliyetini varlığa dayalı menkul kıymetlerin vadesi dolana kadar sürdürür ve gerekli gördüğü hallerde verdiği dereceyi değiştirebilir²¹⁰. Bu nedenle derecelendirmenin ihraçtan önce gerçekleştirilen tek seferlik bir faaliyet olmadığını belirtmek gerekir.

G. Yatırımcılar

Yatırımcılar, ihraç ve halka arz edilen menkul kıymetleri satın alan kişilerdir, yani alıcılardır. Yatırımcılar menkul kıymeti, kaynak şirketten değil, özel amaçlı kuruluştan alırlar. Bu anlamda yatırımcıların kaynak şirketle doğrudan bir temasları olmaz. Onları esas olarak alacak havuzunun güvenilirliği (*asset quality risk*) ve havuzdan gelecek nakit akımlarının düzenli olması ilgilendirir²¹¹.

Varlığa dayalı menkul kıymetleri satın alanlar, kendi kişisel yatırımlarını değerlendiren bireysel yatırımcılar olabileceği gibi, yatırım bankaları, yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, portföy yönetim şirketleri gibi nezdinde buldukları yatırım portföylerini profesyonel ilkelere göre yöneten kurumsal yatırımcılar da olabilir.

II. Menkul Kıymetleştirme İşleminin Safhaları

Menkul kıymetleştirme işlemi daha önce de belirttiğimiz gibi, karmaşık yapıda bir işlem olup, çeşitli safhalardan oluşur. Menkul kıymetleştirme yoluyla finansman sağlama yönteminin başarı sağlamanın bir sebebi de, bu yapı içinde her safhanın uzmanlaşmış kişiler eliyle yürütülmesidir²¹². Aşağıda bu safhalara sırasıyla ve ana hatlarıyla değinilecektir.

A. Varlıkların Analizi ve Seçimi

Menkul kıymetleştirme yöntemi, varlıkların (alacakların) menkul kıymetleştirilerek ihraç edilmesine dayalı bir yöntem olduğundan, menkul kıymetleştirmede birinci safha doğal olarak işleme konu alacakların seçimidir²¹³.

²¹⁰ Öcal, s. 16; Tantan, s. 31.

²¹¹ Buerger, T.V./Iseley, L.S.: Investor Concerns, An Overview of Securitization Risks, The Asset Securitization Handbook, Dow Jones Irwin, Illinois 1989, s. 505.

²¹² Kendall, s. 11.

²¹³ Esasen bu safhadan önce, kaynak şirketin menkul kıymetleştirmeye karar vermesi safhası vardır ki, bu aşamada kaynak şirketin elde etmek istediği hedefleri menkul kıymetleştirme ile sağlayıp sağlayamayacağı konusunda hukuksal ve finansal bir fizibilite çalışması yapılması gerekir. Bu çalışmada yatırım bankası, derecelendirme şirketi ve hukuk büroları kendisine yardımcı olur. Bu

Kaynak şirket menkul kıymetleştirme kararını verdikten ve beraber çalışacağı kurumları belirledikten sonra, alacak havuzuna dahil edilecek alacaklarının detaylı bir analizini yapar. Menkul kıymetleştirmenin başarılı olabilmesi için alacakların belli özellikleri taşıması gerekmektedir²¹⁴. Bu özelliklerin başlıcaları özetle; a- sağlayacağı nakit akımlarının belli ya da tahmin edilebilir olması, b- tahsil edilememe risklerinin düşük olması, c- vadelerinin uzun olması, d- gerek alacağın kendisinin gerek teminatlarının hukuken geçerli olması, e- devirlerinin yasaklanmamış olması, f- nicelik olarak çok sayıda olması ve borçlularının farklı olması, g- nitelik olarak aynı ve homojen olmalarıdır. Kaynak şirket bu özellikleri haiz alacaklarını özel amaçlı kuruluşa devretmek üzere kayden bir havuzda toplar.

B. Ödeme Yapısının Belirlenmesi

Menkul kıymetleştirme işleminde, devredilen alacaklardan elde edilecek nakdin yatırımcılara ödenmesinde iki farklı yapıdan biri kullanılır. Bu yapılar “*pass through*”²¹⁵ ve “*pay through*”²¹⁶ denmektedir.

Kaynak şirket hedeflerini belirledikten ve menkul kıymetleştirmeye karar verdikten sonra, hangi yapının amaçları için en uygun olduğuna (profesyonel danışmanlar yardımıyla) karar verir²¹⁷.

Pass through yapıda, yatırımcılar sahip oldukları menkul kıymet oranında, menkul kıymetlere dayanak teşkil eden alacak havuzu üzerinde doğrudan hak sahibi olurlar. Bu hakkın niteliği konusunda literatürdeki görüşlerde bir paralellik mevcut olmayıp, bazı eserlerde mülkiyet hakkı²¹⁸, bazı eserlerde portföye ortak olma hakkı²¹⁹, bazı eserlerde de payı oranında katılım hakkı²²⁰ ifadelerinin kullanıldığı görülmektedir. *Schwarcz*, her bir menkul kıymetin alacaklardan gelen nakit akımı

bağlamda esasen menkul kıymetleştirilecek alacaklardan da önce, menkul kıymetleştirme sürecinde beraber çalışılacak kurumların tespiti önem arz eder. Bkz. *Kothari*, s. 185-186; *Gaitskell*, s. 54.

²¹⁴ Bkz. yukarıda Bl. 1, III.

²¹⁵ Türkçeye “ödeme aktarmalı” olarak çevrildiği görülmektedir. Bkz. *Öcal*, s. 17; *Topaloğlu*, İpoteğe Dayalı, s. 30; *Yurtseven*, s. 12.

²¹⁶ Türkçeye “nakit aktarmalı” olarak çevrildiği görülmektedir. Bkz. *Öcal*, s. 17; *Topaloğlu*, İpoteğe Dayalı, s. 30; *Yurtseven*, s. 12.

²¹⁷ *Gaitskell*, s. 54.

²¹⁸ *Yurtseven*, s. 13; *Öcal*, s. 17; *Karadağ*, s. 34.

²¹⁹ *Topaloğlu*, İpoteğe Dayalı, s. 30; *Yönder*, s. 5; *Erdönmez*, s. 76.

²²⁰ *Doğru*, s. 9.

üzerinde oransal bir hakkı temsil ettiğini belirtmektedir²²¹. Kanımızca buradaki hak sahipliği yatırım fonu katılma belgesi sahibinin fon portföyü üzerindeki hakkı gibidir. Başka deyişle, portföydeki varlıkların mülkiyeti kurucuya ait olup, kurucu inançlı mülkiyet esaslarına göre fonu yönetir ve katılma belgesi sahipleri fon getirisine payları oranında iştirak ederler (SPKn m. 37/1, Seri:VII No:10 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği m.4)²²². *Pass through* yapıda da, özel amaçlı kuruluş alacak havuzundaki alacakların maliki konumunda olup, menkul kıymet sahiplerinin bu alacaklardan elde edilen nakdin payları oranında kendilerine dağıtılmasını talep hakları mevcuttur. Özel amaçlı kuruluşun trust yapısında kurulması halinde, bu mülkiyetin bir inançlı mülkiyete benzemesi çok daha belirgindir²²³.

Sonuç olarak, *pass through* yapıda, alacak havuzundan gelen nakit akımları özel amaçlı kuruluş tarafından doğrudan doğruya menkul kıymet sahiplerine aktarılır²²⁴. Menkul kıymet sahiplerinin alacak havuzu üzerinde orantısız (payları oranında) hak sahipliği söz konusudur.

Pay through yapıda, özel amaçlı kuruluş, alacaklardan elde edilen nakit akımlarını doğrudan doğruya menkul kıymet sahiplerine aktarmaz, bunları yeniden yatırımlara yönlendirir ve alacaklarla birlikte elde ettiği getiriye belirlenen aralıklarla menkul kıymet sahiplerine öder²²⁵. Başka deyişle, *pay through* yapıda, menkul kıymet sahiplerinin alacak havuzundaki varlıklar üzerinde payları oranında bir hak sahipliği söz konusu değildir. Onlara, taahhüt edilen vadede menkul kıymette yazan anapara ve faiz alacağı kadar ödeme yapılır²²⁶.

²²¹ "Each of which represents the right to a pro rata portion of the unpaid principal balance of receivables and of monthly interest payments on that principal balance." Bkz. Schwarcz, Structured Finance, Bl. 5, s. 4.

²²² Bkz. Destanoğlu, B.Y.: Yatırım Fonu Katılma Belgeleri, Ankara 2004, s. 145; Nomer, F.: Yatırım Fonlarında Katılma Belgesi Sahibi İle Kurucu Arasındaki İlişki ve Katılma Belgesi Sahibinin Hukuki Konumu, Ömer Teoman'a Armağan, C. I, İstanbul 2002, s. 612 vd.

²²³ Trust ile ilgili açıklamalarımıza bkz. yukarıda Bl. 2, I B.

²²⁴ 5582 sayılı Kanunla düzenlenen konut finansmanı fonlarının ihraç edeceği ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin itfasında "doğrudan aktarım" adıyla bu yapının benimsendiği anlaşılmaktadır (Bkz. Seri:III No:34 sayılı Tebliğin Konut Finansmanı Fonlarına ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ m.4 b.3).

²²⁵ Kothari, s. 59.

²²⁶ *Pay through* yapıda, menkul kıymetler kaynak şirketin pasifinde borç olarak görünmeye devam eder, bu bakımdan *pay through* yapı, risk izolasyonu yönünden tipik menkul kıymetleştirme işleminden ayrılır.

C. Özel Amaçlı Kuruluşun Kurulması

Özel amaçlı kuruluş bir şirket ya da trust yapısında kurulabilir. Önemli olan özel amaçlı kuruluşun iflas riskinden uzak bir yapıda kurulmasıdır. Bu amaçla kuruluş belgelerinde özel amaçlı kuruluşun faaliyet konusu sınırlandırılır ve kendisini borçlandırıcı işlemler yapması engellenir. Böylece kurulan yapıda, özel amaçlı kuruluşun varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerine yapacağı anapara ve faiz ödemeleri dışında bir borcunun olmaması sağlanır.

Şirketler hukukunda “*ultra vires*” olarak adlandırılan ilke uyarınca, şirketlerin ancak faaliyet konularına giren alanlarda hak ve fiil ehliyetlerinin bulunduğu, ana sözleşmelerinde yazan faaliyet konuları dışında bir alanda sözleşme ya da borçlandırıcı bir işlem yapamayacakları kabul edilir (TTK m.137)²²⁷. Halihazırda geçerli bu ilke, tek faaliyet konusu olan özel amaçlı kuruluşta da uygulanır.

Özel amaçlı kuruluş çoğunlukla kaynak şirket tarafından kendisinin bir yan kuruluşu olarak kurulur²²⁸. Örneğin kaynak şirket bir banka ise, özel amaçlı kuruluş da bankanın bir iştiraki ya da bağlı kuruluşu olarak tesis edilir²²⁹. Özel amaçlı kuruluşun kaynak şirketin bir yan kuruluşu olması iki bakımdan önem arz eder. Birincisi, kaynak şirket ile özel amaçlı kuruluş arasında gerçekleştirilen alacakların devrinin muvazaalı bir devir kabul edilerek gerçek satış sayılmaması ihtimali; ikincisi de kaynak şirketin iflası halinde özel amaçlı kuruluşun da kaynak şirkete konsolide edilmesidir (*substantive consolidation*).

Her iki duruma da menkul kıymetleştirmenin özellik arz eden konuları başlığı altında değinilecektir²³⁰.

²²⁷ Bu ilke hakkında bkz. *Poroy (Tekinalp/Çamoğlu)*, N.125. Türk Ticaret Kanunu Tasarısında *ultra vires* ilkesinden vazgeçilmiştir (bkz.m.125). *Ultra vires* ilkesi, faaliyet konusuna girmeyen bir alanda akdettiği sözleşmenin, şirketi bağlamaması sonucuna yol açar. Bu bağlamda bir sözleşmenin ilgili şirketin faaliyet konusuna girip girmediği, duruma göre, yoruma ihtiyaç gösterebilir. Buna karşın, özel amaçlı kuruluşun (menkul kıymet ödemeleri dışında) borç altına girememesi, *ultra vires* ilkesinden öte, kuruluş kayıtlarına konulan yasaklayıcı hükümlerle sağlanır. Şu halde, özel amaçlı kuruluşun borç nedeniyle haciz ya da iflas tehdidi altında olmaması, *ultra vires* ilkesine müstenid bir yorumun değil, aksine şirketin ehliyetsizliğini ortaya koyan kesin ve açık (yorum gerektirmeyen) kuruluş kayıtlarının bir sonucudur. Bu bakımdan, *ultra vires* ilkesinin olmaması, özel amaçlı kuruluşun ehliyet durumunun tespiti bakımından kritik bir öneme sahip değildir.

²²⁸ *Yurtseven*, s. 29.

²²⁹ Benzer şekilde ülkemizde bankalar, aracılık ve diğer sermaye piyasası faaliyetlerini, sermaye ve yönetim kontrolünün kendilerinde olduğu bağlı şirketleri vasıtası ile yapmaktadırlar. Şu kadar ki, söz konusu bağlı kuruluşların (özel amaçlı kuruluştan farklı olarak) gerçek bir ticari faaliyeti, bu faaliyeti gerçekleştirmek için gerekli teşkilat ve personeli, bu faaliyet nedeniyle üstlendikleri borçlar ve diğer mali riskler vardır.

²³⁰ Bkz. aşağıda Bl. 2, III B.

D. Alacakların Özel Amaçlı Kuruluşa Devri

Kaynak şirket tarafından analiz ve seçimi yapılan alacakların (birinci safha), ne kadarının menkul kıymetleştirmeye konu edileceğine karar verilebilmesi için, piyasa talebi ve ihraç edilecek menkul kıymet tutarı hakkında aracı kuruluş tarafından piyasa araştırması yapılır. Yapacağı araştırma sonucunda, hangi fiyattan ne kadar yatırımcıya varlığa dayalı menkul kıymet satabileceğini yaklaşık olarak tespit eden aracı kuruluş, bu rakamı kaynak şirkete bildirir.

İhraçtan gelecek tahmini satış geliri rakamına göre kaynak şirket, menkul kıymetleştirilecek alacak miktarına karar verir. Genellikle toplam ihraç miktarından daha fazla bir miktarda alacağın menkul kıymetleştirilmesine karar verilir. Menkul kıymetleştirilmesine miktar olarak karar verilen alacaklar bir devir sözleşmesi ile özel amaçlı kuruluşa devredilir.Devir bedeli alacakların miktar olarak tutarına kararlaştırılan iskonto oranının uygulanması ile bulunur. Herhangi bir sermayesi ve kaynağı bulunmayan özel amaçlı kuruluşun devir sözleşmesinde yazılı bedeli kaynak şirkete hemen ödeyebilmesi elbette mümkün değildir. Devir bedelinin kaynak şirkete ödenmesinde iki yöntemden biri izlenebilir: Birincisi, devir sözleşmesinde devir bedelinin ödenmesi ihraçtan sonraya bırakılabilir, böylece ihraçtan elde edilen satış geliri ile devir bedeli kaynak şirkete nakden ödenir. İkincisi, başka bir finansman kuruluşu ile, bu finansman kuruluşunun devir bedelini kredi olarak kaynak şirkete vermesi ve ihraçtan elde edilecek gelire kredi borcunun kapatılması konusunda anlaşma yapılabilir.

E. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin İhraç ve Satışı

Alacakları kaynak şirketten devralan özel amaçlı kuruluş, aracı kuruluş vasıtasıyla varlığa dayalı menkul kıymetlerin ihraç ve satışını gerçekleştirir. Tüm ihraç ve satış prosedürlerini aracı kuruluş yerine getirir. Buradaki ihracın diğer borçlanma senetlerinin ihraç ve halka arzından temelde bir farkı yoktur²³¹. Burada da, izahname ve sirküler yoluyla yatırımcılar ihraca konu menkul kıymetleri satın almaya davet edilir. Yanıltıcı olmamak kaydıyla ilan ve reklamlar yapılabilir.

²³¹ 5582 sayılı Yasada öngörülen ipotek teminatlı menkul kıymetler ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin Kurul kaydına alınması ve satışı hakkında bkz. SPK'nun Seri:III No:33 sayılı İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği m.25-27 ve SPK'nun Seri:III No:34 sayılı Konut Finansmanı Fonlarına ve İpoteye Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği m.17-18.

Aracı kuruluşla özel amaçlı kuruluş arasında yapılan aracılık yüklenim sözleşmesinin esaslarına göre; bir tam aracılık yüklenimi söz konusuysa satılmayan menkul kıymetler aracı kuruluş tarafından satın alınır, buna karşılık en iyi gayret aracılığı söz konusuyla satılmayan menkul kıymetler iptal edilir.

İhraçtan elde edilen satış geliri, aracı kuruluş tarafından aracılık yüklenim komisyonu ve ihraç masrafları düşüldükten sonra özel amaçlı kuruluşu verilir. Özel amaçlı kuruluş da satış gelirini alacakların devrine ilişkin bedeli ödemekte kullanır. Bu ödeme devir sözleşmesinde yapılan anlaşmaya göre ya doğrudan kaynak şirkete ya da kaynak şirkete kredi veren finansman kuruluşuna yapılır.

Menkul kıymetleştirme sürecinde menkul kıymetlerin çıkarılması safhasında, menkul kıymetlerin varakasız (kaydi) çıkarılması hususuna da değinmek icap eder. Kaydileştirme, sermaye piyasasının tarihi gelişimi içerisinde menkul kıymetlerin giderek çeşitlenmesi ve adetlerinin çoğalması üzerine, gerek saklanmalarının gerekse kıymetli evrak hukuku kurallarına uygun devredilmelerinin çok zahmetli bir iş haline gelmesi nedeniyle, düşünülmüş bir yöntemdir²³². Kaydileştirme yöntemine ulaşmada, önce senetlerin toplu saklanması, ardından toplu senet çıkarılması safhaları geçilerek, son aşamada doktrinde kıymet hakkı olarak nitelendirilen²³³ menkul kıymetin senetsiz (varakasız) çıkarılması ve kayden izlemesi aşamasına gelinmiştir. Bu uygulamada, menkul kıymetlerin içerdikleri haklar senede bağlanmayıp, bir sicile (ya da deftere) kayıt/tescil edilir ve bu sicilde (defterde) kayıtlı bir kaydi kıymet olarak ifade edilir²³⁴.

Günümüzde misli nitelikte olma özellikleri sebebiyle tüm menkul kıymet çeşitlerinin kaydileştirilebileceği genel olarak kabul edilmekte olup, varlığa dayalı menkul kıymetlerin de kayden ihraç edilmeleri mümkündür. Türk hukukunda 5582 sayılı Kanunla ihdas edilen menkul kıymet tiplerinin kayden ihraç edilmesinin mümkün olup olmadığı ilgili bölümde açıklanacaktır²³⁵.

²³² Varol, R.: Menkul Kıymetlerin Kaydi Değer Halinde Getirilmesi, 40. Yılında Türk Ticaret Kanunu, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayın No: 714, İstanbul 1997, s. 231.

²³³ Tekinalp, Ü: Evraksız Kıymetli Evrak ve Kıymet Haklarına Doğru, BATİDER, 1988, C. XIV, S. 3, s. 14; Turanboy, A.: Varakasız Kıymetli Evrak, Ankara 1998, s. 43 vd.

²³⁴ Turanboy, s. 45. Ülkemizde kaydileştirmenin ilk örnekleri, fiziki olarak basımından vazgeçilen devlet tahvillerinde gerçekleşmiştir.

²³⁵ Bkz. aşağıda Bl. 3, II A, 1-d/ee; Bl. 3, II B, 1-c/dd.

F. Alacakların Tahsili ve Menkul Kıymet Bedellerinin Vadesinde Ödenmesi

Özel amaçlı kuruluşun varlığa dayalı menkul kıymetleri vadesinde tam olarak ödeyebilmesi için, menkul kıymetlere dayanak oluşturan alacakların zamanında tam olarak borçlularından tahsil edilmesi gerekir. Zira ihraç edilen menkul kıymetin anapara ve faiz ödemeleri alacaklardan elde edilen nakit akımları ile gerçekleştirilir.

Daha önce de ifade edildiği üzere, özel amaçlı kuruluş alacakların tahsilatı işini kendisi yapamaz, bu işi onun yerine ya kaynak şirket ya da bu hizmeti sunan başka bir kuruluş üstlenir.

Alacaklardan elde edilen nakit akımlarının tarihleri ile menkul kıymetlerin vadeleri zaman olarak birbirine uymayabilir. Nakit tahsilat yapıldığı zaman herhangi bir ödeme zamanı gelmemişse sorun yoktur, ancak menkul kıymetin vadesi geldiğinde ödeme yapmayı sağlayacak tahsilat gerçekleştirilememişse ya da önceki tahsilatlar yetersizse, güvence mekanizmalarına başvurma gereği doğar.

III. Menkul Kıymetleştirmede Özellik Arz Eden Hususlar

Şimdiye kadar yaptığımız açıklamalarda ana hatları itibariyle menkul kıymetleştirme işleminin amacı, işlevi, işlemde rol alan taraflar ve işlemin safhalarına değinmiş olmakla birlikte önemle belirtelim ki, ABD’nde ortaya çıkan ve küresel bir finansman metodu haline gelen menkul kıymetleştirmenin tüm ülkeler için geçerli yeknesak bir uygulamasından söz etmek mümkün değildir²³⁶. Ancak işlemin amacı, işlevi, tarafları ve safhaları ile ilgili açıklamalarımızın, genel anlamda tüm menkul kıymetleştirme uygulamaları için geçerlilik taşıdığını söylemek mümkündür. Buna karşılık, menkul kıymetleştirmenin özellik arz eden hususları ile kastedilen, menkul kıymetleştirmenin tarafların hak ve yükümlülükleri açısından önem arz eden hukuki noktalarıdır. Örneğin, alacağın temliki ve bunun hukuki sonuçları, temlikin gerçek bir ivazlı temlik sayılmadığı hallerde doğabilecek hukuki sorunlar, kaynak şirketin ödeme güçsüzlüğüne düşmesi yahut iflasına karar verilmesinin özel amaçlı kuruluşa, alacak havuzuna ve nihayet yatırımcılara etkisi, alınan önlemlere rağmen özel amaçlı kuruluşun iflasına karar verilmesi halinde alacakların ve menkul kıymet sahiplerinin durumu ve son olarak alacakları takip ve

²³⁶ Hali hazırda Türkiye uygulamasından söz etme olanağı da yoktur.

tahsil hizmeti veren kuruluşun iflasına karar verilmesi vs. menkul kıymetleştirmede hukuki açıdan özellik gösteren konulardır. Yukarıda da belirttiğimiz gibi, menkul kıymetleştirmenin her ülke için geçerli yeknesak bir uygulamasından bahsedilemediğinden, söz konusu hukuki noktaların inceleme ve yorumu her ülke için o ülkenin mevzuat hükümlerine göre yapılabilir. Bu bakımdan, menkul kıymetleştirmenin hukuki meseleleriyle ilgili takip eden açıklamalarımız Türk hukukuna ait kural ve düzenlemeler çerçevesinde yapılacaktır.

Her ne kadar 5582 sayılı Kanunla düzenlenen ipotekli konut finansman sistemi ve bu sistem dahilinde ihraç edilecek menkul kıymetlere ilişkin ayrıntılı açıklamalarımız III. Bölümde yer alacak olsa da, menkul kıymetleştirmenin özellik arz eden noktaları ile ilgili aşağıdaki açıklamalarımızda anılan Kanunun konuyla bağlantılı hükümlerine de değinilecektir.

A. Alacakların Temlik Edilmesi

Menkul kıymetleştirmede alacakların kaynak şirket tarafından özel amaçlı kuruluşa devri teknik olarak alacağın temlik işlemine karşılık gelir²³⁷. Menkul kıymetleştirmede ihraç edilen menkul kıymetlerin temel güvencesi alacaklar olduğundan ve bu yöntemin mantığını alacakların kaynak şirketin risklerinden arındırılmak üzere özel amaçlı kuruluşa devri ile bu alacaklardan gelen nakit akımlarının menkul kıymet ödemelerinde kullanılması oluşturduğundan, alacakların temlik suretiyle devrinin taraflar bakımından hüküm ve sonuçları önem arz etmektedir. Menkul kıymetleştirmede alacakların temlikinin taraflar bakımından hüküm ve sonuçlarını anlayabilmek için, öncelikle genel olarak alacakların temlik müessesesinde alacakların intikalinin koşul ve hükümlerini incelemek yerinde olacaktır.

Bilindiği gibi, alacağın temlik (BK m.162 vd.) alacaklının alacak hakkını borçlunun rızasına gerek kalmadan tasarruf işlemi niteliğindeki yazılı bir sözleşme ile hakta bir değişiklik meydana gelmeden başkasına devretmesidir²³⁸. Bu bağlamda, alacağın temlik işleminin başlıca özelliklerini, sebebe bağlı olmayan (mücerret) bir

²³⁷ Kothari, s. 238 vd.; Bonsall, s. 236; Doğru, s. 86; Koçak, D.: Konut Finansmanı Kanunu Öncesi ve Sonrası Mortgage, İstanbul 2007, s. 69. İngilizce literatürde temlik (*assignment*) yerine, satış (*sale*) deyimini daha çok kullanılmaktadır.

²³⁸ Oğuzman, K./Öz, T.: Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 3. Bası, İstanbul 2000, s. 891 vd.; Engin, B.İ.: Alacağı Temlik Edenin Garanti Sorumluluğu, Ankara 2002, s. 10; Üçer, M.: Roma Hukukunda ve Karşılaştırmalı Hukukta Alacağın Temlik, AÜHFİD, C. LIV, S. 3, s. 407.

tasarruf işlemi olması²³⁹, borçlunun rızasına ihtiyaç göstermemesi ve temlik sonucunda alacağın tüm yan haklarıyla birlikte temlik alana geçmesi şeklinde sıralayabiliriz.

Alacağın temliki yeni bir alacak doğurmayıp, mevcut borç ilişkisinin sadece alacaklı tarafını değiştirir. Başka bir deyişle temlik ile borç ilişkisi devredilmez²⁴⁰. Bu nedenle, örneğin karşılıklı borç doğuran sözleşmelerde kendi alacağını temlik yolu ile devreden alacaklının, borç ilişkisinin kendisine yüklediği borcu ifa etme yükümlülüğü devam eder. Bu çerçevede menkul kıymetleştirme işleminde de, alacaklarını özel amaçlı kuruluşa devreden kaynak şirketin o alacağı doğuran borç ilişkisinden kendisi için bir takım edim yükümlülükleri doğmuşsa bunları yerine getirme yükümlülükleri devam eder²⁴¹. Kredi alacaklarına sahip bir bankanın söz konusu kredileri kullandırma yükümlülüğünün devam etmesi gibi.

1. Temlikin İnançlı İşlem Olma Boyutu

Alacağın temlikinde de temel ilişkidenden kaynaklanan bir sebep vardır. Bu sebep, bir borcun ifası veya bağışlama olabileceği gibi, kredi vermek ya da teminat sağlamak olabilir. Bunlar dışında, alacak, sadece tahsil edilmesi amacıyla da temlik edilmiş olabilir. Menkul kıymetleştirme işleminde kaynak şirketin alacaklarını özel amaçlı kuruluşa temlik etmesinin sebebi, ihraç edilecek menkul kıymetlere teminat sağlamaktır. Bu bakımdan menkul kıymetleştirme işleminde alacağın temlikinin, özünde teminat sağlama amacı taşıması nedeniyle, teknik anlamda bir teminat amaçlı temlik olduğu ileri sürülebilir. Bu bakımdan, menkul kıymetleştirmede alacağın temlikinin teminat amaçlı bir inanca işlem olup olmadığını tartışmakta yarar vardır²⁴².

²³⁹ Doktrinde alacağın temlikinin sebebe bağlı bir işlem olduğunu savunan yazarlar da vardır. Bkz. *Eren*, F.: *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, 9. Bası, İstanbul 2006, s. 1183; *Aral*, F.: *Topyekün Temlik*, AÜHFD, C. XLII, 1991-1992, S. 1-4, s. 104; *Dayınlırlı*, K.: *Borçlar Kanununa Göre Alacağın Temliki*, Ankara 2000, s. 90.

²⁴⁰ *Von Tuhr*, A.: *Borçlar Hukuku: Borçlar Hukukunun Umumi Kısım*, C. II, Ankara 1983 (Çeviren: Cevat Edege), s. 841; *Eren*, s. 1186; *Üçer*, s. 409; *Özdemir*, T.: *İnançlı Olarak Yapılan Teminat Amaçlı Alacak Temlikleri*, Bilgi Toplumunda Hukuk, Ünal Tekinalp'e Armağan, C. II, İstanbul 2003, s. 692;

²⁴¹ *Reisoğlu (Safa)*, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, 14. Bası, İstanbul 2000, s. 374.

²⁴² Doktrinde teminat amaçlı temlikler inanca temlik olarak nitelendirilmektedir. Bkz. *Özsunay*, s. 56 vd.; *Reisoğlu (Safa)*, s. 374; *Aral*, s. 95-96; *Oğuzman/Seliçi/Özdemir*, s. 895 (bkz.dn. 20); *Engin*, s. 13.

İnançlı işlemlerde, inanan çeşitli saiklerle (teminat vermek, idare edilmek, tahsil vs.) malvarlığına dahil bir şeyi ya da hakkı, inanılana kazandırır. İnanılan ise, kendisine yapılan kazandırmayla ilgili olarak kararlaştırılan koşullara uymayı ve yapılan muamelede amaçlanan durum gerçekleştiğinde veya taraflarca bir süre saptanmışsa bu süre dolduğunda, inanan tarafından kendisine devredilen şey ya da hakkı inanana geri vermeyi taahhüt eder²⁴³. Bu anlamda inaçlı işlem borç doğuran bir sözleşme niteliğindedir. Taraflar bu sözleşme ile genellikle, malvarlığına dahil bir şey ya da hakkın, aynı amacı güden olağan hukuki muamelelerden daha güçlü bir hukuki durum yaratmak üzere, inanılana geçirilmesini arzu ederler. Örneğin, borçlu, alacaklısına malını rehin ederek yalnızca sınırlı bir aynı hak tanımak yerine, inaçlı işlemle malın mülkiyetini ona geçirerek rehin hakkından daha güçlü, daha üstün bir hak tanır²⁴⁴.

İnaçlı işlemler, inaç anlaşması ve devir işlemi olmak üzere iki temel unsurdan oluşur. İnaç anlaşmasında taraflar, karşılıklı hak ve borçlarını, işlemin sona erme sebeplerini ve devredilen hakkın inanılan tarafından yönetilme ve inanana iade şartlarını kararlaştırırlar. Bu anlaşma bir tasarruf işlemi olan devrin de hukuki sebebini oluşturur.

Konumuz itibariyle bizi ilgilendiren inaçlı işlem türü karma inaçlı işlemlerdir²⁴⁵. İnanılana yarar sağlama amacı güden karma inaçlı işlemlerin tipik örneği mülkiyetin veya alacağın teminat maksadıyla devridir²⁴⁶.

Alacağın teminat amacıyla rehni yerine temlikinin tercih edilmesinin nedeni, aynı teminat şekillerinin (rehin, ipotek) kredi hayatının tüm ihtiyaçlarını karşılayamaması, kanun tarafından fertlere tanınan hakların bazı durumlarda onların menfaatlerini korumada yetersiz kalmasıdır²⁴⁷. Örneğin, taşınmaz rehninde rehlin paraya çevrilmesi yolunun öngördüğü uzun ve masraflı merasim, taşınır rehninde ise teslim şartının borçluyu (özellikle krediye ihtiyacı olan küçük ve orta ölçekli

²⁴³ *Özsunay, s. 1; Özkaya, E.: İnaçlı İşlem ve Muvazaa Davaları*, Ankara 2004, s. 25 vd.

²⁴⁴ Bkz. Yargıtay 1.HD'nin 7.10.2004 tarih ve E.2004/8810, K.2004/10850 sayılı kararı (bkz.www.kazanci.com).

²⁴⁵ İnaçlı işlemlerin diğer türü saf inaçlı işlemler olarak adlandırılan, sadece inananın yararını esas alan işlemlerdir. Saf inaçlı işlemlerin tipik örneğini tahsil amacıyla alacağın temlik oluşturur.

²⁴⁶ *Eren, s. 330; Uygur, A.B.: Teminat Amaçlı İnaçlı İşlemler*, GÜHFD, C. X, 2006, S. 1-2, s. 179-180.

²⁴⁷ *Esener, T.: Türk Hukukunda Muvazaalı Muameleler*, İstanbul 1956, s. 155; *Özsunay, s. 35; Dayınlarlı, s. 32.*

işletmeleri) ihtiyaç duyduğu menkullerin zilyetliğini devretmek zorunda bırakması gibi güçlükler bunlar arasında sayılabilir. İşte teminat amaçlı temlik, karşılaşılan bu güçlükleri aşmada ve alacaklıya daha güvenilir bir güvence sağlamada pratik bir metod olarak düşünülmüş ve uygulanmıştır.

Bir alacağın ya da menkul/gayrimenkulün teminat amaçlı devrinde, alacaklı lehine alışıl gelmiş şekilde rehin tesis olunmaz, doğrudan alacağın kendisi temlik edilir yahut teminat gösterilen menkulün ya da gayrimenkulün mülkiyeti devredilir. Devralan, alacağa ya da devir konusu şeye malik olur, ancak onun üzerinde istediği gibi tasarruf edemez. Ancak inanç anlaşmasında kararlaştırılan şekilde onu muhafaza ve idare eder²⁴⁸. İnanç anlaşmasında, söz konusu devrin borca teminat olmak üzere gerçekleştirildiği, borç ödendiğinde temlik/devir konusu alacak ya da şeyin borçluya iade edileceği kararlaştırılır²⁴⁹.

Menkul kıymetleştirme işleminde kaynak şirket ile özel amaçlı kuruluş arasında yapılan temlikin gayesinin teminat olduğu doğrudur. Ancak buradaki teminat, özel amaçlı kuruluşun kaynak şirketten olan bir alacağına değil, ihraç edilecek menkul kıymetlere yönelik bir teminattır. Kaynak şirket ile özel amaçlı kuruluş arasında akdedilen sözleşmeyi (alacakların bir borcun teminatı olmak üzere özel amaçlı kuruluşa devri, borç ödendiğinde yahut herhangi bir şekilde sona erdiğinde tekrar kaynak şirkete iadesini içeren) bir inanç sözleşmesi olarak nitelemek mümkün değildir²⁵⁰. Zira menkul kıymetleştirmede alacaklar özel amaçlı kuruluş tarafından belli bir müddet muhafaza ve idare olunmaz, aksine bizzat menkul kıymetlerin ödenmesinde kullanılır. Dolayısıyla kullanılan (adeta tüketilen) alacakların kaynak şirkete iadesi gibi bir husus da söz konusu değildir.

²⁴⁸ *Kuntalp*, E.: Teminat Kavramı, Teminat Türleri ve Bunlardan Doğan Sorumluluk, Reha Poroy'a Armağan, İstanbul 1995, s. 263.

²⁴⁹ *Özsunay*, s. 37; *Serozan (Hatemi/Arpacı)*, s. 321; *Cansel*, E.: Teslim Şartlı Menkul Rehni, Ankara 1967, s. 112.

²⁵⁰ Alacakların kaynak şirket tarafından özel amaçlı kuruluşa devri bir inançlı işlem niteliğinde olmasa da, özel amaçlı kuruluş ile yatırımcılar arasında bir inançlı mülkiyet ilişkisinden bahsedilebilir. Hatta özel amaçlı kuruluşun trust olarak yapılandığı durumlarda bu daha da belirgindir. Özel amaçlı kuruluşun devraldığı alacaklar üzerinde, mülkiyet hakkı kendisinde olmasına karşın, serbestçe tasarruf etme hakkı yoktur. Özel amaçlı kuruluşun alacakları yönetmesi ve bunlardan gelen nakit akımlarını yatırımcılara aktarması yatırımcılar hesabına ve menfaatine gerçekleştirdiği bir faaliyettir. Nitekim 5582 sayılı Kanunla SPKn'na eklenen 38/B maddesinde de, konut finansmanı fonunun fon malvarlığını ipoteye dayalı menkul kıymet sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına yöneteceği belirtilmiştir.

2. Alacağa Bağlı Teminatların Temlikle Birlikte Devralana Geçmesi

Alacağın temlikinde temlike konu alacağın, olduğu gibi, hiçbir değişikliğe uğramaksızın devralana geçmesi esastır. Bu nedenle temlik edilen alacaklar tüm öncelik ve yan (fer'i) hakları ile birlikte devralana geçer (BK m.168/1). Bu kapsamda, alacağı teminat altına alan her türlü kefalet, menkul ve gayrimenkul rehni, hapis hakkı gibi tüm yan haklar temlikle birlikte kendiliğinden temlik alana intikal eder²⁵¹.

Şu halde, menkul kıymetleştirme işleminde de devre konu alacaklar tüm aynı ve şahsi teminatları ile birlikte özel amaçlı kuruluşa geçer. Bu husus, varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri için önem arz eder. Zira menkul kıymet sahiplerinin, menkul kıymete dayanak oluşturan alacakların ödenmemesi halinde, alacağın tahsilini güvence altına alan teminat unsurlarına müracaat edilmesinde menfaatleri vardır.

Alacağa ait teminatların temlikle birlikte intikalini, ipotekli konut kredisi alacaklarının menkul kıymetleştirilmesinde açık bir şekilde görmek mümkündür. Konut alıcısına kredi veren finansman kuruluşu her halde krediye konu taşınmaz üzerine kendi lehine rehin (ipotek) koydurur ve söz konusu rehin kaydı borcun tamamı ödeninceye kadar taşınmaz üzerinde kalmaya devam eder. Söz konusu ipotekle teminat altına alınmış konut kredisi alacaklarının menkul kıymetleştirilmek üzere özel amaçlı kuruluşa devrinde, ipotek hakları da kendiliğinden özel amaçlı kuruluşa intikal eder²⁵². Zaten ipotek ile onun teminat sağladığı alacağın birbirinden ayırt edilmesine olanak yoktur. Alacak hakkının sahibi ile ipotek sahibi kural olarak birbirinden farklı kişiler olamaz. İpotek alacağa bağlı olarak temlik kapsamına girer ve temlik alana geçer. Yalnız alacağı temlik edip ipoteği saklı tutmak ya da ipoteği alacağa bağlı olmaksızın temlik etmek mümkün deđildir²⁵³. Hatta, ipoteğin alacakla

²⁵¹ *Reisoğlu (Safa)*, alacağa fer'i olarak bağlı olmayan garantinin de temlikle birlikte temlik alana geçeceğini belirtmektedir (s. 378).

²⁵² Benzer şekilde 5582 sayılı Kanunla SPKn'nun değiştirilen 38/B maddesinin 7.fikrasında, ipotekle teminat altına alınmış bir kredi veya konusu gayrimenkul olan bir finansal kiralama sözleşmesinden kaynaklanan alacakların fonun portföyüne alınması halinde, kredi veya alacağın fona devredildiği hususu ilgili gayrimenkulün tapu sicilinde beyanlar hanesine kaydedileceği düzenlenmiştir.

²⁵³ *Köprülü/Kaneti*, s. 378; *Reisoğlu (Seza)*, Bankacılık Yönünden Borçlar Hukuku Kuralları, TBB Yayın No:40, Ankara 1970, s. 83.

birlikte geçerli olarak temlik alana geçmesi tapu kütüğüne tescile bağlı kılınmamıştır (MK m.891).

Alacağı teminatlarıyla birlikte devralan özel amaçlı kuruluş, alacakların ödenmemesi halinde, bu teminatlara müracaat etmeden önce (teminatların icra marifetiyle paraya çevrilmesinin masraflı ve zaman alan bir prosedür olması nedeniyle) güvence mekanizmalarına başvurur. Bu, kaynak şirketin başka bir alacağı ile ödenmeyen alacağın değiştirilmesi şeklinde olabileceği gibi, garanti veren bankaya ya da her bir alacak için ödememe rizikosunu teminat altına alan sigorta şirketine müracaat suretinde olabilir.

Daha önce de belirttiğimiz gibi, özel amaçlı kuruluş alacakların takip ve tahsiline yönelik işlemleri kendisi gerçekleştiremediğinden, bu işin üstlenilmesi konusunda kaynak şirket ya da bu hizmeti veren bir kuruluşla anlaşır²⁵⁴. Kaynak şirket ya da işi üstlenen kuruluş söz konusu anlaşma kapsamında ödenmeyen alacaklar için bunlara ait teminatlara müracaat eder ve gerekirse teminatları paraya çevirir.

3. Alacağı Temlik Edenin Garanti Yükümlülüğü

Alacağın temlikine ilişkin kanun hükümleri temlik edenin temlik alana karşı alacağın varlığından ve borçlunun ödeme gücünden sorumluluğunu bazı şartlara tabi kılmıştır. Temlik edenin garanti sorumluluğu, özel amaçlı kuruluşun menkul kıymet ödemelerini gerçekleştirmede güçsüzlüğe düşmemesi için kaynak şirketin aldığı önlem ve teminatlara (güvence mekanizmalarıyla) belli ölçüde ilgilidir. Şöyle ki, kaynak şirket bu önlemlerle, bir taraftan da temlik eden sıfatıyla üstlendiği garanti yükümlülüğünü bertaraf etmektedir. Bu açıdan BK'nun öngördüğü söz konusu şartların menkul kıymetleştirme işlemine yansımaları hakkında açıklama yapmakta fayda vardır.

Türk hukukunda temlik edenin alacağın mevcudiyetinden sorumlu olması temlikin ivazlı olması koşuluna bağlanmıştır. Buna göre, temlik bir bedel karşılığında gerçekleşmişse temlik eden aksi kararlaştırılmadıkça temlik anında alacağın geçerli bir surette var olduğunu temlik alana garanti etmiş sayılır (BK

²⁵⁴ Bkz. yukarıda Bl. 2, I D.

m.169/1)²⁵⁵. Menkul kıymetleştirme işleminde alacakların devrinin ivazlı bir temlik olduğu tartışmasızdır, çünkü devir bedeli kaynak şirkete ya peşin olarak ya da ihraç sonrasında özel amaçlı kuruluş tarafından ödenmektedir.

Alacağın varlığına ilişkin garanti, alacağın doğmuş veya ileride doğacak olduğunu ve herhangi bir nedenle sona ermiş olmadığını tekeffül etmeyi ifade eder²⁵⁶. Öte yandan alacağın varlığına ilişkin sorumluluk, karşı tarafa belirtilen alacağa bağlı tüm yan hakların mevcudiyetini de içerir²⁵⁷. BK m.167 hükmü, borçlunun temlik edene karşı haiz olduğu tüm def'ileri temlik alana karşı da ileri sürebileceğini belirtmektedir²⁵⁸. Mevcut bir alacağın borçlunun sahip olduğu çeşitli savunmalar nedeniyle tahsil edilmesinin mümkün olmadığı haller de alacağın varlığına ilişkin bir hukuki eksiklik olarak kabul edilir ve temlik edenin sorumluluğunu doğurur²⁵⁹. Başka bir deyişle, alacağın tamamen veya kısmen elde edilmesini engelleyen tüm def'i ve itirazlar alacağın varlığını garanti sorumluluğunun kapsamına girer²⁶⁰. Alacağın doğuran temel ilişkideki sözleşmenin geçersiz olduğu, alacağın zamanaşımına uğradığı, temlik edenin kendine düşen edim yükümlülüğünü yerine getirmediği (ödemelik def'i), takas vs. gibi savunmalar buna örnek olarak gösterilebilir.

Türk hukukunda temlik eden ayrıca taahhüt etmedikçe borçlunun ödeme gücünden sorumlu kılınmamıştır (BK m.169/2). Bu bakımdan borçlunun fiili nedenlerle ödeme yapamamasından temlik eden hukuken sorumlu değildir.

Menkul kıymetleştirmedeki güvence mekanizmalarından rucû (kaynak şirketin ödenmeyen alacaklar için kendisine rucû edilmesini, kaynak şirketçe ödenmeyen alacak yerine başka bir alacağın veya doğrudan doğruya alacak karşılığı nakdin verilmesi), bir anlamda temlik edenin garanti sorumluluğunu yerine getirmesini ifade eder. Bu anlamda rucû, tahsil edilemeyen alacak için temlik edene doğrudan doğruya bir müracaatı ifade etmesi bakımından, temlik edenin garanti sorumluluğunun somut bir yansıması iken, diğer güvence mekanizmaları (banka

²⁵⁵ İvazlı temliklerde temlik eden için kanunda öngörülen garanti yükümlülüğü, temlik alan bakımından bir çifte güvenceye sahip olması anlamına gelmektedir (Üçer, s. 408).

²⁵⁶ Oğuzman/Öz, s. 921.

²⁵⁷ Engin, s. 105.

²⁵⁸ Alacağın temlikinde ilke, borçlunun durumunun ağırlaşmamasıdır (Üçer, s. 433).

²⁵⁹ Engin, s. 110.

²⁶⁰ Reisoğlu (Safa), s. 381.

garantileri, sigorta teminatı vs.) bu sorumluluğu gideren dolaylı araçlar olarak nitelendirilebilir.

Diğer taraftan, güvence mekanizmalarının devreye girmesi bakımından, alacağın tahsil edilememesinin varlığındaki herhangi bir hukuki eksiklikten ya da borçlunun ödeme güçsüzlüğünden kaynaklanmasının bir önemi yoktur. İster borçlunun ileri sürdüğü defî ve itirazlardan dolayı hukuki sebeplerle, ister ödeme gücü olmamasından dolayı fiili sebeplerle alacak tahsil edilememiş olsun, temlik eden sıfatıyla kaynak şirketin garanti sorumluluğu düşünülmezsizin ihraç öncesinde temin edilen güvenceler devreye sokulur ve menkul kıymet ödemeleri düzenli şekilde yerine getirilir. Sonuç olarak temlik edenin kanuni ya da akdî garanti sorumluluğu, menkul kıymetleştirme işleminde güvence mekanizmalarına ne ölçüde yer verileceğine etki eden bir unsurdur.

4. İleride Doğacak Alacakların Temliki

Devri kanun ya da sözleşmeyle yasaklanmadıkça ve işin niteliği devri kabil kıldığı sürece, kaynağı ne olursa olsun tüm alacakların temlik yoluyla devredilebileceği kabul edilmektedir (BK m.162/1)²⁶¹. Buna karşın henüz doğmamış, ancak ileride doğması beklenen müstakbel alacakların temlike ve dolayısıyla menkul kıymetleştirmeye konu edilip edilemeyeceğini tartışmak gerekir.

Doktrinde müstakbel alacakların temliki konusu ikili bir ayrıma tâbi tutularak incelenmektedir: a) Temlik anında mevcut olan bir hukuki ilişkiden doğması beklenen alacakların temliki, b) temlik anında mevcut olmayan bir hukuki ilişkiden doğması beklenen alacakların temliki²⁶². Temlik anında mevcut bir hukuki ilişkiden doğması beklenen alacaklara örnek olarak geciktirici şarta bağlı alacaklar, borcun doğumu ve kapsamının gelecekte belli olacağı sözleşmelerden doğan alacaklar, kira gibi dönemli borç doğuran sözleşmelerden doğan alacaklar gösterilebilir²⁶³. Temlik anında mevcut bir hukuki ilişkiden gelecekte doğması beklenen alacakların temlikinin, alacağın doğduğu anda borçlunun şahsı, hukuki sebep ve miktar

²⁶¹ Bu hususta bkz. *Oğuzman/Öz*, s. 904; *Eren*, s. 1186; *Dayınlarlı*, s. 55.

²⁶² *Burcuoğlu*, H.(*Tekinay*, S.S./*Akman*, S./*Altop*, A.): *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, 7. Bası, İstanbul 1993, s. 248; *Oğuzman/Öz*, s. 901; *Aral*, *Topyekün Temlik*, s. 107; *Engin*, s. 27.

²⁶³ *Oğuzman/Öz*, s. 901.

bakımından yeterli ölçüde belirli ya da en azından belirlenebilir olması kaydıyla, mümkün olduğu doktrin ve yargı içtihatlarında kabul edilmektedir²⁶⁴.

Buna karşın temlik zamanında var olmayıp, gelecekte kurulması beklenen bir hukuki ilişkiden doğacak alacakların temlikinin mümkün olup olmadığı hakkında doktrinde tam bir görüş birliği yoktur. Hemen belirtelim ki, ticari hayatta bu türden alacak temlikini içeren uygulamalara hem de büyük ölçekli işlem ve kredilerde rastlanmaktadır. Örneğin bankanın bir müşterisine, doğmuş ve doğacak alacaklarını kendisine toptan temlik etmesi karşılığında kredi açması (temlik kredisi)²⁶⁵, büyük yatırım projelerinde projenin finansmanı için bankadan talep edilen kredinin teminatı olarak proje sonucunda ortaya çıkacak yatırımın işletilmesinden elde edilecek alacakların bankaya temlik edilmesi ve gelecekteki nakit akımlarının menkul kıymetleştirilmesi²⁶⁶ (örneğin bir havayolu şirketinin gelecekte satacağı biletlerden elde edeceği alacakları menkul kıymetleştirilmesi) uygulamaları bu kapsamda kabul edilebilir.

Bu tür alacakların temlik edilemeyeceğini savunan *Oğuzman/Öz*'e göre, temlik anında mevcut bir hukuki ilişkiden doğacak müstakbel alacakların devri bir "beklenen hak" temlik olarak yorumlanabilir. Bu durumda temlik edilen hak bir beklenen hak olduğu için, henüz mevcut olmayan bir hak temlik edilmiş değildir. Sonradan doğan asıl alacak, devralanın kazandığı beklenen hakkın sağladığı hukuki sonuç olarak iktisap edilir. Buna karşılık temlik anında mevcut olmayan bir hukuki ilişkiden gelecekte doğacak alacaklarda ise, bir beklenen hak dahi yoktur²⁶⁷. Yine *Oğuzman/Öz*'e göre, bu tür bir temlik geciktirici şarta bağlı temlik sayma imkanı da yoktur. Çünkü burada temlike engel oluşturan husus tasarruf işleminin yapıldığı sırada konusunun bulunmamasıdır. Tasarruf işleminin geciktirici şarta bağlı olarak yapılabilmesi, konusu bulunmayan bir şey üzerinde tasarruf edilememesi engelini aşmaya yetmez. Bir tasarruf işleminin söz konusu olabilmesi için işlemi yapanın malvarlığının aktifinde bir etkilenme olması gerekir. Temlik edilen gelecekte

²⁶⁴ *Reisoğlu (Safa)*, s. 374; *Eren*, s. 1187; *Aral*, *Topyekün Temlik*, s. 109; *Dayınlarlı*, s. 141-142; *Nomer*, H.: *Beklenen Haklar Üzerindeki Tasarrufların Hukuki Sonuçları*, İstanbul 2002, s. 109. Ayrıca bkz. 19 HD'nin 23.9.1999 tarih, 4545/5107 sayılı kararı ve 12.HD'nin 8.3.2002 tarih, 3683/4795 sayılı kararı (*Kuru*, B.: *İcra ve İflas Hukuku El Kitabı*, 2. Bası, İstanbul 2006, s. 428).

²⁶⁵ *Akyol*, s. 23

²⁶⁶ Daha ayrıntılı bilgi için bkz. *Uçak*, N.: *Gelecekteki Nakit Akımlarına Dayalı Menkul Kıymetleştirme, Yeterlik Etüdüleri 15. Dönem*, SPKır Yayın No:145, Ankara 2004, s. 563 vd.

²⁶⁷ Bkz. s. 902.

doğacak hak ise, doğar doğmaz devralana ait olur. Devredenin bir an için bile malvarlığına dahil olmayan bir hak üzerinde tasarruf ettiğinin söylenmesi mümkün değildir²⁶⁸.

H.Nomer, “beklenen haklar” konusunu incelediği eserinde²⁶⁹, beklenen hak kavramının, henüz kazanılmamış ama ileride kazanılması muhtemel hakları ifade etmek üzere kullanıldığını, Alman öğretisi tarafından hukuk literatürüne kazandırılan bir kavram olduğunu, hak sahibi olmayı bekleyen kimsenin hukuki durumunu ifade etmek üzere “beklenti” deyiminin kullanıldığını, beklenti sahibi kişinin sahip olduğu beklenti durumu üzerinde de tasarruf edebileceğini, burada tasarrufa konu olan şeyin hakkın kendisi değil beklenti olduğunu, hakkın kendisi gibi beklentinin de ekonomik bir değer ifade ettiğini, beklentiye devralan kimsenin beklenti sahibinin hukuki durumunu elde ettiğini, beklenen hakların tipik örneğinin şarta bağlı hak ve alacaklar olduğunu ifade etmektedir. Ancak *Nomer*, hukuki temeli mevcut olmayan müstakbel alacakların temlikini mümkün kabul ederken, bu kabulü “beklentinin devri” görüşüne dayandırmamaktadır. Yazara göre, hukuki temelin mevcut olmadığı hallerde, müstakbel alacak sahibi için bir beklenti doğmaz, onun yaptığı temlik işlemi beklentinin devri olmayıp, “öne alınmış temlik” niteliğindedir²⁷⁰. Yazar öne alınmış temlikle ilgili söz konusu görüşünde “önceden tasarruf” görüşüne atıf yapmaktadır. Bu görüşe göre, tasarruf işleminin yapılabildiği an ile hükümlerini doğuracağı anın aynı an olması şart olmayıp, önceden tasarruf işlemlerinde tasarruf işlemi hüküm ve sonuçlarını sonraki bir zaman olan alacak doğduğu anda gerçekleştirir²⁷¹.

Temlik anında hukuki temeli bulunmayan müstakbel alacak temlikini mümkün kabul eden *Von Tuhr*'a göre, bu tür temlikler geciktirici şarta (alacağın doğumu şartına) bağlı değildir, aksine temlik anından itibaren geçerli temlik mahiyetindedirler. Yazara göre, bunun gerekçesi alacaklarda tasarruf işlemi için - taşınır ve taşınmazlardan farklı olarak-, karşı tarafın katılımını gerektirmeyen tek taraflı yazılı beyanın yeterli olmasıdır²⁷². Taşınır ve taşınmazlar için gerekli tasarruf işlemi (taşınırlarda zilyetliğin devri, taşınmazlarda tescil) hakkın doğumundan önce

²⁶⁸ *Oğuzman/Öz*, s. 902.

²⁶⁹ *Beklenen Haklar Üzerindeki Tasarrufların Hukuki Sonuçları*, İstanbul 2002.

²⁷⁰ *Nomer, H.*, s. 110.

²⁷¹ Bkz. *Aral*, *Topyekün Temlik*, s. 116; *Engin*, s. 28.

²⁷² s. 215.

yapılamazken, alacaklar için sadece yazılı devir beyanının yeterli olması hakkın doğumundan önce bu beyanda bulunmayı mümkün kılmaktadır²⁷³. Müstakbel alacak temlikinin geciktirici şarta bağlı olmaksızın baştan itibaren geçerli olmasının pratik sonucu ise, geçerli bir temlik sonrasında devredenin müstakbel hak üzerinde artık tasarruf edememesi (örneğin ikinci bir temlik yapamaması), bu suretle devralanın korunmasıdır²⁷⁴. Halbuki temlik şarta bağlı kılınırsa, şart gerçekleşene kadar temlik hüküm ifade etmeyeceğinden temlik eden hak üzerinde başka bir tasarrufta daha bulunabilir. Bu durumda şarta bağlı temlik alan ancak BK m. 150/3 hükmü dairesinde korunabilir.

Diğer taraftan, temlik anında hukuki temelden yoksun müstakbel alacaklarla ilgili tartışma konusu diğer bir husus, gelecekte doğan hakkın önce devredenin malvarlığında doğup, sonra devralana mı intikal ettiği, yoksa temlik nedeniyle doğrudan devralanın malvarlığında mı doğduğudur²⁷⁵. Bu hususun önemi, devredenin iflası halinde temlike konu alacağın iflas masasına girip girmeyeceği problemini içinde barındırmasıdır²⁷⁶. Eğer alacağın önce devredenin malvarlığında doğacağı kabul edilirse, iflas ile birlikte devredenin malvarlığı üzerinde tasarruf yetkisi kalmayıp, malvarlığına dahil tüm unsurlar iflas masasına dahil olacağı için, temlike konu alacağın da iflas masasına gireceğinin kabul edilmesi gerekir. Buna karşılık alacağın doğar doğmaz devralanın malvarlığına dahil olacağı kabul edilirse, bu takdirde devredenin iflası devri etkilemez, alacak temlik alana geçmiş sayılır.

İflasın topyekün temlike etkisini inceleyen *Aral*, müstakbel alacaklar bakımından alacağın iflastan önce doğup doğmadığı kriterini esas almaktadır. *Aral*'a göre, ister doğrudan iktisap teorisi ister geçiş teorisi kabul edilsin, müstakbel alacak eğer iflas açıldıktan sonra doğmuşsa iflas masasına dahil olur, devralana intikal etmez. Buna karşın müstakbel alacak eğer iflas açılmadan doğmuşsa temlik alana intikal eder²⁷⁷. *H.Nomer*'in görüşü de *Aral*'la paraleldir. Anılan yazara göre, öne alınmış temlik işleminde alacağı temlik alan korunmamıştır. Temlik edenin alacağın

²⁷³ Aynı görüşte *Doğru*, s. 149 vd.

²⁷⁴ *Von Tuhr*, s. 846.

²⁷⁵ Alacağın doğrudan doğruya devralanın malvarlığında doğduğunu kabul eden görüş “doğrudan iktisap teorisi”, alacağın devredenin malvarlığında doğduktan hemen sonra devralanın malvarlığına intikal ettiğini savunan görüş ise “geçiş ya da dolaylı iktisap teorisi” olarak adlandırılmaktadır. Bkz. *Eren*, s. 1187; *Engin*, s. 33; *Nomer, H.*, s. 115.

²⁷⁶ *Nomer, H.*, s. 115.

²⁷⁷ *Aral*, Topyekün Temlik, s. 133.

doğumundan önce iflas etmesi halinde, alacak doğar doğmaz iflas masasına girer. Bu durumda önceden yapılan temlik işlemi, işlemin hüküm ifade edeceği anda müflis temlik edenin tasarruf yetkisine sahip olmaması nedeniyle, hüküm ifade etmez²⁷⁸. Müflisin alacaklıları arasında bir eşitsizlik olmasını engelleyen bu görüşe iştirak ediyoruz.

Yukarıda açıkladığımız görüşlerin genel bir değerlendirmesi ile konumuz bakımından sonuçlarını irdelemek gerekirse, temlik anında bir hukuki temele sahip olmayan müstakbel alacakların devrinde alacağın doğum anının ön plana çıktığını görüyoruz. Çünkü gerek temlikin hüküm ifade ettiği anın, gerek temlik edenin iflası halinde alacağın iflas masasına girip girmeyeceğinin tespitinde alacağın doğduğu an esas alınmaktadır. Müstakbel alacağın temlikini öngören sözleşmenin geçerli bir sözleşme olduğu ancak sonraki bir zaman olan alacağın doğumu anında hüküm ifade ettiği kabul edilmektedir. Ayrıca bu an itibariyle devreden hakkında bir iflas kararı verilmemişse devir sorunsuz bir şekilde gerçekleşmektedir. Alacak doğmadan devreden iflas etmişse, artık tasarruf yetkisi kalmadığından, devir gerçekleşmeyip alacak iflas masasına dahil olmaktadır. Söz konusu tespitin konumuzla bağlantısı şu şekilde kurulabilir: Temlik anında henüz doğmamış, gelecekte doğması beklenen alacaklar da menkul kıymetleştirmeye konu edilebilir. Bu durumda kaynak şirketle özel amaçlı kuruluş arasında akdedilen devir sözleşmesi, alacakların doğumu anında hükmünü icra eder, yeter ki bu an itibariyle kaynak şirket iflas etmemiş olsun.

B. Kaynak Şirketin İflası

Kaynak şirketin iflasının menkul kıymetleştirme bakımından doğurduğu en önemli sorun, özel amaçlı kuruluşa devredilen alacakların kaynak şirketin iflas masasına girip girmeyeceği konusudur. Bu sorunun çözümü, alacakların devrine atfedilen hukuki nitelikle ilgili olup, aşağıda alacakların devrine satıştan başka bir hukuki nitelik yüklemenin mümkün olup olmadığı, tarafların iradesinin alacakları devretme yönünde olmadığına ilişkin emarelerin bulunması ve hileli devir yönlerinden değerlendirmelere yer verilecektir.

²⁷⁸ *Nomer, H.*, s. 3, 116, 117.

1. Alacakların Devrinin Hukuki Niteliği

Bilindiği gibi, iflasın açılması ile müflisin haczedilebilen bütün mal ve hakları bir masa, topluluk teşkil eder ki, buna iflas masası denir (İİK m.184/1). Müflis masaya dahil olan bu mal ve haklar üzerinde artık herhangi bir tasarrufta bulunamaz. Masanın idaresi iflas organlarına aittir. Mal ve hakların nerede bulunduğu bir önemi yoktur. Müflise ait rehinli mallar da iflas masasına girer (İİK m.185). Şu kadar ki, rehin alacaklısının iflas masasına giren rehinli mallar üzerindeki rüçhan hakkı saklıdır (İİK m.206).

Kaynak şirketin iflas etmesi halinde, kaynak şirkete ait haczi kabil tüm mal ve haklar ve bu kapsamda müflise ait alacaklar iflas masasına dahil olur. İflasın menkul kıymetleştirmeye etkisi de bu noktada, yani kaynak şirketin özel amaçlı kuruluşa devrettiği alacakların iflas masasına girip girmeyeceği noktasında önem kazanır. Kaynak şirketin alacaklıları devrin gerçek bir satış değil, ödünç mahiyetinde olduğunu, temlik edilen alacakların da bu ödünçün teminatı olduğunu ileri sürebilirler. İflas idaresi bu durumda söz konusu alacakları, müflisin rehinli diğer malları gibi iflas masasına dahil kabul ederek, masa yararına tahsil yoluna gidecektir. Alacakların iflas masasına girmesi demek, özel amaçlı kuruluşun alacakları tahsil etme yetkisini kaybetmesi²⁷⁹, varlığa dayalı menkul kıymetleri ödeyememesi, kısacası menkul kıymetleştirme işleminin temelini çökmesi²⁸⁰ demektir.

İşte bu bağlamda, alacakların kime ait olduğu konusunda ortaya çıkan çekişmede istihkak iddiasının ileri sürülmesi (İİK m.228) ve çekişmeli alacakların takip ve tahsili ile ilgili usûl kurallarından ziyade (İİK m.245), kaynak şirketle özel amaçlı kuruluş arasındaki ilişkinin mahiyetine göre alacakların hangisine ait kabul edileceği, bu suretle alacakların iflas masasına girip girmeyeceğinin maddi hukuk bakımından değerlendirilmesi önem kazanmaktadır.

Alacağın temlikinin bir satış mı, yoksa ödünç için verilen teminat mı olduğu tartışması, faktoringin türlerinden gerçek faktoring ile gerçek olmayan faktoringin hukuki niteliği konusunda da yapılmaktadır. Daha önce değindiğimiz gibi²⁸¹ gerçek faktoringde alacakları devralan faktör, bu alacakların ödenmemesi riskini de üzerine alır ve ödenmeme halinde müşteriye rüçû edemez. Gerçek olmayan faktoringde ise

²⁷⁹ Bu yetki masanın kanuni mümessili sıfatıyla artık iflas idaresine aittir (İİK m.226/1).

²⁸⁰ *Doğru*, s. 98.

²⁸¹ Bkz. yukarıda Bl. 1, V E.

faktor böyle bir risk üstlenmez ve ödenmeyen alacaklar için müşteriye rüçû edebilir. Bu bakımdan gerçek faktoring doktrinde bir alacak satışı olarak nitelendirilirken, gerçek olmayan faktoring alacağın temlik ile teminat altına alınan ödünç olarak nitelendirilmektedir²⁸². Gerçekten de, alım satım konu bir şeyi devralan alıcının, aldığı şeyin tüm risk ve getirisini üstlenmesi, onun devir konusu şeye sahip olma iradesini gösteren önemli bir kıstastır. Alım satım konusunun bir alacak olduğu hallerde, alacağın tahsil edilememe riskini üstlenmeme, söz konusu sahiplik iradesinin zayıflığını, devralınan şey üzerinde bir malik gibi mülkiyet egemenliği kurulmadığını gösterir. Bundan yola çıkarak doktrinde, mülkiyet ve üzerinde tasarruf etme hakkını geçirme iradesinin mutlak surette görüldüğü gerçek faktoring bir satış olarak kabul edilirken, gerçek olmayan faktoring bir ödünç (başka deyişle kredi) olarak kabul edilmektedir. Bu durumda temlik edilen alacaklar kredinin teminatı yerine geçmektedir.

Menkul kıymetleştirmede, faktoringde olduğu gibi, rüçû ilişkisinin varlığı kıstasına göre yapılan “gerçek - gerçek olmayan” şeklinde bir ayırım söz konusu değildir. Kanımızca, sadece rüçû ilişkisinin var olup olmadığına göre, gerçek ve gerçek olmayan faktoringe atfedilen yukarıda bahsettiğimiz hukuki nitelendirmeleri, menkul kıymetleştirme için doğrudan geçerli kabul etmek mümkün değildir. Çünkü her şeyden önce faktoring ile menkul kıymetleştirme farklı amaç ve fonksiyonlar için düşünülmüş kurumlar olup, faktoringde faktör ve müşterinin ilişkisi ile menkul kıymetleştirmede kaynak şirket ile özel amaçlı kuruluşun ilişkisi benzer değildir. Faktörün bir finansman kuruluşu olması ve alacaklarını devralmak suretiyle müşteriye finansman sağlaması, ikisi arasındaki ilişkinin ödünç/kredi ilişkisi olarak nitelendirilmesine olanak sağlasa da, menkul kıymetleştirmede özel amaçlı kuruluşun böyle bir fonksiyon üstlendiğini söylemek mümkün değildir. Nitekim sembolik bir sermayeye sahip, ticari bir faaliyeti de bulunmayan özel amaçlı kuruluşun kaynak şirkete finansman/kredi sağlaması fiilen mümkün değildir. Ne kaynak şirketin ne de özel amaçlı kuruluşun muhasebe belgelerinde, aradaki ilişkinin kredi ilişkisi şekilde anlaşılmasına yol açacak bir kaydın bulunması olanaklıdır.

²⁸² *Tekinalp*, Ü.: Banka Hukukunun Esasları, İstanbul 1988, s. 366; *Kocaman*, Factoring, s. 56 vd.; *Tiryaki*, B.: Factoring İşlemi ve Factoring İşleminin Hukuki Niteliği, DEÜHFD, C. VIII, S. 2, 2006, s. 211. *Kuntalp*, faktoring işleminin her iki biçimde de değerlendirilebileceğini, ancak alacak satımı görüşünün daha çözüme yatkın olduğu fikrindedir (*Kuntalp*, E.: Bankalar Kanunu Açısından Factoring İşlemi, Bankacılar Dergisi, Temmuz 1991, s. 29).

Öte yandan, kaynak şirket ile özel amaçlı kuruluş arasındaki alacakların devrini teminat amaçlı inançlı bir temlik olarak nitelendirmeye, menkul kıymetleştirmenin işleyiş şekli de izin vermemektedir. Çünkü, daha önce de belirttiğimiz gibi, inançlı işlemlerde inanılan inanç anlaşması uyarınca mülkiyeti kendisine geçirilen mal, alacak ya da hakkı, kararlaştırılan sürenin sonunda ya da istenen amaç gerçekleştiğinde inanana iade etmeyi taahhüt eder. Oysa menkul kıymetleştirmede özel amaçlı kuruluşun mülkiyeti kendisine devrolunan alacakları belli bir müddet sonunda kaynak şirkete iadesi etmesi söz konusu değildir. Aksine o, alacakları tahsil etmeye uğraşır ve tahsilattan elde ettiği gelirleri menkul kıymet ödemelerinde kullanır. Başka deyişle, özel amaçlı kuruluşun alacaklar üzerindeki mülkiyet hakkı, onları bir inanç anlaşmasına uygun şekilde belli bir süre uhdesinde tutmak ve muhafaza etmekten ibaret değildir. Şu halde, kaynak şirkete iade değil, aksine varlığa dayalı menkul kıymet ödemelerinde kullanılacak alacakların, verilen krediye teminat olmak üzere inançlı olarak temlik edildiğini savunmak güç, hatta imkânsızdır²⁸³.

Yeri gelmişken bir hususu daha burada belirtmek gerekir ki, kaynak şirket ile özel amaçlı kuruluş arasındaki alacakların devri, verilen bir ödücün teminatı olarak addedilse dahi, iflasın alacaklara olumsuz bir etkisi olamaz. Çünkü teminat amacıyla inançlı temlikte tam hak teorisi uyarınca inanılan, alacağın tek ve bağımsız sahibi haline gelir²⁸⁴. Artık inanılanın malvarlığına dahil bir unsur haline gelen alacak üzerinde, inanılanın başlı başına tasarruf etme hakkı mevcut olup, inanılanın iflası halinde inananın bu alacağı masadan çıkarma hakkı yoktur²⁸⁵. Aynı şekilde, inananın iflası halinde de iflas masasına ancak inanç anlaşmasında kararlaştırılan şartlar dahilinde alacağın iade talebi girer²⁸⁶.

Şu halde, menkul kıymetleştirmede kaynak şirketle özel amaçlı kuruluş arasında bir ödünç ilişkisi olduğundan bahisle alacakların devrine teminat amacıyla temlik niteliği izafe etmek, zorlama ve iflas bakımından sonuca etkisiz bir yorumdur.

²⁸³ *Kocaman*, gerçek olmayan faktoringde dahi, alacağın temlikinin bir teminat karakteri taşımasına rağmen, teminat amaçlı inançlı temlik sayılamayacağına ilişkin görüşlere yer vermiştir (Factoring, s. 117 vd.).

²⁸⁴ *Özsunay*, s. 61; *Öztürk*, G.: İnançlı İşlemler, Ankara 1998, s. 75.

²⁸⁵ *Von Tuhr*, s. 837.

²⁸⁶ Şu kadar ki, eğer temin olunan alacak (ana alacak) ödenmemişse, inanılan inanç konusu alacağı tahsil eder. Tahsilden elde ettiği miktardan alacağına ait kısmı aldıktan sonra kalan kısmı masaya iade eder (Bkz. *Özsunay*, s. 211-212).

Menkul kıymetleştirmenin amacı fon sağlamak olsa da, daha önce de belirttiğimiz gibi, bu yöntem borçlanma yoluyla kredi sağlamaya alternatif olarak düşünülmüş bir yöntemdir. Kaynak şirket krediye ihtiyaç duyması halinde bunun için bir kredi kurumuna başvurur, teminat olarak da alacaklarını o kuruluşa rehnedir. Üstelik bu halde, kaynak şirketin en azından alacaklar üzerinde mülkiyet hakkı, rehin hakkına halel gelmemek üzere, devam ederdi. Özetle, kaynak şirketin özel amaçlı kuruluştan kredi kullandığı ve alacaklarını bu kredinin teminatı olmak üzere inançlı olarak temlik ettiği varsayımı çeşitli yönlerden dayanaksızdır.

2. Muvazaa ve İptal

Kaynak şirketin alacaklar üzerindeki hakimiyetinin sürdüğüne delalet eden bazı olguların varlığından yola çıkarak, satış gibi gösterilse de tarafların iradesinin gerçekte alacakları devretme yönünde olmadığı, yani devrin muvazaalı, bu sebeple geçersiz olduğu iddiası ileri sürülebilir. Bu iddianın dışında, devrin alacaklıları zarara uğratma maksatlı hileli bir devir olduğu iddia edilerek, İİK hükümlerine istinaden iptali de talep edilebilir.

Özel hukukta tarafların üçüncü kişileri aldatmak amacıyla gerçek iradelerine uymayan, aralarında hüküm ve sonuç meydana getirmeyen bir görünüş yaratmak hususunda anlaşmalarına muvazaa denmektedir²⁸⁷. Bu anlamda muvazaa, irade ile beyan arasında istenerek meydana getirilen bir uygunsuzluk halidir. BK m.18’de yer alan “*Bir akdin şekil ve şartlarının tayininde, iki tarafın gerek sehven gerek akitteki maksatlarını gizlemek için kullandıkları tabirlere ve isimlere bakılmayarak, onların gerçek ve müşterek amaçlarını aramak lazımdır*” hükmü ile, irade teorisini kabul eden kanun koyucu, tarafların gerçek iradelerine uymayan görünüşteki muvazaalı işlemleri geçersiz saymıştır²⁸⁸.

Menkul kıymetleştirmede devre rağmen alacaklar üzerinde kaynak şirketin hakimiyetinin sürmesi, tarafların gerçekte devri arzulamadığının önemli bir göstergesi olabilir. Bu nedenle alacaklar üzerinde kaynak şirketin hakimiyetinin sürdüğüne delalet eden olgulara bakmak gerekir. Öncelikle rüçü ilişkisinin kapsamı, bu konuda dikkate alınması gereken bir kriterdir. Ödenmeyen alacaklar için kaynak

²⁸⁷ Eren, s. 315; Özkaya, s. 167.

²⁸⁸ Oğuzman/Öz, s. 109; Eren, s. 321; Özkaya, s. 180.

şirketin verdiği rüçû garantisinin kapsamı ne ölçüde artıyorsa, o ölçüde alacaklarla ilgili risk kaynak şirket üzerinde kalmaya devam ediyor demektir²⁸⁹.

Bunun yanında, alacaklarla ilgili tüm kararların kaynak şirket tarafından alınmaya devam ediliyor, alacakların tahsili ile ilgili giderlerin kaynak şirket tarafından karşılanıyor olması gibi hususlar da tarafların alacakların devri iradesi taşımadığını gösteren durumlardır²⁹⁰.

Bu tür olguların varlığı iddiası ile muvazaa davası açılması halinde, davacılar (kaynak şirketin alacaklıları) devrin geçersizliğinin tespitini talep ederler. Mahkemece muvazaanın tespitine karar verilmesi halinde, alacağın temlik baştan itibaren geçersiz hale gelir ve alacaklar kaynak şirketten hiç çıkmamış gibi işlem görür, yani iflas masasına girer. Oysa, aşağıda açıklayacağımız gibi, alacakların temlikinin kaynak şirketin alacaklılarını zarara uğratmaya yönelik bir işlem olduğu iddiası ile iptal davası açılması halinde, davanın kabulünün doğuracağı hukuki sonuçlar farklıdır.

Az önce belirttiğimiz gibi, kaynak şirketin alacaklıları, devrin hileli bir devir²⁹¹ olduğu gerekçesiyle İİK'nun m.277 vd. hükümleri çerçevesinde iptalini talep edebilirler. Özellikle nakdi sıkıntı içinde bulunan borçlular, alacaklılarından mal kaçırmak amacıyla hileli devirlere başvurmaktadır. Kanun koyucu, borçlunun iflas ya da hacizden önce gerçekleştirdiği malvarlığının azalmasına yol açan bazı tasarruf işlemlerine karşı, bundan zarar gören alacaklılara iptal davası açma hakkı tanımıştır²⁹². Alacağın temlik işlemi de bir tasarruf işlemi olmakla iptal davasına konu edilebilir²⁹³.

İptal davasının özelliği bir aynı dava değil, şahsi dava niteliğinde olmasıdır²⁹⁴. Buna göre, iptal davası sonucunda dava konusu mal ya da hakkın mülkiyetinin borçluya ait olduğuna karar verilmez, sadece alacaklı davacının dava

²⁸⁹ Doğru, s. 102.

²⁹⁰ Von Tuhr, s. 276.

²⁹¹ Hileli devir İngilizcede “*fraudulent transfer*” ya da “*fraudulent conveyance*” olarak ifade edilmektedir.

²⁹² Kuru, s. 1196.

²⁹³ Doğru, s. 168; Kuru, B./Arslan, R./Yılmaz, E.: İcra ve İflas Hukuku Ders Kitabı, Ankara 2005, s. 682.

²⁹⁴ Atalay, O. (Pekcanitez, H. /Özkan, M.S./Özekes, M.): İcra ve İflas Hukuku, 6. Bası, Ankara 2008, s. 669.

konusu malın bedelinden alacağını (kişisel hakkını) alma yetkisi kendisine tanınır²⁹⁵. Bu nedenle iptal davasının konusu borçlunun hukuken geçerli tasarruflarıdır ve dava sonunda da bu geçerliliği korumaya devam ederler. Oysa muvazaa davasında, yapılan işlemin geçersizliği ve bu suretle dava konusu malın borçlunun malvarlığından hiç çıkmadığının tespiti istenir²⁹⁶.

İcra ve İflas Kanunu'nda iptale tabi tasarruflar başlıca üç grup halinde düzenlenmiştir (m.278-280)²⁹⁷. Özetle bunlar; a) borçlunun haciz, aciz veya iflastan geriye doğru son iki yıl içinde yaptığı bağışlama ve ivazsız tasarruflar, b) borçlunun haciz, aciz veya iflastan geriye doğru son bir yıl içindeki 279. maddede sayılan tasarrufları²⁹⁸ ve c) işlemin gerçekleştiği tarihten itibaren beş yıl içinde borçluya karşı icra veya iflas takibi yapılmış olmak koşulu ile borçlunun, alacaklılarına zarar vermek kasdı ile hareket ettiğini bilen kişilerle yaptığı alacaklıları zarara uğratici işlemlerdir.

İİK'nun anılan maddelerinde sayılan iptali kabil tasarrufları, menkul kıymetleştirmede alacağın temlik bakımından aşağıdaki şekilde anlamak mümkündür:

a) Alacakların Gerçek Değerinden Düşük Bedelle Satılması

İİK m.278 f.3 b.2 hükmü, borçlunun, kendi edimine göre karşı tarafın çok aşağı bir fiyat ödediği (veya ödemesinin kararlaştırıldığı) sözleşmeleri bağışlama gibi kabul ederek iptale tâbi kılmıştır. Bu hükümden yola çıkarak, alacakların değerinden çok düşük bir bedelle devrinin kararlaştırıldığı temlik sözleşmelerinin bağışlama olarak kabulü ve iptali mümkündür.

Bu noktada alacakların değerinin nasıl belirleneceği sorusu gündeme gelir. Genel olarak alacağın değerinin anapara ve faiz toplamından oluşacağı söylenebilir.

²⁹⁵ Yani tasarrufa konu mal, alacak ya da hak borçlunun malvarlığına geri dönmez. Aksine davacı alacaklı sadece tasarrufa konu mal ya da hakkı haczettirip, satış bedelinden kendi alacağını alma yetkisini kazanır. Geriye para artarsa bu para devralana iade olunur. Şu kadar ki, iflas halinde borçlunun tüm alacaklılarının tatmini çoğunlukla mümkün olmayacağından geriye para kalması ihtimali azdır. Bkz. *Kuru*, s. 1196.

²⁹⁶ *Özsunay*, s. 215-216; *Özkaya*, s. 984-985 ; *Kuru*, s. 1198.

²⁹⁷ Kanundaki bu sayma tahdidi olmayıp, her somut olayın, kendi özelliklerine göre kanunda bu üç grup için belirtilen genel tanımlamalara uyup uymadığını hakim takdir edecektir. Bkz. 25.11.1987 tarih ve 15/381-873 sayılı HGK kararı (*Akşener*, H.Ş.: İcra ve İflas Hukukunda Tasarrufun İptali Davaları, İstanbul 2002, s. 96).

²⁹⁸ Rehinler, mutad ödeme vasıtalarından farklı şekilde yapılan ödemeler, vadesi gelmemiş borç için yapılan ödemeler ve kişisel hakları kuvvetlendirmek için tapıya verilen şerhler.

Anapara kök alacak tutarıdır. Örneğin, alacak bir senede bağlı ise senedin üzerinde yazan tutar ya da bir sözleşmeye istinaden kredi alındığı hallerde verilen kredi miktarı anapara alacağını oluşturur. Anapara alacağının ödenmesi bir vadeye bağlanmışsa, vadeye kadar işletilecek faiz de alacak miktarına eklenir.

Alacakların değerlendirilmesi ile ilgili düzenlemeler çoğunlukla vergi mükelleflerine yönelik olarak vergi mevzuatında ve faaliyetlerinin gösterdiği önem ve özellik nedeniyle genel hükümlerden ayrı olarak spesifik şekilde düzenlenen bankalar ve diğer finans kurumlarına ilişkin kanun ve diğer alt düzenlemelerde yer almaktadır²⁹⁹. Her ne kadar bu düzenlemeler alacakların hangi değer üzerinden muhasebe kayıtlarına geçirileceğini belirten hükümler olsa da, alacakların düşük bir bedelle devredilip devredilmediğini tespit etmede dikkate alınabilecek kurallardır.

Umar, temlik edilen alacakların değerinin hesaplanmasında, temlikin yapıldığı andaki koşulların da dikkate alınarak, alacakların defter ve kayıtlardaki değerine değil, gerçek ekonomik değerine bakılması gerektiğini ifade etmektedir³⁰⁰. Bu anlamda alacakların sağlamlığı (ödenmeme riskinin düşüklüğü) ve teminat değeri taşıyıp taşımadığı dikkate alınması gereken önemli kriterlerdir³⁰¹.

Alacakların satış fiyatının düşük saptanması ABD İflas Kanunu'nda (*Bankruptcy Code*) hileli devre ilişkin bir kanıt sayılmıştır (§548). Hatta bu durum hileli devrin en belirgin hali olarak gösterilmektedir³⁰². Türk hukukunda ise hileli devre karşılık gelen düzenleme daha çok İİK m.280 hükmüdür. Aşağıda da değinileceği üzere, kanun koyucu bu maddede genel bir çerçeve çizerek, alacaklılardan mal kaçırmaya yönelik her türlü işlemin, karşı tarafın da bunu bilmesi koşuluyla, iptal edilebileceğini düzenlemektedir.

b) Alacakların Hileli Şekilde Devredilmesi

Menkul kıymetleştirme bakımından kaynak şirketin hileli devirleri, İİK m.280 kapsamına sokulabilir. Bu hükümde, malvarlığı borçlarını ödemeye

²⁹⁹ Örneğin 213 sayılı Vergi Usul Kanunu'nun 281.maddesinde, alacakların kayıtlı değerleri (aynı Kanunun m.265 hükmünde mukayyet değer, bir iktisadi kıymetin muhasebe kayıtlarında gösterilen hesap değeri olarak tanımlanmıştır) üzerinden değerlendirileceği, mevduat veya kredi sözleşmelerine müstenit alacakların değerlendirilme gününe kadar hesaplanacak faizleriyle birlikte dikkate alınacağı, vadesi gelmemiş olan senede bağlı alacakların değerinin iskonto uygulanarak değerlendirilme günündeki kıymetlerine getirileceği, bu durumda senet üzerinde bir faiz oranı varsa bu oranın, yoksa Merkez Bankası resmi iskonto oranının uygulanacağı hükmü yer almaktadır.

³⁰⁰ *Umar*, B.: Türk İcra-İflas Hukukunda İptal Davası, İstanbul 1963, s. 67.

³⁰¹ *Doğru*, s. 169.

³⁰² *Schwarcz*, Structured Finance, Bl. 4, s. 16.

yetmeyen³⁰³ borçlunun alacaklılarına zarar vermek kastıyla yaptığı tüm işlemler, borçlunun içinde bulunduğu finansal durumun ve zarar verme kastının, işlemin diğer tarafınca bilindiği veya bilinmesini gerektiren açık emarelerin bulunduğu hallerde iptale tabi kılınmıştır³⁰⁴. Borçlunun alacaklıların haklarını ihlal eden hileli işlemlerde bulunması veya bunlara kalkışması, borçlunun doğrudan doğruya iflasını isteme nedenlerinden biri sayılmıştır (İİK m.177/1).

Şu halde, malvarlığı borçlarını karşılamaya yetmeyen bir kaynak şirketin, alacaklılarından mal kaçırmak gayesiyle, bu durumu bilen veya bildiğine dair açık belirtiler olan özel amaçlı kuruluşla yaptığı alacakların temlik sözleşmesinin, sözleşmenin yapılmasından itibaren 5 yıl içinde kaynak şirkete karşı haciz veya iflas yolu ile takip yapılmış olmak koşulu ile iptali dava edilebilir³⁰⁵.

Konuyla ilgisini göz önüne alarak İİK'nun m.201 ve 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nun m.109/4 hükümlerine burada değinmekte fayda vardır. İİK'nun 201. maddesine göre, müflisin borçlusu, iflas açılmadan önce alacaklısının aciz halinde olduğunu bilerek masanın zararına kendisine veya üçüncü bir şahsa takas suretiyle menfaat temin etmek için müflise karşı bir alacak elde ederse, bu takasa mahkemede itiraz olunabilir. Bu hükme paralel 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nun m.109/4 hükmünde de, faaliyet izni kaldırılan ya da Fona devredilen bir bankaya borçlu olanların, bankanın alacaklılarından temlik yoluyla alacak edinerek kendi borçlarını bu alacaklar ile takas etmeleri bankaya karşı geçersiz sayılmıştır. Nasıl ki iptal davası ile borçlunun malvarlığını azaltacak hileli işlemler yapılmasının önüne geçiliyorsa, anılan hükümlerle de, müflisin borçlularının alacaklılar ile anlaşarak aralarında dürüstlük kurallarına aykırı temlik işlemi yapmaları ve bu suretle diğer alacaklıları zarara sokmaları engellenmektedir³⁰⁶.

³⁰³ Malvarlığının borçları ödemeye yetmemesi, yani pasifin aktiften fazla olması aynı zamanda sermaye şirketleri için bir doğrudan doğruya iflas sebebidir (TTK m.324; İİK m.179).

³⁰⁴ *Atalay(Pekcanitez /Özkan/Özekes)*, s. 676.

³⁰⁵ ABD İflas Kanunu §548 hükümleri uyarınca temlikin hileli sayılması, *i)* temlikin kaynak şirketin alacaklılarına zarar vermek amacıyla yapılması, *ii)* alacakların temlik bedelinin emsal fiyatlardan düşük olması ve *iii)* kaynak şirketin temlik işlemi anında veya sonucunda sermayesiz kalması veya ödeme güçsüzlüğüne düşmesi hallerinde söz konusu olabilecektir (*Doğru*, s. 105).

³⁰⁶ *Battal*, söz konusu düzenlemenin gerekçesini şu şekilde açıklamaktadır: Bankaya borçlu olanların bankadan alacaklı olan kişilerle anlaşıp alacak devralarak, devraldıkları bu alacağı bankaya olan borçları ile takas edebilmeleri, alacakların Fon tarafından tam olarak tahsilini engellediği gibi, tek elden adaletli borç ödenmesi prensibini de ihlal etmektedir. (*Battal*, A.: Bankacılık Kanunu Şerhi, Ankara 2007, s. 363; ayrıca bkz.*Pekcanitez*, H./*Erdönmez*, G.: Bankacılık Kanunu'nun İcra ve İflas Hukuku Açısından Değerlendirilmesi, Bankacılar Dergisi, S. 55, 2005, s. 33.

3. Konsolide İflas

ABD hukuk doktrininde, her ne kadar açık bir yasal düzenleme olmasa da mahkemelerin, kaynak şirketin iflası halinde, somut olayın özelliklerine göre özel amaçlı kuruluşu da bu iflasa dahil etmeye (konsolide etmeye) yetkili olduğu kabul edilmektedir (*substantive consolidation*)³⁰⁷. *Schwarcz*, mahkemelerin bu kararı verirken aşağıdaki kriterleri dikkate aldığını belirtmektedir:

- Her birinin varlık ve yükümlüklerinin ayrı ayrı tespitinin güç olması,
- Mali tablolarının konsolide şekilde tutulmuş ya da (bu şekilde tutulması gerekirken) tutulmamış olması,
- Varlıkların ve iş fonksiyonlarının birbirine karışmış olması,
- Tüzel kişiliklerin mülkiyet ve hisselerinin tel elde toplanmış olması,
- Varlıkların devrinin gerekli formalitelere uyulmadan yapılmış olması³⁰⁸.

Öte yandan yukarıdaki ölçütlerin bir ya da bir kaçının mevcut olması, mutlaka konsolidasyon kararı verilmesini gerektirmez³⁰⁹. Konsolidasyon kararı verilmesi halinde, kaynak şirket ve özel amaçlı kuruluşun varlık ve yükümlülükleri bir bütün kabul edilerek bir arada tasfiye edilir. Bu ise menkul kıymetleştirmenin bir anlamda iptali/ilgası anlamına gelir (*nullification of the process of securitisation*)³¹⁰.

Türk hukuku bakımından İİK’nda iflas durumunda iki ayrı şirketin aynı iflas masasında konsolide edilmesine dair bir düzenleme yoktur³¹¹. Ancak, konuyla ilgili olarak 5411 sayılı Bankacılık Kanunu’nun m.134 f.1 ve f.9 hükümlerine değinmekte yarar vardır. Anılan Kanunun m.134 f.1 hükmünde, ortaklık hakları ve yönetim ve denetimi kendisine geçen bir banka ile ilgili olarak TMSF (Fon)’nin, bankanın alacaklarını tahsil bakımından yarar görmesi hâlinde, ilgili bankanın yönetim ve denetimine sahip olduğu iştiraklerindeki bankaya ait tüm hisseler (ya da hisselerin bir kısmına) el koymaya ve bu iştiraklerin yönetim ve denetimini devralmaya yetkili olduğu; m.134 f.9 hükmünde ise bu şekilde Fon tarafından devralınan şirketlerin Fon

³⁰⁷ *Schwarcz*, Structuring and Legal Issues, s. 24.

³⁰⁸ Structuring and Legal Issues, s. 25

³⁰⁹ *Schwarcz*, Structuring and Legal Issues, s. 25

³¹⁰ *Kothari*, s. 262.

³¹¹ *Doğru*, s. 107.

Kurulu kararı ile İİK ve TTK hükümlerine tabi olmaksızın tasfiye olunacağı³¹², Fon Kurulu kararının şirketin infisahı anlamına geldiği ve bu şirketlerin artık iflas ve ihtiyasının istenemeyeceği hükme bağlanmıştır.

Görüldüğü üzere 5411 sayılı Kanunda, ortaklık hakları ile yönetim ve denetimi BDDK kararı ile Fona devredilen bankaların, rehabilitasyonu veya tasfiyesi amacıyla alacaklarının tahsiline gidilirken, bankanın iştiraklerine de (daha doğru bir deyişle bu iştiraklerdeki banka hisselerine³¹³) el konulabileceği ve bu halde söz konusu iştiraklerin iflas değil ama infisah edeceği düzenlenmektedir³¹⁴. Bu anlamda Fonun söz konusu uygulaması ABD'deki müstakil konsolidasyon uygulamasına benzer bir sonuç yaratmaktadır. Bankaların, gerek eskiden gerek günümüzde finansal sektör kuruluşlarının gerçekleştirdiği ihraçlarda hep ilk sırayı aldığı³¹⁵ göz önünde bulundurulursa, anılan hükümlerin konumuz bakımından önemi daha da artmaktadır. Ancak, 5582 sayılı Kanunla birlikte yenilenen menkul kıymetleştirme ve varlığa dayalı menkul kıymet ihracı düzenimizde, özel amaçlı kuruluşa denk gelen konut finansmanı fonunun işleyişi, yatırım fonlarına benzer esaslara sahip olup, buna göre fon malvarlığı kurucunun malvarlığından ayrı olacak ve iflâs masasına dahil edilemeyecektir (5582 sayılı Kanun'un 12.maddesi ile SPKn'na eklenen 38/B maddesinin 3. fıkrası). Bu nedenle TMSF'nin konut finansmanı fonuna 5411 sayılı Kanun m.134 anlamında müdahalesi söz konusu olamayacaktır.

Öte yandan, kaynak şirketle özel amaçlı kuruluşun finansal tablolarının konsolide şekilde tutulup tutulmayacağı konusunda TMSK tarafından çıkarılan Türkiye Muhasebe Standartları Yorumları Hakkında 43 no'lu Tebliğ'in³¹⁶ (2) no'lu ekinde yer alan "Konsolidasyon-Özel Amaçlı İşletmeler" başlıklı (12) no'lu TMS Yorumu kontrol kriterini benimsemiş gözükmektedir. Anılan Yorumun 8. paragrafında, bir işletme ile özel amaçlı işletme arasındaki ilişkinin özünün, ilgili özel amaçlı işletmenin, işletme tarafından kontrol edildiğini göstermesi durumunda söz konusu özel amaçlı işletme konsolide edileceği belirtilmektedir.

³¹² Söz konusu tasfiyenin usûl ve esasları TMSF tarafından "Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonunun Kontrolündeki Şirketlerin Tasfiyesine Dair Yönetmelik"le belirlenmiştir (02.09.2006 tarih, 26277 sayılı RG).

³¹³ Bkz. *Battal*, s. 358, dn.546.

³¹⁴ Daha ayrıntılı bilgi için bkz. *Reisoğlu (Seza)*: Bankacılık Kanunu Şerhi, C. II, Ankara 2007, s. 1515 vd.

³¹⁵ Bkz. *Akçay*, B.: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, Nisan-Mayıs 2000, s. 4.

³¹⁶ 09.03.2007 tarih ve 26457 sayılı RG.

C. Özel Amaçlı Kuruluşun İflası

Daha önce de belirttiğimiz gibi, menkul kıymetleştirme ile amaçlanan alacakların kaynak şirketin risklerinden izole edilerek, iflas riskinden uzak şekilde yapılandırılan bir kuruluşa devri ile, bu alacaklardan elde edilecek nakdin varlığa dayalı menkul kıymet ödemelerine tahsis edilmesidir. Böylece kurulan mekanizmada varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri dışında kimselerin menkul kıymetleştirilen alacaklar üzerinde hak iddia etmeleri engellenmiş olacaktır.

Özel amaçlı kuruluşla ilgili açıklamalarımızda özel amaçlı kuruluşun bir şirket ya da trust yapısında kurulabileceği belirtilmişti³¹⁷. Bilindiği gibi, Türk hukukunda tacirler³¹⁸ iflasa tabi olup, başlıca tüzel kişi tacirler ticaret şirketleridir (TTK m.18). Her ne kadar önceki açıklamalarımızda özel amaçlı kuruluşun iflastan uzak bir şekilde yapılandırılmasından söz etmiş olsak da, bir ticaret şirketi olarak kurulduğu hallerde özel amaçlı kuruluşun iflasını teorik de olsa mümkün kabul ederek, bu olasılığın sonuçlarını tartışmak lazımdır.

Herhangi bir ticari faaliyeti olmayan, bu anlamda borç altına girmesi ve risk üstlenmesi söz konusu olmayan özel amaçlı kuruluşun, icra ettiği tek faaliyet olan menkul kıymet ihracı karşısında tek alacaklısının da varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri olması gerekir. Onların menkul kıymetten kaynaklanan anapara ve faiz alacakları ise alacak havuzundaki alacaklar ve güvence mekanizmaları ile garanti altına alınmıştır.

Alacak havuzundaki alacakların miktarı, ihraç edilen menkul kıymetlerin anapara ve faiz alacaklarının toplamına denk ya da fazla düştüğünden ve alacakların ödenmemesi de çeşitli mekanizmalarla güvence altına alındığından, varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerinin alacaklarını tahsil edememe nedeniyle özel amaçlı kuruluşun iflasını istemeleri zor ve kendilerinin de arzu etmeyeceği bir yöntemdir. Zira böyle bir olasılığın gerçekleşmesi halinde, zaten kendi alacaklarının ödenmesine tahsis olunan bir malvarlığı, bu kez iflas masası kapsamında tasfiye edilecek ve yine kendilerine ödenecektir. Bu halde iflas tasfiyesinin doğurduğu masa alacakları, iflas alacaklarından önce ödeneceğinden (İİK m.248), varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerinin alacağı garame payları düşecektir.

³¹⁷ Bkz. yukarıda Bl. 2, I B.

³¹⁸ Tacirler hakkındaki hükümlere tabi bulunanlar ile özel kanunlarındaki hükümlere göre tacir olmadıkları halde iflasa tabi oldukları bildirilen gerçek ve tüzel kişiler iflasa tâbidir (İİK m.43).

Özel amaçlı kuruluşun önemli tek alacaklısının varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri olduğu, özel hukukla sınırlı olmak üzere ifade edilirse, daha doğru olur. Çünkü devletin de vergi alacağı nedeniyle özel amaçlı kuruluştan alacaklı olması mümkündür. Vergi alacağını tahsil edemeyen kamu idaresinin özel amaçlı kuruluşun iflasını istemesi ise düşük de olsa ihtimal dahilindedir³¹⁹. ABD’de beklenmedik bir vergi riski nedeniyle, menkul kıymet sahiplerinin alacaklarını öncelikle alabilmelerini sağlamak amacıyla, özel amaçlı kuruluş tarafından alacaklar üzerinde varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri lehine rehin tesis edildiği görülmektedir³²⁰. Türk hukukunda vergi alacaklarının rehinli alacaklıların rüçhan hakkından önce gelebilmesi, ancak vergi alacağının malın aynından doğan bir amme alacağı olması halinde mümkündür (İİK m.206/1; 6183 sayılı Kanun m.21/2)³²¹. Bu nedenle gelir vergisi ve kurumlar vergisi gibi malın aynından doğmayan amme alacaklarının iflasta sıra cetveli bakımından rehinli ve adi alacaklara herhangi bir imtiyazı söz konusu değildir³²².

Özel amaçlı kuruluşun trust yapısında kurulduğu hallerde, trust konusu mallar (*trust property*)³²³ ayrı bir fon oluşturduğu ve güvenilen kişinin malvarlığı içinde yer almadığından³²⁴, teorik olarak mümkün saydığımız özel amaçlı kuruluşun iflasının menkul kıymetleştirilen alacaklara bir etkisi olamaz. Nitekim Türk hukukunda konut finansmanı fonları bakımından bu husus mevzuatla güvence altına alınmıştır (5582 sayılı Kanun’un 12. maddesi ile SPKn’na eklenen 38/B maddesinin üçüncü fıkrası). Anılan hükümde fon malvarlığının kurucunun malvarlığından ayrı olacağı ve iflas masasına dahil edilemeyeceği hükme bağlanmıştır.

Özel amaçlı kuruluşun, kaynak şirketin iflasına konsolide edilmek yoluyla iflas etmesinin mümkün olup olmadığı konusunu, kaynak şirketin iflasını incelerken “konsolide iflas” başlığı altında incelemiştik³²⁵.

³¹⁹ Doğru, s. 108.

³²⁰ Schwarcz, Structured Finance, Bl. 3, s. 28.

³²¹ Bu anlamda gümrük vergisi, emlak vergisi, veraset ve intikal vergisi, motorlu taşıtlar vergisi gibi vergiler malın aynından doğan amme alacağı mahiyetindedir (*Kuru*, s. 1072).

³²² *Kuru*, s. 1073.

³²³ Konumuzu bakımından bu mallar, menkul kıymetleştirilen alacaklardır.

³²⁴ Bkz. *Küçükgüngör*, s. 12.

³²⁵ Bkz. yukarıda Bl. 2, III B, 3.

D. Alacakları Tahsil Hizmeti Veren Kuruluşun İflası

Özel amaçlı kuruluş ile alacakları takip ve tahsil hizmeti veren kuruluş arasındaki ilişkinin vekalet akdi olarak nitelenebileceğini daha önce belirtmiştik³²⁶. Vekilin iflası vekalet sözleşmesini sona erdiren sebeplerden biridir (BK m.397). Bu nedenle alacakları takip ve tahsil hizmeti veren kuruluşun iflası, özel amaçlı kuruluş ile arasındaki vekalet ilişkisini sona erdirir. Bunun sonucu olarak müflisin alacakları tahsil yetkisi de sona erer, çünkü iflas vekaletle birlikte temsil yetkisini de sona erdirir (BK m.35/1)³²⁷.

BK m.392/1 hükmü uyarınca vekil, kendisinden talep edilen işi görürken bir takım mallar ve belirli bir para almışsa, aldığı bu değerleri ve paraları gecikmeksizin müvekkile teslim etmek ve ona hesap vermekle yükümlüdür.

Vekilin kendi adına müvekkili hesabına iş görürken elde ettiği hak ve alacaklar, vekile karşı kendisine düşen tüm borçları yerine getirdiği takdirde, müvekkile ait olur (BK m.393)³²⁸. Bununla birlikte vekilin vekalet nedeniyle elde ettiği para ve malları henüz müvekkile geçirmeden iflas etmesi halinde, müvekkilin iflas masasına karşı talep hakları çeşitli ihtimallere göre değişmektedir. Vekilin müvekkili hesabına aldığı para dışındaki taşınır şeyler müvekkile ait olup, müvekkil söz konusu mülkiyet hakkını iflas masasına karşı istihkak iddiası yoluyla ileri sürebilir (BK m.393/3). Buna karşılık vekilin iş görürken elde ettiği şey para ise o takdirde ikili bir ayırım söz konusu olur. Eğer edinilen para vekilin malvarlığına karışmış ve bu suretle iflas masasına dahil olmuş ise, bu durumda müvekkil söz konusu para alacağı için sadece iflas masasından pay alabilir³²⁹. Halbuki söz konusu para alacağı müflisin malvarlığına karışmayıp ondan ayrılacak durumda ise, müvekkil bunun aynen kendisine verilmesini isteyebilir³³⁰.

Şu halde menkul kıymetleştirmede alacakları takip ve tahsil etmek işini üstlenen kuruluş, tahsil ettiği alacakları henüz özel amaçlı kuruluşu geçirmeden iflas ederse, söz konusu tahsil edilen tutarlar parasal mahiyette olacağı için, bu paraların müflisin malvarlığına karışıp karışmadığına bakılmak gerekir. Bu mânâda hem kaydi

³²⁶ Bkz. yukarıda Bl. 2, I D.

³²⁷ Bkz. *Tandoğan*, H.: *Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri*, C. II, 3. Bası, Ankara 1987, s. 671.

³²⁸ Bu hususta bkz. *Zevkliler*, A./*Havutçu*, A.: *Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri*, 9. Baskı, Ankara 2007, s. 346.

³²⁹ *Tandoğan*, s. 672.

³³⁰ *Tercan*, E.: *İflasın Sözleşmelere Etkisi*, Ankara 1996, s. 274.

durum (paranın müflisin muhasebe kayıtlarına yansıtılış şekli), hem fiili durum (tahsil edilen paraların muhafaza ediliş şekli)³³¹ bir ayırt etmeye imkan veriyor ise, paranın iflas masasından çıkarılması ve aynen verilmesi iflas masasından talep edilebilir. Bu kabul edilmediği takdirde özel amaçlı kuruluş masaya karşı istihkak iddiası ileri sürmelidir (İİK m.228/2)³³². Buna karşın eğer tahsil edilen paraları, müflis kuruluşun diğer malvarlığı unsurlarından ayırt etme imkanı yoksa, bu takdirde özel amaçlı kuruluş alacağını ancak bir iflas alacağı olarak iflas masasına yazdırmak suretiyle talep edebilir. Tabii bu durumda ancak garameten dağıtımda kendisine düşen payı alabilir.

Öte yandan eğer özel amaçlı kuruluş vekalet sözleşmesinde kendisine düşen edimi, bilhassa ücret ödeme yükümlülüğünü yerine getirmemişse, iflas masasının bu alacak için tahsil edilen paralar üzerinde hapis hakkı mevcuttur (BK m.397/3)³³³.

Şu halde son olarak şu değerlendirmeyi yapabiliriz: Alacakları takip ve tahsil hizmeti veren kuruluşun iflasının menkul kıymetleştirme işlemine ve varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerine önemli bir etkisinin olması, ancak bu kuruluşun tahsil ettiği önemli bir yekûna ulaşan paraların özel amaçlı kuruluşa geçirilmeden iflasın gerçekleşmesi ve söz konusu paraların bu kuruluş tarafından diğer malvarlığı unsurlarına karıştırılması halinde söz konusu olabilir.

³³¹ Örneğin tahsil edilen paraların ayrı bir banka hesabında muhafaza edilmesi gibi.

³³² Bu hususta bkz.Özkan(*Pekcanitez /Atalay/Özekes*), s. 527.

³³³ Bu hususta bkz.*Tandoğan*, s. 672; *Tercan*, s. 273.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRK HUKUKUNDA MENKUL KIYMETLEŞTİRME

Türk hukukunda varlığa dayalı menkul kıymetlere ilişkin düzenlemeleri 5582 sayılı Kanun öncesi ve sonrası olmak üzere iki ana başlık altında incelemek mümkündür. Ülkemizde varlık menkul kıymetleştirilmesi yoluyla sermaye piyasası aracı ihracına ilişkin ilk kanuni düzenleme 13.05 1992 tarihinde yürürlüğe giren 3794 sayılı Kanunla³³⁴ SPKn'na eklenen 13/A maddesi idi. Anılan kanuni düzenlemeyi takiben, kanun hükmünde genel çerçevesi çizilen varlığa dayalı menkul kıymetlerin ihraç esaslarını düzenlemek üzere SPKr tarafından 31.07.1992 tarihinde Seri:III No:14 sayılı “Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği”³³⁵ çıkarılmıştır. Bu bağlamda sözü edilen m.13/A hükmü ve Seri:III No:14 sayılı Tebliğ hükümleri, 5582 sayılı Kanun'dan önce mevzuatımızda yer alan temel menkul kıymetleştirme düzenlemeleriydi.

Bu düzenlemelere istinaden 1992-1998 yılları arasında (biri hariç) tamamı bankalarca gerçekleştirilen, toplam 299.091 TL tutarında varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edilmiştir³³⁶. 1992 yılından 1996 yılına kadar toplam menkul kıymet ihracı içindeki payı %50'nin altına düşmeyen varlığa dayalı menkul kıymet ihraçlarının takip eden yıllarda giderek azalması ve son ihracın gerçekleştiği 1998 yılında % 1,3'e kadar düşmesinde, Merkez Bankası tarafından yayınlanan Umumi Disponibilite Hakkında Tebliğin³³⁷ mevduat ile varlığa dayalı menkul kıymet arasındaki munzam karşılık ve dispobilite oranları arasındaki farkı kaldırmasının etkisi büyüktür³³⁸.

SPKn'nun 5582 sayılı Kanunla değiştirilmeden önceki 13/A maddesi ve Seri:III No:14 sayılı Tebliğ hükümleri ile düzenlenen bu ilk menkul kıymetleştirme sistemimize, uzun süreli ve yaygın bir kullanım alanı bulamaması ve hali hazırda yürürlükten kalkmış olması sebebiyle sadece anahatları ile değinilecek olup,

³³⁴ 13.05.1992 tarih ve 21227 sayılı RG.

³³⁵ 31.07.1992 tarih ve 21301 sayılı RG. Bundan sonraki açıklamalarımızda “Seri:III No:14 sayılı Tebliğ” ya da sadece “Tebliğ” şeklinde anılacaktır.

³³⁶ Yıllara göre ihraç tutarları ve bu ihraçların toplam menkul kıymet ihracı içindeki payları için bkz. SPKr Aylık Bülteni, Ocak 1999.

³³⁷ 05.04.1994 tarih ve 21896 sayılı RG.

³³⁸ Akçay, s. 2; Öcal, s. 83; Vatansever, s. 271-272.

incelememizin çoğunluğu 5582 sayılı Kanun ve bu Kanuna istinaden çıkarılan alt düzenlemelere ayrılacaktır.

I. 5582 Sayılı Kanun Öncesi:

A. SPKn'nun 13/A Maddesi ve Seri:III No:14 Sayılı Tebliğ

3794 sayılı Kanun'un 12. maddesi ile SPKn'na eklenen "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler" kenar başlıklı 13/A maddesi aşağıdaki gibiydi:

"Alacaklar ve duran varlıklar karşılık gösterilerek varlığa dayalı menkul kıymetler ihraç edilebilir. Bunları ihraç edecek kuruluşlar, ihraç şartları, karşılık gösterilebilecek alacak ve varlık türleri, ihraç limiti, değerlendirme ilke ve esasları, nitelikleri Kurul tarafından çıkarılacak tebliğlerle düzenlenir"³³⁹.

Varlığa dayalı menkul kıymetlerin ihracında 13'üncü maddede belirtilen limitler uygulanmaz"³⁴⁰."

Tebliğe göre varlığa dayalı menkul kıymetler, genel finans ortaklıkları, bankalar, finansman şirketleri³⁴¹, finansal kiralamaya yetkili kuruluşlar ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarının³⁴² kendi ticari işlemlerinden doğmuş olan alacakları veya temellük edecekleri (devralacakları) alacaklar karşılığında Kurul tarafından kayda alınmak suretiyle ihraç edilen kıymetli evraktır (Tebliğ, m.3)³⁴³.

Görüldüğü gibi, SPKn m.13/A hükmünde alacaklar ve duran varlıklar karşılık gösterilerek menkul kıymet ihraç edilebileceği düzenlenmiş iken, ihraç esaslarını belirlemek üzere çıkarılan Seri:III No:14 sayılı Tebliğde sadece alacakların karşılık gösterilmesi esası kabul edilerek, duran varlıklara yer verilmemiştir (m.1)³⁴⁴.

³³⁹ Kurulun bu düzenlemeleri yapmaya yetkili olduğu, aynı Kanunun 22. maddesinin (c) bendinde Kurulun yetkileri arasında belirtmek suretiyle tekrarlanmıştır.

³⁴⁰ Maddenin ikinci fıkrasında atıf yapılan limitler, halka açık anonim ortaklıkların (ve maddede belirtilen diğer kuruluşların) tahvil ve diğer borçlanma senetleri ihraç limitleridir.

³⁴¹ Seri:III No:25 sayılı Tebliğle eklenmiştir (Bkz. 08.11.1998 tarih, 23517 sayılı RG). Bu şirketlerin varlığa dayalı menkul kıymet ihracı hakkında daha ayrıntılı bilgi için bkz. Karadağ, N.: Tüketici Finansmanı Şirketlerinin Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı, SPKr Yayın No:84, Ankara 1997.

³⁴² Seri:III No:14 sayılı Tebliğde Değişiklik Yapılmasına Dair Seri:III No:25 sayılı Tebliğle eklenmiştir. Bkz. dn.325.

³⁴³ Menkul kıymetin şekli unsurları bakımından Tebliğde hüküm bulunmayan hallerde kıymetli evraka ilişkin TTK hükümleri uygulama alanı bulacaktır (Tebliğ, m.3/2). Ayrıca TTK'nun 558, 559 ve 563 vd. maddeleri de varlığa dayalı menkul kıymetlere uygulanacak hükümlerdendir. Bkz. Reisoglu (Seza): Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler, Bankacılar Dergisi, Nisan 1993, s. 29.

³⁴⁴ Ünal'a göre duran varlıklar karşılığında çıkarılabilecek sermaye piyasası araçlarına ilişkin bazı düzenlemeler MK m.812-852 hükümlerinde yer alan ipotekli borç senetleri ve irat senetleridir (Ünal, O.K.: Sermaye Piyasası Hukuku ve Mevzuatı, Ankara 2005, s. 195). İpotekli borç senetleri ve

Yukarıda belirtilen ihraççı kuruluşlardan bankalar dışındakiler, Kurulca gerekli görülmesi halinde, ihraç için ayrıca banka garantisi sağlamakla yükümlü kılınmıştır (Tebliğ, m.16).

İhraç edilecek menkul kıymetlere karşılık gösterilebilecek alacaklar Tebliğin 4. maddesinde sayılmıştır³⁴⁵. Buna göre;

a) Tüketici Kredileri: Bankaların gerçek kişilere, ticari amaçla kullanılmamak kaydıyla, mal ve hizmet alımları dolayısıyla, açmış oldukları bireysel krediler³⁴⁶,

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

c) Finansal Kiralama Sözleşmelerinden Doğan Alacaklar: 3226 sayılı Finansal Kiralama Kanunu ve ilgili mevzuat çerçevesinde finansal kiralamaya yetkili kuruluşların yaptıkları finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacakları,

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

e) Diğer Alacaklar: Bankalar dışındaki, mal ve hizmet üretimi faaliyetlerinde bulunan anonim ortaklıklar ile mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Kamu İktisadi Teşebbüslerinin müşterilerine yaptıkları taksitli satışlardan doğan, senede bağlanmış alacaklar³⁴⁷,

irat senetlerinin bir sermaye piyasası aracı olma nitelikleri hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. *Günver*, s. 33 vd.

³⁴⁵ Kanımızca bu sayma tahdidi değildir, zira anılan maddenin “diğer alacaklar”dan bahseden (e) bendi torba hüküm mahiyetindedir. Aksi görüşte bkz. *Yurtseven*, s. 73.

³⁴⁶ Seri:III No:18 sayılı Tebliğle (10.1.1995 tarih, 22167 sayılı RG) bankaların tüketici kredileri karşılığında ihraç edecekleri varlığa dayalı menkul kıymetlerin Kurul kaydına alınmayacağı düzenlenmiş, söz konusu kısıtlama 12.3.2004 tarihli SPKı İlke Kararı ile kaldırılmıştır.

³⁴⁷ Kaynak şirketle ilgili önceki açıklamalarımızda, kaynak şirketin bir reel sektör şirketi olması halinde, bunların da taksitli satışlardan doğan alacaklarını menkul kıymetleştirebileceklerini belirtmiştik (Bkz. yukarıda s. 39 ve dn. 150). Tebliğin 4/e bendinde yer alan “diğer alacaklar”, belirttiğimiz hususa işaret etmektedir.

f) Tarım Kredi Kooperatifleri aracılığıyla verilen bireysel kredilere ilişkin olarak T.C. Ziraat Bankası'nın senede bağlanmış alacakları³⁴⁸,

g) T.Halk Bankası'nca esnaf ve sanatkârlarla küçük işletmelere açılan ihtisas kredileri³⁴⁹,

h) Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföydeki gayrimenkullerinin satış veya satış vaadi sözleşmelerinden kaynaklanan senetli alacakları³⁵⁰.

1. Doğrudan İhraç

Varlığa dayalı menkul kıymetler doğrudan veya alacakların temellükü suretiyle dolaylı olarak ihraç edilebilir (Tebliğ, m.5). Doğrudan ihraç, alacakların sahibi olan kuruluşun kendisinin, bu alacakları karşılık göstermek³⁵¹ suretiyle gerçekleştirdiği ihraca denir.

Tebliğin m.5/2 hükmüne göre, doğrudan ihraç gerçekleştirebilecek kuruluşlar ve bunların ihraç işlemine konu olabilecek alacak türleri şunlardır:

a) Bankalar³⁵²: Tüketici kredileri, konut kredileri ve ihracat işlemlerinden doğan alacaklar,

b) Finansman şirketleri: İlgili mevzuata³⁵³ uygun olarak açmış oldukları tüketici kredileri,

c) Finansal kiralamaya yetkili kuruluşlar: Kendi finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar,

d) Gayrimenkul yatırım ortaklıkları: Kendi gayrimenkul yatırım faaliyetlerinden doğan alacaklar³⁵⁴.

³⁴⁸ Seri:III No:15 sayılı Tebliğle (Bkz. 09.11.1992 tarih ve 21400 sayılı RG) eklenmiştir.

³⁴⁹ Seri:III No:18 sayılı Tebliğle (Bkz. 10.1.1995 tarih, 22167 sayılı RG) eklenmiştir.

³⁵⁰ Seri:III No:25 sayılı Tebliğle eklenmiştir, bkz. dn.325.

³⁵¹ Alacakların karşılık gösterilmesi genel bir deyim olup, varlığa dayalı her menkul kıymetin belli bir alacak karşılığında çıkarılması söz konusu olmadığı gibi, varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerinin menkul kıymetin ödenmemesi halinde karşılık gösterilen alacaklar üzerinde rüçhan hakkı ya da kanuni rehin hakkı gibi bir öncelik hakkına sahip olması anlamına da gelmemektedir. Bkz. *Reisoğlu (Seza)*, Varlığa Dayalı, s. 30.

³⁵² Bankanın varlığa dayalı menkul kıymet ihracı yoluyla borçlanması bir mevduat borcu niteliğinde olmadığından, menkul kıymet sahibinin bankadan olan alacağının mevduat garantisine tabi olması söz konusu değildir (*Reisoğlu (Seza)*, Varlığa Dayalı, s. 30).

³⁵³ Günümüz itibariyle finansman şirketlerine ilişkin mevzuatın temelini, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nun 93. maddesi uyarınca BDDK tarafından çıkarılan Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketlerinin Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Yönetmelik (10.10.2006 tarih, 26315 sayılı RG) oluşturmaktadır.

³⁵⁴ Yukarıda dört bent halinde sayılan kuruluş ve ortaklıklar, kendi faaliyetlerinden doğan alacakları menkul kıymetleştirdikleri için, menkul kıymetleştirme tekniği bakımından kaynak şirket pozisyonunda olmaktadır.

Daha önceki açıklamalarımızda belirttiğimiz gibi, menkul kıymetleştirme, alacakların başka bir kuruluşa devri suretiyle kaynak şirketin risklerinden izole edilerek, bunlardan elde edilecek nakdin menkul kıymet ödemelerine tahsis olunması ve kaynak şirket alacaklılarının alacaklar üzerinde hak iddia edemeyeceği bir hukuki yapının oluşturulması esasına dayanır. Oysa Seri:III No:14 sayılı Tebliğin doğrudan ihraç yönteminde böyle bir mekanizmanın varlığından bahsedilemez. Çünkü bu yöntemde, Tebliğde belirtilen kuruluşlar kendi alacaklarını karşılık göstermek suretiyle varlığa dayalı menkul kıymet ihraç etmeye yetkili kılınırken, ne karşılık gösterilen alacakların kaynak şirketin maruz olduğu risklere karşı, ne de varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerinin kaynak şirketin diğer alacaklılarına karşı korunmasına dair bir mekanizma kurulmuştur³⁵⁵.

Sadece Tebliğin 28. maddesinde ihraççıların, ihraç ettikleri varlığa dayalı menkul kıymetlere dayanak teşkil eden alacaklar portföyünü kendi mal varlıklarından ayrı ve özel hesaplarda izlemesinden ve bunlar için ayrı muhasebe tutmasından bahsedilmektedir. Bu hüküm alacaklıları korumak üzere sevk edilmiş bir hüküm olmayıp, konunun muhasebe yönüyle ilgili, Kurula bilgi verme ve denetim bakımından öngörölmüş bir hükümdür.

Öte yandan, Tebliğin yürürlüğe girmesinden 9 yıl gibi uzun bir süre geçtikten sonra SPKn'nun m.13/A hükmüne 4487 sayılı Kanunla³⁵⁶ eklenen üçüncü fıkra ile *“varlığa dayalı menkul kıymetler itfa edilinceye kadar, bunların karşılığını oluşturan alacaklar ve duran varlıklar, başka bir amaçla tasarruf edilemez, rehn edilemez, teminat gösterilemez, haczedilemez”* hükmü getirilmiş ise de, bu hükmün dahi varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerinin, alacaklar üzerinde tek başlarına hak ve talep sahibi oldukları bir yapının sağlayacağı korumayı temin etmekten uzak olduğu anlaşılmaktadır³⁵⁷.

Sonuç olarak, ülkemizde tamamı 1992-1998 yılları arasında gerçekleşen varlığa dayalı menkul kıymet ihraçlarının hepsinde doğrudan ihraç yöntemi kullanılmış ise de³⁵⁸, bu ihraçları teknik anlamda gerçek bir menkul kıymetleştirme saymaya ve ihraç edilen menkul kıymetleri varlığa dayalı menkul kıymet olarak

³⁵⁵ Doğru, s. 256.

³⁵⁶ 18.12.1999 tarih ve 23910 sayılı RG.

³⁵⁷ Örneğin iflas halinde alacakların iflas masasına girmesini engellemeyeceği açıktır.

³⁵⁸ Doğru, s. 253.

nitelendirmeye imkan yoktur³⁵⁹. Çünkü bu menkul kıymetlerin nitelik itibariyle tahvil ya da diğer borçlanma senetlerinden bir farkı bulunmamaktadır.

2. Dolaylı İhraç ve Genel Finans Ortaklıkları

Yukarıda doğrudan ihraç gerçekleştirebilecek kuruluşlar dışında, bankalar ve genel finans ortaklıklarının, devraldıkları alacakları karşılık göstermek suretiyle, yani dolaylı olarak varlığa dayalı menkul kıymet ihraç etmelerine olanak sağlanmıştır (Tebliğ m.5/3).

Dolaylı ihraç yönteminin, alacakların devrini içerdiği için bir nebze daha menkul kıymetleştirme tekniğine uygun bir yöntem olduğu iddia edilebilir. Ancak bu da tartışmaya açık olup, aşağıda dolaylı ihraçla da ilgili eleştirilerimize yer verilecektir.

Genel finans ortaklıkları, Seri:III No:14 sayılı Tebliğ hükümleriyle hukuk düzenimize giren bir ortaklık çeşididir. Tebliğin kurduğu sistem içerisinde genel finans ortaklığının yüklendiği fonksiyon, işbu çalışmada açıkladığımız menkul kıymetleştirme yöntemi içerisinde özel amaçlı kuruluşun üstlendiği fonksiyona benzemektedir³⁶⁰. Gerçekten ikisi de alacakları temlik yoluyla devralmak ve bu alacakları karşılık göstermek suretiyle menkul kıymet ihraç etmektedir. Genel finans ortaklığının ancak bu münhasır gayeyle kurulabileceği, varlığa dayalı menkul kıymet ihracı dışında borçlanamayacağı, başka şirketlere ortak olamayacağı ve bu hususların esas sözleşmesinde yer alması gerektiği Tebliğin 7 ve 10. maddelerinde ifade edilmiştir³⁶¹.

Özel amaçlı kuruluşun bir şirket yapısında kurulması halinde sembolik bir sermayesinin olacağını, varlığa dayalı menkul kıymet ihracına özgü faaliyetini yürütmek için profesyonel bir teşkilata ve personele sahip olmasının gerektiğini daha önce belirtmiştik³⁶². Oysa Tebliğ hükümlerinde genel finans ortaklığı,

³⁵⁹ AYTEKİN, A.: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler ve Varlık Teminatlı Menkul Kıymetler, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara 2007, s. 33.

³⁶⁰ Aynı görüşte bkz. KOÇAK, s. 114, dn.464; DOĞRU, s. 267.

³⁶¹ Özel amaçlı kuruluşun iflastan uzak (*bankruptcy remote*) bir yapıda oluşturulmasının yöntemlerinden birinin, ana sözleşmelerine varlığa dayalı menkul kıymet ödemeleri dışında borç altına giremeyeceğini ihtiva eden kayıtlar konulması olduğuna dair açıklamalarımız için bkz. yukarıda s. 41. Bu anlamda Tebliğin anılan hükmü, söz konusu koruma kayıtlarının konulmasını zorunlu hale getirmektedir.

³⁶² Bkz. yukarıda Bl. 2, I B.

azımsanmayacak bir asgari sermayeye sahip³⁶³, sürekli şekilde faaliyet gösteren bir anonim şirket olarak düzenlenmiştir (m.7). Bu düzenlemeden, genel finans ortaklığının, alacakları koruma altına alan bir vasıta olmaktan öte, başlı başına bir finansal kurum gibi tasarlandığını düşünmek mümkündür³⁶⁴. Öyle ki, bu finansal kurum tek bir alacak havuzu yerine, pek çok kaynak şirketten devraldığı alacakları birden fazla havuzda toplayıp, çeşitli tertip ve vadelerde varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edecek³⁶⁵ ve bu işten kâr elde edecektir³⁶⁶.

Tebliğde bankalara da, genel finans ortaklıkları gibi, alacak temellük ederek varlığa dayalı menkul kıymet ihraç yetkisi tanınmıştır. Oysa genel finans ortaklıklarından farklı olarak faaliyeti münhasır bir alanla sınırlandırılmamış ve borçlanmaları da yasak olmayan bankaların dolaylı ihraç yapabilmesine izin verilmesi, aynen doğrudan ihraçta olduğu gibi, menkul kıymetleştirme esaslarına ters ve eleştiriyi hak eden bir durumdur. Zira pek çok faaliyetle iştigal eden bankanın bu faaliyetleri nedeniyle borçlanması ve çok sayıda alacaklısının olması doğaldır. Bu durumda bankanın ihraç ettiği varlığa dayalı menkul kıymetleri satın alan yatırımcıları, bankanın diğer alacaklılarına nazaran koruyan, menkul kıymete karşılık gösterilen alacaklar üzerinde (ki bu alacaklar ister bankanın kendi alacakları, ister temellük yoluyla edindiği alacaklar olsun) onları üstün hak sahibi kılan bir hukuki yapı yoktur. Hal böyle olunca alacakların menkul kıymete karşılık gösterilmesinin pek fazla bir anlamı kalmamaktadır.

Tebliğde alacakların devrinin BK'nun ilgili hükümlerine atfen (m.162 vd.) alacağın temlikî hükümlerine göre gerçekleştirileceği belirtilmektedir (m.13-14)³⁶⁷. Temlike konu olabilecek alacaklar, yukarıda belirttiğimiz ihraca konu olabilecek

³⁶³ O kadar ki, söz konusu yüksek asgari sermaye tutarı (10 milyar TL), o dönemde genel finans ortaklığı kurulmamasının sebeplerinden biri olarak gösterilmiştir (Bkz. *Öcal*, s. 101).

³⁶⁴ *Doğru*, s. 268.

³⁶⁵ Genel finans ortaklıklarına temellük edebileceği toplam alacak ve bunlar karşılığında ihraç edebileceği varlığa dayalı menkul kıymet miktarının sınırı, özkaynaklarının 20 katı olarak belirlenmiştir (Tebliğ, m.11).

³⁶⁶ Ancak şu husus göz ardı edilmiştir: Tek bir gayeye münhasır kurulabileceği ve varlığa dayalı menkul kıymet ödemeleri dışında borçlanamayacağı öngörülen genel finans ortaklığı için, icra edeceği faaliyetin boyutunun gerektirdiğinden fazla bir sermaye şartı getirilmesi, ticari esaslara göre kâr elde etmek isteyen ortaklığın sermaye maliyetini hesaba katmasını ve bu maliyeti ihraç edeceği varlığa dayalı menkul kıymetin fiyatına yansıtmasını gerektirecek, bu ise son tahlilde yatırımcıların zararına olacaktır.

³⁶⁷ Kambiyo senedine bağlı alacaklar için TTK'nun kıymetli evrakın devrine ilişkin hükümlerine uyulacaktır.

tüketici kredileri, konut kredileri, finansal kiralama alacakları vs. alacaklardır³⁶⁸. Temellük edilen alacakların tekrar temlik yasaklanmıştır (Tebliğ, m.13/2).

Tebliğ, alacakların temlik halinde bir banka ile alacaklar portföyü ile ilgili olarak yapılacak ihtar, ihbar, protesto, takibat, tahsilat ve diğer hizmetler ile varlığa dayalı menkul kıymetlerin vadelerinde ödenmelerini kapsayan bir vekalet sözleşmesi yapılmasını zorunlu kılmaktadır (m.15)³⁶⁹. Bu hükümle adeta, menkul kıymetleştirmenin tarafları ile ilgili açıklamalarımızda belirttiğimiz, alacakların takip ve tahsilini üstlenen kuruluşla (*servicer*) anlaşma yapılması şart koşulmaktadır. Böyle bir zorunluluğun getirilmesinin sebebi anlaşılmadığı gibi, madde kendi içinde de çelişki taşımaktadır³⁷⁰. Şöyle ki, birinci fıkrada varlığa dayalı menkul kıymetlerin vadelerinde menkul kıymet sahiplerine ödenmesi vekalet sözleşmesinin içeriğine dahil hizmetlerden sayılırken, ikinci fıkrada bu kez vekil, tahsil ettiği alacakları derhal müvekkile geçirmekle yükümlü kılınmıştır. Özetle, vekalet akdini zorunlu tutan Tebliğ düzenlemesi müphem ve eleştiriye açıktır.

Son olarak Tebliğde, alacaklar portföyünün menkul kıymetlerin ödenmesine kadar saklamada tutulması şart koşulmuştur (m.17). Alacaklar portföyünün saklanması ile kastedilenin ne olduğu hususu izaha muhtaçtır. *Reisoğlu*, Tebliğin anılan hükmünün, kredi sözleşmeleri, satış sözleşmeleri, borçluların yazılı taahhütleri, ticari senetler ve alacak temlikleri, alacakları gösteren belgelerin saklanması şeklinde anlaşılabilceğini belirtmektedir³⁷¹. Alacağın bir kıymetli evraka bağlı olduğu hallerde, bu kıymetli evrakın saklanması anlaşılabilir, buna karşın alacağın müstenidatını oluşturan sözleşme ve/veya diğer evrakların saklanmasının, alacak hakkını maddi hukuk anlamında koruması söz konusu olamaz. Tebliğin adeta hisse senetlerinin saklanmasından esinlenerek, alacaklar portföyünü saklama zorunluluğu getirmesi kanımızca anlamlı olmadığı gibi, varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerini korumaya da elverişli değildir. Daha önce belirttiğimiz gibi, alacakların kaynak şirketin risklerinden ve alacaklılarından korunması, ancak onların kaynak şirketin malvarlığından çıkarılması ile mümkündür.

³⁶⁸ *Koçak*, s. 119.

³⁶⁹ Maddenin ikinci fıkrasında istisnaya yer verilerek, ihraççının banka olması halinde, belirtilen hizmetlerin aynı banka tarafından yerine getirilmesine izin verilmiştir.

³⁷⁰ *Doğru*, bir bankaya vekalet verilmesinin neden zorunlu tutulduğunu, kimin kime karşı korunmaya çalışıldığını anlamının mümkün olmadığını ifade etmektedir (s. 257).

³⁷¹ *Reisoğlu (Seza)*, Varlığa Dayalı, s. 31.

Dolaylı ihraçla ilgili bu başlık altında belirtmek istediğimiz son husus, ülkemizde hiçbir genel finans ortaklığı kurulmadığı ve dolaylı ihraç gerçekleşmediğidir.

Alacakların temellükünden sonra, varlığa dayalı menkul kıymetlerin ihraç ve halka arzı safhası gelir ki, bu safha bakımından karşılık gösterilen alacakların temellük edilip edilmediğinin bir önemi yoktur. Bu nedenle varlığa dayalı menkul kıymetlerin halka arz ve satışına ilişkin aşağıdaki açıklamalarımız hem doğrudan hem dolaylı ihraç için geçerlidir.

3. Halka Arz ve Satış Esasları

İster doğrudan ister dolaylı ihraç yoluyla çıkarılsın, ihraç edilecek varlığa dayalı menkul kıymetlerin halka arzı zorunlu kılınmıştır (Tebliğ, m.19/1).

Tebliğin 18. maddesi, menkul kıymetleştirmede güvence mekanizması olarak kullanılan aşkın teminatlandırmayı³⁷² zorunlu kılan bir hüküm mahiyetindedir. Buna göre, alacaklar portföyüne dayalı olarak ihraç edilecek varlığa dayalı menkul kıymetlerin nominal değerleri toplamı, her bir tertip için, bu tertibin dayalı olduğu alacaklar portföyünde yer alan alacakların ihraç tarihindeki toplam tutarının yüzde 90'ını aşamaz. Bu hükmün anlamı, ödenmeyen alacaklar için kullanılmak üzere %10'luk fazladan alacak miktarının karşılık olarak hazır bulundurulmasıdır.

İhraç edilecek menkul kıymetlerin halka arz için Kurula başvurulması ve satış prosedürleri diğer sermaye piyasası araçlarında olduğu gibidir³⁷³. Menkul kıymetleri halka arz etmek isteyen kuruluşlar, Tebliğde (m.19) belirtilen belgelerle Kurula başvururlar. Kurul kamuyu aydınlatma bakımından yapacağı inceleme sonucunda, izahnamenin yanıltıcı bir bilgi içermeyip, gerekli ve yeterli bilgileri de içerdiği kanaatine ulaşırsa menkul kıymetleri kayda alır (Tebliğ, m.20/2-3)³⁷⁴.

Kayda almadan sonra ihraççı, Kurulca onaylanmış izahnameyi kayıt belgesi tarihinden itibaren 15 gün içinde ticaret siciline tescil ile TTSG'de ilan ettirir. İzahnamenin tescil tarihinden itibaren en geç bir hafta içinde, halkın varlığa dayalı

³⁷² Aşkın teminatlandırma ile ilgili açıklamalarımız için bkz. yukarıda Bl. 2, I E, 1-a.

³⁷³ Seri:III No:29 sayılı Tebliğle (Bkz. 07.07.2004 tarih, 25515 sayılı RG) yapılan değişiklikle, varlığa dayalı menkul kıymetlerin halka arz ve satışında aracı kuruluş kullanılması zorunlu hale getirilmiştir.

³⁷⁴ Kayda alınma, halka arzedilen menkul kıymetlerin ve ilgili kuruluşların, Kurul veya kamuca tekeffülü anlamına gelmez (Tebliğ, m.20/4)

menkul kıymetleri satın almaya davet edilmesi için, Türkiye çapında yayın yapan gazete veya gazetelerde sirküler ilan ettirilmesi gerekir (Tebliğ, m.22).

Halka arz edilen menkul kıymetlerin ve ihraççı kuruluşun tanıtımını yapmak ve satışı teşvik etmek amacıyla yapılacak her türlü ilan ve reklam Kurul denetimine tabi olup, ilan ve reklam metinlerinin yayınlanmadan Kurula sunulması gerekir. Kurul gerekli görürse metinlerde değişiklik yapılmasını ilgililerden isteyebilir. Kurul'ca istenen değişiklikler yapılmadan metinler yayınlanamaz.

Varlığa dayalı menkul kıymetler iskonto esasına göre satılabileceği gibi, dönemsel ve değişken faiz ödemeli³⁷⁵ olarak da ihraç edilebilir (Tebliğ, m.24). Varlığa dayalı menkul kıymetlerin ikincil piyasada alım satımı serbest bırakılmıştır (Tebliğ, m.25).

B. Tebliğle Düzenlenen Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Değerlendirme

“Menkul Kıymetleştirmenin Temel Unsurları”³⁷⁶ başlığı altında değindiğimiz gibi, teknik anlamda menkul kıymetleştirmenin varlığından bahsedebilmek için, yapılan uygulamanın bazı temel öğeleri içermesi gerekir. Bunlar kısaca, a- Alacakların kaynak şirketten özel amaçlı kuruluşu satış suretiyle devri, b- özel amaçlı kuruluşun devraldığı alacakları karşılık göstererek menkul kıymet ihraç etmesi ve c- alacakların tahsilinden elde edilen nakdin menkul kıymet ödemelerinde kullanılmasıdır. Bu üç aşamalı yapının temel mantığını, alacakların kaynak şirketin finansal risklerinden uzaklaştırılarak, onların sadece menkul kıymetleri satın alan yatırımcıların alacaklarının ödenmesine finansal kaynak ve güvence haline getirilmesi oluşturur.

Seri:III No:14 sayılı Tebliğ düzenlemesinin, anılan unsurları taşıyıp taşımadığını kısaca değerlendirmek gerekirse; tebliğin benimsediği doğrudan ihraç – dolaylı ihraç şeklindeki ikili sistemde, doğrudan ihracın menkul kıymetleştirmenin temel unsurlarını taşımadığını rahatlıkla söylemek mümkündür. Doğrudan ihraçta alacaklar ihraççı şirketin bünyesinde kalmaya devam etmektedir ve varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerinin alacaklar üzerinde bir üstün hak sahibi olmaları söz

³⁷⁵ Seri:III No:29 sayılı Tebliğle (Bkz. 07.07.2004 tarih, 25515 sayılı RG) yapılan değişiklikle, varlığa dayalı menkul kıymetlerin dönemsel faiz ödemelerinde aracı kuruluş kullanılması zorunlu hale getirilmiştir.

³⁷⁶ Bkz. yukarıda Bl. 1, I B.

konusu değildir. Alacaklara ya da ihraççı şirkete bir derecelendirme notu verilmesi uygulaması da yoktur. Görünen tek koruma mekanizması aşkın teminatlandırmadır. SPKn'nun 13/A maddesine 4487 sayılı Kanunla eklenen madde ile, varlığa dayalı menkul kıymetler ödenmeden alacaklar üzerinde tasarruf edilemeyeceğine dair bir hüküm getirilmiş ise de, bu daha çok ihraççı şirketi hedef alan bir düzenlemedir. Söz konusu düzenlemenin alacaklar üzerinde varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri lehine örmeyi arzuladığı koruma duvarının faydası olduğu inkar edilemese de, tek başına varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerini alacaklar üzerinde her halde öncelikli hak sahibi yapmadığı da bir gerçektir. Örneğin iflas halinde alacakların iflas masasına girmesini engellemediği gibi, dağıtımda varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerine alacaklarını almada bir rüçhan hakkı da sağlamamaktadır.

Şu halde doğrudan ihraç yöntemiyle ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetlerin, şirketlerin ihraç ettiği tahvil ya da benzeri diğer borçlanma senetlerinden özde hiçbir farkı yoktur³⁷⁷. Menkul kıymetlerin ödenmesi, tamamen ihraççı şirketin kaderine bağlıdır. Hatta tahviller ve diğer borçlanma senetleri için TTK ve SPKn'nda öngörülen ihraç limitleri bunlar için öngörülmemiştir.

Tebliğle izin verilen alacakların temellükü suretiyle dolaylı varlığa dayalı menkul kıymet ihracının, menkul kıymetleştirme temeli unsurları ile daha fazla örtüştüğünü söylemek mümkündür. Tebliğde kuruluş ve faaliyet esasları düzenlenen genel finans ortaklıklarının, faaliyet alanının sadece alacak temellükü suretiyle varlığa dayalı menkul kıymet ihracı ile sınırlandırılması ve varlığa dayalı menkul kıymet ödemeleri dışında borç altına girmesinin yasaklanması, bu ortaklıkların bir özel amaçlı kuruluş olarak düşünüldüğünü ortaya koymaktadır. Ancak genel finans ortaklıkları dışında bankalara da alacak temellükü suretiyle dolaylı ihraç yetkisi verilmesi, bu şekilde bir ihracı bankanın gerçekleştirdiği doğrudan ihraçtan farksız kılmaktadır. Dolayısıyla doğrudan ihraca ilişkin yukarıda yer verdiğimiz eleştirilerin aynısı, haklı olarak bankaların dolaylı ihraçlarına da yöneltilecektir.

Sonuç olarak Tebliğ hükümlerini bütünü ile ele aldığımızda vardığımız sonuç, düzenlenen sistemin I. Bölümde açıkladığımız menkul kıymetleştirme yöntemi ile birebir örtüşmediği ve ihracı düzenlenen menkul kıymetin geleneksel

³⁷⁷ Ünal'a göre, anılan Tebliğde düzenlenen varlığa dayalı menkul kıymetler, kendine özgü (*sui generis*) bir kıymetli evrak türü olarak ihdas edilmiş olup, bir borçlanma senedi olan tahvillerin türlerine benzemektedirler. Ünal, Sermaye Piyasası, s. 195.

borçlanma araçlarından özde bir farkı olmadığıdır. Düzenlendiği ilk yıllarda, bankaların bir mevduat alternatifini olarak görmeleri nedeniyle yoğun şekilde ihraç ettikleri bir araç haline gelen Tebliğde düzenlenen varlığa dayalı menkul kıymetler, mevduata olan avantajlarının ortadan kaldırılması ile, bir süre sonra ihraç edilmez hale gelmiştir.

Dayanak kanun maddesi (SPKn eski 13/A maddesi) 5582 sayılı Kanunla yürürlükten kaldırılan Seri:III No:14 sayılı Tebliğ'in kendisi de, SPKr'nun Seri:III No:35 sayılı Varlık Finansmanı Fonlarına ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Tebliği (m.36) ile yürürlükten kaldırılmıştır³⁷⁸.

II. 5582 Sayılı Kanun Sonrası

5582 sayılı Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun³⁷⁹, adından da anlaşılacağı üzere bir konut finansmanı sistemi oluşturmak üzere düzenlenmiş bir kanun olup, anılan Kanunla ihdas edilen kurum ve araçların üstlendiği fonksiyon da, esas olarak ipotekli konut kredilerinin ve bunlar dışındaki alacak ve varlık çeşitlerinin menkul kıymetleştirilmesi ve bu suretle ihraç edilen menkul kıymetlerden sağlanan fonların yeni konut kredilerinde kullanılması esasına dayanmaktadır³⁸⁰. Nitekim Kanunun Genel Gereğesinde, konut finansman sistemi, temel olarak tasarruf sahiplerinden sağlanan kaynakların konut alıcılarına aktarılmasını sağlayacak bir mekanizma olarak tarif edilmiştir³⁸¹. Bu aktarım, genel olarak ipotekli sermaye piyasası araçları kavramı altında, ihdas edilen yeni menkul kıymetler kullanılarak gerçekleştirilecektir³⁸².

İpotekli sermaye piyasası araçları kanalıyla tasarruf sahipleri elindeki fazla fonların konut alıcılarına aktarımının sağlanarak, konut alıcılarının daha yaygın bir şekilde ve daha uygun koşullarla borçlanabildiği bir konut finansmanı sistemi

³⁷⁸ Bkz. 27.08.2008 tarih ve 26980 sayılı RG. Bu Tebliğde düzenlenen varlığa dayalı menkul kıymetler hakkında daha ayrıntılı bilgi için bkz. aşağıda Bl. 3, II B, 2.

³⁷⁹ Bundan sonraki açıklamalarımızda yeri geldikçe sadece "Kanun" olarak anılacaktır.

³⁸⁰ Aydoğdu, M.: Konut Finansman Sistemi (Mortgage) ve Sözleşmeleri, DEÜHFD, C. IX, S. 1, 2007, s. 11.

³⁸¹ Bkz. paragraf 9. Genel Gereğçe ve Madde Gereğçeleri için bkz. Gereğçeli 5582 Sayılı Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun, TBB Yayın No:252, 2007, s. 9 vd.; Bkz. "<http://www.tbmm.gov.tr/sirasayi/donem22/yil01/ss1159m.htm>"

³⁸² 5582 sayılı Kanunla SPKn'nun tanımlar maddesine (m.3) eklenen tanıma göre, ipotekli sermaye piyasası aracı; ipotek teminatlı menkul kıymetler, ipoteğe dayalı menkul kıymetler, ipotek finansmanı kuruluşları tarafından ihraç edilen hisse senedi dışındaki sermaye piyasası araçları ve konut finansmanından kaynaklanan alacaklara dayalı olarak veya bu alacakların teminatı altında ihraç edilen diğer sermaye piyasası araçlarıdır.

kurmayı planlayan 5582 sayılı Kanun; bu sistemi başından sonuna tüm kavram ve müesseseleriyle kendisi düzenlemek yerine, çeşitli kanunlarda değişiklik ve eklemeler yaparak düzenleme yapma yoluna gitmiştir³⁸³.

Kanunun düzenleme şeklinden, “konut finansmanı” kavramının merkeze oturtulduğunu görüyoruz. Anılan kavram, SPKn’na eklenen 38/A maddesinde şu şekilde tarif edilmiştir: “*Konut finansmanı, konut edinmeleri amacıyla tüketicilere kredi kullandırılması, konutların finansal kiralama yoluyla tüketicilere kiralanması, sahip oldukları konutların teminatı altında tüketicilere kredi kullandırılmasıdır*”³⁸⁴. Görüldüğü gibi Kanundaki tarif, bir tanım yapmaktan ziyade, belli işlemleri bir şemsiye altında toplamaya yöneliktir. İşte, kanun koyucunun birtakım kanunlarda yaptığı söz konusu değişikliklerin amacı, konut finansmanı şemsiyesi altında topladığı bu işlemlerin;

- a) bir takım mali avantajlar (vergi istisnaları, harç muafiyeti gibi) yoluyla özendirilmesini sağlamak,
 - b) tüketici tarafını ayıplı ifaya karşı korumak,
 - c) kredi veren tarafını da, kredinin ödenmemesi halinde, teminatları daha kısa sürede paraya çevirebilmesini sağlayarak korumak,
- ve son olarak,
- d) doğurduğu kredi alacaklarının menkul kıymetleştirilebilmesini ve ihraç edilen menkul kıymetlerin ikincil piyasada devredilerek yeni fon yaratmasını sağlamak, şeklinde özetlenebilir.

Konut finansmanı sistemini, *i*) kredinin ilk defa verilmesi (birinci ayak) ve *ii*-kredinin devredilerek ikincil piyasa işlemlerine konu olması (ikinci ayak) şeklinde

³⁸³ Değişiklik yapılan kanunlar 2004 sayılı İcra ve İflas Kanunu, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 4077 sayılı Tüketicilerin Korunması Hakkında Kanun, 3226 sayılı Finansal Kiralama Kanunu, 2985 sayılı Toplu Konut Kanunu, 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu, 6802 sayılı Gider Vergileri, 492 sayılı Harçlar Kanunu, 488 sayılı Damga Vergisi Kanunu ve 3065 sayılı Katma Değer Vergisi Kanunu’dur.

³⁸⁴ Kanunda yer alan konut finansmanı tanımı, hem konutun finansmanını (satın alacağı konut için tüketiciye kredi kullandırılması) hem konutla finansmanı (tüketiciye verilecek kredi için -kredinin ne amaçla verildiğinin önemi olmaksızın- konutunun üzerine rehin konulması) içermektedir. Ancak Kanunun Genel Gerekçesi, konut finansmanı sisteminin amacının tüketicilere daha uygun koşullarda konut edinmelerini sağlamak, yani konutun finansmanı olduğu anlaşılmaktadır. Şu halde konut finansmanı kapsamında sayılan işlemlere konutla finansman işlemlerinin de dahil edilmesi eleştiri konusu yapılabilir. Kanımızca konutla finansman işlemlerinin de konut finansmanı içinde kabul edilmesinin sebebi, bu işlemlerden doğacak alacakların, taşıdıkları sağlam teminat sebebiyle menkul kıymetleştirilmeye müsait olmaları, başka deyişle az sonra değineceğimiz sistemin ikincil piyasa ayağında kullanılmaya elverişli bulunmalarıdır .

iki temel ayağa ayırırsak; yukarıda (a), (b) ve (c) bentlerinde belirttiğimiz vergi teşvikleri, tüketici haklarının korunması, ipoteğin paraya çevrilmesi hususlarındaki düzenlemeler sistemin birinci ayağına; (d) bendi kapsamına giren menkul kıymetleştirme işlemleri ise sistemin ikinci ayağına ilişkin düzenlemeler olarak karşımıza çıkar³⁸⁵. Bu anlamda Kanunla getirilen köklü değişiklik, sistemin birinci ayağına yönelik değil, ikinci ayağına yöneliktir³⁸⁶. Gerçekten de, SPKn'na eklenen maddelerle, konut kredilerinin menkul kıymetleştirilmesini sağlayacak yeni araçlar ihdas edilirken; diğer kanunlarda yapılan değişiklikler ise, uygulaması önceden de mevcut olan konut kredilerinin daha yaygın ve ucuz hale gelmesini sağlama amacına yöneliktir³⁸⁷.

Bu çerçevede, işbu çalışmada Kanunun tüm maddeleri değil, özellikle SPKn'na eklenen maddelerle hukukumuzda kazandırılan yeni menkul kıymet türleri, bunları ihraç edecek kurumlar ve ihraç usûlleri, yani kısaca 5582 sayılı Kanunla yeni bir şekil ve muhteva alan menkul kıymetleştirme sistemimiz inceleme konusu yapılacaktır³⁸⁸.

5582 sayılı Kanunda menkul kıymetleştirme yoluyla ihracı öngörülen menkul kıymetler iki ana kola ayrılmaktadır. Bunlar; 1) ipotek ve varlık teminatlı menkul kıymetler, 2) ipoteğe ve varlığa dayalı menkul kıymetlerdir. İkisi arasındaki temel fark; birincisi menkul kıymetlerin ödenmesinin ihraççının genel yükümlülüğü altında olduğu bir bilanço içi menkul kıymetleştirme niteliğinde iken, ikincisinin devralınan alacak ve varlıkların teminat gösterilmesi suretiyle ihracın gerçekleştirildiği bir bilanço dışı menkul kıymetleştirme niteliğinde olmasıdır. Başka bir ifadeyle, ipotek ve varlık teminatlı menkul kıymetlerde ihraççı, kendi sahip olduğu alacakları ve diğer varlıkları menkul kıymete teminat göstermekte ve menkul kıymetin vadede anapara ve faiziyle ödenmesini bizzat kendisi üstlenmektedir. Buna karşılık, ipoteğe ve varlığa dayalı menkul kıymetlerde, başka kişi ve kuruluşlardan devralınan alacaklar ve diğer varlıklar menkul kıymete teminat gösterilmekte ve menkul

³⁸⁵ Aydoğdu, s. 11.

³⁸⁶ Teker, B.: Konut Finansmanında Menkul Kıymetleştirme, Finans Hukuku ve Sorunları, Konut Finansmanı Mortgage, İstanbul Barosu Yayınları, İstanbul 2007, s. 127.

³⁸⁷ Örneğin Kanunun Genel Gereğesinde, İİK'da yapılan değişikliklerin amacının ipoteklerin paraya çevrilme süresinin kısaltılması, vergi kanunlarında yapılan değişikliklerin amacının da sistemin tümü üzerindeki maliyetlerin azaltılması olduğu belirtilmiştir.

³⁸⁸ Başka bir deyişle kanun hükümlerine bakışımız menkul kıymetleştirme gözlüğüyle olacak, ancak bunun yanında bir bütün halinde sistemin aksamadan işlemesi amacıyla öngörülen diğer kanun değişiklikleri de yeri geldikçe önemi ölçüsünde açıklamalarımızda yer alacaktır.

kıymetlerin ödenmesi, tamamen, devralınan alacaklar ve diğer varlıklardan elde edilen nakit akımları ile sağlanmaktadır.

Bu bağlamda kanun koyucunun, menkul kıymetleştirme yöntemini kullanarak işlerlik kazandırmak istediği konut finansmanı sisteminin ikinci ayağında, tek bir metod ve araca bağlı kalmaksızın birden fazla yöntem ve enstrümanı içeren karma bir yapı benimsediği söylenebilir³⁸⁹. Bundan yola çıkılarak 5582 sayılı Kanunla kurulan menkul kıymetleştirme düzeni aşağıda iki ana başlık altında incelenecektir.

A. İpotek ve Varlık Teminatlı Menkul Kıymetler

1. İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler

5582 sayılı Kanununun 8. maddesi ile kenar başlığı dahil bütünüyle değiştirilen SPKn'nun 13/A maddesi³⁹⁰, yeni halinde aynı adı taşıyan kenar başlığı altında ipotek teminatlı menkul kıymetleri düzenlemektedir. Ayrıca anılan maddeye istinaden ipotek teminatlı menkul kıymetlere ilişkin esasları düzenlemek üzere SPKn tarafından Seri:III No:33 sayılı İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ çıkarılmıştır³⁹¹. Bu çerçevede SPKn'nun 13/A maddesi³⁹² ve Seri:III No:33 sayılı Tebliğ³⁹³ hükümleri ipotek teminatlı menkul kıymetler ile ilgili açıklamalarımızın temelini oluşturacaktır.

a) Tanımı ve Temel Özellikleri

SPKn'nun 13/A maddesinin birinci fıkrasında yer alan tanıma göre ipotek teminatlı menkul kıymetler, ihraççının genel yükümlülüğü niteliğinde olan ve oluşturulan teminat havuzundaki varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen borçlanma senetleridir. Aynı fıkra hükmüne göre, bu menkul kıymetleri ihraç yetkisi münhasıran bankalar ve ipotek finansmanı kuruluşlarına³⁹⁴ verilmiştir.

³⁸⁹ Bkz. *Teker*, Konut Finansmanı, s. 127.

³⁹⁰ Bir önceki bölümde yer alan açıklamalarımızdan hatırlanacağı gibi, SPKn'nun 5582 sayılı Kanunla değişmeden önceki 13/A maddesi varlığa dayalı menkul kıymetleri düzenlemekteydi.

³⁹¹ Bkz. 04.08.2007 tarih, 26603 sayılı RG.

³⁹² “5582 sayılı Kanunun 8.maddesiyle değiştirilen SPKn'nun 13/A maddesi”ni ifadesini kısaltmak için, bundan sonraki açıklamalarımızda sadece “madde” ifadesini kullanacağız.

³⁹³ Bundan sonra kısaca “Tebliğ” olarak anılacaktır.

³⁹⁴ 5582 sayılı Kanununun 14. maddesi ile, SPKn'na eklenen 39/A maddesine göre ipotek 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.

Görüldüğü gibi kanun maddesinde menkul kıymetlerin ödenmesinin ihraççının yükümlülüğünde olduğu açıkça vurgulanmıştır. Bu haliyle ipotek teminatlı menkul kıymetler önceki açıklamalarımızda yer verdiğimiz³⁹⁵ Kıta Avrupasında yaygın şekilde kullanılan ipotekli tahvillere (*covered bonds*) karşılık gelmektedir³⁹⁶. *Covered bond*’ların ayırt edici özelliği menkul kıymetleştirilen varlıkların ihraççının bilançosunda borç olarak görünmesi ve ihraççının, menkul kıymetlere teminat gösterilen alacakların ödenmemesi riskini kendi üzerine almasıdır³⁹⁷.

Bu haliyle ipotek teminatlı menkul kıymetler, menkul kıymetleştirmenin temel unsurlarıyla ilgili açıklamalarımızda belirttiğimiz, alacakların kaynak şirketin risklerinden izole edilmek üzere özel amaçlı kuruluşa devri unsurunu içinde barındırmaz. Bununla birlikte, söz konusu menkul kıymetleri düzenlemeyen SPKn 13/A maddesi hükmünün, menkul kıymet sahiplerinin korunmasına yetecek kâfi miktarda önlem içerdiğini, bu nedenle alacakların kaynak şirketin risklerinden yeterli ölçüde izole edildiğini söylemek mümkündür.

Söz konusu koruma amaçlı düzenlemeleri mahiyetlerine göre “doğrudan koruma sağlayan” ve “dolaylı koruma sağlayan” şeklinde ikiye ayırabiliriz. Örneğin, 13.fıkra da yer alan “*İpotek teminatlı menkul kıymetler itfa edilinceye kadar, teminat havuzlarında yer alan varlıklar, teminat amacı dışında tasarruf edilemez*³⁹⁸, *rehnedilemez, teminat gösterilemez, kamu alacaklarının tahsili*³⁹⁹ *amacı da dahil olmak üzere haczedilemez ve iflâs masasına dahil edilemez, ayrıca bunlar hakkında ihtiyatî tedbir kararı verilemez*” hükmü, menkul kıymet sahiplerini doğrudan doğruya koruyan bir hüküm mahiyetindedir. Anılan hükmün benzeri, aynı maddenin 5582 sayılı Kanunla değişmeden önceki halinde de mevcuttu⁴⁰⁰, ancak orada, karşılık gösterilen varlıkların iflas masasına dahil edilemeyeceğine dair bir ibare yoktu. Oysa,

³⁹⁵ Bkz. yukarıda Bl. 1, V B.

³⁹⁶ Nitekim bu husus Genel Gerekçede açıkça belirtilmiştir (bkz. paragraf 16).

³⁹⁷ *Önal/Topaloğlu*, s. 209-210; *Adıgüzel*, B.: İpotekli Sermaye Piyasası Araçları, İstanbul 2008, s. 47; *Doğru*, s. 12; *Özince*, E.: İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler, Bankacılar Dergisi, S. 55, 2005, s. 48.

³⁹⁸ Söz konusu tasarruf yasağı, ihraççı için BK m.162 anlamında kanunla öngörülen bir temlik engeli anlamına gelir.

³⁹⁹ Böylelikle, iflas tasfiyesinde diğer hemen tüm alacaklara göre öncelik hakkı olan, malın aynından doğan amme alacağı niteliğindeki vergi alacaklarının (emlak vergisi, veraset ve intikal vergisi gibi), teminat havuzundaki varlıklar bakımından bir imtiyazının kalmadığı söylenebilir.

⁴⁰⁰ 4487 sayılı Kanunla SPKn’nun 13/A maddesine eklenen üçüncü fıkra da yer alan söz konusu hüküm şu şekildeydi: “*Varlığa dayalı menkul kıymetler itfa edilinceye kadar, bunların karşılığını oluşturan alacaklar ve duran varlıklar, başka bir amaçla tasarruf edilemez, rehnedilemez, teminat gösterilemez, haczedilemez*”.

yeni düzenlemede dayanak varlıkların iflas masasına girmeyeceği, haklarında ihtiyati tedbir kararı dahi verilemeyeceği öngörülerek, koruma kapsamı ciddi mânâda genişletilmiştir.

Aynı şekilde, ihraççının, ipotek teminatlı menkul kıymetlerden kaynaklanan yükümlülüklerini yerine getirememesi, yönetiminin kamu kurumlarına devredilmesi, faaliyet izninin kaldırılması⁴⁰¹ veya iflâsı⁴⁰² halinde, teminat havuzundaki varlıklardan elde edilen gelirin öncelikle ipotek teminatlı menkul kıymet sahiplerine yapılacak ödemelerde kullanılacağını öngören f.15 hükmü de, doğrudan koruma sağlayan bir hüküm mahiyetindedir.

Gerçekten doğrudan koruma sağlayan bu hükümler, ipotek teminatlı menkul kıymet sahiplerini dayanak varlıklar üzerinde öncelikli hak sahibi yapan hükümlerdir.

Bunun dışında, maddede menkul kıymet sahiplerini dolaylı şekilde koruyan ya da koruma amacına hizmet eden hükümler de vardır. Örneğin, ihraççının teminat havuzundaki varlıkları diğer varlıklarından ayrı şekilde tutması ve izlemesini şart koşan (f.2), gerek görülürse varlıkların başka bir kayıt kuruluşu nezdinde de kaydının tutulmasını öngören (f.2), teminat havuzundan varlık çıkarılması veya havuzdaki varlığın bir başka varlıkla değiştirilmesini teminat sorumlusunun onayına bağlı kılan (f.9), teminat sorumlusunu sürekli şekilde havuzdaki varlıkların durumunu izlemekle yükümlü kılan (f.11) hükümler gibi.

Diğer yandan, maddenin 16.fıkrasında, ipotek teminatlı menkul kıymet sahiplerine, alacaklarını teminat havuzundaki varlıklardan alamamaları halinde ihraççının diğer malvarlığına başvurabilme hakkı tanınmıştır. Esasen bu hüküm menkul kıymet sahiplerinin zaten sahip oldukları bir hakkın tekrarı mahiyetindedir. Çünkü alacaklarını alamayan yatırımcıların, ihraççının diğer malvarlığı değerlerine müracaat etme haklarının bulunduğu kuşku yoktur. Zira ihraççının bir kısım varlıklarını teminat havuzuna aktarması ve bunları menkul kıymetlere güvence olmak üzere tahsis etmesi, ihraççının alacaklısı konumundaki menkul kıymet

⁴⁰¹ 5411 sayılı Kanunun ilgili hükümleri (m.71, m.106 vd.) uyarınca bir bankanın faaliyet izninin kaldırılması ya da ortaklık hakları ile yönetim ve denetiminin Fona devredilmesi kastedilmektedir. Çünkü m.13/A f.1 uyarınca ipotek teminatlı menkul kıymet ihraç edebilecek kuruluşlar, bankalar ve ipotek finansmanı kuruluşları ile sınırlandırılmıştır.

⁴⁰² Az önce de belirttiğimiz gibi, 13. fıkra hükmü uyarınca iflas masasına girmeyen teminat havuzundaki varlıkların, iflas halinde akıbetine 15. fıkrada belirtilen şartlar dairesinde SPKı karar verecektir.

sahiplerinin, alacaklarını sadece bu varlıklardan istifa etmek zorunda oldukları anlamına gelmez⁴⁰³. O halde, 16.fıkra düzenlemesi, yatırımcıların mevcut haklarını teyid eden, ancak onlara ek bir koruma sağlamayan bir hüküm hüviyetinde görülebilir.

Önceki açıklamalarımızda, MK'da düzenlenen taşınmaz rehnine dayalı tedavül eden senetlerden en çok rehinli tahvillerin, menkul kıymetleştirme müessesesi ile örtüştüğünü belirtmiştik⁴⁰⁴. MK m.930'da düzenlenen rehinli tahvil kurumunun özelliği, ihraççı kredi kurumunun, bu tahvillerle borç aldığı tasarruf sahiplerine, ipotekle teminatlı alacakları ve diğer cari işlemlerinden doğan alacakları üzerinde, yazılı bir rehin sözleşmesine ve alacak senetlerinin teslimine gerek olmaksızın, rehin hakkı tanınmasıdır⁴⁰⁵. Rehlinli tahvillerin ödenmesi yükümlülüğü de ihraççısına aittir. Bu anlamda, ipotek teminatlı menkul kıymetlerle rehinli tahviller türdeş olmakla birlikte, 5582 sayılı Kanun ve Tebliğ düzenlemesinde, menkul kıymet sahiplerinin teminat varlıklar üzerinde rehin hakkı sahibi olması kabul edilmemiştir. Her ne kadar SPKn m.13/A f.15 hükmünde, ipotek teminatlı menkul kıymet sahiplerinin alacaklarının teminat varlıkların gelirinden öncelikle ödeneceği hükme bağlanmış ise de, bu İİK m.45 anlamında bir rehin hakkı olarak nitelendirilemez⁴⁰⁶.

b) Teminat Havuzu

İpotek teminatlı menkul kıymet ihraç etme yetkisini münhasıran ellerinde bulunduran bankalar ve ipotek finansmanı kuruluşları, menkul kıymete teminat olacak varlıkları, diğer varlıklarından ayrı olarak, oluşturacakları teminat havuzu içerisinde izlemekle yükümlü kılınmışlardır (f.2). Hükümün getiriliş amacı, gerekçede⁴⁰⁷, menkul kıymetlere teminat gösterilen varlıkların ihraççının diğer varlıklarından kesin bir şekilde ayrıştırılmasının sağlanması olarak açıklanmıştır. İhraççının bilançosundan çıkarılmayan varlıkların risk izolasyonu bu suretle temin edilmiş olacaktır.

⁴⁰³ Gerçekten de borçlanma senedi (tahvil) çıkaran bir şirketin yatırımcılara verdiği güvence, bizzat kendisi, yani sermayesi dahil tüm malvarlığıdır.

⁴⁰⁴ Bkz. yukarıda Bl. 1, V D.

⁴⁰⁵ Bu nedenle rehinli tahviller özünde bir alacak rehni mahiyetindedir.

⁴⁰⁶ *Doğru*, s. 323. Aksi görüşte *Adıgüzel*, s. 333-334 (Anılan yazara göre, SPKn m.13 f.15 hükmünde yer verilen öncelik hakkı bir rehin hakkı olarak anlaşılmalıdır).

⁴⁰⁷ Bkz. 5582 sayılı Kanununun 8.maddesinin gerekçesi, paragraf 2.

Teminat havuzu, yukarıda da değindiğimiz 13.fıkra hükmüyle⁴⁰⁸ özel ve âdeta dokunulmaz bir statüye kavuşturulmuştur. Sahip olunan bir takım malvarlığı unsurlarının bir araya getirilerek malik eliyle ya da kanunla özel bir statüye sokulması, medeni hukuk anlamında özel malvarlığı rejimine denk gelir⁴⁰⁹. Bu rejimde, bir kişinin malvarlığının aktifinde yer alan hakların bir kısmının ayrı bir hukuki rejime tabi tutulması ve diğerlerine göre daha dar ve özel koşullarla sınırlandırılması hali söz konusudur⁴¹⁰. Bu anlamda teminat havuzunu kanunen farklı bir hukuki rejime tabi kılınmış özel bir malvarlığı olarak nitelendirebiliriz⁴¹¹.

Tebliğ, teminat havuzu deyimi yerine, teminat varlıklar deyimini kullanmayı tercih etmiştir. Teminat varlıklar, ihraççı tarafından tutulan teminat defterinde takip edilecektir. Teminat defteri, Tebliğin 8. maddesinde, teminat varlıkların ihraççının diğer malvarlığından ayrıştırılması amacıyla yazılı ve/veya elektronik olarak takip edildiği bir kayıt sistemi olarak tanımlanmıştır.

aa- Havuza dahil edilebilecek varlıklar

Teminat havuzuna alınabilecek varlıklar üç grup halinde sınırlı şekilde sayılmıştır (f.3). Bunlar; *i-* yapı kullanma izni⁴¹² alınmış konut ve diğer gayrimenkuller üzerine ipotek tesis edilmek suretiyle teminat altına alınmış alacaklar, *ii-* ikame varlıklar ve *iii-* bunların riskten korunması amacıyla yapılan sözleşmelerdir. Teminat havuzundaki varlıklardan elde edilen gelirler de havuza dahildir (Tebliğ m.12/2). Bu varlıkları Tebliğin diliyle yeniden saymak gerekirse; *i-* ipotekli krediler (ipotekli konut kredileri ve ipotekli ticari krediler), *ii-* ikame varlıklar ve *iii-* türev araçlardan kaynaklanan haklar ve teminatlar.

⁴⁰⁸ Teminat havuzunda yer alan varlıkların, menkul kıymetler ödeninceye kadar, teminat amacı dışında tasarrufa konu olmayacağına, rehnedilemeyeceğine, teminat gösterilemeyeceğine, haczedilemeyeceğine, iflâs masasına dahil edilemeyeceğine ve hakkında ihtiyatî tedbir kararı verilemeyeceğine ilişkin hüküm.

⁴⁰⁹ Koçak, s. 110.

⁴¹⁰ Ayiter, N.: Mamelek Kavramı Üzerine Bir İnceleme, Ankara 1968, s. 29.

⁴¹¹ Atalay, O.: İcra İflas Hukukunda Mortgage Sisteminin Yansıması, Finans Hukuku ve Sorunları, Konut Finansmanı, Mortgage, İstanbul Barosu Yayınları, İstanbul 2007, s. 164).

⁴¹² Yapı kullanma izni, 3194 sayılı İmar Kanunu'nun 30. maddesine göre, yapı tamamlandıktan sonra belediye veya valiliklerce ana yapının bütün bağımsız bölümleri için verilen ve bağımsız bölümlerin amacına uygun kullanılabilir durumda ve projesine uygun inşa edildiğini gösteren belgedir.

5582 sayılı Kanunun 8. maddesinin gerekçesi, teminat havuzunda yer alabilecek birinci grup varlıklar konusunda iltibasa meydan vermektedir. Şöyle ki, gerekçenin üçüncü paragrafında, üç gruba ayrılan teminat varlıkların birinci grubunda konut finansmanından kaynaklanan alacakların yer aldığı, bu alacakların da 5582 sayılı Kanunun 12. maddesi ile SPKn'na eklenen 38/A maddesinde yapılan tanım uyarınca, yapı kullanma izni alınmış konutlar üzerinde ipotek tesis etmek suretiyle verilen krediler ile yine bu özellikteki konutların finansal kiralananmasından doğan kira alacaklarından oluştuğu belirtilmektedir. Halbuki madde metninde (f.3) açıkça konut ve diğer gayrimenkuller üzerine ipotek tesis edilmek suretiyle teminat altına alınmış alacaklar denmekte olup, bu hükümden ipotek karşılığı verilen kredilerin (konut kredisi veya ticari kredi) anlaşılması gerekir⁴¹³. Başka bir deyişle, finansal kiralama sözleşmelerinden doğan kira alacakları kapsama dahil değildir. Zaten kiralama sözleşmelerinde ipotek teminatı da söz konusu olmaz. Nitekim Seri:III No:33 sayılı Tebliğ hükümleri de (m.3/j, m.9) savımızı desteklemekte olup, anılan hükümlerde teminat varlıklar arasında sadece ipotekli krediler sayılmıştır. Şu halde kanımızca madde değil, gerekçe yanlış yazılmıştır.

Bir ipotekli kredinin, ister konut kredisi ister ticari kredi olsun, teminat havuzuna dahil edilebilmesi, vadesi gelmiş tüm ödemelerinin yapılmış olması koşuluna bağlıdır (f.4; Tebliğ m.9/1-e).

Tebliğ m.9/1 hükmü uyarınca ihraççı, teminat havuzuna dahil ettiği ipotekli kredileri kendi kaynaklarından kullandırmış olabileceği gibi, konut finansmanı kuruluşlarından⁴¹⁴ ya da TOKİ'den devralmış olabilir. Şu kadar ki, devralınan alacağın aynı maddede sayılan koşulları⁴¹⁵ taşıması gerekir.

İkame varlıklar maddenin 5.fıkrasına göre; nakit, devlet iç borçlanma senetleri, hazine kefaletiyle ihraç edilen menkul kıymetler⁴¹⁶, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (OECD)'na üye ülkelerin merkezi yönetimleri ile merkez

⁴¹³ Doğru, s. 315.

⁴¹⁴ 5582 sayılı Kanunun 12. maddesi ile SPKn'na eklenen 38/A maddesi uyarınca konut finansmanı kuruluşları, konut finansmanı amacıyla doğrudan tüketiciye kredi kullandıran ya da finansal kiralama yapan bankalar ile BDDK tarafından konut finansmanı faaliyetinde bulunması uygun görülen finansal kiralama şirketleri ve finansman şirketleridir.

⁴¹⁵ Kredinin ipotekle teminat altına alınmış olması, kredinin teminatı olan taşınmazın Türkiye sınırları içinde yer alması, zorunlu deprem sigortasının yaptırılmış olması gibi.

⁴¹⁶ 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun çerçevesinde hazinece çıkarılan menkul kıymetler kastedilmektedir.

bankalarınca ya da bunların kefaletiyle ihraç edilen menkul kıymetler ile SPK'nca uygun görülen benzer nitelikteki varlıklardır⁴¹⁷.

Nakit, devlet iç borçlanma senetleri gibi bir kısım varlıkların asıl teminatların yerine kaim olmak üzere teminat havuzunda yer almasına izin verilse de, havuzun ağırlıklı olarak ipotekli konut kredilerinden oluşmasının istendiği 6.fıkra hükmünden anlaşılmaktadır. Söz konusu hükme göre, teminat havuzundaki tüm varlıklar içerisinde, konut dışındaki gayrimenkuller üzerine ipotek tesis edilmek suretiyle teminat altına alınmış alacakların (ipotekli ticari kredilerin) ve ikame varlıkların payı ayrı ayrı yüzde onbeşi⁴¹⁸ geçemez.

Teminat havuzunda yer alabilecek üçüncü kategori varlıklar, teminat varlıkları faiz, kur, kredi veya benzeri risklere karşı koruma sağlamak üzere ihraççı tarafından akdedilen türev araç sözleşmeleridir⁴¹⁹. Tebliğ türev araçların teminat havuzuna alınabilmesini bazı koşullara bağlamıştır (m.11/1). Bunlar;

- a) Türev aracın borsalarda alım satıma konu olması veya karşı tarafının, kurulduğu ülke yetkili otoritesi tarafından yetkilendirilmiş bir banka, kredi kuruluşu, sigorta şirketi veya merkezi takas kuruluşu olması ve kredi derecelendirme kuruluşlarınca belirlenen derecelendirme notunun en az yatırım yapılabilir seviyede olması,
- b) Türev araç sözleşmesinde, ipotek teminatlının menkul kıymetler itfa edilinceye kadar ihraççının iflası durumunda dahi karşı tarafın sözleşmeyi tek taraflı feshedemeyeceğine ilişkin hüküm bulunması,
- c) Karşı tarafın, türev aracın teminat defterine kaydedilmesine onay vermesi,
- d) İhraççı ile karşı taraf arasında yapılan netleştirmelerin, teminat defterine kayıtlı olan ve olmayan türev araçlar için ayrı ayrı yapılması.

Belirtilen koşullar içerisinde (b) bendinde belirtilen fesih yasağı koşulunu, genel hükümler çerçevesinde değerlendirmekte yarar vardır. Esasen kanun koyucu da bu koşula önem vermiş olmalı ki, maddenin 14. fıkrasında ayrıca yer verme gereği duymuştur. Anılan fıkarda “*Teminat havuzunda yer alan varlıkların riskten*

⁴¹⁷ Seri:III No:33 sayılı Tebliğin m.10/b hükmünde belirtilen varlıkların yanı sıra, Merkez Bankası tarafından ihraç edilen likidite senetleri ve bu Banka nezdinde yasal yükümlülükler dışında bulundurulmuş serbest mevduat da ikame varlıklar arasında sayılmıştır.

⁴¹⁸ Söz konusu yüzde onbeş oranı, net bugünkü değer üzerinden hesaplanır (Tebliğ, m.18). Söz konusu değer nasıl hesaplanacağı Tebliğin 17. maddesinde gösterilmiştir.

⁴¹⁹ Vadeli işlem, opsiyon, swap ve benzeri sözleşmeler (Tebliğ, m.3/1).

korunması amacıyla yapılacak olan sözleşmelerde, teminat havuzu ve ipotek teminatlı menkul kıymetler tasfiye edilinceye kadar, ihraççının iflâsı durumunda sözleşmenin tek taraflı olarak feshedilemeyeceğine ilişkin hüküm bulunması zorunludur” hükmü yer almaktadır. Bu hükmün BK m.82’nin alacaklıya tanıdığı fesih hakkını sınırladığını söyleyebiliriz. BK m.82 hükmü uyarınca, *“karşılıklı edimleri içeren bir sözleşmede taraflardan birinin borcunu ifadan aciz olması, özellikle iflas veya aleyhindeki haczin neticesiz kalması sebebiyle diğer tarafından hakkı tehlikeye düşerse, bu taraf, lehindeki borcun ifası temin edilinceye kadar kendisine düşen borcu ifadan kaçınabilir ve talebi üzerine uygun bir süre içinde teminat verilmediği takdirde sözleşmeyi feshedebilir”*. Görüldüğü gibi BK’nun, karşılık edimleri havi sözleşmelerde, sözleşmenin bir tarafının aciz haline düşmesi ya da iflasına karar verilmesi halinde diğer tarafa tanıdığı fesih hakkının kullanımını, 5582 sayılı Kanun, türev araç sözleşmeleri bakımından dolaylı yoldan (sözleşmeye aksi yönde hüküm konulmasını mecburi kılarak) sınırlamaktadır.

Kanunun emredici bir tarzda sözleşmeye konulmasını şart koştuğu bu hükmün, sözleşmeye konulmaması halinde, bunun sözleşmeye etkisini ve fesih hakkının akıbetini tartışmakta yarar vardır. Öncelikle burada kanun hükmünün emredici karakteri, hükme uyulmaması halinde, sözleşmeyi geçersiz kılmaya yönelik değildir. Başka bir deyişle, ilgili türev araç sözleşmesinde, kanunun şart koştuğu söz konusu hükmün yer almaması, sözleşmenin bütünüyle geçersiz olması sonucunu doğurmaz⁴²⁰. Çünkü ne böyle bir kayıt, sözleşmenin esaslı unsurlarından biridir (bkz. BK m.2), ne de 14.fıkra hükmünü sevkeden kanun koyucunun böyle bir iradesi söz konusudur. Aksine kanun koyucu, ihraççının türev araç sözleşmeleri akdetmesini ve bu sözleşmelerin belli bir oranda teminat havuzunda yer almasını istemiştir (f.7). İhraççının iflası halinde dahi türev araç sözleşmesinin karşı tarafça feshedilemeyeceğine ilişkin sözleşmede yer alması istenen hükmün amacı, menkul kıymetlerin itfasına kadar havuzda ödemeleri karşılamaya yetecek varlığın bulunmasını ve bu suretle menkul kıymet sahiplerinin haklarının korunmasını temin etmektir⁴²¹.

⁴²⁰ Esasen burada olağan durumun tersi, yani kanunun emredici hükümlerine aykırı hükmün varlığı değil (bkz. BK m.19/2), kanunun emrettiği bir hükmün yokluğu söz konusudur.

⁴²¹ Bkz. 8. maddesinin gerekçesi, paragraf 8, c.1.

Bunun dışında, Kanun tarafından sözleşmede yer alması şart koşulan feshedememe kaydının sözleşmeye konulmaması halinde, karşı tarafın fesih hakkının var olup olmadığı tartışma konusu yapılabilir. Her şeyden önce Kanunun sözleşmeye konulmasını emrettiği kayıt alelade bir kayıt değil, iflas halinde dahi sözleşmenin diğer tarafını sözleşmeyi fesih hakkından mahrum eden olağanüstü bir kayıttır. Bu nedenle dar yorum yapmak gerekir. Sözleşmenin bir tarafının iflas etmesinin, diğer tarafı alacağını istifa etmede büyük bir tehlikeye maruz bıraktığı muhakkaktır. Bu tehlikeye maruz kalan tarafı, sözleşmeyi devama zorlamak kanımızca menfaatler dengesine uygun düşmez.

Ancak şunu belirtmek gerekir ki, tek başına fesih hakkının olmaması, iflas halinde alacaklıyı alacağını alamama sonucu ile karşı karşıya bırakmaz. Şöyle ki; iflas halinde, kanunun açıkça son bulacağını belirttiği sözleşmeler⁴²² dışında kural olarak sözleşmeler sona ermez⁴²³. Bu nedenle sözleşmeyi feshedemeyen alacaklı, iflas masasına karşı sözleşmeye devam edebilir ve sözleşmeden kaynaklanan kendi lehine yapılacak edimin ifasını talep edebilir. Başka bir anlatımla ifayı talep hakkını iflas masasına karşı ileri sürebilir (İİK m.198/1)⁴²⁴.

Esasen söz konusu tartışma teorik düzeyde olup, uygulamada tarafların faaliyetlerinde uzmanlaşmış kurumlar olacağı ve mevzuat hükümlerine vâkıf olacakları göz önüne alındığında, sözleşmenin inikadı esnasında söz konusu kaydın sözleşmeye konulmasını gözeteceklerdir. Öte yandan, feshedememe kaydının bulunması sözleşmenin teminat havuzuna dahil edilebilmesi için şart olduğundan, gerek ihraççı gerekse teminat sorumlusu bu kaydın varlığını dikkatle arayacaktır.

Son olarak, türev araçların da teminat havuzunda işgal edeceği pay sınırlanmıştır. Tebliğin 19. maddesi hükmüne göre, türev araçlardan doğan hakların teminat varlıklara oranının veya bu araçlardan doğan yükümlülüklerin, toplam yükümlülüklerle oranının ayrı ayrı %15'i aşan kısmı, teminat defterine kaydedilemez ve teminat uyum ilkelerine ilişkin hesaplamalarda dikkate alınmaz.

⁴²² Vekalet sözleşmesi (BK m.397), adi şirket (BK m.535/3), cari hesap sözleşmesi (TTK m.96/3) gibi.

⁴²³ *Kuru*, s. 1050.

⁴²⁴ Alacaklının alacağı bir para alacağı ise, alacak miktarı masaya yazdırılır. Buna karşılık alacak bir para alacağı değilse, o takdirde ona eşit kıymette para alacağına çevrilerek masaya yazdırılır. Şu kadar ki, iflas idaresi aynen ifayı üstlenebilir. Ayrıca alacaklı BK m.82'den doğan hakkını kullanarak sözleşmeye devam etmek için teminat talep edebilir. Bu takdirde iflas idaresi teminat gösterir.

bb- Teminat değeri hesaplaması ve gayrimenkul değerlemesi

İpotekli kredilerin teminat havuzuna alınmasında teminat değeri hesaplamasına dikkat edilmesi gerekmektedir. Teminat değerinin yasal bir tanımı mevcut olmamakla beraber, şimdi inceleyeceğimiz 4.fıkra hükmünden yola çıkarak, teminat havuzuna alınan bir varlığın havuzun toplam parasal değerine kattığı değer veya havuzun toplam parasal değeri içinde sahip olduğu miktar olarak tanımlayabiliriz. Anılan fıkraya göre “*yapı kullanma izni alınmış konutlar üzerine ipotek tesis edilmek suretiyle teminat altına alınmış alacakların ilgili konutun değerinin yüzde yetmişbeşini, yapı kullanma izni alınmış diğer gayrimenkuller üzerine ipotek tesis edilmek suretiyle teminat altına alınmış alacakların ise ilgili gayrimenkulun değerinin yüzde ellisini aşan kısmı, teminat değerinin hesaplanmasında dikkate alınmaz*”. Hüküm, başka bir dille şunu söylemektedir: Bir kredi alacağı teminat havuzuna dahil edilirken, söz konusu alacağın tamamı değil, kredi eğer bir konut kredisi ise üzerine ipotek konulan konutun değerinin en fazla %75’ine, ticari kredi⁴²⁵ ise kredinin teminatı olarak üzerine ipotek konulan taşınmazın değerinin en fazla %50’sine tekabül eden kısmı, menkul kıymete teminat oluşturabilir⁴²⁶. Bunu bir örnekle açıklayacak olursak; konutun değerinin 100.000 TL olduğu ve kredi alanın konutun %20’sini peşin ödeyip geri kalanı için (80.000 TL) kredi kullandığı bir durumda, bu kredinin teminat havuzundaki değeri 80.000 TL değil, en fazla 75.000 TL’dir.

Bu hükümlerle kanun koyucunun, teminat havuzundaki varlıkların (ipotekli kredilerin) teminat değerlerinin hesaplanmasında, ipotekle teminat altına alınan alacak miktarını (yani ipotek yükünü) değil, ipotek konulan taşınmazın değerini esas aldığını görüyoruz. Bilindiği gibi, MK m.851 hükmü uyarınca bir taşınmaz üzerinde rehin (ipotek) ancak miktarı belli edilen bir alacak için kurulabilir (belirlilik ilkesi)⁴²⁷. Bu anlamda miktarı tapuya işlenen alacak miktarı, taşınmaz üzerindeki

⁴²⁵ Seri:III No:33 sayılı Tebliğ, tapu siciline mesken olarak kaydedilen konut ve arsa dışındaki taşınmazlar üzerine ipotek tesis edilmek suretiyle teminat altına alınmış alacak ve kredileri, ipotekli ticari kredi olarak adlandırmıştır. Sözü geçen taşınmazlar daha çok hizmet sektörüne yönelik çalışma mekanları olan ticari gayrimenkuller, özel sektörün sınai faaliyet için kullanacağı yapılar ile yine özel sektör tarafından sağlık, eğitim veya spor konulu teşebbüslere yönelik olarak kullanacağı gayrimenkullerdir (*Adıgüzel*, s. 136).

⁴²⁶ Söz konusu oranlar sabit olmayıp, Tebliğin m.16/2 hükmü uyarınca, taşınmazların değerinde azalmaların bu oranlara yansıtılması gerekir.

⁴²⁷ Alacak miktarının belli olmaması halinde taşınmazın güvence altına alacağı üst sınırın taraflarca belirlenmiş olması gerekir. Bu durumda üst sınır ipoteğinden bahsedilir (MK m.851 c.2).

ipotek yükünü ifade eder⁴²⁸. Taşınmazın değerinin çeşitli sebeplerle düştüğü hallerde taşınmazın değeri ipotek yükünü karşılamaya yetmeyebilir. Bunun dışında taşınmazın ister icra yoluyla ister başka suretle satılması halinde çeşitli vergi ve işlem masraflarının söz konusu olacağı muhakkaktır. İşte, kanun koyucu bu ihtimalleri göz önüne alarak teminat değerinin hesaplanmasında alacak miktarını (ipotek yükünü) değil, taşınmazın değerini esas almış ve bunda dahi ihtiyatlı davranarak taşınmazın değerinin belli bir yüzdesinin hesap dışı bırakılmasını şart koşturmuştur.

Teminat değerinin hesaplanmasında taşınmazın değerinin esas alınması sebebiyle, bu değer doğru şekilde tespit edilmesi önem arz etmektedir. Bu nedenle kanun koyucu, 5582 sayılı Kanunun 12. maddesi ile SPKn'na eklenen 38/A maddesinin 4.fıkrasında, SPKr'nu, kredi alacaklarının ipotek teminatlı menkul kıymetlere dayanak oluşturan teminat havuzuna dahil edilmesi veya teminat havuzuna dahil edilen alacakların yeniden değerlendirilmesi aşamalarında, konut değerlemesinin gayrimenkul değerlendirme faaliyeti konusunda yetki verilmiş kişi veya kurumlar tarafından yapılmış olmasını zorunlu tutmaya yetkili kılmıştır⁴²⁹. Anılan düzenlemede sadece konutlar bakımından değerlendirme zorunluluğundan bahsedilmekte olup, bundan konut dışındaki gayrimenkuller için (başka deyişle bu gayrimenkullere ipotek konulmak suretiyle verilen ticari kredilerin havuza dahil edilmesi halinde), yetkili gayrimenkul değerlendirme kuruluşlarına değerlendirme yaptırmaya zorunluluğu bulunmadığı ileri sürülebilir. Ancak, Tebliğin m.9/3 hükmü bu konuda bir ayırım yapmayarak tüm ipotekli kredilerde⁴³⁰, kredinin teminatı olan taşınmazın piyasa değerinin Seri:VIII, No:35 sayılı Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Değerleme Hizmeti Verecek Şirketlere ve Bu Şirketlerin Kurulca Listeye Alınmalarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'de⁴³¹ yer alan usûl ve esaslar çerçevesinde tespit edileceği belirtilmiştir.

⁴²⁸ Köprülü/Kaneti, s. 283.

⁴²⁹ Gerekçede bu husus hakkında, konut finansmanı işlemlerinde gayrimenkul değerlemesinin hayati bir öneme sahip olduğu ve gayrimenkul değerlemesini yapacak kişi ve kurumların ehil ve yüksek bir kalite standardını haiz olması gerektiği dikkate alınarak, kredi açılması ve finansal kiralama sözleşmelerinin imzalanması aşamasında konut değerlemesinin bu alanda yetkili kişi ve kurumlar tarafından yapılmasının Kurul tarafından zorunlu tutulabileceği açıklaması yapılmıştır.

⁴³⁰ Bunun kapsamına ipotekli ticari krediler de girer (Bkz. Tebliğin ipotekli kredileri tanımlayan 3/ç maddesi).

⁴³¹ Bkz.12.08.2001 tarih, 24491 sayılı RG.

Öte yandan Tebliğin m.16/2 hükmü uyarınca, ihraççı, taşınmaz fiyatlarındaki değişiklikleri izlemek ve bu izlemede kullandığı yöntemler hakkında teminat sorumlusuna bilgi vermekle yükümlü kılınmıştır. Bir taşınmazın değerinde piyasa ortalamasına göre önemli ölçüde azalma olduğuna dair emareler mevcutsa ihraççı tarafından bu taşınmaz için yeni bir değerlendirme yaptırılması zorunludur.

cc- Teminat uyum ilkeleri

Teminat havuzundaki varlıkların, getirileriyle birlikte, menkul kıymetten kaynaklanan yükümlülükleri karşılayacak düzeyde olması belli kıstaslar dahilinde şart koşulmuştur (f.8)⁴³². Buna göre; menkul kıymetler ödenene kadar,

- a) Varlıkların nominal değerinin⁴³³ ipotek teminatlı menkul kıymetlerin nominal değerine eşit ya da fazla olması,
- b) Varlıkların getirisinin en az⁴³⁴ ipotek teminatlı menkul kıymetlerin getirisine eşit ya da fazla olması⁴³⁵,
- c) Varlıklardan elde edilen gelirin tutar ve ödeme dönemleri bakımından ipotek teminatlı menkul kıymet sahiplerine yapılan ödemeleri karşılaması⁴³⁶,
- d) Varlıkların net bugünkü değerinin⁴³⁷ ipotek teminatlı menkul kıymetlerin net bugünkü değerinden yüzde iki oranında⁴³⁸ fazla olması, gerekmektedir.

⁴³² Menkul kıymetleştirilebilecek varlıklar ile ilgili önceki açıklamalarımızda (bkz. yukarıda Bl. 1, III) belirttiğimiz alacakların haiz olması gereken özellikler ile maddede sayılan koşulların arz ettiği benzerliğe dikkat çekmek istiyoruz. Bu benzerlik bize, menkul kıymetleştirme ile ilgili genelgeçer ilkeleri kanun koyucunun da dikkate aldığı göstermektedir.

⁴³³ Burada geçen nominal değer terimi, teminat havuzundaki (özellikle ikame varlıklar arasındaki) itibari değere sahip kıymetleri değil, ipotekli kredileri de kapsar. Şöyle ki, kredinin nominal değeri, verilen kredi tutarını, yani anapara alacağını ifade eder. Tebliğin 20. maddesi hükmü de bunu teyid etmektedir. Anılan hükümde, nominal değer hesaplanırken ipotekli kredilerin bakiye anapara tutarları, iskontolu borçlanma senetlerinin ise ihraç fiyatının dikkate alınacağı belirtilmektedir.

⁴³⁴ Söz konusu bentte geçen “en az” ifadesi kanımızca gereksizdir, çünkü zaten cümlemin sonunda “eşit ya da fazla” denilmektedir.

⁴³⁵ Teminat varlıkların getirisi de varlıklara dahildir (Tebliğ m.12/2).

⁴³⁶ Tebliğin 21.maddesi uyarınca, hesaplama tarihini takip eden bir yıl içerisinde teminat varlıklardan elde edilmesi beklenen toplam faiz geliri, aynı dönemde toplam yükümlülüklerden kaynaklanması beklenen faiz ödemelerinden az olamaz.

⁴³⁷ Net bugünkü değer hesaplanma şekli Tebliğin 17.maddesinde gösterilmiştir.

⁴³⁸ Maddede geçen %2 oranı sağlanması gereken asgari sınırı ifade etmekte olup, ihraççı daha yüksek bir oran da sağlayabilir. Öte yandan %2’yi aşan kısım ikame varlıklara dahil kabul edilir. Ancak bu kısım ikame varlıklar için 6.fıkrafta öngörülen %15’lik kısıtlamaya tabi tutulmaz (Tebliğ, m.22).

Bahsi geçen koşullar Tebliğde “teminat uyum ilkeleri” (*cover matching principles*) olarak adlandırılmıştır. Teminat sorumlusunun gözetim yükümü dışında, söz konusu ilkelere belirlenen oran ve sınırlara uyulup uyulmadığını her işgünü itibariyle kontrol etme ve ihlal halinde gerekli tedbirleri alma yükümlülüğü ihraççıdadır (m.24). İhraççı belirtilen koşulları sağlamak için havuza, kriterlere uygun yeni varlıklar ekleyebilir. Bunun dışında ihraççının havuza dahil bir varlığı havuzdan çıkarması veya başka bir varlıkla değiştirmesi teminat sorumlusunun onayına tâbidir (f.9).

Sadece varlıkların değil, varlıklardan elde edilen getirinin de ihraççının diğer malvarlığından ayrıştırılmasına önem verilmiştir. Bu çerçevede, teminat varlıklarıyla ilgili her türlü nakit akışı için ihraççının, diğer hesaplarından ayrı bir banka hesabı açması ve teminat varlıklardan sağladığı nakdi, ilgili kredi hesaplarından ivedilikle bu hesaba aktarması zorunlu kılınmıştır (Tebliğ, m.12/2).

İhraççının birden fazla ihraç gerçekleştirmek istemesi halinde, her bir ihraç için ayrı havuz mu oluşturacağı, yoksa oluşturulan ilk havuza yeni varlıklar eklemek suretiyle takip eden ihraçları bu havuzdan mı gerçekleştireceği hususu çok açık değildir. Maddede, havuz terimi, çoğunlukla tekil şekilde kullanılmakla beraber, bazı yerlerde birden fazla havuzun varlığı kanısını uyandıracak şekilde çoğul olarak da kullanılmıştır⁴³⁹. Bununla birlikte 9.fikra, “*ilave menkul kıymet ihracı veya sekizinci fıkra da belirtilen koşulların sağlanması amacıyla teminat havuzuna yeni varlıkların dahil edilebileceği*” hükmünü içermektedir⁴⁴⁰. Menkul kıymetleştirme uygulamalarında ihraççı, teminat havuzundaki varlıklara dayalı olarak farklı tertip ve vadelerde menkul kıymet ihraç edebilir⁴⁴¹. Diğer bir ifadeyle, bir ihraç kapsamında farklı zamanlarda farklı tertipte menkul kıymet ihracı mümkündür. Nitekim Seri:III No:33 sayılı Tebliğin 26/4 maddesinde, ihraççının, her ihraç için ayrı başvuruda

⁴³⁹ Bkz. f.11 (a) ve (b) bentleri, f.13 ve f.16.

⁴⁴⁰ *Adigüzel*, bu hükmü esas alarak, kanun koyucunun benimsediği sistemin tek bir teminat havuzu olduğu ve ihraççının tüm ihraçlarının tek bir havuzdan havuzun genişletilmesi yoluyla yapılacağı görüşündedir.

⁴⁴¹ Esasında bu şekilde farklı vade, tip ve özelliklerde menkul kıymet ihraç edilmesi, menkul kıymetleştirmenin de içinde yer aldığı çerçeve kavram olan yapılandırılmış finansın (*structured finance*) temelini teşkil eder. En geniş anlamı ile yapılandırılmış finans, yatırımcıların risk/getiri tercihlerine göre yapılandırılabilen, farklı vade ve getiri yapılarında ihraç edilebilen, bu anlamda portföy çeşitlendirmesine imkan tanıyan finansal araçlar olarak tanımlanmaktadır. (*Fabozzi/Davis/Choudhry*, s. 2; *Kirazcı*, A.D.:Yapılandırılmış Menkul Kıymetler, SPKr Yeterlik Etüdü, Ankara 2005, s. 4; *Yanpar*, A.: Yapılandırılmış Finansal Araçların Sermaye Piyasası Mevzuatı ve İlgili Diğer Mevzuat Çerçevesinde Değerlendirilmesi, SPKr Yeterlik Etüdü, Ankara 2007, s. 6).

bulunabileceği gibi, beş yıllık bir dönem içerisinde farklı tertip ve serilerde gerçekleştirileceği birden fazla ihraç için tek ihraç başvurusu yapabileceği belirtilmektedir. Bu bakımdan anılan hükümde geçen “ilave menkul kıymet ihracı” deyimini, başlı başına yeni bir ihraç yerine, mevcut bir ihraç dahilinde farklı tertipte menkul kıymet çıkarılması anlamında da kullanılmış olabilir. Kanımızca, ihraç edilen menkul kıymetlere teminat olacak yeterli ölçüde varlık varsa ve maddenin sekizinci fıkrasında öngörülen koşullara uyuluyorsa, varlıkların tek havuzda ya da farklı havuzlarda yer almasının bir önemi yoktur. Hatta, her bir ihraç için farklı havuz teşkil etmenin ve her biri için gerekli prosedürleri yeni baştan yerine getirmenin (ayrı banka hesabı açılması, farklı hesaplarda izlenmesi, teminat sorumlusu atanması, vs.) lüzumsuz formalite yaratmaktan öte bir anlamı yoktur. Şu halde, Tebliğin m.26/4 hükmünü de göz önünde bulundurarak, aynı Tebliğin 25. maddesi anlamında ayrı başvuruya konu her ihraç için ayrı bir havuz oluşturulması, buna karşılık beş yıllık bir dönem içinde yapılacak tüm ihraçları kapsayacak şekilde başvuru yapıldığı hallerde, söz konusu dönemdeki ihraçların tek bir teminat havuzuna dayalı olarak yapılması gerektiği görüşü kanımızca en uygun çözüm yoludur⁴⁴².

Teminat havuzlarının oluşturulması, varlıkların havuzlara kaydının yapılması ve izlenmesinin usûl ve esasları SPKı tarafından belirlenecektir⁴⁴³. Ancak bu izlemenin “teminat sorumlusu” adıyla yeni ihdas edilen bir organın⁴⁴⁴ gözetim ve denetiminde yapılması, kurulmak istenen sistemin temel ayaklarından birini oluşturmaktadır.

c) Teminat Sorumlusu

Gerek Kanun gerek Seri:III No:33 sayılı Tebliğde, teminat havuzlarındaki varlıklarında izlenmesinde esaslı rol teminat sorumlusuna(*cover monitor*) bırakılmıştır. Bu izlemenin ana amacı ihraççının, Kanun ve Tebliğ hükümlerine uygun hareket edip etmediğini kontrol etmektir (Tebliğ, m.14/1). Teminat sorumlusu, ipotek teminatlı tahvillerle konut finansmanının yaygın olduğu ülkelerde uygulanan, menkul kıymetler ödenene kadar ihraççı kuruluş nezdindeki teminat havuzunu

⁴⁴² Öte yandan, Tebliğin 29/5 maddesinde, varlıkları devralan yeni ihraççının, bu varlıkları kendi ihraç ettiği ipotek teminatlı menkul kıymetlere dayanak varlıklarla birleştirebilmesine izin verilmesi de, tek havuz görüşünü desteklemektedir.

⁴⁴³ Söz konusu usûl ve esaslar Seri:III No:33 sayılı Tebliğde belirlenmiştir.

⁴⁴⁴ Buradaki organ terimini, ihraççının bir organı anlamında değil, ihracın bütünü bir sistem kabul ederek bu sisteme ait bir organ ya da parça anlamında kullanıyoruz.

denetlemek ve izlemekle görevli, ihraççıdan bağımsız ve uzmanlaşmış birimlerdir⁴⁴⁵. Temelde amaç yine yatırımcıları korumak ve menkul kıymetlere olan güven ve ilgiyi arttırmaktır.

Maddenin 10.fikrası uyarınca ihraççı, SPK'ın onayını almak suretiyle bir teminat sorumlusu atamak zorundadır⁴⁴⁶. Tebliğin 13. maddesine göre teminat sorumlusu ancak sermaye piyasasında bağımsız denetimle yetkili bir bağımsız denetim kuruluşu olabilir. Hemen belirtelim ki, TTK Tasarısında anonim şirketlerde denetçinin ancak bir bağımsız denetleme kuruluşu olabileceği öngörülmekte olup (bkz. m.400), bu düzenlemenin yasalaşması halinde, açık bir yasak hükmü mevcut olmasa da denetçi ve teminat sorumlusu sıfatlarının aynı bağımsız denetleme kuruluşunda birleşmesi uygun olmayacaktır⁴⁴⁷. Öte yandan ihraççının tüm mali tablo ve raporlarını ilgili mevzuat hükümlerine göre denetleyen bağımsız denetim kuruluşu da kanaatimizce teminat sorumlusu olamaz. Zira görev ve fonksiyonları farklı olup, aynı kuruluştaki bu fonksiyonların birleşmesi, görevlerin objektif ve gereği gibi ifasına engel olabilir.

aa- Görevleri

Teminat sorumlusunun görevleri maddenin 11.fikrasında sayılmıştır. Buna göre teminat sorumlusu;

- a) Havuzun oluşturulmasını⁴⁴⁸ ve havuza dahil edilen varlıkların sahip olduğu nitelikleri izlemek,
- b) Havuza dahil edilen varlıkların mevcudiyetini koruyup korumadığını ve varlıkların niteliklerinde bir değişiklik olup olmadığını izlemek,
- c) Havuzdaki varlıklara ilişkin kayıtların ayrı bir kayıt kuruluşu nezdinde de tutulmasına karar verilmesi⁴⁴⁹ halinde bu kayıtları izlemek,

⁴⁴⁵ Adıgüzel, s. 160.

⁴⁴⁶ Teminat sorumlusunun atanmasında Kurul onayının gerekip gerekmediği hususunda Kanun maddesi ile Tebliğ hükmü arasında çelişki vardır. Kanun maddesinde teminat sorumlusunun Kurul onayını alınmak suretiyle belirleneceği düzenlenmişken (f.10 c.1), Tebliğin m.13 f.2 hükmünde teminat sorumlusunun atanması ve değiştirilmesi hallerinde Kurula sadece bilgi verileceği belirtilmektedir. Kanımızca, kanun hükmüne aykırı tebliğ hükmü olamayacağından, kanun hükmünün esas alınması ve teminat sorumlusu atanmasında Kurul onayının alınması gerekir.

⁴⁴⁷ Tasarı henüz kanunlaşmadığı için, doğal olarak 5582 sayılı Kanunda ya da Seri:III No:33 sayılı Tebliğde böyle bir yasak hükmüne yer verilmemiştir.

⁴⁴⁸ Bundan, teminat sorumlusunun havuzun oluşturulmasından önce belirlenmesi gerektiğini anlıyoruz. Nitekim Tebliğin m.26/1 hükmü, menkul kıymetlerin kayda alınma başvurusundan önce teminat sorumlusu ve temsilcinin atanmış olmasını zorunlu kılmaktadır.

d) Havuzdaki varlıkların nominal değerleri, getirileri ve net bugünkü değerleri ile ilgili Kanunda öngörülen koşulların (f.8) sağlanıp sağlanmadığını kontrol etmekle, görevli kılınmıştır⁴⁵⁰.

Teminat sorumlusu bu görevleri yerine getirirken tespit ettiği hususları ihraççı ve Kurula bildirmekle yükümlüdür. Bu görevler daha spesifik şekilde Tebliğin 14. maddesinde sayılmıştır. Bunlardan önemli bir kaçına burada değinmekte fayda vardır.

Daha önce değindiğimiz gibi teminat defteri ihraççı tarafından tutulmaktadır. Tebliğin m.14/a bendinde teminat sorumlusuna, teminat defterinin mevzuat hükümlerine uygun ve gerçeği yansıtacak şekilde tutulması ve muhafaza edilmesini sağlama görevi verilmiştir. Bu hükümden anlaşılmaktadır ki, teminat sorumlusu bu defteri sürekli bir şekilde inceleyebilecek durumda olmalıdır. Tebliğin 8. maddesi uyarınca, defter kayıtları elektronik ortamda tutuluyorsa, bu kayıtlara teminat sorumlusunun da erişebilme imkanı bulunmalıdır. Buna karşılık, eğer yazılı bir kayıt sistemi söz konusu ise, teminat sorumlusunun söz konusu kayıtları sürekli ve kısa aralıklarla incelemesi gerektiği düşünülmektedir. Öte yandan teminat sorumlusu sadece defter kayıtlarını değil, bu kayıtların ilgili olduğu kredi dokümanlarını, saklama hesapları dökümlerini, türev araçlara ilişkin sözleşme metinlerini ve gerek gördüğü diğer bilgi ve belgeleri inceleyecek ve teyit edecektir⁴⁵¹.

Teminat sorumlusu Tebliğ hükümlerine uygun olmayan varlıkların teminat varlıklar arasından çıkarılmasını ve ilgili kayıtların defterden silinmesini ihraççıdan talep edecektir. Eğer ihraççının, bir varlığın teminat havuzundan çıkarılması ya da bir kaydın teminat defterinden silinmesi talebi varsa, teminat sorumlusu bu talebi inceleyecek ve uygunsa onaylayacaktır. Bu onay olmadan herhangi bir varlık teminat varlıklar arasından çıkarılamaz ve teminat defterinden herhangi bir kayıt silinemez (Tebliğ, m.14/2).

⁴⁴⁹ İhraççının sahip olduğu varlıklardan hangilerinin teminat havuzunda yer aldığı konusunda bir tereddüde mahal vermemek için (bkz.madde gerekçesi), havuzdaki varlıklara ilişkin kayıtların, ihraççının yanı sıra ayrı bir kayıt kuruluşu nezdinde de tutulmasını zorunlu tutmak konusunda Kurula yetki verilmiştir (f.2). Tebliğde bu kuruluşla ilgili herhangi bir düzenlemeye yer verilmemiştir.

⁴⁵⁰ Görüldüğü gibi, görevler ihraççıyı uyarma ve Kurula bilgi vermeye ilişkin olup, teminat sorumlusunun müdahale yetkisi söz konusu değildir (*Adıgüzel*, s. 163).

⁴⁵¹ Kanımızca buradaki teyit, onaylama anlamında değil, varlık (kredi alacağı) ile varlığa ilişkin dokümanların birbirini tuttuğuna ilişkin tespit anlamındadır.

İhraççı her işgünü itibariyle teminat uyum ilkelerinin sağlanıp sağlanmadığını kontrol etmekle yükümlüdür. Teminat sorumlusu ise bu ilkelere uyup uyulmadığını en az onbeş günde bir kontrol etmeli ve hazırladığı raporu ihraççıya sunmalıdır⁴⁵².

Teminat sorumlusu incelemeleri sırasında tespit ettiği Kanuna ve Tebliğe aykırı veya menkul kıymet sahiplerinin haklarını tehlikeye sokabilecek durumları Kurula bildirir.

Bir bağımsız denetim kuruluşu olan teminat sorumlusu, yukarıda sayılan görevleri bilfiil yerine getirmek üzere iki kişiyi temsilci olarak atar. Bu temsilcilerin Tebliğin 13/1 maddesinde sayılan koşulları⁴⁵³ taşıması gerekir. Tebliğde belirtilen şartları kaybeden veya kendisine verilen görevleri yerine getirmede ihmali ya da kusuru olduğu tespit edilen teminat sorumlusu veya temsilcinin değiştirilmesi SPK tarafından ihraççıdan istenebilir. Kurul söz konusu değişimi re'sen de yapabilir (Tebliğ m.13/2).

bb- Yetkileri

Verilen görevleri yerine getirebilmesi için teminat sorumlusuna, ihraççıdan, kayıt kuruluşundan ve gerek görülen durumlarda tapu sicil müdürlüklerinden teminat havuzunda yer alan varlıklara ilişkin her türlü bilgi ve belgeyi isteyebilme, ilgili kayıtları inceleme ve çalışanlardan bilgi alma yetkisi verilmiştir (f.12, Tebliğ, m.15). İhraççılar, kayıt kuruluşu ve tapu sicil müdürlükleri teminat sorumlusunun talep ettiği bilgi ve belgeleri vermekle yükümlüdür⁴⁵⁴.

cc- Sorumluluğu

Haklı olarak, bir “sorumlu” sıfatıyla yetkiler kullanan teminat sorumlusunun sorumluluğunun da bulunması gerektiği ileri sürülebilir. Teminat sorumlusunun menkul kıymetlerin itfasına kadar olan süre boyunca teminat havuzundaki varlıkların izlenmesi görevi ile ilgili kendisine özel bir sorumluluk yüklenmemiştir. Tebliğde, sadece görevinde ihmali ya da kusuru bulunan teminat sorumlusunun Kurulun isteği

⁴⁵² Teminat sorumlusu benzer bir raporu üçer aylık dönemler itibariyle Kurula da sunmalıdır (Tebliğ, m.14/f).

⁴⁵³ Bağımsız denetçi niteliklerini haiz olması, en az üç yıllık denetim tecrübesi olması, yüz kızsartıcı suçlardan ve Bankacılık Kanunu (ya da bu Kanunun ilga ettiği Bankalar Kanunları)'na aykırılıktan hüküm giymemiş olması gibi.

⁴⁵⁴ Bu konuda herhangi bir engelleme ile karşılaşan teminat sorumlusu durumu SPK'na bildirmelidir.

ile ihraççı tarafından ya da re'sen Kurul tarafından değiştirilmesi öngörülmüştür⁴⁵⁵. Bununla birlikte, Tebliğin 26/9 maddesinde, ipotek teminatlı menkul kıymetlerin halka arzı esnasında yayınlanacak izahname ve sirkülerin, ihraççı ve aracı kuruluşla birlikte teminat sorumlusu tarafından da imza edileceği, bu nedenle izahname ve sirkülerdeki bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmasından aracı kuruluş ve teminat sorumlusunun da ihraççı ile birlikte SPKn'nun m.7/2 hükmü çerçevesinde sorumlu olduğu hükme bağlanmıştır. Özetle, teminat sorumlusunun, menkul kıymetlerin itfasına kadar teminat havuzunun itfaya yeterli teminat varlık barındırmasından bir sorumluluğu söz konusu değilken, menkul kıymetlerin halka arzı esnasında yatırımcıların doğru ve eksiksiz aydınlatılmasında sorumluluğu vardır⁴⁵⁶.

d) İhraç, Halka Arz ve Satış Esasları

aa- İhraç kararı

İpotek teminatlı menkul kıymet ihracına ihraççının hangi organı tarafından karar verileceği konusunda Kanunda ve Tebliğde bir düzenleme yapılmamıştır. Bu durumda, ipotek teminatlı menkul kıymetlerin de bir borçlanma senedi niteliğinde olduğu göz önüne alınarak, tahvillere ilişkin düzenlemeleri kıyasen uygulamak gerekir. TTK'nun 423. maddesine göre anonim ortaklıklarda tahvil ihracına karar verme yetkisi genel kuruldadır. Bununla birlikte, SPKn m.13 hükmü uyarınca, esas sözleşme ile bu yetki yönetim kuruluna devredilebilir. Şu halde, bir banka ya da ipotek finansmanı kuruluşunun, ipotek teminatlı menkul kıymet ihraç edebilmek için, esas sözleşmesinde hüküm varsa yönetim kurulu kararına, aksi halde genel kurul kararına ihtiyacı vardır. Şu var ki, henüz Tebliğ düzenlemesi yapılmadığından yorum yapmak için erken olsa da, münhasıran konut finansmanından kaynaklanan alacakların devralınması, devredilmesi, devralınan alacaklardan oluşan varlıkların yönetimi ve alacakların teminat olarak alınması suretiyle kaynak temini konularında faaliyet gösteren ipotek finansmanı kuruluşları bakımından, esas sözleşmede hüküm

⁴⁵⁵ Bu bakımdan teminat sorumlusuna, görevinin bu veçhesi ile ilgili olarak ancak genel hükümlere göre (BK m.41 vd.) bir sorumluluk yöneltilebilir.

⁴⁵⁶ Doktrinde bu tür bir sorumluluk, güven sorumluluğu olarak nitelenmektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. *Kırca, Ç.: Bilgi Vermeden Dolayı Üçüncü Kişiye Karşı Sorumluluk*, Ankara 2004, s. 135 vd.; *Gürpınar, D.: Sözleşme Dışı Yanlış Tavsiyede Bulunma, Öğüt veya Bilgi Vermeden Doğan Hukuki Sorumluluk*, İzmir 2006, s. 210 vd.

yoksa, her ihraç için genel kurul kararı alınması gerektiğini söylemek doğru olmaz⁴⁵⁷.

bb- İhraç limiti

İpotek teminatlı menkul kıymetlerin ihracında SPKn'nun m.13 hükmünde tahvil ve diğer borçlanma senetleri için öngörülen limitler uygulanmaz (f.17)⁴⁵⁸. Her ne kadar kanun maddesinde ipotek teminatlı menkul kıymetlerin ihraç limitinin Kurulca belirleneceği öngörülmüşse de, Tebliğde bu konuda açık bir hükme rastlanmamaktadır⁴⁵⁹. Esasen bir teminat havuzundaki varlıklar teminat gösterilerek menkul kıymet ihracında, tahvil ve diğer borçlanma senetlerindeki benzer bir ihraç limiti aramak yersizdir. Çünkü bu menkul kıymetlerin dayanağını, tahvillerden farklı olarak ihraççının özkaynakları değil, teminat havuzundaki varlıklar oluşturur. Bu bakımdan kanun koyucu SPKn'nun 13/A maddesinin eski halinde de (varlığa dayalı menkul kıymetler adıyla ihraç edilen menkul kıymetlerde) yeni halinde de (ipotek teminatlı menkul kıymetlerde) tahvil ve diğer borçlanma senetleri için söz konusu olan ihraç limitlerinin uygulanmayacağını haklı olarak hükme bağlamıştır.

Bununla birlikte, 8.fıkra da öngörülen sınırlamalar (diğer bir deyişle teminat uyum ilkeleri) bir anlamda ihraç limiti yerine geçer. Şöyle ki, teminat varlıklarının toplam nominal değerlerini aşan ya da teminat varlıklarının net bugünkü değerleri toplamının %98'ini aşan bir tutarda ihraç gerçekleştirilemez. Şu halde söz konusu değerleri birer ihraç sınırı olarak kabul edebiliriz.

⁴⁵⁷ Öte yandan SPKı tarafından kamuoyu görüşüne sunulan İpotek Finansmanı Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ Taslağında ihraç kararını alacak organ konusunda bir açıklık bulunmamaktadır.

⁴⁵⁸ Anılan maddede öngörülen limitler şu şekildedir:

“Halka açık anonim ortaklıkların ihraç edebilecekleri tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetlerinin toplam tutarı, Kurula gönderilen bağımsız denetimden geçmiş son mali tabloda yer alan çıkarılmış sermaye veya ödenmiş sermaye ile genel kurulca onaylanan son mali tabloda görülen yedek akçelerin ve yeniden değerlendirme değer artış fonunun toplamından, varsa zararların indirilmesinden sonra kalan miktarı geçemez.

*.....
Tahvil ve sermaye piyasası aracı niteliğindeki diğer borçlanma senetleri ihraç limitleri ile Türk Ticaret Kanunu'nun 422'nci maddesinde tespit edilmiş olan anonim ortaklıkların çıkarabilecekleri tahvil miktarına dair sınırlar gerektiğinde Bakanlar Kurulu'nca genel olarak veya sektörler itibarıyla arttırılabilir.*

Hazine garantisini ihtiva eden ihraçlarda, mevzuatta öngörülen ihraç limitlerine uyulmaz.”

⁴⁵⁹ Seri:III No:14 sayılı Tebliğe dayanak SPKn'nun 5582 sayılı Kanunla değiştirilmeden önceki 13/A maddesinde, varlığa dayalı menkul kıymetlerin ihracında genel finans ortaklıkları bakımından özkaynaklarının yirmi katı şeklinde bir ihraç limitine yer verilmişti.

İhraççı tarafından çıkarılmasına karar verilen ipotek teminatlı menkul kıymetler, halka arz edilmek suretiyle satılabileceği gibi, halka arz edilmeksizin sadece nitelikli yatırımcılara da satılabilir. Ancak her halükarda ihraca konu ipotek teminatlı menkul kıymetlerin Kurul kaydına alınması gerekir.

cc- Kurul kaydına alınma ve halka arz

İhraç ve halka arz edilecek ipotek teminatlı menkul kıymetlerin SPKı kaydına alınması zorunludur. Bu bakımdan ihraççı şirket kayda alma talebiyle Kurula başvurmalıdır (Tebliğ, m.25). Kurul kayda alma başvurusu ekinde kendisine sunulan ipotek teminatlı menkul kıymetlere dair izahname ve sirküleri, kamuyu aydınlatma ilkeleri çerçevesinde inceler. İzahname ve sirkülerin, ihraççının mali durumu, faaliyet kapsam ve sonuçları ile ihraca ilişkin olarak mevzuatın öngördüğü ve Kurulca gerekli görülen bilgileri açık bir şekilde ortaya koyacak ayrıntıda düzenlenmiş olması gereklidir (Tebliğ, m.26/6). Kurul yapacağı inceleme sonucunda izahname ve sirkülerde kamunun aydınlatılması bakımından yanıltıcı ya da eksik bir husus görmezse, menkul kıymetleri kayda alır ve bunun için bir kayıt belgesi düzenler⁴⁶⁰. Bu belge olmadan ihraç ve satış işlemlerine başlanamaz.

Tebliğin 26/4 maddesi uyarınca, ihraççıya beş yıllık bir dönem içerisinde yapacağı tüm ihraçlar için tek başvuru yapma imkanı tanınmıştır. Bu halde, tüm satışların kayda almadan itibaren beş yıllık dönem içerisinde bitirilmesi zorunludur. Söz konusu dönem içerisinde ipotek teminatlı menkul kıymetler tertipler veya tertibe bağlı seriler halinde satılabilir. İhraççılar her tertip veya serinin satışından en az 10 işgünü önce sirküler, satışa konu menkul kıymetlere dayanak oluşturan varlıklara ilişkin bilgiler ve Kurulca istenen diğer belgeleri Kurula sunarlar. Kurulun sirküleri onaylaması ile satış işlemlerine başlanır.

Beş yıllık dönem içerisinde gerçekleştirilecek tüm ihraçlar için tek başvuru yapma yolunun seçildiği hallerde, başlangıçta kayda alınan menkul kıymet tutarı, ihraç tavanını belirler⁴⁶¹. Başka bir deyişle, ihraççının, kriterlere uygun yeterli

⁴⁶⁰ Kurul kaydına alınma, ihraç edilen ipotek teminatlı menkul kıymetlerin ve ilgili ihraççıların Kurul veya kamuca tekeffülü anlamına gelmez ve reklâm amacıyla kullanılamaz. Halka arzla ilgili izahname, sirküler, ilan ve açıklamalarda Kurul kaydına alınmanın Kurul veya kamunun tekeffülü anlamına geldiğini açıkça belirten veya imâ eden ifadeler kullanılamaz (Tebliğ, m.26/5).

⁴⁶¹ Bu durum, kayıtlı sermaye sistemindeki anonim ortaklıkların kayıtlı sermaye tavanı içinde yönetim kurulu kararıyla sermayesini artırabilmesine benzemektedir.

miktarda teminat varlık gösterilebildiği sürece, istediği tutarda ipotek teminatlı menkul kıymet ihraç edebileceğini kabul etmek mümkün değildir.

İpotek teminatlı menkul kıymetlerin halka arz yoluyla satışının, halka arza aracılık yetki belgesine sahip aracı kuruluşlar vasıtasıyla yapılması zorunlu kılınmıştır (Tebliğ, m.26/8). İhraççı ile beraber, aracı kuruluş ve teminat sorumlusu da izahname ve sirküleri imzalamak zorundadır⁴⁶². Aracı kuruluş ve teminat sorumlusu, bağımsız denetleme kuruluşlarının sorumluluğunda olan bilgiler hariç⁴⁶³, izahname ve sirkülerdeki bilgilerin gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmasından SPKn'nun m.7 f.2 hükmü⁴⁶⁴ çerçevesinde sorumlu kılınmıştır⁴⁶⁵.

Kurulca onaylı izahname, kayıt belgesi tarihinden itibaren bir hafta içerisinde ticaret siciline tescil ve TTSG'nde ilan edilir. İzahnamenin tescilini takip eden yedi gün içerisinde sirkülerin Türkiye çapında yayın yapan iki gazetede ilan edilmesi gerekir. Halka arz edilecek ipotek teminatlı menkul kıymetlerin satış süresi sirkülerde gösterilir (Tebliğ, m.26/15). Süresi içinde satılamayan menkul kıymetler iptal edilir. Satış sonuçlarının satış süresinin bitmesini takip eden altı işgünü içinde Kurula gönderilmesi zorunludur.

dd- Halka arz edilmeksizin satış

İpotek teminatlı menkul kıymetlerin halka arz edilmeksizin satışına cevaz verilmiştir. Örneğin yurtdışında veya nitelikli yatırımcılara⁴⁶⁶ bu yolla satış mümkündür (Tebliğ m.28/19). Bu usûlde izahname ve sirküler düzenlenmez. Ayrıca

⁴⁶² Bu durum da, asıl fonksiyonu teminat havuzunu izlemek olan teminat sorumlusunun, ihraçtan önce atanması zorunluluğunu teyid eden bir husustur.

⁴⁶³ Tebliğin 26/9 maddesinde, bağımsız denetim kuruluşlarının sorumluluğunda olan bilgiler hakkında 8.fıkraya atıf yapılmıştır. Oysa bağımsız denetim kuruluşlarının inceleme ve onayından geçen bilgi ve belgelerden 7.fıkra bahsedilmektedir. Şu halde atıf, kanımızca 7.fıkra yapılması gerekirken, sehven 8.fıkra yapılmıştır.

⁴⁶⁴ SPKn'nun m.7/2 hükmü şu şekildedir: "İzahname ve sirküler, aracı kuruluşlar ile ihraççılar tarafından müştereken imzalanır. Bu belgelerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmasından ihraççılar sorumludur. Ancak, kendilerinden beklenen özeni göstermeyen aracı kuruluşlara da zararın ihraççılara tazmin ettirilemeyen kısmı için müraaat edilir."

⁴⁶⁵ Sorumluluğun niteliği konusunda bkz. yukarıda dn. 456.

⁴⁶⁶ Nitelikli yatırımcılar Tebliğin 3/h maddesine göre; yerli ve yabancı yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici yirminci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar, kamuya yararlı dernekler ile nitelikleri itibarıyla bu kurumlara benzer olduğu Kurulca belirlenecek diğer yatırımcılar ve ipotek teminatlı menkul kıymetlerin halka arz tarihi itibarıyla en az bir milyon TL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişileri ifade eder.

aracı kuruluş kullanma zorunluluğu yoktur. Buna karşın, halka arzda olduğu gibi, menkul kıymetlerin Kurul kaydına alınması şarttır.

İhraççı, halka arz edilmeksizin satılacak ipotek teminatlı menkul kıymetlerin kayda alınması için bir dilekçe ile Kurula yazılı olarak başvurur⁴⁶⁷. Kurul, bu başvuruyu, halka arz edilecek menkul kıymetlerden farklı olarak kamuyu aydınlatma ilkeleri çerçevesinde değil, başvuru ekinde sunulması istenen belgelerin tam ve doğru olarak verilip verilmediği yönünden inceler. Kurul belgelerde bir eksiklik görmezse menkul kıymetleri kayda alır. Kayda almayı tevsik eden bir kayıt belgesi düzenler⁴⁶⁸.

Halka arz edilecek ipotek teminatlı menkul kıymetlerde olduğu gibi, ihraççı, kayda alma başvurusunu beş yıllık bir dönem içerisinde gerçekleştirilecek tüm ihraçları kapsayacak şekilde yapabilir. Bu halde ipotek teminatlı menkul kıymetlerin satışının beş yıl içinde yapılması şarttır. Her ihraçtan en az 10 gün önce gerekli belge ve bilgiler (özellikle teminat varlıklara ilişkin bilgiler) Kurula sunulur, Kuruldan satış için izin istenir. Gerekli incelemeleri yapan Kurulun izin vermesiyle satış işlemleri gerçekleştirilir ve satış sonuçları hakkında altı işgünü içinde Kurula bilgi verilir.

Halka arz edilmeksizin kayda alınan ipotek teminatlı menkul kıymetlerin, SPKn'nun 3. maddesi kapsamına girecek şekilde yeniden satışa sunulması halinde, izahname ve sirküler düzenlenmesi gerekir (Tebliğ, m.27/6).

ee) İhraç edilen senetlerin kayden izlenmesi⁴⁶⁹

Türk hukuku bakımından kaydileştirmenin yasal zeminini oluşturan SPKn'nun 10/A maddesi, kaydileştirilmesine karar verilecek hakları ve bunların bağlı olduğu sermaye piyasası araçlarını, tür ve ihraççı itibarıyla, SPK'nın belirleyeceğini öngörmektedir (f.4).

5582 sayılı Kanunda ve Seri:III No:33 sayılı Tebliğde ipotek teminatları menkul kıymetlerin kaydi surette ihraç edilmesine ilişkin hüküm bulunmamaktadır. Bununla birlikte ipotek teminatlı menkul kıymetler 5582 sayılı Kanunla açık bir

⁴⁶⁷ Dilekçe ekinde satışa konu ipotek teminatlı menkul kıymetlere dayanak teminat varlıklara ilişkin bilgiler ve Kurulca belirlenecek diğer bilgi ve belgelerin bulunması gerekir.

⁴⁶⁸ İhraç ve satış işlemlerine başlanabilmesi için bu belgenin düzenlenmiş olması şarttır.

⁴⁶⁹ Buradaki kayden izlemenin anlamı, menkul kıymetlerin senetsiz (varakasız) olarak çıkarılması ve sicil kuruluşu nezdindeki kayıtlarla izlenmesi (kısaca kaydileştirme) olup, teminat havuzundaki varlıkların ayrı bir kayıt kuruluşu nezdinde de tutulması zorunluluğu ile bir ilgisi yoktur (SPKn m.13/A f.2).

şekilde borçlanma senedi olarak tanımlanmıştır. SPK'nın Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Seri:II No:22 sayılı Tebliğinin⁴⁷⁰ 10. maddesi hükmünde, yurtiçinde ihraç edilen borçlanma araçlarının SPK'nın 10/A maddesi çerçevesinde, Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde kayden hak sahipleri bazında izlenmesi zorunlu kılınmıştır. Aynı Tebliğin m. 3/ç bendinde, borçlanma araçları kavramı içine, Tebliğde sayılmamakla birlikte niteliği itibariyle borçlanma aracı olduğu Kurulca kabul edilecek sermaye piyasası araçlarının da girdiği belirtilmiştir. Şu halde, borçlanma senedi olduğu kanunda açıkça belirtilen ipotek teminatlı menkul kıymetlerin, kendi düzenlemesinde bir atf yapılmasa da, Seri:II No:22 sayılı Tebliğin m.10 hükmüne tabi olduğu açıktır. Bu hüküm muvacehesinde ipotek teminatlı menkul kıymetlerin ihracının ancak kayden gerçekleştirilebileceği kanısındayım Ancak yine de Seri:III No:33 sayılı Tebliğde bu husus açıklığa kavuşturulmalıdır.

e) Menkul Kıymetlerin İtfası

İpotek teminatlı menkul kıymetlere ilişkin ödemelerin şekil ve esasları hakkında Tebliğde bir düzenleme yer almamaktadır. Sadece, m.26/8 hükmünde, ipotek teminatlı menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemelerinin aracı kuruluş vasıtasıyla yapılmasının zorunlu olduğu belirtilmektedir. Öte yandan, ipotek teminatlı menkul kıymetin vadesinin üzerinden onbeş gün geçmesine rağmen ödeme yapılmaması, ihraççı hakkında Kurulun, ihraççı niteliğini kaybettiğine dair karar alabileceği haller arasında sayılmıştır (Tebliğ, m.29/1-d).

Her ne kadar Tebliğin 12/2 maddesinde, teminat varlıklarıyla ilgili her türlü nakit akışının ayrı banka hesabına aktarılması gerektiği hükme bağlanmış ise de, teminat varlıklardan elde edilen nakdin, menkul kıymetlerin itfasında kullanılacağına dair açık bir ifadeye yer verilmemiştir⁴⁷¹. Bu anlamda ihraççının, genel yükümlülüğü altındaki ipotek teminatlı menkul kıymetleri kendi kaynaklarından mı yoksa teminat varlıklardan elde edilen nakitten mi ödeyeceği hususu açık değildir.

Daha önce de belirttiğimiz gibi, menkul kıymetleştirmede teminat varlıkları, ihraca konu menkul kıymetlerin güvencesi olmak yanında, menkul kıymet

⁴⁷⁰ Bkz. 29.01.2009 tarih ve 27125 sayılı RG.

⁴⁷¹ Karş. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Seri:III No:34 sayılı Tebliğin m.16/5 hükmü.

ödemelerinin finansal kaynağını da teşkil ederler. Başka bir deyişle, menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemeleri, teminat havuzundan elde edilen nakit akımlarıyla karşılanır. Bu nedenle teminat havuzunun, menkul kıymet ödemelerini karşılayacak ölçüde nakit akımı sağlamasına dikkat edilir. Öyle ki, bu husus çeşitli kural ve standartlarla ihraççıya dikte edilir. Nitekim kanun maddesinin 8.fikrasında yer verilen kriterler bu amaca dönüktür.

Gerek 8.fıkroda teminat uyum ilkelerine yer verilmesi, gerek 15.fıkroda teminat havuzundan elde edilen gelirin öncelikle menkul kıymet sahiplerine yapılacak ödemelerde kullanılması zorunluluğunun getirilmesi karşısında, kanun koyucunun amacının, teminat havuzundan elde edilen gelirin menkul kıymetlerin itfasında kullanılması olduğunu anlıyoruz. Buna rağmen, Tebliğde teminat menkul kıymetlerin ödenme usûl ve esasları hakkında hiçbir düzenlemeye yer verilmemesi kanımızca giderilmesi gereken önemli bir eksikliktir. Ayrıca, Tebliğde itfa usulü hakkında herhangi bir düzenlemeye yer verilmemesi, önceki açıklamalarımızda yer verdiğimiz menkul kıymetleştirmedeki ödeme yapılarından⁴⁷² nakit aktarmalı (*pay through*) yapının mı, yoksa ödeme aktarmalı (*pass through*) yapının mı tercih edildiği konusunda bir fikre sahip olmamızı engellemektedir.

f) İtfanın Tehlikeye Düşmesi Halinde Alınacak Önlemler

aa- SPKn m.13/A f.15 düzenlemesi

Maddenin 15.fikrasında, ihraççının, yükümlülüklerini yerine getiremeyecek derecede mali durumunun bozulduğu çeşitli hallerde, ipotek teminatlı menkul kıymet sahiplerinin havuzdaki alacaklar üzerinde öncelikli hak sahibi oldukları hükme bağlanmıştır⁴⁷³. Buna göre, maddede sayılan hallerin gerçekleşmesi durumunda, havuzdan elde edilen gelir öncelikle menkul kıymet sahiplerine ve teminat havuzunda yer alan varlıkların riskten korunması amacıyla yapılmış olan sözleşmelerin karşı taraflarına yapılacak ödemelerde kullanılacaktır.

Maddede sayılan itfayı tehlikeye düşüren haller; ihraççının,

- a) menkul kıymetten kaynaklanan yükümlülüklerini vadesinde yerine getirememesi

⁴⁷² Bkz. yukarıda Bl. 2, II B.

⁴⁷³ Bu anlamda söz konusu düzenleme daha önce de belirttiğimiz gibi, menkul kıymet sahiplerine doğrudan koruma sağlayan bir hüküm mahiyetindedir.

- b) yönetiminin kamu kurumlarına devredilmesi
- c) faaliyet izninin kaldırılması
- d) iflası

halleridir. Hemen anlaşılacağı gibi, (b) ve (c) bentlerinde belirtilen haller, ihraççıların niteliği (banka ya da ipotek finansman kuruluşu olmaları) göz önünde bulundurularak belirtilmiştir⁴⁷⁴.

Madde düzenlemesinde, öncelikli hak sahipleri arasında teminat havuzunda yer alan varlıkların riskten korunması amacıyla yapılmış olan sözleşmelerin karşı taraflarına da yer verilmesinin, kanımızca halefiyetten başka sebebi olamaz⁴⁷⁵.

Maddede sayılan hallerden birinin gerçekleşmesi halinde, Kurula, ihraççı hakkında üç seçenekten birini uygulama yetkisi verilmiştir. Buna göre Kurul;

1- Teminat havuzundaki varlıkların paraya çevrilerek ipotek teminatlı menkul kıymetlerin vadeden önce ödenmesi için bir idareci atanmasına karar verebilir ya da havuzun Yatırımcıları Koruma Fonu tarafından tedrici tasfiyesine karar verebilir.

2- Teminat havuzundaki varlıkların, ipotek teminatlı menkul kıymetlerden kaynaklanan her türlü yükümlülüğü üstlenecek ihraççı niteliğini haiz başka bir kuruluşa devredilmesine karar verebilir.

3- İpotek teminatlı menkul kıymetlerden kaynaklanan yükümlülükleri üstlenmeksizin, teminat havuzundaki varlıkların idaresi ve bu havuzdan elde edilen gelirin ipotek teminatlı menkul kıymet sahiplerine ödenmesi işlemlerini yürütecek bir idareci atanmasına karar verebilir⁴⁷⁶.

Madde Kurulun yetkilerini bu şekilde ifade etmiş olmakla birlikte, kanunun bir alt düzenlemesi olan Tebliğ hükümlerinin madde düzenlemesi ile bir insicam içinde olduğunu söylemek mümkün değildir. Bir defa, Tebliğin 29. maddesi hükmü

⁴⁷⁴ Gerçekten de bir bankanın mali durumunun bozulması halinde, Bankacılık Kanunu'nun m.71 ve 106 hükümleri dairesinde yönetim ve denetiminin Fona devrine ya da faaliyet izinlerinin kaldırılmasına karar verilebilir. Faaliyet izni alabilmek için SPKn'nun 39/A maddesinde Kurula başvurmaları şart koşulan ipotek finansmanı kuruluşlarının da, gerekli koşulları kaybettikleri takdirde, faaliyet izinlerinin kaldırılacağı muhakkaktır.

⁴⁷⁵ Halefiyetle ilgili temel ilkeyi hatırlamak gerekirse; halefiyet ancak kanunun açıkça öngördüğü hallerde söz konusu olabilir (*Oğuzman/Öz*, s. 198, dn.46). Örneğin, müteselsil borçlulardan birinin borcu ifası (BK m.147); kefilin borcu ifası (BK m.496/1) gibi. Bunun dışında BK m.109 hükmü, maddede belirtilen iki hâle sınırlı olarak, alacaklıya ödemedede bulunan üçüncü şahsın alacaklıya halef olmasını kabul etmiştir.

⁴⁷⁶ İdareci ya da Yatırımcıları Koruma Fonuna hizmetleri için havuzdan ücret ödenmesine karar vermeye Kurul yetkilidir.

konuyu daha değişik bir kavram altında, ‘‘ihraççının ihraççı niteliğini kaybetmesi’’ kavramı altında ele almaktadır. Aşağıda bu kavrama bağlanan hüküm ve sonuçlara değinilecek ve f.15 düzenlemesi ile mukayesesi yapılacaktır.

bb- Seri:III No:33 Tebliği m.29 düzenlemesi

Tebliğin 29. maddesi uyarınca;

- ihraççının faaliyet izninin iptali,
- ihraççının Tebliğde (m.6) belirtilen nitelikleri⁴⁷⁷ kaybettiğinin anlaşılması,
- BDDK'nın, ilgili bankanın ihraççı olmasını engelleyecek bir husus bulunduğuna dair Kurula bildirimde bulunması,
- kanun ve tebliğde yer alan hükümlere aykırılıkların 15 işgünü içerisinde giderilmemesi,
- vadesinin üzerinden 15 işgünü geçmiş olmasına rağmen ipotek teminatlı menkul kıymetlerle ilgili ödemelerin yapılmaması,
- ihraççının ihraççı olma niteliğini haiz olduğuna dair Kurul Kararını takip eden 3 sene içerisinde ihraç yapmaması,
- ipotek teminatlı menkul kıymetlerin tamamen itfa olmasını takip eden üç sene içerisinde ihraç yapmaması halleri, Kurulun ihraççı hakkında ihraççı olma niteliğini kaybettiğine dair karar alabileceği haller olarak gsterilmiřtir⁴⁷⁸.

Görüldüğü gibi, Kurulun 15. fıkradaki yetkilerini kullanmasını gerektiren sebeplerden sadece ikisi, Tebliğ düzenlemesinde ihraççı niteliğinin kaybedilmesini gerektirebilecek sebepler arasında sayılmıştır. Bunlar faaliyet izninin iptali ve ipotek teminatlı menkul kıymetlerin vadesinde ödenmemesidir.

Öte yandan Tebliğ, ihraççı niteliğinin kaybedilmesine dair kararın alınıp alınmayacağında Kurula takdir yetkisi tanırken, kararın alındıktan sonra fazla bir takdir yetkisine yer vermeyerek, alınacak tedbirleri sırasıyla belirtmiştir. şöyle ki, Kurul, ihraççının ihraççı niteliğini kaybettiğine karar vermesi halinde, aynı anda, bir

⁴⁷⁷ Bu nitelikler, *i)* ipotek teminatlı menkul kıymet ihracına uygun mekan, donanım ve organizasyon yapısının oluşturulmuş olması ve *ii)* ipotek teminatlı menkul kıymet ihracı ve teminat varlıklarının yönetiminden kaynaklanan risklere yönelik bir risk yönetim sistemi kurulmuş olmasıdır.

⁴⁷⁸ ‘‘Alabilir’’ ibaresinden, sözü edilen hallerin gerçekleşmesinin doğrudan doğruya ihraççı niteliğini kaybetme kararı alınmasını gerektirmediği, somut olayın özelliklerine göre bu kararı alıp almama yetkisinin Kurulun takdirine bırakıldığı anlaşılmaktadır.

idareci atamak durumundadır (m.29/2)⁴⁷⁹. Bu idareci teminat havuzundaki varlıkları yönetmek ve varlıklardan elde edilen gelir yeterli olduğu ölçüde menkul kıymet ödemelerini yapmakla görevlidir. Tebliğe göre idareci; ihraççı niteliğini haiz başka bir banka, ipotek finansman kuruluşu, teminat sorumlusu⁴⁸⁰ veya başka bir bağımsız denetim kuruluşu olabilir.

Tebliğin 3/k maddesinde, ipotek teminatlı menkul kıymetler ve teminat defterine kaydedilen türev araçlardan kaynaklanan yükümlülüklerin toplamı “toplam yükümlülükler” olarak isimlendirilmiştir. Hatırlanacağı gibi, maddenin 15.fikrasında teminat havuzundaki varlıklardan elde edilen gelirden öncelik hakkına sahip kişiler, ipotekli menkul kıymet sahipleri ile teminat havuzunda yer alan varlıkların riskten korunması amacıyla yapılmış olan sözleşmelerin karşı taraflarıydı. Şu halde, 15.fıkra kapsamında öncelik hakkına sahip kişilere yapılacak ödemelerin toplam yükümlülükleri oluşturduğunu söyleyebiliriz⁴⁸¹.

İhraççının ihraççı niteliğini kaybetmesi, onun hukuki işlem ehliyetinde, malvarlığı üzerindeki tasarruf haklarında, kısacası genel hukuki durumunda esaslı bir değişiklik yaratmamaktadır⁴⁸². Bu durumda, ihraççı sıfatının ortadan kalkması bir yana bırakılacak olursa, meydana gelen en önemli sonuç, ihraççının teminat havuzu ile ilgili işlem yapma yetkisinin sona ermesidir. Mamafih, ihraççının menkul kıymetlerden tüm malvarlığı ile sorumlu olma hali devam eder. Dolayısıyla ihraççı, menkul kıymetten kaynaklanan yükümlülüklerinden kurtulmuş olmaz. Bunu, idarecinin toplam yükümlülükleri üstlenmeyeceğini öngören Tebliğin m.29/2 hükmünden anlıyoruz⁴⁸³. İhraççının teminat havuzu ile ilgili sona eren işlem yapma, başka deyişle havuzu idare etme yetkisi idareciye geçmektedir. Hatta idarecinin verilen yetkileri kullanabilmesi için, maddenin 13.fikrasında teminat havuzundaki varlıklarla ilgili getirilen yasaklardan ihraççıya yönelik olanlar ortadan

⁴⁷⁹ Görüldüğü gibi, 15.fıkradaki seçeneklere yer verilmemektedir.

⁴⁸⁰ Tebliğin hemen takip eden bendinde (b.3), idarecinin atanması ile birlikte eski teminat sorumlusunun görevinin sona ereceği belirtilmektedir. Şu halde, idareci olarak bir teminat sorumlusunun atanması halinde, eskisinin görevi sona ererken, yenisinin görevi başlamaktadır.

⁴⁸¹ Tebliğ, idareciye ödenecek ücret konusunda da, toplam yükümlülüklerin öncelik hakkının arkasından gelen bir öncelik hakkı tanımıştır (m.29/3 c.3)

⁴⁸² Başka bir deyişle, yönetimi kamu kurumlarına devredilen bankaların ya da müflisin hukuki durumlarında meydana gelen değişikliklere benzer değişiklikler söz konusu değildir.

⁴⁸³ Esasen idareci hiçbir şekilde menkul kıymetten kaynaklanan yükümlülükleri üstlenmemektedir. Çünkü Tebliğin m.29/2 ve m.29/6 hükümlerinin ikisinde de, idarecinin toplam yükümlülüklerin ödenmesinden sorumlu olmadığı belirtilmektedir.

kaldırılmıştır⁴⁸⁴. Öyle ki, idarecinin teminat varlıkları aktif olarak yönetebileceği, gerektiğinde varlık satabileceği, yeni varlık satın alabileceği, kredi kullanabileceği veya repo işlemleri gerçekleştirebileceği düzenlenmiştir. İdareci atandığı zaman menkul kıymetlerin henüz ödenmediğini göz önüne alırsak, kanunun teminat varlıklar üzerinde menkul kıymetlerin itfasına kadar öngördüğü tasarruf yasağının Tebliğ hükmüyle (idareci bakımından) ortadan kaldırılmasının mümkün olup olmadığı tartışılabilir. Kanımızca normlar hiyerarşisi bakımından bu mümkün değildir, ancak burada kanunun öngördüğü yasağın mutlak bir yasak mahiyetinde olmadığı savı ileri sürülebilir. Şöyle ki, kanunda varlıklar üzerindeki teminat amacı dışında tasarruf edilemeyeceği belirtilerek, yasağın uygulanması şartlı bir hale getirilmiştir. Şu halde, idarecinin yaptığı tasarrufların menkul kıymetlerin ödenmesi amacıyla yönelik, varlıkların teminat olma fonksiyonuna bağlı tasarruflar olduğu ileri sürülebilir. Nitekim Tebliğ hükmünün zahirî amacı da (toplam yükümlülüklerden kaynaklanan ödemelerin vadesinde yapılabilmesi), menkul kıymet sahiplerinin haklarının korunmasına yönelik kanun koyucunun genel amacına paraleldir.

Tebliğin m.29/5 hükmü uyarınca, idareci Kurulun uygun görüşü ile teminat varlıkları ve toplam yükümlülükleri kısmen veya tamamen ihraççı niteliğini haiz⁴⁸⁵ başka bir banka veya ipotek finansman kuruluşuna devredebilir. Görüldüğü gibi, maddenin 15/b bendinde Kurulun yetkisinde düzenlenen bir husus, Tebliğde Kurulun uygun görüşü ile idareciye bırakılmıştır. Bu farklılık da Kanunla Tebliğ düzenlemesi arasındaki uyumsuzluğun örneklerinden biridir⁴⁸⁶. Kanımızca burada şu şekilde yorum yapmak uygun olur: Kurulun, teminat varlıkları başka bir ihraççı kuruluşa devretmeye ilk elden yetkili olduğu konusunda, kanunun açık hükmü nedeniyle tereddüt yoktur. Şu kadar ki, Kurulun, takdir yetkisini idareci atanması yönünde

⁴⁸⁴ Gerçekten de, kanun hükmünde menkul kıymetler itfa edilinceye kadar teminat havuzundaki varlıkların teminat amacı dışında tasarruf edilemeyeceği, rehnedilemeyeceği, teminat gösterilemeyeceği, kamu alacaklarının tahsili amacı da dahil olmak üzere haczedilemeyeceği, iflas masasına dahil edilemeyeceği ve haklarında ihtiyati tedbir kararı verilemeyeceği hükme bağlanmışken, Tebliğde idarecinin atanmasından sonra menkul kıymetler itfa edilinceye kadar teminat varlıkların kamu alacaklarının tahsili amacı da dahil olmak üzere haczedilemeyeceği, ihtiyati tedbir kararı verilemeyeceği ve ihraççının iflas masasına dahil edilemeyeceği belirtilmiştir (m.29/3).

⁴⁸⁵ Anılan hükümde “Kurulca ihraççı niteliğini haiz” denmekte olup, kanımızca “Kurulca” ibaresi cümle yapısını bozan bir fazlalıktır. Aynı yanlışlık Tebliğin 30/1 maddesinde de tekrar edilmiştir.

⁴⁸⁶ Kanımızca bu durum, genel kanun hükümlerini daha özele inerek uygulanma şekil ve esaslarını belirlemek üzere çıkarılan Tebliğ hükümlerinin, uygulamayı berraklaştırmak yerine daha çok karmaşa yaratmasına neden olabilir.

kullanması halinde, idarecinin de, Kuruldan uygun görüş ya da müsaade almak şartıyla, böyle bir yetkiyi kullanma imkanının bulunduğu kabul edilebilir.

Öte yandan, ne Kanun maddesi ne de Tebliğ düzenlemesinde, teminat varlıkları devralacak diğer ihraççı kuruluşun rızasından ya da devralmaya istekli⁴⁸⁷ olmasından bahsedilmemesi garipsenecek bir noktadır. Zira düzenlemenin mevcut halinde, varlık ve yükümlülüklerin başka bir ihraççı kuruluşa devri, karşı tarafın rızasına ihtiyaç göstermeyen, adeta zorla gerçekleştirilen bir işlem görünümündedir. Devralınan unsurlar içerisinde yükümlülüklerin de bulunduğu göz önüne alındığında, bir kimsenin rızası hilafına borç altına sokulması, sözleşme hürriyetini güvence altına alan Anayasa m.48 ve borcun nakli koşullarını düzenleyen BK m.173 vd. hükümleri karşısında hukuken mümkün değildir.

Bu nedenle, her ne kadar mevzuatta yer verilmese de devralan ihraççı kuruluşun sarih ya da zımni onayı olmadan söz konusu devir işlemi gerçekleştirilemez. Nitekim aynı maddenin 6.fıkrasında geçen “yeni ihraççı bulunamaması” ifadesi de görüşümüzü desteklemektedir.

Yeni ihraççının kabulü ve devir kararı ile devrin gerçekleşmesi sonucunda, varlıkların maliki ve yükümlülüklerin ifasından sorumlu kişi yeni ihraççı olur. Yeni ihraççıya Tebliğle önemli bir imkan sunulmuştur. Buna göre, yeni ihraççı, devraldığı varlıkları, varsa ihraç etmiş olduğu ipotek teminatlı menkul kıymetlerin teminat varlıkları ile birleştirebilir (m.29/5)⁴⁸⁸. Bu hak, ipotek teminatlı menkul kıymetlerde bir havuzda birden fazla ihraca ilişkin varlıkların toplanabileceği görüşünü de desteklemektedir⁴⁸⁹.

İdareci teminat varlıkları devredecek yeni bir ihraççı bulamaz ve teminat varlıklardan elde edilen gelir de toplam yükümlülükleri karşılamaya yetmezse, bu durumda, hak sahiplerine hakları oranında paylaşırma yapar⁴⁹⁰. Burada idareci bir

⁴⁸⁷ Örneğin Bankacılık Kanunu'nun m.107/2-a bendinde Fonun, yönetim ve denetimi kendisine devredilen bir bankanın uygun göreceği aktiflerini, teşkilatını ve aksine talebi olmayan personeli ile sigortaya tâbi mevduatı ve katılım fonlarını ve pasifte yer alan karşılık kalemlerini, kurulacak bir bankaya ya da mevcut bankalardan istekli olanlara devretmeye yetkili kılınmıştır.

⁴⁸⁸ Tabii ki birleştirme durumunda, teminat uyum ilkelerine (f.8) ve maddede öngörülen diğer sınırlamalara (f.4, f.6 gibi) uyulması gerekecektir.

⁴⁸⁹ İpotek teminatlı menkul kıymetlerde teminat havuzu sayısı tartışması için bkz. Bl. 3, II A, 1-b.

⁴⁹⁰ Paylaştırmaya katılacak hak sahipleri, Tebliğ hükmüne göre ipotek teminatlı menkul kıymet sahipleri ve teminat defterinde kayıtlı türev sözleşmelerin karşı taraflarıdır (m.29/6).

tasfiye memuru gibi hareket eder. Kanun ve Tebliğ düzenlemesinde idarecinin işlemlerine karşı bir itiraz ya da şikayet yolu öngörülmemiştir.

İdareci ancak menkul kıymet sahiplerinin menfaati açısından gerekli görmesi halinde erken itfayı Kurula önerebilir. Erken itfanın özelliği, varlıkların nakde dönüştürülmesi olup, bu süreçte ipotekli kredilerin teminatı olan ipoteklerin paraya çevrilmesi söz konusudur. İpoteklerin paraya çevrilmesi uzun ve masraflı bir süreç olduğundan, Tebliğ buna ancak menkul kıymet sahiplerinin menfaati olması ve Kurulun uygun görmesi halinde izin vermiştir⁴⁹¹. Kurul yapılan teklifi uygun görürse idareci varlıkların nakde çevrilmesi ve erken itfa işlemlerine başlar.

Dikkat çeken diğer bir husus, Tebliğde, maddenin 15.fikrasında Kurulun yetkileri arasında sayılan, teminat havuzunun tedricen tasfiyesi ve Yatırımcıları Koruma Fonunun tasfiyeyle görevlendirilmesine dair hiçbir düzenlemeye yer verilmemiş olmasıdır⁴⁹². Bu nedenle maddede geçen teminat havuzunun tedrici tasfiyesinin hangi esaslara göre yürütüleceği şu aşamada belli değildir.

g) Genel Değerlendirme

İpotek teminatl menkul kıymetlerin ayırdedici özelliği, menkul kıymetleştirilen varlıkların ipotekle teminat altına alınmış olmasıdır⁴⁹³. Bu özelliği vurgulamak amacıyla, menkul kıymetin adı da ipotek teminatl menkul kıymet olarak belirlenmiştir.

İpotek teminatl menkul kıymetler genel olarak finansal alacakların menkul kıymetleştirilmesini sağlamaktadır. Söz konusu finansal alacaklar, finans kuruluşlarının verdikleri kredilerden doğan alacaklardır. Bu bakımdan, reel sektörün,

⁴⁹¹ Varlıkların ve toplam yükümlülüklerin başka bir ihraççı kuruluşa devredilmesine olduğu gibi burada da, kanunen Kurulun yetkisinde olan bir husus, Tebliğde, Kurulun uygun görmesi şartıyla idareciye bırakılmıştır. Bu bakımdan söz konusu düzenlemenin de kanun maddesi ile insicam içerisinde olmadığı söylenebilir.

⁴⁹² 4487 sayılı Kanunla SPKn'na eklenen 46/B maddesinde düzenlenen tedrici tasfiye, yetkileri kaldırılan aracı kurumların tedrici tasfiyesine yönelik olup, bu tasfiyede aracı kurumların mal varlığı Yatırımcıları Koruma Fonu tarafından işin niteliğine göre aynen veya nakde çevrilmek suretiyle elde edilen bedel, aracı kurumun yaptığı sermaye piyasası faaliyetleri nedeniyle müşterilerine karşı olan nakit ödeme ve sermaye piyasası aracı teslim borçlarını ödemedeki kullanılır. Anılan hüküm kapsamındaki işlemlerde TTK, İİK ve diğer mevzuatın tasfiye ile ilgili hükümleri uygulanmaz. Söz konusu tedrici tasfiye usûlünün ipotek teminatl menkul kıymetlere dayanak teminat havuzunun tedrici tasfiyesinde kıyasen uygulanacağı öngören herhangi bir düzenleme Seri:III No:33 sayılı Tebliğde yer almamıştır.

⁴⁹³ Kanun koyucu, teminat varlıkların tamamının olmasa bile çoğunluğunun ipotekle teminat altına alınmış alacaklardan oluşmasını istemiştir.

ürettiği ya da sunduğu mal ve hizmetlerin satışından kaynaklanan alacakların menkul kıymetleştirilmesine izin verilmemiştir.

İpotek teminatlı menkul kıymetlere ilişkin SPKn'nun 5582 sayılı Kanunla değişik 13/A maddesi, alışlagelmiş kanuni düzenlemelerden farklı olarak, tek bir madde ile bir müessesenin tamamını düzenlemeye kalkışmaktadır. Doğal olarak madde onyedinci paragraftan oluşan oldukça uzun ve karmaşık bir madde olmuştur. Bu yöntem bir çok açıdan eleştirilebilir. Bunun yerine müessesenin esas ve unsurlarının çeşitli alt başlıklar altında ve bir kurallar manzumesi içinde düzenlenmesi, hem konuyu bilimsel düzeyde araştıran teorisyenler hem de uygulayıcılar açısından daha yararlı olurdu⁴⁹⁴.

İpotek teminatlı menkul kıymetlerle ilgili gözden kaçırılabilir önemli bir nüans şudur: İpotek teminatlı menkul kıymetlerin ödenmesi ihraççının genel yükümlülüğü altında olduğundan, bu menkul kıymetlerde ipoteğe dayalı menkul kıymetlerden farklı olarak güvence mekanizmalarına yer verilmemiştir⁴⁹⁵. Özellikle ihraç için çeşitli garantör kuruluşlardan garanti alınması ya da menkul kıymetlerin yatırımcılar yararına sigorta edilmesi söz konusu değildir. Bunun bir sonucu olarak ihraç öncesinde menkul kıymete bir derece notu verilmesi uygulaması da yoktur. Şu kadar ki, ihraççının ihtiyari olarak derecelendirme kuruluşuna başvurmasına ve derece notu almasına yasal bir engel yoktur.

Son olarak, ipotek teminatlı menkul kıymet sahiplerine teminat varlıklar üzerinde bir rehin hakkı tanınmamıştır. Her ne kadar kanunda teminat varlıklardan elde edilen gelir üzerinde menkul kıymet sahiplerinin öncelik hakkı olduğundan bahsedilmişse de, menkul kıymetten kaynaklanan alacaklarını istifa edemeyen yatırımcıların, teminat varlıklar üzerinde bir rehin hakkına istinaden rehnin paraya çevrilmesi yoluna başvurma hakları yoktur.

2. Varlık Teminatlı Menkul Kıymetler

5582 sayılı Kanununun 9. maddesi ile SPKn'na eklenen 13/B maddesinde düzenlenen varlık teminatlı menkul kıymetler, maddede yer alan tanıma göre; varlık

⁴⁹⁴ Aynı görüşte *Tuncer*, S.: 5582 Sayılı Mortgage Yasasının Açmazları, *Lebip Yalkın Mevzuat Dergisi*, S. 41, Mayıs 2007, s. 170.

⁴⁹⁵ Her ne kadar Tebliğin 22. maddesinde belirtilen teminat varlıklarının net bugünkü değerinin, toplam yükümlülüklerin net bugünkü değerinden yüzde iki oranında fazla olması şartı, bir aşkın teminatlandırma olarak nitelendirilebilirse de, tek başına bu düzenleme güvence mekanizmalarının varlığını kabule yeterli değildir.

ihraççıların genel yükümlülüğü niteliğinde olan, alacaklar ve duran varlıkların teminatı altında ihraç edilen borçlanma senetleridir⁴⁹⁶. Kanunun yaptığı tanımdan da anlaşılacağı gibi, varlık teminatlı menkul kıymetlerle ipotek teminatlı menkul kıymetler özde aynıdır. İkisi de ihraççının genel yükümlülüğü altında olan borçlanma senetleri niteliğinde olup, aradaki tek fark menkul kıymetlere dayanak teşkil eden varlıklar bakımındandır. İpotek teminatlı menkul kıymetlerde teminat varlıklarının çoğunluğu, ipotek teminatına sahip kredi alacaklarından oluşurken, varlık teminatlı menkul kıymetlerde böyle bir kısıtlamaya yer verilmeksizin alacak ve duran varlıkların teminat oluşturacağı düzenlenmiştir. Bu anlamda varlık teminatlı menkul kıymetleri, tüm alacak kategorileri için, bir teminat havuzu dahilinde ve ihraççının yükümlülüğü altında, menkul kıymetleştirmeyi mümkün kılan bir genel müessese niteliğinde görebiliriz.

Nitekim dikkat edilirse, ipotek teminatlı menkul kıymetlerde söz konusu olan ihraççı kuruluş sınırlaması varlık teminatlı menkul kıymetlerde yoktur⁴⁹⁷. Her ne kadar SPKı tarafından henüz düzenleme yapılmadığından varlık teminatlı menkul kıymetlerin ihraççıların kimler olacağı şu aşamada net olarak belli olmasa da, kanunda teminat varlıklarının sadece finans sektörüne ait kredi alacaklarına inhisar ettirilmemesi, reel sektör alacaklarının da bu müessese kapsamında menkul kıymetleştirilebilmesinin ülkemizde mümkün olacağını düşündürmektedir. Bununla birlikte madde gerekçesinde, varlık teminatlı menkul kıymetlerin, finansal kuruluşların ipotek teminatlı menkul kıymetlere teminat olma niteliğine sahip olmayan diğer varlıklarını teminat göstererek de menkul kıymet ihraç edebilmeleri için düzenlendiği belirtilmektedir. Bundan, kanun koyucunun amacının, reel sektör kuruluşlarının alacaklarından ziyade, finans kuruluşlarının ipotek teminatına sahip olmayan kredi alacaklarının menkul kıymetleştirilmesine yönelik olduğunu anlıyoruz. Halbuki, yurtdışındaki örneklerde olduğu gibi, mal ve hizmet sektöründeki (mali yapısı belirlenecek kriterler ölçüsünde sağlam) şirketlerin (otomobil, bilgisayar, tekstil üretim şirketleri, taşımacılık hizmeti sunan karayolu/havayolu şirketleri veya mobil iletişim hizmeti sunan telekomünikasyon şirketleri gibi) sürekli

⁴⁹⁶ Düzenleme bu haliyle, SPKn'nun 5582 sayılı Kanunla değiştirilmeden önce varlığa dayalı menkul kıymetleri düzenleyen 13/A maddesi ile büyük ölçüde benzeşmektedir.

⁴⁹⁷ Varlık teminatlı menkul kıymet ihraç edecek kuruluşların belirlenmesi maddede SPKı'na bırakılmış olup, Kurul tarafından bu konuda henüz bir düzenleme yapılmamıştır.

bir nakit akışı sağlayan alacaklarını, bu müessese namıyla menkul kıymetleştirmelerinde bir engel olmaması gerekir. Aksine bu şirketlerin de menkul kıymetleştirme yönteminden istifade etmeye teşvik edilmesi gerekir.

SPKn'nun 13/B maddesinde varlık teminatlı menkul kıymetlerin ihraççısı yanında, ihraç limiti, ihraç şartları, teminat gösterilebilecek alacak ve varlık türleri, teminat gösterilebilecek varlıklara ilişkin sınırlamalar, teminat gösterilen alacak ve varlıkların değerlendirilmesi ve raporlanması ile kayıtlarının tutulmasına ilişkin usûl ve esasların BDDK'nın uygun görüşü alınmak şartıyla Kurul tarafından belirleneceği öngörülmüştür.

İpotek teminatlı menkul kıymetlerle ilgili pek çok esasın aynısı varlık teminatlı menkul kıymetler için de öngörülmüştür. Örneğin, varlık teminatlı menkul kıymetlerde de bir teminat havuzu vardır ve havuzda yer alan varlıklar koruma altına alınmıştır⁴⁹⁸. Aynı şekilde teminat sorumlusu müessesesine varlık teminatlı menkul kıymetlerde de yer verilmiş, ancak kanunen zorunlu hale getirilmemiştir. Madde düzenlemesine göre, ihraççıdan teminat sorumlusu belirlemesini zorunlu tutma yetkisi SPKr'na aittir. Teminat sorumlusunun görev ve yetkileri ipotek teminatlı menkul kıymetlerle aynıdır (f.3 ve 4). Aynı şekilde Kurulun teminat sorumlusunu değiştirilmesini isteme veya re'sen değiştirme yetkisi yine vardır (f.7).

Varlık teminatlı menkul kıymetlerde de, teminat havuzuna dahil edilen varlıklara ilişkin kayıtların ihraççının yanı sıra ayrı bir kayıt kuruluşu nezdinde tutulması Kurul tarafından zorunlu tutabilir.

Varlık teminatlı menkul kıymetleri ipotek teminatlı menkul kıymetlere kıyasla oldukça kısa şekilde düzenleyen kanun koyucu, maddede yer alan beş paragrafın hemen tamamında ipotek teminatlı menkul kıymetlerde öngörülen esasların aynısına yer vermiştir. Diğer hususların (ihraç limiti, ihraç şartları, teminat gösterilebilecek alacak ve varlık türleri, teminat gösterilebilecek varlıklara ilişkin sınırlamalar vs.) düzenlenmesi Kurula bırakılmıştır. Şu halde, ipotek teminatlı menkul kıymetler başlığı altındaki açıklamalarımız niteliğine uygun düştüğü ölçüde varlık teminatlı menkul kıymetler bakımından da geçerlidir.

⁴⁹⁸ Maddenin 5.fikrası uyarınca, varlık teminatlı menkul kıymetler itfa edilmeye kadar teminat havuzlarında yer alan varlıklar, teminat amacı dışında tasarruf edilemez, rehnedilemez, teminat gösterilemez, kamu alacaklarının tahsili amacı da dahil olmak üzere haczedilemez ve iflâs masasına dahil edilemez, ayrıca bunlar hakkında ihtiyatî tedbir kararı verilemez.

B. İpoteğe ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler

1. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler

a) Genel Olarak

5582 sayılı Kanunda, ipotek teminatlı menkul kıymetlerden farklı olarak, bir bilanço dışı menkul kıymetleştirme niteliğini haiz konut finansmanı fonlarının ihraç edeceği ipoteye dayalı menkul kıymetler düzenlenmiştir. Gerçekten de, ipoteye dayalı menkul kıymetlere dayanak oluşturan varlıklar, konut finansmanı fonu tarafından bedeli mukabilinde devralınarak portföye dahil edilen alacaklar ve diğer varlıklardır. Başka bir deyişle, burada ihraççı kendi alacaklarını menkul kıymetleştirmemekte, devraldığı alacak ve varlıkları ihraç edilen menkul kıymete karşılık göstermektedir. Bu ise temelde, daha önce bahsettiğimiz, özel amaçlı kuruluşun kaynak şirketten devraldığı alacakları karşılık göstererek menkul kıymet ihraç etmesine, yani bir bilanço dışı menkul kıymetleştirmeye tekabül etmektedir.

Kanun koyucu, özel amaçlı kuruluş olarak “konut finansmanı fonu” adıyla⁴⁹⁹ yatırım fonuna benzer bir yapıyı esas almıştır⁵⁰⁰. Esasen kanuni düzenlemeye bakıldığında, ipoteye dayalı menkul kıymetlerden ziyade konut finansmanı fonu kavramının esas alındığı görülmektedir. Bu nedenle biz de konuyu incelemeye bu kavramdan başlayacağız.

İncelememizin temelleri 5582 sayılı Kanunla değişik SPKn'nun 38/B maddesi ve bu maddeye istinaden SPKı tarafından çıkarılan Seri:III No:34 sayılı Konut Finansmanı Fonlarına ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ⁵⁰¹ hükümlerine dayanacaktır.

⁴⁹⁹ Konut finansmanı fonu adının seçilmesinin sebebi, fonun menkul kıymetleştirmede özel amaçlı kuruluş olarak kullanılmasının yanında, ülkemizde öteden beri kurulmak istenen, tüketicilere ekonomik koşullarda konut edinmenin yollarını açacak ipotekli konut finansman sisteminin parçalarından birini oluşturmasıdır.

⁵⁰⁰ Gerekece de bu husus, halen yatırım fonlarında uygulanan trust yapısının konut finansmanı fonları için de uygun bir yapı olarak düşünüldüğü şeklinde belirtilmiştir (Bkz. 12. Madde Gerekeşi, paragraf 7).

⁵⁰¹ Bkz. 04.08.2007 tarih ve 26603 sayılı RG. Bu kısımda sadece Tebliğ olarak anılacaktır.

b) Konut Finansmanı Fonu

aa- Tanımı ve yatırım fonu ile mukayesesi

5582 sayılı Kanunla SPKn'na eklenen 38/B maddesinin ilk fıkrasına göre konut finansmanı fonu, ihraç edilen ipoteye dayalı menkul kıymetler karşılığında toplanan paralarla, ipoteye dayalı menkul kıymet sahipleri hesabına inanca mülkiyet esaslarına göre oluşturulan malvarlığıdır⁵⁰².

Konut finansman fonunun bu tanımı, yatırım fonu tanımına oldukça benzemektedir. Gerçekten de, SPK'nın Seri:VII No:10 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 4.maddesine göre yatırım fonu, halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına, riskin dağıtılması ilkesi ve inanca mülkiyet esaslarına göre, Tebliğde belirtilen varlıklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla kurulan malvarlığıdır. Söz konusu tanım benzerliğine rağmen, konut finansmanı fonu ile yatırım fonu arasında önemli bazı farklılıklar vardır. Şöyle ki; yatırım fonu, katılma belgeleri karşılığında toplanan paralar kullanılarak oluşturulan yatırım portföyünün, riskin dağıtılması ilkesine göre yönetilmesi (ki bu yönetim, bir sözleşme dahilinde profesyonel bir portföy yönetim şirketine yaptırılır) ve portföyün toplam değerindeki artışın katılma belgesinin birim değerindeki artışa yansıtılarak yatırımcısına bu suretle getiri sağlaması esasına dayanır. Bu nedenle yatırım fonlarında katılma belgesi sahipleri ile kurucu arasındaki ilişki, doktrinde, konusu katılma belgesi sahiplerinden toplanan paraların ortak bir portföyde toplanması ve bu portföyün işletilip elde edilen gelirin katılma belgesi sahiplerine dağıtılması olan bir kolektif (müşterek) yatırım sözleşmesi olarak nitelendirilir⁵⁰³.

Konut finansman fonunda ise fon portföyünün profesyonel esaslara göre bir portföy yöneticisine yönettirilmesi ve portföyün toplam değerinin maksimize edilmesi gibi bir hedef söz konusu değildir. Zaten konut finansmanı fonunda fon portföyüne dahil edilebilecek varlıklar sınırlanmış olup, yatırım fonlarında olduğu gibi geniş bir yelpazede çok çeşitli yatırım enstrümanlarından oluşan bir portföy

⁵⁰² Kanunun yaptığı bu tanım yanlış anlamaya mahal verebilecek niteliktedir. Şöyle ki, "paralarla oluşturulan malvarlığı" ifadesi, malvarlığının toplanan paralardan oluştuğu şeklinde anlaşılmaya müsaittir. Halbuki maddede, toplanan paralar kullanılarak satın alınan varlıklarla oluşturulan malvarlığı kastedilmektedir. Nitekim aynı maddenin 4. fıkrasında "Fon portföyüne alınan varlıklardan" bahsedilmesi de bunu teyit etmektedir. Bu bakımdan "toplanan paralar kullanılmak suretiyle oluşturulan malvarlığı" denmesi daha yerinde ve belirgin bir ifade olurdu.

⁵⁰³ *Yasaman, H.: İsviçre ve Fransız Hukukunda Yatırım Fonları ve Türk Hukukunda Uygulanma İmkanları, İstanbul 1980, s. 68; Nomer, F., s. 602; Destanoğlu, s. 114.*

terkip edilmesi mümkün değildir. Bunun yerine, portföydeki varlıkların (özellikle ipotekli konut kredilerinin) idaresi söz konusudur ve fon bu idareyi bir hizmet sağlayıcıya yaptırır. Burada belirtilen idarenin kapsamına, ipotekli konut kredilerinin tahsili ve fon hesabına aktarılması, konutların sigorta primlerinin tahsili ve sigorta şirketine ödenmesi, konutlara ilişkin vergilerin borçlusundan tahsili ve vergi makamlarına ödenmesi, temerrüt halinde kredi borçlusuna gerekli ihtarların yapılması gibi hususlar girer (Tebliğ, m.8/3). Özetle, konut finansmanı fonunda portföyün işletilmesi amacından ziyade, portföy varlıklarının korunması ve bu varlıklardan gelen nakit akımının toplanması amacı daha baskındır. Bu nedenle, konut finansmanı fonunu kollektif yatırım sözleşmesi olarak nitelendirmek de kanımızca mümkün değildir.

Öte yandan, yatırım fonunun temel özelliklerinden biri olan katılma belgesi sahiplerinin belgelerini istedikleri zaman fona iade etme hakları, konut finansmanı fonunda yoktur. Konut finansmanı fonunda ipoteğe dayalı menkul kıymet sahipleri, menkul kıymetin kararlaştırılan vadesinde alacaklarını alırlar.

Yatırım fonlarında katılma belgesi sahiplerinin elde edeceği gelir başlangıçta belli değildir. Katılma belgesi sahiplerinin geliri, her gün itibariyle fonun birim pay değerindeki⁵⁰⁴ artışa (veya azalışa) göre değişen bir değer artış kazancı niteliğinde olup⁵⁰⁵, katılma belgesinin fona iadesi anında elde edilir. Buna karşılık ipoteğe dayalı menkul kıymet sahiplerinin geliri, kararlaştırılan oranda anaparaya eklenen belli bir faiz geliridir⁵⁰⁶.

bb- İnançlı mülkiyet ilişkisi

Görüldüğü gibi fon, bir malvarlığı olarak tanımlanmıştır. Fonun bir tüzel kişiliği olmadığı için, söz konusu malvarlığının hukuken maliki fon kurucusudur⁵⁰⁷. Ancak fon kurucusu söz konusu varlıklara inanca olarak maliktir⁵⁰⁸. Buna göre, fon

⁵⁰⁴ Fonun birim pay değeri, portföyün net toplam değerinin katılma belgesi sayısına bölünmesi ile elde edilir (Seri:VII No:30 sayılı Tebliğ, m.36/2).

⁵⁰⁵ *Nomer, F.*, s. 618.

⁵⁰⁶ Nitekim bu husus gerekcede, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin, tahvil ve bono gibi sabit getirili menkul kıymet şeklinde düzenlendiği şeklinde ifade edilmiştir (Bkz.12.Madde Gerekçesi, paragraf 7).

⁵⁰⁷ Örneğin fon portföyüne dahil edilecek ipotekli konut kredilerinde ipoteğin fon hesabına, ancak kurucu adına tapuya tescil ettirilmesi öngörülmüştür (Tebliğ, m.20/5-c).

⁵⁰⁸ Önceki açıklamalarımızdan hatırlanacağı gibi (yukarıda Bl. 2, III A, 1); inanca işlemler, inananın teminat oluşturmak veya yönetilmek üzere malvarlığına dahil bir şey ya da hakkını, aynı amaçları hedefleyen olağan hukuki işlemlerden daha güçlü bir durum yaratmak amacıyla inanılana

kurucusu, fon malvarlığını inanç anlaşmasına uygun olarak muhafaza ve idare etmekle yükümlüdür. Bu anlamda fon iç tüzüğü bir yönüyle inanç anlaşması yerine geçer.

Tebliğ'in 13. maddesinde, fon iç tüzüğü, ipoteye dayalı menkul kıymet sahipleri, kurucu ve fon kurulu arasında, fon portföyünün inançlı mülkiyet esaslarına göre saklanmasını ve vekalet akdi hükümlerine göre yönetimini konu alan iltihakî bir sözleşme olarak tanımlanmaktadır. Bu tanım, yatırım fonlarında fon iç tüzüğünü tanımlayan Seri:VII No:10 sayılı Tebliğin 18. maddesinde yapılan tanıma da paraleldir⁵⁰⁹. Görüldüğü gibi içtüzük, yalnızca bir inanç anlaşması olarak değil, inanç anlaşmasının da içeriğine dahil olduğu çok taraflı iltihaki bir sözleşme olarak tanımlanmıştır.

İltihakî sözleşmeler, sözleşme şartlarının önceden belli olduğu ve şartları belirleyen tarafın bu şartların kabulü halinde karşı tarafla sözleşme akdettiği, yani sözleşmenin şartları ve içeriği hakkında tarafların görüşüp tartışmadığı sözleşmelerdir⁵¹⁰. Fon içtüzüğünün iltihakî niteliği de, kurucu (ya da onun yerine fon kurulu) tarafından tek yanlı olarak belirlenmesi ve fona iştirak edecek kişilerin bu hükümlere uymayı koşulsuz şekilde kabul etmelerinden ileri gelmektedir.

Ancak fon içtüzüğünün bir sözleşme olarak nitelendirilmesine doktrinde itiraz edilmektedir. *F.Nomer*'e göre⁵¹¹, yatırım fonlarında, içtüzük ile müşterek yatırım sözleşmesi⁵¹² birbirinden farklı hukuki kavramlardır. Müşterek yatırım sözleşmesi katılma belgesi sahipleri ile kurucu arasındaki hukuki ilişkiyi ifade etmekte olup, müşterek yatırım sözleşmesinin içeriği fon içtüzüğü hükümlerinde somutlaşmaktadır. Yine aynı yazara göre fon içtüzüğü, sadece katılma belgesi sahipleri ile kurucu arasındaki hukuki ilişkiyi değil, aynı zamanda portföyün yönetilmesi ve saklanması

devretmesi ve inanılanın da inanç anlaşmasındaki koşullara uygun olarak inanç konusu şeyi kullanmasını ve belirlenen süre dolduğunda ya da amaç gerçekleştiğinde inanılana iade etmesini içeren işlemlerdir.

⁵⁰⁹ Anılan hükümde yatırım fonu içtüzüğü, katılma belgesi sahipleri ile kurucu, saklayıcı ve yönetici arasında, fon portföyünün inançlı mülkiyet esaslarına göre saklanmasını ve vekalet akdi hükümlerine göre yönetimini konu alan, genel işlem şartlarını içeren iltihakî bir sözleşme olarak tanımlanmıştır. Görüldüğü gibi, yatırım fonu içtüzüğünde saklayıcı da sözleşmenin tarafları arasında iken, konut finansmanı fonunda saklayıcı ve hizmet sağlayıcı sözleşmenin tarafları arasında sayılmamıştır.

⁵¹⁰ *Eren*, s. 197.

⁵¹¹ s. 606 vd.

⁵¹² Yazar, kolektif yatırım sözleşmesi yerine, müşterek yatırım sözleşmesini deyimini kullanmaktadır (s. 602).

esasları, yani portföy yöneticisi ve saklayıcı ile kurulan hukuki ilişkileri de düzenlemektedir. Bu çerçevede, müşterek yatırım sözleşmesinin tarafı olmayan portföy yöneticisi ve saklayıcının katılma belgesi sahipleri ile olan hukuki bağı da içtüzükle kurulmaktadır.

Benzer şekilde *Destanoğlu*'na göre⁵¹³, yatırım fonu içtüzüğü bir sözleşme niteliğinde olmayıp, daha sonra akdedilecek sözleşmelere temel teşkil etmek üzere, kurucu tarafından, fon kurulmadan önce hazırlanan genel işlem şartları⁵¹⁴ niteliğindedir. Diğer taraftan yatırım fonlarında, kurucunun, yöneticinin, saklayıcının ve katılma belgesi sahiplerinin bir araya gelmesi söz konusu değildir. Portföyün inancılı maliki olan kurucu, önce, yönetici ile portföy yönetim sözleşmesi, saklayıcı ile saklama sözleşmesi akdetmektedir. Kurucu, daha sonra katılma belgelerinin ihracı sırasında alıcılar ile kollektif yatırım sözleşmesi akdetmektedir. Bu anlamda katılma belgesi sahipleri ile yönetici veya saklayıcı arasında bir sözleşme ilişkisi bulunmamaktadır. Şu halde, gerçek mahiyeti kurucu tarafından tek yanlı hazırlanan genel işlem şartları olan fon içtüzüğünün, Tebliğ düzenlemesinde, aralarında bir hukuki ilişki bulunmayan taraflar arasında bir sözleşme olarak tanımlanması isabetsizdir.

Her ne kadar yukarıda belirtilen görüşler yatırım fonu içtüzüğüne ilişkin olsa da, aynı özelliklerdeki konut finansmanı fonu için de kısmen geçerli kabul edilebilir. Şöyle ki; kanımızca fon içtüzüğü, taraflar (kurucu, fon kurulu ve menkul kıymet sahipleri) arasında akdedilen bir sözleşme olmaktan ziyade⁵¹⁵, düzenleyici otoritenin fonun kuruluşu için önceden ve belirlenen standartlara⁵¹⁶ göre hazırlanmasını⁵¹⁷ şart koştuğu (Tebliğ, m.13/2), tescil edilmesi kuruluş bakımından ihdasî bir anlam ifade eden (Tebliğ, m.14/1, son cümle), değiştirilmesi Kurulun iznine bağlı kılınan (Tebliğ,

⁵¹³ s. 130 vd.

⁵¹⁴ Genel işlem şartları, sözleşme taraflarından birinin, ileride kuracağı sözleşmelerde sözleşmenin diğer tarafına değiştirilmeden kabul edilmek üzere sunma niyetiyle, önceden tek yanlı olarak saptadığı sözleşme koşullarıdır (*Atamer*, Y.: Genel İşlem Şartlarının Denetlenmesi, İstanbul 1999, s. 61).

⁵¹⁵ Tüzük teriminin, iki tarafın karşılıklı ve birbirine uygun irade beyanlarını açıklaması (BK m.1) anlamına gelen sözleşme olgusunu ifade etmek üzere kullanılması, hukuk terminolojisine de uygun değildir.

⁵¹⁶ İchtüzükte bulunması gereken asgari hususlar ve içtüzük standardı SPK tarafından belirlenir (Tebliğ, m.13/2).

⁵¹⁷ Fon içtüzüğünü hazırlamak fon kurulunun görevleri arasındadır (Tebliğ, m.6/3-a). Konut finansmanı fonları bu yönden yatırım fonlarından ayrılır. Yatırım fonlarında fon içtüzüğü kurucu tarafından hazırlanır (Seri:VII No:10 sayılı Tebliğ, m.15).

m.15), sadece fon portföyünün saklanması ve yönetimini değil, fonun sona ermesi de dahil tüm işleyişini, iç ve dış ilişkilerini düzenleyen, bu bağlamda söz konusu ilişkilere taraf olan herkesi ilgilendiren ve yerine göre bağlayan hükümler içeren tabiri caizse fonun anayasası niteliğinde⁵¹⁸ atipik bir düzenleyici metindir. Bu bağlamda *F.Nomer*'in, naklen aktaracağımız “yatırımcı fona iştirak etmesiyle, yönetici kurucu ile portföy yönetimi sözleşmesini akdetmekle ve saklayıcı da saklama sözleşmesini akdetmekle, aynı zamanda fon içtüzüğü ile bağlı olduklarını, yönetim ve saklama sözleşmelerinin devamı müddetince içtüzük hükümlerine uygun hareket edeceklerini de kabul etmiş olurlar”⁵¹⁹ görüşüne iştirak ediyoruz.

Kanun koyucu fon malvarlığına inançlı mülkiyet ilişkisi içinde malik olan kurucunun, fon malvarlığını kendi malvarlığı unsurları ile birleştirmesini yasaklamıştır (SPKn m.38/B f.3). Bu nedenle fona veya fondan yapılacak her türlü ödeme ve harcama için bir banka nezdinde fon adına kurucunun diğer hesaplarından ayrı bir banka hesabı açılması şart koşulmuştur (Tebliğ, m.4/2). Öte yandan, konut finansmanı fonlarından fon malvarlığını oluşturan ipotekli kredilerin takip ve tahsili hizmet sağlayıcı tarafından gerçekleştirilmekte olup, hizmet sağlayıcının da, tahsil ettiği tutarları kendi hesabına değil, fon adına açılan banka hesabına yatırması gerekmektedir (Tebliğ, m.8/5). Başka deyişle, fon malvarlığının, kurucu dışındaki kişi ve kuruluşların malvarlıklarından da ayrı tutulması hususuna özen gösterilmelidir⁵²⁰.

Anılan düzenlemelerin temelinde, ayırma hakkı sorunu⁵²¹ olarak ifade edilen konu yatar. Şöyle ki; yatırım fonlarında, fon malvarlığı üzerindeki mülkiyet hakkı konusunda uygulanan iki model vardır. Bunlardan biri, fon katılımcılarının fon malvarlığı üzerinde müşterek mülkiyete sahip olması; diğeri ise kurucunun ya da fon idaresinin fon malvarlığı üzerinde güvene dayanan (inançlı) mülkiyete sahip

⁵¹⁸ Destanoğlu, s. 127.

⁵¹⁹ s. 609.

⁵²⁰ Nitekim yatırım fonlarına saklama hizmeti sunan İMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş. yayınladığı 02.06.2005 tarih ve 826 sayılı Genel Mektupta, fonlardan gerçekleştirilen menkul kıymet alım satım işlemleri dışında, fon varlıklarının buldukları hesaplardan başka hesaplara virman yapılmasını sıkı şartlara bağlı tutmuştur (İlgili Genel Mektup için bkz. (<http://www.takasbank.com.tr/Pages/YatirimFonlariveYatirimOrtakliklariileIlgiliYayinlananGenelMektuplar.aspx>).

⁵²¹ Gürsoy, s. 121.

olmasıdır⁵²². Ancak İsviçre hukukunda olduğu gibi Türk hukukunda da benimsenen inançlı mülkiyet sisteminde, kurucunun inanç anlaşmasına aykırı hareket ederek fon malvarlığı üzerinde kendi çıkarına tasarruflarda bulunması ve kurucunun alacaklılarının (gerek icra takibi yoluyla gerek iflas halinde) fon malvarlığına da yönelmesi sorunu doğmaktadır⁵²³. İşte kanun koyucu, fon malvarlığının hukuken kurucunun mülkiyetinde olsa bile, fiilen onun ve alacaklılarının tasarruf alanının dışında bırakılmasını istemiştir. Bu amaçla, yukarıda bahsettiğimiz birleştirme yasağını öngörmüştür. Hatta birleştirme yasağının ötesinde, fon malvarlığının menkul kıymetler ödeninceye kadar tasarruf işlemlerine konu edilmesi, rehnedilmesi, teminat gösterilmesi, haczedilmesi, hakkında ihtiyatî tedbir kararı verilmesi ve iflâs masasına dahil edilmesi kanunen yasaklanmıştır (SPKn m.38/B f.3). Şu halde, tıpkı ipotek teminatlı menkul kıymetlerdeki teminat havuzunda olduğu gibi, konut finansmanı fonunda da fon malvarlığı kanunî bir himaye altına alınmış olup, özel bir malvarlığı statüsüne sokulmuştur⁵²⁴.

cc- Fonun kuruluşu

Konut finansmanı fonunun kuruluşuna izin verilmesi ile ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin kayda alınması eşzamanlı gerçekleşen işlemlerdir. Bunun nedeni, fonun oluşumunun, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin ihracından elde edilecek gelire bağlı olmasıdır.

Tebliğin 5. maddesinde sayılan koşulları haiz⁵²⁵ fon kurmak isteyen bir kurucunun, fon içtüzüğü ve gerekli diğer belgelerle fonun kuruluşuna izin verilmesi

⁵²² Örneğin Fransız hukukunda müşterek mülkiyet sistemi, İsviçre hukukunda inançlı mülkiyet sistemi benimsenmiş, Alman hukukunda ise tercih kurucuya bırakılmıştır (*Nomer, F.*, s. 612).

⁵²³ İnanç anlaşması, inanana, ancak inanç anlaşmasına aykırı hareketten doğan nisbî mahiyette bir talep hakkı bahşeder, aynı hak bahşetmez (*Özsunay*, s. 150).

⁵²⁴ *Yasaman, H.*: Türkiye’de Yatırım Fonları ve Son Gelişmeler, İktisadi Araştırmalar Vakfı, İstanbul 1989, s. 100; *Çıtak, S./Akbulak, Y.*: İnançlı Mülkiyet İlkesi ve Menkul Kıymetler Yatırım Fonları Açısından İncelenmesi, Araştırma Raporu, Ankara 1990, s. 2. Ayrıca bkz. yukarıda dn. 409, 410 ve 411.

⁵²⁵ Anılan koşullar kısaca, faaliyetlerinin sürekli veya geçici olarak durdurulmamış olması, yetkililerinin iflas etmemiş ve yüz kızartıcı suçlardan, kendi özel mevzuatlarına ve sermaye piyasası mevzuatına aykırılıktan hüküm giymemiş olmasıdır. Bununla birlikte, kurucunun bir aracı kurum olması halinde bazı ek şartlar daha söz konusudur. Bunlar; kurucu olmak isteyen aracı kurumun, halka arza aracılık, alım satıma aracılık, türev araçların alım satımına aracılık, repo-ters repo, yatırım danışmanlığı, portföy işletmeciliği veya yöneticiliği yetki belgelerine sahip olması, asgari özsermayesinin sahip olunan tüm yetki belgelerine karşılık gelen asgari özsermaye tutarının en az 10 katı olması ve sermaye yeterliliği tabanı tutarlarının olması gerekenin en az %30 fazla olması şartlarıdır.

ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin kayda alınması talebiyle SPKr'na başvurması gerekmektedir (SPKn m.38/B f.9). Sadece bankalar, finansman şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları ve aracı kurumlar konut finansmanı fonu kurucusu olabilir (Tebliğ, m.3/i). Şu halde ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraççıları da ancak bu kuruluşlardan oluşabilir⁵²⁶.

Fon süreli ya da süresiz olarak kurulabilir (Tebliğ, m.4/3).

Kurul, fon kuruluşu ve kayda alma talebini bir arada değerlendirerek sonuçlandırır. Fonun, kuruluşuna izin verilebilmesi için, işleyişe de hazır halde olması şart koşulmuştur. Bu mânâda başvuru esnasında, fonun yönetim ve denetim organlarının atanmış, iç kontrol sisteminin oluşturulmuş, bağımsız denetim kuruluşunun belirlenmiş, muhasebe, belge ve kayıt sisteminin geliştirilmiş, portföy varlıklarının yönetimi için yeterli mekan, teknik donanım ve örgütlenme ile mevzuatta belirlenen diğer şartlara uyumun sağlanmış olması gerekmektedir (Tebliğ, m.12/a-1).

Kurul başvuruyu uygun görürse, buna dair bir kuruluş izin belgesi düzenler ve kurucuya verir. Kuruluş işlemlerinin tamamlanması için kurucunun, söz konusu izin belgesi ile birlikte fon içtüzüğünü, izin tarihinden itibaren altı gün içinde ticaret siciline tescil ve TTSG'nde ilan ettirmesi gerekmektedir (Tebliğ, m.14/1). Bu anlamda tescilin bildirici değil, kurucu (ihdasî) bir özellik taşıdığını söyleyebiliriz.

Tebliğ'in m.14/2 hükmünde, fon içtüzüğünün ticaret siciline tescil ve TTSG'nde ilan edildiğine ilişkin belgelerin Kurula iletilmesini takiben, ipoteğe dayalı menkul kıymetleri kayda alma belgesinin verileceği düzenlenmiştir. Bu hüküm, içtüzüğün tescil ve ilanına ilişkin belgelerin Kurula sunulmasını takiben, başka bir incelemeye gerek kalmaksızın kayda alma belgesi verileceği şeklinde bir anlam ihtiva eder. Halbuki, Tebliğin 17 ve 18. maddelerinde, kayda alma başvurusunun ancak başvuru ekindeki belgelerin (halka arz söz konusuysa izahname ve sirkülerin, halka arz edilmeksizin satış söz konusuysa Kurulca istenen belgelerin), Kurulca yapılacak inceleme sonucuna göre kamuyu aydınlatma bakımından tam ve yeterli görülmesi halinde kayda alma belgesi verileceği düzenlenmektedir.

⁵²⁶ Şu halde, ipotek teminatlı menkul kıymet ihraç etme yetkisi olmayan (çünkü bu yetki münhasıran bankalar ve ipotek finansmanı kuruluşlarına verilmiştir) finansman şirketleri ve aracı kurumların, belli vasıfları haiz olmak koşuluyla, ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç yetkisi bulunmaktadır.

Kanımızca Kurulun içtüzüğün tescil ve ilanı ile birlikte başka bir şey yapmaya gerek kalmaksızın kayda alma belgesi vereceğini kabul etmeye imkan yoktur. Bu nedenle hüküm, kayda alma belgesinin verilişini münhasıran fon içtüzüğünün tescil ve ilanına ilişkin belgelerin Kurula sunulmasına bağlayan bir hüküm olarak değil, sadece kayda alma belgesinin verilişinin söz konusu belgelerin Kurula sunulmasından sonra gerçekleşeceğini vurgulayan bir hüküm olarak anlamak gerekir.

dd- Fonun işleyişi

Tebliğde fonun yönetim ve temsili fon kuruluna, denetimi de fon denetçisine bırakılmıştır. Fon bünyesinde başka bir organa⁵²⁷ yer verilmemiş olup, bu anlamda bu iki birimi fonun zorunlu organları olarak adlandırabiliriz. Kurucunun, kuruluş başvurusu dışında etkin bir konum ve fonksiyonu bulunmamaktadır. Yatırım fonlarında kurucuya ait olan görev ve yetkilerin pek çoğu, aşağıda göreceğimiz gibi, konut finansmanı fonunda fon kuruluna bırakılmıştır.

aaa- Fonun yönetim ve temsili

Bir şirket niteliğinde olan fon kurucusunun, fonla ilgili tüm kararların alınması ve işlemlerin yürütülmesi, kısaca fonun yönetim ve temsili için üç gerçek kişiden⁵²⁸ oluşan bir fon kurulu ataması gerekmektedir (Tebliğ, m.6/1). Fon kurulu üyelerinden en az birinin bağımsız üye olması şart koşulmuştur⁵²⁹.

Fon kurulu fonun yönetim organı mahiyetinde olup, fonun idaresine yönelik hemen tüm işlemleri yerine getirmekle yükümlü kılınmıştır. Nitekim, aldığı kararların “fon kurulu karar defterine” işlenmesi zorunluluğu (Tebliğ, m.6/4), fon kurulunun yönetim kuruluna benzer gibi yapıda faaliyet gösterdiğine işaret etmektedir. Öte yandan, fon kurulu sadece karar alan değil, aynı zamanda icrai mahiyette pek çok görevi olan bir organdır. Bu görevlerden önemli birkaçı şunlardır:

⁵²⁷ Fonun tüzel kişiliğinin olmaması nedeniyle organının da olamayacağını ileri sürmek mümkün ise de, fon bünyesinde yönetim ve denetim fonksiyonu üstlenen bu birimleri en iyi ifade edecek terimin yine organ olduğu kanaatindeyiz.

⁵²⁸ Maddede üyelerin gerçek kişi olması zorunluluğundan bahsedilmese de, fon kurulu üyeleri için aranan asgari nitelikler gerçek kişilere özgüdür (Tebliğ, m.6/2). Yüksek öğrenim görmüş olma, sermaye piyasası veya bankacılık alanında 5 yıllık tecrübeye sahip olma, gerekli lisans belgelerine sahip olma gibi.

⁵²⁹ Bağımsızlığın ölçütü şudur: Bağımsız üyenin fon kurucusunun ortakları, iştirakleri, bunların %10'dan fazla pay sahibi ortakları ve fonun faaliyetlerinin yürütülmesinde görev üstlenen gerçek veya tüzel kişiler ile arasında, üçüncü dereceye kadar kan veya sıhrî hısımlık bulunmaması ve son iki yıl içerisinde istihdam, sermaye veya ticaret anlamında doğrudan veya dolaylı bir menfaat ilişkisi kurulmamış olması (Tebliğ, m.6/1).

- fon içtüzüğü ve izahnamenin hazırlanması ve tescili
- fon portföyünün oluşturulması, değerlendirilmesi ve fon varlıklarının saklanması, kaydedilmesi, kayıtların doğru olarak tutulması ve izlenmesi, bunlara ilişkin belge düzeninin kurulup bilgi ve belgelerin muhafazası,
- fonun temsili ve yönetimi,
- fonun denetiminin gözetimi,
- fon adına hesap açtırılarak, menkul kıymet ödemelerinin gerçekleştirilmesi,
- hizmet sağlayıcı ile ilişkilerin düzenlenmesi,
- fonla ilgili diğer her türlü yükümlülüğün yerine getirilmesi.

Neredeyse fonla ilgili tüm görevleri üstlenmiş görünen fon kuruluna, bu görevleri ile ilgili iş ve işlemleri kendisinin yerine yapmak üzere bir operasyon sorumlusu atayabilme imkanı tanınmıştır (Tebliğ, m.6/4)⁵³⁰. Şu kadar ki, mevzuatla kendilerine verilen sorumluluklar saklıdır. Başka bir deyişle yetki devri, sorumluluğun da devri anlamına gelmemektedir. Bundan, operasyon sorumlusunun BK m.100 anlamında bir ifa yardımcısı olduğu sonucunu çıkarabiliriz. Gerçekten de operasyon sorumlusu, yönetim ve temsil borcunun ve bu borca bağlı yan edimlerin ifasında fon kuruluna yardım etmekte, ancak ne asıl ne de yan edimlerin borçlusu haline gelmektedir. Borç, Tebliğ hükmünde de belirtildiği gibi sorumluluğu devam eden fon kurulunun üzerindedir. Şu halde, operasyon sorumlusunun borcun ifasına yardım ederken yaptığı borca aykırı davranışlardan ve alacaklıların bundan gördüğü zarardan fon kurulu sorumludur (BK m. 100).

Fonun doğrudan aktarım usulüne göre yönetileceği hükme bağlanmıştır (Tebliğ, m.4/3). Bu anlamda konut finansmanı fonlarında ve dolayısıyla ipoteğe dayalı menkul kıymetlerde *pass through* ödeme yapısının benimsendiği söylenebilir⁵³¹. Nitekim Tebliğde bu husus, fon portföyünde yer alan varlıklardan elde edilen, ödeme planına bağlı olan veya olmayan nakit akımlarının gerekli kesintiler yapıldıktan sonra ipoteğe dayalı menkul kıymet sahiplerine aktarılması olarak açıklanmıştır. Şu kadar ki, alacakların tahsilatı ile menkul kıymet

⁵³⁰ Fon operasyon sorumlusu gerçek kişi olabileceği gibi, bir banka, aracı kurum ya da portföy yönetim şirketi de olabilir. Şu kadar ki, gerçek kişi ise Tebliğin m.5/1-b ve 5/2; bir banka, aracı kurum ya da portföy yönetim şirketi ise Tebliğin m.5/1 hükümlerinde belirtilen şartları haiz olması gerekir.

⁵³¹ Topaloğlu, M.: İpoteğe Dayalı ve İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler, TSRSB & TSEV III. Ulusal Sigorta Sempozyumu, İstanbul 2007 (www.tsev.org.tr/files/downloads/IIIUlusal/mustafatopaloglu.ppt), sl.7.

ödemelerinin birbir çakışmaması ya da kredi borçlularının erken ödeme yapmaları nedeniyle fon portföyünde nakit fazlası oluşabilir. Fon kurulunun bu durumda, oluşan nakit fazlasını, kısa vadeli yatırımlarda kullanma yetkisi vardır. Bu yetkinin varlığını Tebliğin m.20/1-c hükmünden çıkarıyoruz.

Fon kurulu, ihraç edilen ipoteğe dayalı menkul kıymet sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde fonu temsil etmek ve yönetmekle mükelleftir (SPKn m.38/B f.4). Bu çerçevede, fon portföyüne alınan varlıkların kayıtlarının doğruluğu ve bu varlıkların korunması ve saklanması fon kurulunun sorumluluğundadır.

Kurucu, fon kurulu ve ihraç edilen ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin sahipleri arasındaki ilişkilere mevzuatta hüküm bulunmayan hallerde Borçlar Kanununun vekâlet akdine ilişkin hükümleri uygulanacaktır (SPKn m.38/B f.5)⁵³². Şu halde, fon kurulu ipoteğe dayalı menkul kıymet sahiplerine karşı, fonun temsil edilmesi ve yönetilmesinde, vekilin özen borcu çerçevesinde gerekli dikkat ve özeni göstermekle yükümlüdür (BK m.390/1). Öte yandan vekalet ilişkisine kurucu da dahil edilmiştir. İpoteğe dayalı menkul kıymet sahiplerine karşı fonun temsili, yönetimi, portföyüne alınan varlıkların kayıtlarının doğruluğu, varlıkların korunması ve saklanmasından doğrudan doğruya fon kurulunu sorumlu kılan f.4 hükmü karşısında, f.5 hükmünde bahsedilen kurucunun hukuki durumu tartışma konusu olabilir. Kanımızca kanun koyucunun f.5 hükmünde kurucuyu zikretmesinin sebebi, fon malvarlığına inancılı mülkiyet esasları çerçevesinde malik olan ve bu çerçevede inanç anlaşmasına uygun olarak fon malvarlığını muhafaza ve idare etmekle yükümlü olan kurucunun, bu görevlerini mevzuat ve içtüzük gereği fon kuruluna devretmiş olsa bile, özen borcunun devam ettiğini belirtmektir. Başka bir ifadeyle kurucu, inanç anlaşması nedeniyle aslında kendisine ait olan yükümlülükleri devrettiği fon kurulunun, görevlerini gereği gibi yerine getirip getirmediğini gözetlemekle yükümlüdür. Bu çerçevede, fon kurulunun kendisine bırakılan görev ve sorumlulukları özen borcuna uygun olarak yerine getirmediği hallerde, ipoteğe dayalı menkul kıymet sahiplerinin SPKn m.38/B f.5 ve BK m.390/2 uyarınca kurucuya da müracaat edebilme haklarının varlığını kabul etmek gerekir⁵³³.

⁵³² *F.Nomer*, aynı hükmün bir benzeri olan SPKn'nun m.37 f.2 c.4 hükmünün, BK'nun m.386/2 hükmünün bir tekrarından ibaret olduğu görüşündedir (s. 606).

⁵³³ Vekalet akdinde, özen borcunun yerine getirilmediğini ispat külfeti müvekkile aittir. Vekil ise borcu yerine getirmede kusuru bulunmadığını ispatlayarak sorumluluktan kurtulabilir. *Gümüş*,

Diğer taraftan, vekili, kendisine verilen işi görürken müvekkilinin talimatı doğrultusunda hareket etmekle yükümlü kılan BK m.389/1 hükmüne değinmekte yarar vardır. Bu hükmün yatırım fonlarında uygulanma kabiliyeti bulunmadığı doktrinde ittifakla kabul edilmektedir⁵³⁴. Çünkü yatırım fonlarında fon portföyünün fon yöneticisi tarafından profesyonel ilkelere göre yönetilmesi esası geçerli olup, katılma belgesi sahiplerinin fon portföyünün yönetimine katılma ya da müdahale etme hakları bulunmamaktadır.

Burada üzerinde durulması gereken nokta, yatırım fonlarında cari bu esasın konut finansmanı fonları için de geçerli olup olmadığıdır. Daha önce de belirttiğimiz gibi, konut finansmanı fonunda, portföyün toplam değerini yükseltme amacına dönük, portföy yönetim şirketine yaptırılan profesyonel esaslara dayalı bir portföy yönetimi değil, bunun yerine çoğunlukla ipotekli konut kredilerinden oluşan portföy varlıklarının korunması ve bu varlıklardan gelen nakit akımının toplanmasını içeren ve hizmet sağlayıcı adı verilen kuruluşa yaptırılan bir portföy yönetimi söz konusudur. Kanımızca konut finansmanı fonunda da, menkul kıymet sahiplerinin hizmet sağlayıcı vasıtasıyla yürütülen idare faaliyetine, yani ipotekli konut kredilerinden doğan alacakların ne şekilde takip ve tahsil edileceğine, tahsil edilen kredilerden sağlanan nakit akımlarının değerlendirilmesine vs. müdahale etme veya talimat verme hakları bulunmamaktadır. Nitekim ipoteye dayalı menkul kıymet sahibi bireysel yatırımcıların, fon kuruluna ya da hizmet sağlayıcıya talimat verebilecek bilgi ve birikime sahip olması da çoğunlukla beklenmez. Şu halde, BK'nun m.389/1 hükmünün yatırım fonlarında olduğu gibi konut finansmanı fonlarında da uygulanma kabiliyeti bulunmadığını söylemek yanlış olmaz.

Fonun yönetimine ilişkin olması hasebiyle bu bapta belirtmek istediğimiz son husus, fonun nakit yönetimi amacıyla borçlanabilmesine izin verilmiş olmasıdır (Tebliğ, m.21/5-e). Tüzel kişiliği bulunmaması nedeniyle hak ve borçlara ehil olmayan fonun, kendi adına borçlanabilmesi hukuken mümkün değildir. Bu nedenle borçlanan kişi aslında fona inançlı malik olan kurucudur. Fon hesabına üstlenilen borçlar fondan alınabilir. Nitekim Tebliğde, fonun işleyişi için yapılması zorunlu

M.A.: Türk-İsviçre Borçlar Hukukunda Vekilin Özen Borcu, İstanbul 2001, s. 374 vd; *Başpınar, V.:* Vekilin Özen Borcundan Doğan Sorumluluğu, Ankara 2004, s. 276.

⁵³⁴ *Tekinalp, Ü.:* Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları, İstanbul 1982, s. 130; *Destanoğlu, s.* 136; *Nomer, F., s.* 601.

harcamaların fon içtüzüğü ve izahnamede belirtilmek şartıyla fon portföyünden karşılanabileceği düzenlenmiştir (Tebliğ, m.22/1). Örneğin, her türlü tescil ve ilan giderleri, fonun organlarına ve fona hizmet sunan birimlere ödenmesi gereken ücretler, aracılık yüklenim komisyonları, ihraç için garantör kuruluşlardan garanti alınması halinde bunun için ödenecek ücret ya da komisyonlar, harçlar, vergiler vs. bu kapsamda sayılabilir.

bbb- Fonun denetimi

Fonun faaliyetlerinin denetlenmesi görevini fon denetçisi yerine getirir. Fon denetçisinin denetim görevi, fon faaliyetlerinin iç kontrol usul ve esaslarına uygun işleyip işlemediğine yöneliktir.

İç kontrol usul ve esaslarının ne anlama geldiğini Tebliğin 7/1 maddesi açıklamaktadır. Anılan hükme göre; fonun faaliyetlerinin verimliliğinin ve etkinliğinin, finansal ve idari konulara ait bilgilerin güvenilirliğinin ve zamanında elde edilebilirliğinin sağlanması, fonun faaliyetlerinin ilgili mevzuata, sözleşmelere, fon içtüzüğüne ve izahnameye uygun yürütülmesi, hata, hile ve usulsüzlüklerin tespiti ve önlenmesi, muhasebe kayıtlarının doğru ve eksiksiz olması ile finansal bilgilerin doğru ve güvenilir şekilde zamanında hazırlanmasını temin etmek amacıyla uygulanan kurallar iç kontrol usul ve esaslarını oluşturur.

Bu anlamda iç kontrol sistemi bir kurallar bütünüdür. Söz konusu kuralların kim tarafından belirleneceği Tebliğde tam açık olarak belirtilmemekle birlikte, fon kurulu kararıyla yazılı hale getirmesi zorunlu kılınmıştır (Tebliğ m.7/1)⁵³⁵. İç kontrol usul ve esaslarına fon iç tüzüğünde yer verilmesi gerekip gerekmediği hakkında Tebliğde bir açıklık yoktur⁵³⁶.

Sonuç olarak, iç kontrol sisteminin anlamı, fonun muntazam bir şekilde işleyişini temin etmek üzere, fonun kendi içinde önlem almasıdır. Fon denetçisi, fonun faaliyetlerinin iç kontrol usul ve esaslarına uygun yürütülüp yürütülmediğini denetler (Tebliğ, m.7/3).

⁵³⁵ O halde bu hükmü, kuralların fon kurulu tarafından belirleneceği şeklinde yorumlamak gerekir.

⁵³⁶ Tebliğin 13/2 maddesi uyarınca, fon içtüzüğünde bulunması gereken asgari hususlar ve fon içtüzük standardı SPK tarafından belirlenir. Henüz Kurul tarafından oluşturulmuş bir konut finansman fonu standart içtüzük metni bulunmamaktadır.

Denetçi fon kurulu tarafından atanır ve fon kuruluna karşı sorumludur (Tebliğ, m.7/4)⁵³⁷. Nitekim fon kurulunun görevlerinden biri de fonunun denetiminin gözetimidir (Tebliğ, m.6/3-c).

Tebliğde, fon denetçisinin denetim faaliyetini ne surette icra edeceği net bir şekilde belirtilmemiştir. Sadece, fon denetçisi tarafından yapılan tespitleri ve denetleme sonuçlarını ihtiva eden raporların en az yılda bir defa fon kurulunun bilgisine sunulmasından bahsedilmektedir (Tebliğ, m.7/5)⁵³⁸. Kanımızca bu haliyle fon denetçisi, fon kurulunun bir çalışanı pozisyonundadır ve bu nedenle fon kurulunun faaliyetlerini objektif olarak denetleyemez⁵³⁹. Bu bakımdan fon denetçisinin icra ettiği faaliyet, bir denetimden ziyade danışmanlık faaliyetine benzemektedir. Çünkü denetim, yılda bir defa tespit edilen hususları rapor halinde bildirmekten daha etkin bir yaptırım gücünü gerektirir ve her şeyden öte denetim organı yönetim organına karşı sorumlu olmaz.

Diğer taraftan, fon denetçisi haricinde, fonun finansal tablolarının bağımsız denetlenmesi de söz konusudur. Tebliğin 9. maddesi hükmüne göre, fonun finansal tablolarının bağımsız denetimi, yetkili bir bağımsız denetim kuruluşu tarafından yılda bir kez yapılır. Ayrıca, ilgili bağımsız denetleme kuruluşu, altı aylık finansal tablo dönemleri itibariyle, fon varlıklarının mevcudiyetini koruduğuna dair bir rapor daha hazırlar ve raporun bir örneğini Kurula gönderir.

İç denetim ve bağımsız denetimin haricinde, fona ilişkin tüm hesap ve işlemler SPK denetimine tabidir (Tebliğ, m.31).

c) İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlerin İhraç ve Satışı

Fonun işleyişe geçebilmesi için fon portföyünün oluşturulması, fon portföyünün oluşturulması için de ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin ihraç ve satışının gerçekleştirilmesi gerekir. İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin, farklı haklara sahip sınıflara bölünerek, farklı fiyat ve vadelerde ihraç edilebilmesine izin

⁵³⁷ Fon denetçisi de fon kurulu üyelerinin sahip olduğu nitelikleri haiz olmalıdır (yüksek öğrenim görmüş olma, sermaye piyasası veya bankacılık alanında 5 yıllık tecrübeye sahip olma, ileri düzey ve türev araçlar lisansına sahip olmak vs.).

⁵³⁸ Bununla birlikte, olağanüstü hallerde, yani görevin ifası sırasında herhangi bir ihlal ve/veya aykırılığın varlığının tespit edilmesi yahut fonun ödeme güçlüğü içine düştüğünün görülmesi halinde, ayrı bir denetim raporu hazırlanarak fon kurulunun bilgisine sunulması ve raporun bir örneğinin Kurula gönderilmesi zorunludur (Tebliğ, m.7/6).

⁵³⁹ Ancak, fon kurulunun görevlerini kısmen ya da tamamen Tebliğ m.6/4 hükmü uyarınca bir operasyon sorumlusuna devrettiği hallerde, operasyon sorumlusunun iş ve işlemlerinin fon kurulu adına denetlenmesi, denetimin anlamına bir nebze daha uygun denebilir.

verilmiştir (SPKn m.38/B f.10)⁵⁴⁰. Esasen bu onun aynı zamanda bir yapılandırılmış finans aracı olmasının da sonucudur⁵⁴¹.

aa- Kayda alma

Tüm diğer menkul kıymetlerde olduğu gibi, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin halka arz yoluyla ya da halka arz edilmeksizin satışı Kurul kaydına alınmak şartıyla gerçekleştirilebilir (SPKn m.38/B f.9).

Kanunda ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin kayda alma başvurusunun kim tarafından yapılacağı belirtilmemiş olup, Tebliğ hükümlerinde ise bu konuda çelişki mevcuttur. Tebliğin m.12/1 hükmünde, kurucunun fonun kuruluşuna izin verilmesi ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin kayda alınması talebiyle başvuru formu ve ekindeki belgelerle birlikte Kurula başvuracağı düzenlenmekte iken, m.17 hükmünde kayda alma başvurusunun bir dilekçe ve ekinde Kurulca istenecek belgelerle fon kurulu tarafından yapılacağı belirtilmektedir. Birbiriyle açık şekilde çelişkili bu iki hükmü ne şekilde telif etmek gerektiğini çözmek zordur. Bu nedenle Tebliğde değişiklik yapılarak söz konusu çelişki giderilmelidir.

Öte yandan, Kurulun kayda alma başvurusunda üzerinde inceleme gerçekleştireceği belgeler, menkul kıymetlerin halka arz edilip edilmeyeceğine göre değişmektedir. Çünkü menkul kıymetlerin halka arz edilmeksizin ve/veya nitelikli yatırımcılara ve/veya yurtdışında satılması halinde izahname ve sirküler düzenlenmesi söz konusu değildir (Tebliğ, m.17/1). Bu hallerde Kurul, dilekçe ekinde kendisine sunulmasını istediği belgeleri inceler ve bu belgelerin tam ve doğru olarak verildiği sonucuna ulaşırsa menkul kıymetleri kayda alır⁵⁴². Kayda almaya ilişkin bir kayıt belgesi düzenlenir. Tebliğin anılan hükmünde belirtilen fon portföyüne ilişkin bilgilerin içeriği belli değildir. Henüz oluşturulmamış bir portföye ilişkin hangi bilgilerin istendiği Tebliğden net olarak anlaşılamamaktadır. Kanımızca bu hususun da açıklığa kavuşturulmasına ihtiyaç vardır.

Halka arz için kayda alma başvurusunda ise, izahname ve sirkülerin kamunun aydınlatılması ilkesi bağlamında incelenmesi söz konusudur (Tebliğ, m.18/1).

⁵⁴⁰ Sınıflandırma, fon kurulu tarafından, Tebliğin 16/3 maddesinde belirtilen kriterlere göre yapılır.

⁵⁴¹ Nitekim bu husus gerekçede açıkça ifade edilmiştir (Bkz. 12.Madde Gerekeşi, paragraf 7). Yapılandırılmış finansın anlamı hakkında bkz. yukarıda dn. 441.

⁵⁴² Başka bir ifadeyle, Kurul burada kamuyu aydınlatma incelemesi yapmaz. Haddi zatında bir halka arz söz konusu olmadığı için, kamunun aydınlatılmasına da hacet yoktur.

İzahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin yeterli ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtması konusunda Kurulca olumlu bir sonuca varıldığı takdirde, menkul kıymetler Kurul kaydına alınır ve buna ilişkin bir kayda alma belgesi düzenlenir.

Tüm diğer menkul kıymetlerin kayda alınmasında olduğu gibi, burada da kayda alma, fonun kendisi ya da ihraç ettiği menkul kıymetler hakkında resmî bir garanti ihtiva etmez. Bu anlama gelebilecek bir ifadeye de izahname, sirküler, ilan veya açıklamada yer verilemez.

Tıpkı ipotek teminatlî menkul kıymetlerde olduğu gibi, Seri:III No:34 sayılı Tebliğde de, ipoteye dayalı menkul kıymetlerin, halka arz edilecek olsun ya da olmasın, ihraç başvurusunun⁵⁴³ beş yıllık bir dönem içerisindeki tüm ihraçları kapsayacak şekilde bir başvuru dahilinde yapılabilmesine izin verilmiştir (Tebliğ, m.17/3, 18/3). Bu halde, tüm satışların kayda almadan itibaren beş yıllık dönem içerisinde tamamlanması zorunlu olup⁵⁴⁴, her bir tertibin satışı için, satıştan en az on gün önce Kurula başvurularak ayrıca izin alınması gerekir⁵⁴⁵.

Tebliğin m.18/6 hükmü tereddüt hasıl eden noktalar içermektedir. Şöyle ki, söz konusu hükme göre, fonun izahname ve sirkülerlerinde yer alan denetlenen dönemlere ilişkin mali durum ve faaliyet sonuçlarına dair bilgilerin, ilgili bağımsız denetleme kuruluşlarınca verilen raporlara uygun olarak hazırlanması ve uygunluğunun bağımsız denetim kuruluşlarınca onaylanmış olması gerekmektedir. Fonun kuruluşunun henüz yeni gerçekleştiği, portföyün henüz oluşturulmadığı, kısacası fonun henüz bir faaliyetinin olmadığı hesaba katılacak olursa, madde hükmünün kastettiği husus ile lafzı arasında sorun bulunduğunu düşünüyoruz. Kanımızca Tebliğ düzenleyicisinin burada, fonun faaliyete geçtikten sonraki dönemlerde gerçekleştirdiği ihraçlara ilişkin izahname ve sirkülerleri kastetmektedir. Ancak bu hususun daha açık bir şekilde ifade edilmesinde yarar vardır.

⁵⁴³ Kanımızca buradaki ihraç başvurusu deyimini, kayda alma başvurusu şeklinde anlamak gerekir.

⁵⁴⁴ Bu durumda kayda alma tutarı aynı zamanda ihraç tavanını belirler. Başka bir deyişle, beş yıllık dönem içinde bölüm bölüm gerçekleştirilecek ihraçların toplam tutarı kayda alma tutarını geçemez.

⁵⁴⁵ Bu izin alınmaksızın satış işlemlerine başlanamamaktadır. Kanımızca, her tertip için Kuruldan ayrıca izin alınmasının gerekmesi, yöntemin cazibesini azaltacak bir unsurdur.

bb- Satış

İpoteğe dayalı menkul kıymetler halka arz edilmeden tahsisli olarak⁵⁴⁶ veya nitelikli yatırımcılara⁵⁴⁷ veya yurtdışında satılabilir. Bu durumda satış izahname ve sirküler düzenlenmeden yapılır (Tebliğ, m.17/1). Ayrıca bu yöntemde aracı kuruluş kullanma zorunluluğu yoktur.

Tebliğin m.18/7 hükmü uyarınca, ipoteye dayalı menkul kıymetlerin halka arz yoluyla satışının halka arza aracılık yetki belgesine sahip bir aracı kuruluş vasıtasıyla yapılması zorunludur. Diğer taraftan, izahname ve sirkülerin fon kurulu ve aracı kuruluş tarafından imzalanması şart olup, gerek fon kurulu gerek aracı kuruluş bu belgelerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmasından SPKn'nun m.7/2 hükmü çerçevesinde sorumludur (Tebliğ, m.18/8)⁵⁴⁸. Şu kadar ki, Tebliğin anılan hükmü, bağımsız denetim kuruluşlarının onay ve denetiminden geçen bilgilerin sorumluluğunu yalnız bağımsız denetim kuruluşuna bırakmıştır. Bu, yatırımcıların korunma düzeyini zayıflatacak sakıncalı bir düzenlemedir⁵⁴⁹.

İzahnamenin hazırlanması ve halka arzın gerçekleştirilmesinde kurucuya bir yetki verilmemesi ve bunun doğal bir sonucu olarak bir sorumluluğun da yüklenmemesi dikkat çekicidir. Bu da, daha önce belirttiğimiz konut finansmanı fonunda kurucuya etkin bir konum ve fonksiyon verilmediği fikrimizi doğrulamaktadır⁵⁵⁰.

İzahnamenin, Kurulca onaylanmasını takip eden bir hafta içinde, ticaret siciline tescil ve TTSG'nde ilan edilmesi gerekir. Tescili takip eden yedi gün içinde

⁵⁴⁶ Tebliğ hükmünde açık olarak belirtilmese de, kanımızca halka arz edilmeksizin satış tahsisli satış olarak gerçekleştirilir. Aynı görüşte *Topaloğlu*, İDMK ve İTMK, sl.8.

⁵⁴⁷ Nitelikli yatırımcılar Tebliğin 3/k maddesine göre; yerli ve yabancı yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, Sos.Sig.Kn'nun geçici yirminci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar, kamuya yararlı dernekler ile nitelikleri itibarıyla bu kurumlara benzer olduğu Kurulca belirlenecek diğer yatırımcılar ve ipoteye dayalı menkul kıymetlerin halka arz tarihi itibarıyla en az bir milyon TL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişileri ifade eder.

⁵⁴⁸ Bu sorumluluğun niteliği hakkında bkz yukarıda dn. 456.

⁵⁴⁹ Tebliğ düzenlemesinde fon kurulu ve aracı kuruluşun sorumluluğunun, bağımsız denetimden geçen bilgilere teşmil edilmemesi, bağımsız denetim kuruluşunun her halde görevini kusursuz olarak yerine getireceği varsayımına dayanmaktadır. Halbuki ABD ve Avrupa'da meydana gelen büyük şirket iflaslarında (Enron, WorldCom, Parmalat gibi) ilgili bağımsız denetim kuruluşlarının kasıt ve ihmale dayanan önemli kusurları tespit edilmiştir (Ayrıntılı bilgi için bkz. *Özkul*, L.: ABD Sermaye Piyasalarında Yaşanan Son Gelişmelerin ve ABD'de Yürürlüğe Giren 2002 Tarihli Sarbanes-Oxley Kanunu'nun Türk Sermaye Piyasası Açısından Değerlendirilmesi, SPKı Yeterlik Etüdü, İstanbul 2003).

⁵⁵⁰ Bkz. yukarıda Bl 3, II B, 1-b/dd.

de sirküler yayınlanarak halkın menkul kıymetleri satın almaya davet edilmesi şarttır. Satış işlemleri sirkülerde belirtilen satış süresi içinde sonlandırılır. Satış süresi içinde satılmayan menkul kıymetler iptal edilir. Fon kurulu satışın bitmesini takip eden altı gün içinde satış sonuçlarını Kurula göndermekle yükümlüdür.

Halka arz edilecek ipoteye dayalı menkul kıymetlerin derece notuna izahname ve sirkülerde yer verilmesi zorunlu kılınmıştır (Tebliğ, m.18/19).

cc- Menkul kıymetlerin ikinci el piyasada satılması

İpoteğe dayalı menkul kıymetler, fon içtüzüğünde hüküm bulunmak şartı ile fon kurulunun talebi ve ilgili borsanın uygun görmesi üzerine menkul kıymet borsalarında işlem görebilir (Tebliğ, m.16/2). İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin borsa dışında alım satım işlemlerine konu edilebileceğine dair bir düzenleme bulunmamakla beraber, kanımızca buna hukuken bir engel yoktur.

dd- İhraç edilen senetlerin kayden izlenmesi

Seri:III No:34 sayılı Tebliğde ihraç edilecek ipoteye dayalı menkul kıymetlerin kayden izlenmesine ilişkin bir hüküm bulunmamaktadır. İpoteğe dayalı menkul kıymetler, ipotek teminatlı menkul kıymetlerden farklı olarak ihraççının yükümlülüğü altında çıkarılan menkul kıymetlerden olmasa da, onlar gibi birer borçlanma senedir (Tebliğ, m.16). Bu bakımdan, ihraç edilen ipotek teminatlı menkul kıymetlerin kayden izlenmesine ilişkin açıklamalarımıza⁵⁵¹ paralel şekilde, ipoteye dayalı menkul kıymetler de SPK'nun Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Seri:II No:22 sayılı Tebliği m.10. hükmüne tabidir. Bu çerçevede, ihraç edilecek menkul kıymetler fiziken bastırılmayacak ve Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde kayden izlenecektir. Öte yandan, Seri:III No:33 sayılı Tebliğde yapılacak değişiklikle Seri:II No:22 sayılı Tebliğin 10. maddesi hükmüne atıf yapılması bu husustaki tereddütleri giderecektir.

Şu hususu dikkat çekmek isteriz ki, çıkarılacak menkul kıymetlerin kayden izlenmesi ile menkul kıymetlere teminat teşkil eden varlıkların (fon portföyünün) ayrı bir kayıt kuruluşu nezdinde de tutulması ve izlenmesi (SPKn m.38/B f.6) birbirinden farklı hususlardır.

⁵⁵¹ Bkz. yukarıda Bl. 3, II 1-d/ee.

d) Fon Portföyü

SPKn'nun m.38/B f.1 hükmü uyarınca, konut finansmanı fonunun malvarlığı, ihraç edilen ipoteye dayalı menkul kıymetler karşılığında toplanan paralar istimal edilerek oluşturulur. Şu halde, ipoteye dayalı menkul kıymetlerin ihraç ve satışından sonra fon portföyünün oluşturulması safhası gelir. İhraç tarihini takip eden en fazla bir ay içerisinde fon portföyünün oluşturulması gerekmektedir (Tebliğ, m.20/5-a).

Fon portföyünü fon kurulu oluşturur (Tebliğ, m.6/3-b). Fon kurulunun, portföy üzerinde tasarruf yetkisi, amaç yönünden sınırlandırılmıştır. Buna göre, fon kurulu oluşturduğu portföy üzerinde ancak Kanun, Tebliğ, fon içtüzüğü ve ilgili diğer mevzuattan doğan yükümlülüklerin yerine getirilmesi amacıyla tasarrufla bulunulabilir (Tebliğ, m.20/3). Şu halde fon portföyüne inançlı malik olan kurucuya hiçbir tasarruf yetkisi verilmezken (SPKn m.38/B f.3), fon kuruluna da sınırlı bir tasarruf yetkisi tanınmıştır.

Diğer taraftan, fon üzerindeki kanunî koruma şemsiyesinin geçerlilik süresi menkul kıymetlerin itfasına kadardır. Başka bir deyişle, menkul kıymetlerin ödenmesinden sonra fon portföyündeki varlıklar tasarrufa konu edilebilir, haczedilebilir, rehne konu olabilir, teminat gösterilebilir, hakkında ihtiyati tedbir kararı verilebilir ve iflas masasına dahil edilebilir.

aa- Portföyde yer alabilecek varlıklar

Fon kurulunun fon portföyüne alabileceği varlıklar sınırlandırılmıştır (Tebliğ, m.20/1). İchtüzükte belirtilmek şartıyla fon kurulunun portföye dahil edebileceği varlıklar şunlardır:

- a) İpotekli konut kredileri⁵⁵²,
- b) İpoteğe dayalı menkul kıymetler ve ipotek teminatlı menkul kıymetler,
- c) İpotekli konut kredilerinden elde edilen nakdin değerlendirilmesi amacıyla yönelik olarak, nakit benzeri kısa vadeli yatırımlar⁵⁵³,

⁵⁵² İpotekli konut kredileri, tapu siciline mesken olarak kaydedilen bir veya birden fazla konut üzerine ipotek tesis etmek suretiyle teminat altına alınmış alacak ve kredileri ifade eder (Tebliğ, m.3/g).

⁵⁵³ Nakit benzeri kısa vadeli yatırımlar, Tebliğin m.20/2 hükmü uyarınca, üç aydan kısa vadeli ters repo ve mevduat ile likit fonlar, borsa para piyasası işlemleri ve Kurulca uygun görülen ve kamuya ilan edilen diğer para ve sermaye piyasası araçlarını ifade eder.

- ç) Yedek hesaplardaki varlıklar⁵⁵⁴,
- d) Türev araçlardan kaynaklanan haklar ve teminatlar⁵⁵⁵,
- e) Kurulca uygun görülecek diğer varlıklar.

Söz konusu varlık kalemleri içinde en önemlisi ipotekli konut kredileridir. Çünkü Tebliğ düzenleyicisi, ipotek teminatlı menkul kıymetlerde olduğu gibi, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerde de teminat varlıklarının ağırlıklı olarak ipotekli konut kredilerinden oluşmasını istemiştir. Şöyle ki, fon portföyünde en az ihraç edilen menkul kıymetlerin anapara tutarı kadar ipotekli konut kredisi olması şart koşulmuştur (Tebliğ, m.20/5-a)⁵⁵⁶. Öte yandan, kredilerin sadece anapara değil, faiz yönünden de ihraç edilen menkul kıymetten yüksek olması kaide olarak belirtilmiştir (Tebliğ, m.20/5-ç). Bundaki amaç, baştan beri belirttiğimiz gibi, menkul kıymetlere dayanak gösterilen varlıkların yeterli teminat teşkil etmesini sağlamaktır⁵⁵⁷.

Bir ipotekli kredinin fon portföyüne dahil edilmesi, fonun kredi verenle yapacağı bir devir sözleşmesi ile gerçekleştirilir (Tebliğ, m.21/1). Kanımızca söz konusu devir sözleşmesi, kredi sözleşmesinin⁵⁵⁸ hak ve borçlarıyla bir bütün olarak devrini değil, sadece kredi sözleşmesinden doğan alacak haklarının devrini içeren BK m.162 anlamında bir alacağın temlik sözleşmesi niteliğindedir. Bu şekilde düşünmemizin sebebi, hem menkul kıymetleştirmede ihraca dayanak varlıkların özel amaçlı kuruluş tarafından devralınması işleminin alacağın temlik mahiyetinde olduğunun genel kabul görmesi⁵⁵⁹, hem de ilgili Tebliğ maddesinde, devir sonucunda ilgili kredinin sahipliğiyle ilgili hakların Fona geçeceğinin hüküm altına alınmış olmasıdır. Gerçekten de devir sözleşmesi sonucunda, kredi sözleşmesine ait hakların

⁵⁵⁴ Yedek hesaplar, ipotekli konut kredilerinin fonun toplam yükümlülüklerini aşan kısmının aktarıldığı hesaplardır (Tebliğ, m.23/1-c). İpotekli konut kredilerinden sağlanan nakdin hesaplara aktarımı hizmet sağlayıcı tarafından gerçekleştirildiği için, yedek hesaplara yapılacak aktarım oran ve miktarının da hizmet sözleşmesinde belirtilmesi şarttır. Öte yandan, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin itfası ve fondan yapılan diğer harcamalar sonunda, fon portföyünde artan nakdin ne şekilde kullanılacağına fon kurulu karar verir (Tebliğ, m.35/2).

⁵⁵⁵ Portföye dahil edilecek türev aracın, borsalarda alım satıma konu olması veya karşı tarafının, kurulduğu ülke yetkili otoritesi tarafından yetkilendirilmiş bir banka, kredi kuruluşu, sigorta şirketi veya merkezi takas kuruluşu olması ve kredi derecelendirme kuruluşlarınca belirlenen derecelendirme notunun en az yatırım yapılabilir seviyede olması gerekir (Tebliğ, m.24/1).

⁵⁵⁶ İpotek teminatlı menkul kıymetlerden farklı olarak, fon portföyünde, ipotekli ticari kredilere yer verilmemesi dikkat çekicidir.

⁵⁵⁷ Menkul kıymetleştirilecek alacakların sağlayacağı nakit akımının, menkul kıymetlere ödenmesi taahhüt edilen getiri miktarından daha fazla ya da en az ona eşit olması gerektiği hakkında önceki açıklamalarımız için bkz. yukarıda Bl. 1, III.

⁵⁵⁸ Kredi kuruluşunun, krediyi kullanan tüketici ile akdettiği kredi verilmesine dair sözleşme.

⁵⁵⁹ Menkul kıymetleştirmede alacakların temlik ile ilgili açıklamalarımız için bkz. yukarıda Bl. 2, III A.

karşı tarafa devredilmesi borcundan (yani bir taahhüt işleminden) değil, bizatihi hakların geçeceğinden bahsedilmesi, işlemin alacağın temlik mahiyetinde bir tasarruf işlemi olduğunu doğrulamaktadır. Devir sözleşmesinin alacağın temlik mahiyetinde olması nedeniyle BK m.163 hükmü uyarınca yazılı yapılması şarttır.

Fon portföyünün inançlı malik sıfatıyla kurucunun mülkiyetinde olmasının bir gereği olarak, ipotekli konut kredilerinin fon portföyüne alınması halinde, ipoteğin kurucu adına tapu siciline tescil edilmesine cevaz verilmiştir. Şu kadar ki, işlemin aynı zamanda fon hesabına yapıldığı bilgisine de sicil kaydında yer verilir (Tebliğ,m.20/5-c). Ayrıca, üzerinde ipotek konulan konutun tapu sicil kaydının beyanlar hanesine, kredinin fona devredildiği hususunun kaydedilmesi lazımdır.

İpotekli konut kredisi kredi verenden devralınacaktır. Kredi veren kavramı, Tebliğin m.3/1 hükmünde yapılan tanıma göre, fon portföyüne dahil edilen krediyi tüketiciye kullandıran ve/veya tüketicilere kullandırılan kredileri devralan kurucu veya konut finansmanı kuruluşunu⁵⁶⁰ ifade eder. Şu halde fon kurucusunun kendi alacaklarını fona devretmesi söz konusudur. Bu ise hatırlanacağı gibi, menkul kıymetleştirme yönteminin uygulanışı ile ilgili önceki bölümlerde yer alan, kaynak şirketin alacaklarını kendi kurduğu özel amaçlı kuruluşa devretmesine dair açıklamalarımıza uymaktadır⁵⁶¹.

Fonun kredi verenden devralabileceği ipotekli konut kredileri üç kategoriye ayrılabilir:

- a) Kredi verenin kendi kaynaklarından kullandığı krediler
- b) Kredi verenin diğer konut finansmanı kuruluşlarından devraldığı krediler
- c) TOKİ'den devralınan alacaklar

Öte yandan, devralınacak ipotekli konut kredilerinin belli nitelikleri haiz olması şarttır (Tebliğ, m.21/2). Bunlar kısaca; *i*) konutun Türkiye sınırları içinde olması, *ii*) yapı kullanma izninin alınmış olması, *iii*) deprem, yangın ve her türlü doğal afete karşı sigortalanmış olması, *iv*) vadesi gelmiş tüm ödemelerinin yapılmış olmasıdır. Bu koşullara, krediye konu taşınmazın değerinin, SPK düzenlemelerine

⁵⁶⁰ Konut finansmanı kuruluşları, konut finansmanı amacıyla doğrudan tüketiciye kredi kullandıran ya da finansal kiralama yapan bankalar ile konut finansmanı faaliyetinde bulunması uygun görülen finansal kiralama şirketleri ve finansman şirketleridir (SPKn m.38/A f.2).

⁵⁶¹ Bkz. yukarıda Bl. 2, II C.

göre⁵⁶² gayrimenkul değerlendirme yetki belgesine sahip kuruluşlarca hesaplanmış olmasını da ekleyebiliriz (Tebliğ, m.21/4).

Tebliğın 21/5 hükmü, ipotekli konut kredisinin fon portföyüne devri tarihinden önceki yapılan işlemlerden dolayı ortaya çıkabilecek mali yükümlülüklerin fon portföyünden karşılanamayacağını, bu yükümlülüklerle ilişkin uyumsuzluklarda tüketiciye karşı krediyi kullandıranın taraf olacağını ve krediyi kullandıranın TKHK'nda öngörülen (m.4/3) ayıba karşı tekeffül sorumluluğunun devam edeceğini belirtmektedir. Bu hüküm, 5582 sayılı Kanunla değişik 4077 sayılı TKHK'nun m.4 f.3, m.7 f.3 ve m.10/B f.9 hükümleri ile bağlantı halindedir. TKHK'nun anılan hükümleri; ayıplı ifa, kampanyalı satışta teslimin veya ifanın hiç ya da zamanında yapılmaması ve konut finansmanı⁵⁶³ için verilen tüketici kredilerinde konutun hiç ya da zamanında teslim edilmemesi hallerinde, bağlı kredi vereni⁵⁶⁴, üretici ve satıcı (ve belirtilen diğer ara birimler) ile birlikte tüketiciye karşı müteselsilen sorumlu kılmaktadır⁵⁶⁵. Satın alınan malın ya da hizmetin, üretiminden teslimine kadar tüketiciye ulaşmasında fonksiyon üstlenen tüm birimlere ifanın gereği gibi yerine getirilmesinde müteselsil sorumluluk yükleyen TKHK'nun anılan hükümleri, tüketicinin etkin bir şekilde korunmasında önemli fonksiyona sahiptir⁵⁶⁶.

Ancak, her üç hükümde de (m.4 f.3, m.7 f.3 ve m.10/B f.9) kredinin (konut finansmanı için konut finansmanı kuruluşu tarafından verilen bağlı tüketici kredisinin) devredilmesi halinde, kredi veren konut finansman kuruluşunun sorumluluğunun devam edeceği ancak devralan kuruluşun (tüketiciye karşı) bir sorumluluğunun söz konusu olmayacağı belirtilmektedir. Söz konusu sorumsuzluk hükümlerinin, BK m.167 hükmü karşısında tartışılması gerekmektedir. Şöyle ki, alacağın temlik halinde borçlunun def'i haklarını düzenleyen BK m.167 hükmünde,

⁵⁶² Bkz. Seri:VIII, No:35 sayılı Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Değerleme Hizmeti Verecek Şirketlere ve Bu Şirketlerin Kurulca Listeye Alınmalarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (12.08.2001 tarih, 24491 sayılı RG).

⁵⁶³ Konut finansmanı SPKn m.38/A hükmü uyarınca, konut edinmeleri amacıyla tüketicilere kredi kullandırılması, konutların finansal kiralama yoluyla tüketicilere kiralanması, sahip oldukları konutların teminatı altında tüketicilere kredi kullandırılmasıdır.

⁵⁶⁴ Satın alınan mal, banka ya da finans kurumlarından sağlanan tüketici kredisi ile edinilmiş ve kredi kurumu ya da banka bu krediyi, belirli bir mal veya hizmetin satın alınması ya da belirli bir satıcı ile yapılacak hukuki işlem koşuluyla vermişse, bağlı krediden söz edilir (*Zevkliler, A./Aydoğdu, M.: Tüketicinin Korunması Hukuku, 3. Baskı, Ankara 2004, s. 144*).

⁵⁶⁵ Şu kadar ki, konut finansmanı için bağlı kredi veren konut finansmanı kuruluşunun ayıplı ifadan müteselsil sorumluluğu, teslim tarihinden itibaren bir yıl ve kullandığı kredi miktarı ile sınırlandırılmıştır. Bunu zaman ve miktar yönünden bir sınırlama olarak telakki edebiliriz.

⁵⁶⁶ *Zevkliler/Aydoğdu, s. 143*.

borçlunun, temlik öğrendiği zaman, temlik edene karşı sahip olduğu def'ileri⁵⁶⁷, temlik alana karşı dahi ileri sürebileceği düzenlenmektedir. Bu, alacağın temlikinde borçlunun durumunun ağırlaşmaması ya da değişmemesi ilkesinin bir gereğidir. Bağlı krediyi veren konut finansmanı kuruluşunun krediyi devretmesi halinde, kredi alacağının BK m.162 anlamında temlik edilmiş olacağı açıktır. Bu durumda, kredi borçlusu tüketicinin, krediyi devralan yeni alacaklıya, eski alacaklıya karşı haiz olduğu tüm savunma imkanlarını⁵⁶⁸ ileri sürme hakkı bulunduğunu kabul etmek gerekir. Şu halde, 5582 sayılı Kanunla değişik TKHK'nun m.4 f.3, m.7 f.3 ve m.10/B f.9 hükümlerinde krediyi devralan için öngörülen sorumsuzluk kayıtları ile BK m.167 hükmü arasında farklılık (genel hüküm-özel hüküm ayrımı) doğmaktadır⁵⁶⁹.

5582 sayılı Kanunla TKHK'da yapılan değişiklik ve eklemelerde kanun koyucunun amacı, bağlı tüketici kredisi veren kredi kurumları gibi, bağlı konut kredisi veren konut finansmanı kuruluşlarını, konutun ayıplı teslim edilmesi ya da gereği gibi teslim edilmemesi hallerinde satıcı ve diğer sorumluluk süjeleri ile birlikte müteselsil sorumlu kılmaktır⁵⁷⁰. Başka bir ifadeyle, kanun koyucunun amacının tüketiciyi korumak olduğunda kuşku yoktur. Ancak, krediyi devralan kuruluşun sorumluluk zinciri dışında bırakılması, tüketiciyi oldukça zora sokabilecek bir duruma getirmiştir. Şöyle ki, konut edinmek için konut finansmanı kuruluşundan bağlı kredi kullanan bir tüketici, bu kredinin konut finansmanı kuruluşu tarafından konut finansmanı fonuna devredilmesi halinde, satıcı konutu ayıplı ya da gecikmeli teslim etse veya hiç teslim etmese bile, konut finansmanı fonuna kredi taksitlerini ödemek zorunda kalacak, TKHK ve BK'ndan kaynaklanan haklarını konut

⁵⁶⁷ Buradaki def'i kavramını geniş olarak yorumlamak, yani hem teknik anlamıyla def'ileri hem itirazları kapsayacak şekilde anlamak gerekir (*Dayınlarlı*, s. 183-184).

⁵⁶⁸ Bunlar TKHK'nun tüketiciye tanıdığı seçimlik haklar olabileceği gibi (TKHK m.4/2), genel hükümlere istinaden borçluya ifadan kaçınma imkanı sağlayan tüm itiraz ve def'iler de olabilir. Örneğin, şekil noksanlığı veya ehliyetsizlik sebebiyle alacağın geçerli surette doğmadığı, yahut ifa, ibra, takas vs. nedenlerle alacağın sona erdiği veyahut alacağın zamanaşımına uğradığı ya da ödemezlik def'i gibi.

⁵⁶⁹ Öte yandan bu farklılık, tüketici haklarını genişletme ve tüketiciyi en geniş anlamda koruma amacındaki kanun koyucunun, bizzat TKHK'da 5582 sayılı Kanunla yapılan değişiklik ile tüketici haklarının kısıtlandığı şeklinde bir yoruma yol açabilir. Nitekim bu yöndeki eleştirisi için bkz. *Doğru*, s. 294.

⁵⁷⁰ Nitekim bu husus 5582 sayılı Kanununun 22. maddesi gerekçesinde açık bir şekilde aşağıdaki gibi ifade edilmiştir: "Böylelikle, konut finansmanı kuruluşları tarafından, ancak belirli bir konutun satın alınması ya da belirli bir satıcı ile yapılacak satış sözleşmesi şartı ile verilen bağlı kredi niteliğindeki kredilerde, teslim edilen konutun ayıplı olmasına karşı satıcı ve diğer sorumlular ile birlikte konut finansmanı kuruluşlarına da kullandırılan kredi miktarı kadar müteselsil sorumluluk getirilerek tüketicinin korunması amaçlanmıştır".

finansmanı fonuna karşı ileri süremeyecektir. Şu halde kanun koyucu, krediyi kullandıran konut finansmanı kuruluşunu müteselsil sorumluluk kapsamına dahil etmekle tüketiciyi korumayı amaçlarken, krediyi devralan kuruluşu bu kapsamın dışında bırakması tam tersi bir sonuç doğurmaktadır.

Kanun koyucunun bu tutumunun bilinçli bir tercih mi, yoksa gözden kaçan bir nokta mı olduğu tartışılabilir. Şöyle ki, kanun koyucu menkul kıymet ödemelerinin aksamadan yerine getirilmesi için, krediyi devralan kuruluşu bilinçli olarak sorumluluk dışında bırakmak istemiş de olabilir. Gerçekten de, krediyi devralacak kuruluş, bu krediyi ihraç edilen menkul kıymete dayanak olmak üzere fon portföyüne ya da teminat havuzuna dahil edecek olan konut finansmanı fonu ya da ipotek teminatlı menkul kıymet ihraççısıdır. Kanun koyucunun iradesi, ipotekli sermaye piyasası araçlarının güvenilir bir enstrüman olarak kabulü ve yaygınlaşması için, menkul kıymet ödemelerinin aksamadan gerçekleştirilmesi ve sistemin işlerliğini sağlamak üzere, menkul kıymetin teminatını oluşturan ipotekli konut kredisi alacaklarının her halükarda kredi borçlusundan tahsil edilmesi yönünde olabilir.

Kanun koyucunun bu yöndeki iradesinin menfaatler dengesini tüketici aleyhine aşırı derecede zedelediği yorumu bir yönden haklıdır. Ancak tüketicinin büsbütün bir mağduriyetinden bahsetmek de gerçekçi olmaz. Zira, konutun kendisine gereği gibi teslim edilmemesi halinde, tüketicinin, kredi taksitlerini ödemeye devam etmek zorunda kalsa bile, kendisine karşı müteselsil olarak sorumlu olan şahıslara (satıcı, sağlayıcı, bayi, acente, krediyi kullandıran konut finansmanı kuruluşu) müracaat hakkı saklıdır. Tüketici bu şahıslara müracaat ederek zararının tazminini talep edebilir ve kanunla kendisine tanınan seçimlik haklardan durumun icabına uygun olanlarını kullanabilir. Ancak, kanımızca tüketicinin TKHK'nda öngörülen seçimlik haklarını⁵⁷¹ kullanmak istemesi halinde, bu hakların bir kısmında bazı değişiklikler meydana gelmesi kaçınılmazdır⁵⁷². Şöyle ki, tüketicinin kredi borçlarını

⁵⁷¹ TKHK'nun m.4/2 hükmüne göre, ayıplı ifa halinde tüketicinin kullanabileceği seçimlik haklar şunlardır: 1) malı geri vermeye hazır olduğunu bildirerek sözleşmeden dönme, 2) maldaki ayıp oranında satış bedelinden indirim talep etme, 3) malın ayıpsız misliyle değiştirilmesini talep etme, 4) bozuk olan malın ücretsiz onarılmasını isteme ve son olarak 4) yukarıda bahsedilen seçimlik haklardan birinin yanında, ayıp nedeniyle bir zarara uğranmışsa zararın tazminini talep etme.

⁵⁷² *Zevkliler/Aydoğdu*, somut olayın özelliklerine göre alıcının yasa tarafından kendisine tanınan seçimlik haklardan yalnızca birini ya da birkaçını kullanmak durumunda kalabileceğini belirtmektedir (s. 125).

krediyi devralan kuruluşa ödeme zorunluluğu devam ederken, aynı anda sözleşmeden dönme hakkını da kullanması söz konusu olamaz. Bu nedenle tüketicinin birinci seçimlik hakkını kullanamayacağı görüşünderiz⁵⁷³. Diğer taraftan maldaki ayıp oranında satış bedelinden indirim talep etme hakkına dair seçimlik hak da kanımızca “olduğu gibi” kullanılamaz. Zira krediyi devralan kuruluş, devraldığı kredi miktarı kadar tüketiciye karşı alacaklı hale gelmekte ve tüketicinin krediyi devralana karşı bir hak ileri sürme imkanı bulunmamaktadır. O halde, tüketicinin, kendisine karşı müteselsil sorumlu olan şahıslardan talep etmeye hakkı olduğu indirimin, yine bu şahıslardan talep edilebilecek bir para alacağına dönüşeceği fikrindeyiz. Tüketicinin diğer seçimlik haklarını ileri sürebilmesinde, yani ayıplı malın ayıpsız misliyle değiştirilmesini ya da konuttaki ayıp onarım suretiyle giderilebilecekse konutun ücretsiz olarak onarılmasını talep edebilmesinde bir sorun yoktur. Ayrıca tüketicinin bir zararı söz konusuysa, bu zararının tazminini de maddede sözü edilen şahıslardan talep edebilecektir.

Tüm bu imkanlara karşın, yine de tüketicinin kredi borcunu ödemeye devam etmek mecburiyetinde kalması, tüketiciyi ekonomik olarak çok güç durumda bırakıyor ve hakkaniyete uygun düşmüyorsa, MK m.2/2 hükmüne istinaden hakimden ihtilaf çözülene kadar ödemelerin durdurulmasının talep edilebileceğini düşünöyoruz.

Öte yandan yinelemek gerekirse, bahse konu tartışma ancak kredinin bağlı kredi olması halinde söz konusudur. Konut alımında bağlı kredi kullanımı konusunda önemli bir noktanın bilinmesinde fayda vardır: Alınacak konutun kredinin teminatı olarak bankaya ipotek edilmesi, bankanın konutun değerinin belli bir oranı kadar kredi vermesi ve krediyi ipoteğin tapuya tescilinden sonra kullandırması, verilen kredinin bağlı kredi olduğunu göstermez. Banka bu halde alınacak konutla, sadece teminat bakımından ilgilenmekte, yoksa tüketicinin hangi konutu aldığı ya da hangi satıcıdan aldığı ile ilgilenmemektedir. Aksi görüş, bankaların ipotek teminatı ile

⁵⁷³ Satım akdinde ayıba karşı tekeffülü düzenleyen maddelerden BK'nun m.202/2 hükmü de bu savımızı desteklemektedir. Anılan hükümde, hakimin, müşterinin ilk seçimlik hakkını kullanması halinde sözleşmenin feshini haklı bulmuyorsa, bedelden indirim yapılmasına karar verebileceği belirtilmektedir.

verdikleri tüm kredilerin bağılı kredi sayılması sonucunu verir ki, kanun koyucunun amacı bu değildir⁵⁷⁴.

Fona devredilen bir ipotekli kredi kural olarak fon portföyünden çıkarılamaz (Tebliğ, m.25/4). Bir ipotekli kredinin fon portföyünden çıkarılması, ancak kredinin aranan koşullara uygun olmadığına anlaşılması, kredinin ödenmemesi nedeniyle icra takibine konu olması ya da fonun yeniden yapılandırılması hallerinde fon kurulu kararı ile mümkündür. Böyle bir çıkarma halinde, krediyi devreden krediyi geri almakla yükümlü tutulmuştur (Tebliğ, m.25/1). Kanımızca bu, alacağın temlik işlemine dercedilen bozucu infisahi bir şart niteliğindedir⁵⁷⁵. Burada bozucu şart, kredinin içtüzük ve izahnamede belirtilen niteliklere sahip olmadığına ortaya çıkmasıdır. Şart gerçekleştiği, yani kredideki uygunsuzluk anlaşıldığı takdirde, alacağın temlik hükümsüz kalmakta ve alacak eski sahibine geri dönmektedir⁵⁷⁶. Tebliğde bu hususa fon içtüzüğü ve izahnamede yer verilmesi gerektiğinden bahsedilmektedir. Kanımızca fon içtüzüğü ve izahnamede ancak fon portföyüne alınacak kredilerin sahip olması gereken nitelikler belirtilebilir. Şartın kendisi ise⁵⁷⁷, iki tarafın akdettiği sözleşmede, yani yazılı olarak yapılması gereken alacağın temlik sözleşmesinde yer almalıdır. Bu anlamda fon içtüzüğü ve izahnamede yer alan bilgiler, ancak şarta objektiflik kazandırmaya, başka bir ifadeyle kredinin sahip olması gereken niteliklerin karşı tarafça da kesin bir şekilde bilinmesine yarar. Böylece, fon kurulunun tek taraflı ve subjektif olarak kredinin portföy için uygun olmadığı kararı aldığı yönünde itirazların önüne geçilmiş olur.

Esasında Tebliğin m.25/1 hükmü, menkul kıymetleştirmede bir güvence mekanizması olan rüçû (*recourse*) yönteminin, biraz daha farklılaştırılmış bir uygulanma biçimidir. Önceki açıklamalarımızdan hatırlanacağı gibi⁵⁷⁸, bu yöntemde, kaynak şirket ile özel amaçlı kuruluş ihraç öncesinde yapacakları bir anlaşma ile, devredilen alacakların (biri ya da bir kaçının) borçlusu tarafından ödenmemesi halinde, özel amaçlı kuruluşun kaynak şirkete rüçû edebilme hakkı konusunda

⁵⁷⁴ *Reisoğlu (Seza)*: Konut Edinme Amaçlı Konut Finansmanı Sözleşmeleri ve Uygulama Sorunları, Bankacılar Dergisi, S. 61, 2007, s. 81.

⁵⁷⁵ Tartışmalı da olsa, alacağın temlikinin şarta bağılı olarak yapılabileceği kabul edilmektedir (*Eren*, s. 1185; *Oğuzman/Öz*, s. 855; *Dayınlarlı*, s. 99).

⁵⁷⁶ Bkz. *Oğuzman/Öz*, s. 868.

⁵⁷⁷ Başka bir ifadeyle, fon içtüzüğü ve izahnamede sayılan niteliklere sahip olmayan bir kredinin portföyden çıkarılarak devredene iade edileceği şartı.

⁵⁷⁸ Bkz. yukarıda Bl. 2, I E, 1-b.

anlaşırlar. Kaynak şirket bu anlaşmada, kendisine rüçû edilmesi halinde, ödenmeyen alacağı geri alıp yerine aynı miktarda başka bir alacak vermeyi ya da alacak tutarını kendisi ödemeyi taahhüt eder. İşte, Tebliğin anılan hükmü ile, konut finansmanı fonunda kaynak şirket yerine geçen kurucuya, fona devrettiği ipotekli konut kredisi alacaklarını, bu alacakların nitelik olarak yetersiz olduğunun anlaşılması halinde, geri alma yükümlülüğü yüklenmiştir. Bu suretle, özünde ihtiyârî olan bir güvence sağlama yöntemi, daha farklı bir uygulama biçimi ile zorunlu hale getirilmiş durumdadır.

bb- Portföydeki varlıkların izlenmesi ve kaydının tutulması

Fon kurulu fonun işlemlerine ilişkin olarak TTK, VUK ve SPKn çerçevesinde tutmakla zorunlu olduğu günlük defter, büyük defter ve diğer zorunlu defterleri tutar (Tebliğ, m.27/1). Fon portföyüne alınan varlıklara ilişkin kayıtların doğru tutulmasından fon kurulu sorumlu tutulduğundan, defterlerin usulüne uygun tutulmasından da fon kurulu sorumlu demektir. Fon kurulunun bu sorumluluğu, kurucuya ve ipoteye dayalı menkul kıymet sahiplerine karşıdır ve vekalet akdine dayanan sözleşmesel bir sorumluluktur (SPKn m.38/B f.5).

Her ne kadar Tebliğde fon işlemlerine ilişkin olarak TTK, VUK ve SPKn hükümleri çerçevesinde, günlük defter, büyük defter ve Maliye Bakanlığınca tutulması zorunlu tutulan defterlerin tutulmasından bahsedilmekte ise de, fonun bir tüzel kişiliği, dolayısıyla tacir sıfatı bulunmadığından, söz konusu defterleri TTK m.66 kapsamında kabul etmeye imkan yoktur.

Portföy varlıklarına dair kayıtların tutulma şekli Tebliğde çeşitli esaslara bağlanmıştır. Örneğin, portföye dahil edilen ipotekli konut kredilerinin her biri için, kredi bilgilerinin yer alacağı bir dosya açılması ve dosya numarası verilmesi zorunlu tutulmuştur (Tebliğ, m.27/1). Söz konusu dosyalarda, verilen krediye⁵⁷⁹ ve kredinin teminatı olarak üzerine ipotek konulan konuta⁵⁸⁰ ilişkin bilgiler yer alır.

Ayrıca, daha önce de belirttiğimiz gibi, ipotekli konut kredilerinin fon portföyüne alınması halinde ipotegin kurucu adına fon hesabına tapu siciline tescil ettirilmesi gerekmektedir (SPKn m.38/B f.7, Tebliğ m.21/5-c). Bu uygulama, ipotekli kredinin fon haricinde de izlenmesinde önemli bir fonksiyon icra eder.

⁵⁷⁹ Kredi miktarı, kredi borçlusu, kredinin veriliş tarihi, vadesi, faiz oranı, ödeme planı gibi.

⁵⁸⁰ Üzerine ipotek konulan konutun tapu kayıt bilgileri, ekspertiz değeri, sigorta bilgileri gibi.

Diğer taraftan, ipotekli konut kredileri dışında, fon portföyünde yer alan nakitler için nakdin bulunduğu hesap bilgisine; menkul kıymetler için menkul kıymetin ISIN kodu⁵⁸¹, nominal değeri, vadesi, faiz oranı, ödeme planı ve saklama bilgilerine; türev araçlar için de sözleşmenin tarafı, nominal değeri, sözleşmenin türü ve vadesi bilgilerine muhasebe kayıtlarına dair açıklamalarda yer verilir (Tebliğ, m.27/3).

Defter, dosya ve kayıtlardaki bilgilerin beş yıldan az olmamak üzere menkul kıymetlerin itfasına kadar saklanması zorunludur (Tebliğ, m.28). Kanımızca Tebliğ düzenleyicisinin bu düzenlemedeki amacı, bir yandan fon kurulunun görevini gereği gibi ifa edip etmediğini denetlemeye olanak sağlamak, diğer taraftan kredinin davaya konu edilmesi halinde, krediye mesnet belgelerin adli mercilere ibrazına imkan tanımaktır.

Fon portföyündeki varlıklara ilişkin kayıtların ayrı bir kayıt kuruluşu nezdinde de tutulmasını zorunlu hale getirmeye SPK'nın yetkili kılınmış olup (SPK'nın m.38/B f.6), Kurul tarafından bu konuda henüz bir düzenleme yapılmamıştır. Ancak, fon portföyünde yer alan varlıklara ilişkin tüm bilgi ve belgelerin elektronik bir kopyasının fon nezdinde saklanması zorunlu tutulmuştur (Tebliğ, m.28/2).

cc- Portföy varlıklarının takibi ve tahsili

Daha önce de belirttiğimiz gibi, konut finansmanı fonunda, yatırım fonlarından farklı olarak, portföy varlıklarının profesyonel esaslara göre yönetimi yerine, portföy varlıkları içerisinde önemli bir yer oluşturan ipotekli konut kredilerinin günlük idaresi söz konusudur. Fon kurulu bu idareyi yerine getirmek üzere bir hizmet sağlayıcı ile anlaşır. Tebliğ düzenlemesinde hizmet sağlayıcı olarak adlandırılan kuruluş, menkul kıymetleştirmenin tarafları başlığı altında olduğumuz “alacakları takip ve tahsil eden kuruluş” a tekabül etmektedir.

Hizmet sağlayıcı, kurucunun kendisi olabileceği gibi, kurucu niteliğini haiz başka bir kuruluş olabilir (Tebliğ, m.8/1). Önceki açıklamalarımızdan hatırlanacağı

⁵⁸¹ International Securities Identification Number. Menkul kıymetleri tanımlamak için kullanılan uluslararası standart olan ISIN kodu, ülkemizde hisse senetleri, devlet tahvili, hazine bonusu, Vadeli Opsiyon Borsası sözleşmeleri ve yatırım fonları için kullanılmaktadır. Takasbank, Türkiye’de ihraç edilen menkul kıymetlere ve diğer finansal araçlara ISIN kodu tahsis etmek üzere SPK tarafından görevlendirilen Ulusal Numaralandırma Kuruluşu’dur (<http://www.takasbank.com.tr/Pages/UluslararasıNumaralandırmaHizmeti.aspx>).

gibi⁵⁸², menkul kıymetleştirme işleminde özel amaçlı kuruluş, alacakların takip ve tahsili için “*servicer*” olarak adlandırılan bir banka ya da finansal kuruluşla anlaşabileceği gibi, kaynak şirketten de söz konusu hizmeti alabilir. Gerçekten borçlular ve onların mali durumları hakkında ilk elden ve daha fazla bilgi sahibi olan kaynak şirketin, alacakların tahsili işlemlerini üstlenmesi çabukluk ve randıman açısından daha elverişlidir. Kanımızca Tebliğin 8. maddesi hükmünde, kurucunun da hizmet sağlayıcı olabilmesinin düzenlenmiş olması, söz konusu elverişliliğin göz önüne bulundurulması nedeniyledir.

Hizmet sağlayıcı ile sözleşmeyi, fon kurulu yapar. Tebliğde hizmet sağlayıcının bir hizmet akdi çerçevesinde hizmet sunması kabul edilmiştir. Hizmet akdini vekalet akdinden ayıran önemli karakteristiklerden biri, işgörenin işi işverenin tam bir denetim ve gözetimi altında, onun talimatlarına bağlı olarak yapmak mecburiyetinde olmasıdır⁵⁸³. Şu halde fon kurulu ile ipotekli konut kredilerinin günlük idaresi için sözleşme imzalayan hizmet sağlayıcı, fon kurulunun tam bir gözetimi altında bulunacak ve işin yapılması ile ilgili fon kurulunun emir ve talimatlarına uyacaktır. Nitekim, hizmet sağlayıcı ile ilişkilerin düzenlenmesi fon kurulunun görevleri arasında sayılmıştır (Tebliğ, m.6/3-e).

Tebliğde hizmet sözleşmesinin içeriğinde asgari olarak bulunması gereken hususlar belirtilmiştir (Tebliğ, m.8/2). Bunlar arasında en önemlisi muhakkak ki, ipotekli konut kredilerine ait anapara ve faiz ödemelerinin zamanında tahsil edilmesi ve fon hesabına aktarılmasıdır. Konut finansmanı fonlarında doğrudan aktarım usulü benimsendiğinden, hizmet sağlayıcı, kredi borçlularından tahsil ettiği tutarları gecikmeksizin fon adına açılan banka hesabına yatırmak mecburiyetindedir (Tebliğ, m.8/5). Esasen bu, daha önce de belirttiğimiz, fon malvarlığının kurucu ve hizmet sağlayıcının malvarlığından ayrı tutulması kuralının da bir gereğidir (Tebliğ, m.4/1).

dd- Portföy varlıklarının saklanması

Portföy varlıklarının kurucu dışında başka bir saklayıcı kuruluş nezdinde saklanması da, fon portföyünün kurucunun malvarlığından ayrı tutulmasını sağlamaya yönelik bir düzenlemedir. Bu düzenleme uyarınca, fon portföyüne alınan

⁵⁸² Bkz. yukarıda Bl. 2, I B.

⁵⁸³ *Tandoğan*, s. 375 vd.; *Zevkliler*, A.: *Özel Borç İlişkileri*, Ankara 2007, s. 295; *Yavuz*, C.: *Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler*, C. II, İstanbul 1989, s. 207.

ipotekli konut kredileri dışındaki varlıkların yetkili bir saklama kuruluşu nezdinde saklanması zorunlu tutulmuştur (Tebliğ, m.10/1). İpotekli konut kredileri ise, alacak mahiyetinde birer teminat olduklarından, fiziki saklamaya konu edilmeleri mümkün olmayıp, bu kredilerin fona aidiyeti tapu kütüğündeki kayıtlarla sağlanır. Yukarıda belirttiğimiz gibi, bir ipotekli kredinin fona devri halinde, ipoteğin kurucu adına, fon hesabına tapu siciline tescil ettirilmesi zorunlu olup, ayrıca ipotekli konutun tapu sicili kaydının beyanlar hanesine kredinin fona devredildiği hususu işlenir.

Tebliğın m.20/5-a hükmü nedeniyle, portföy varlıklarının büyük bir çoğunluğunu ipotekli konut kredileri oluşturacağından, saklamaya verilecek varlıklar fon portföyünün çok cüz'î bir kısmını oluşturur. Bunlar; *i)* ipotek teminatlı menkul kıymetler, *ii)* nakit benzeri kısa vadeli yatırımlar, *iii)* yedek hesaplardaki varlıklar, *iv)* türev araçlardan kaynaklanan haklar ve teminatlar ve *iv)* SPKr'nca uygun görülen diğer varlıklardır (Tebliğ, m.20/1). Belirtilen varlıklardan da ancak nakit dışındakiler ve niteliği icabı saklanmaya müsait varlıklar saklanabilir. Çünkü Tebliğin çeşitli hükümleri, sarahaten belirtilmese de, nakdin kullanımını fon kurulunun emrine vermektedir. Örneğin Tebliğin m.4/2 ve 3, m.8/5 hükümleri ipotekli konut kredilerinin tahsilinden elde edilen nakitlerin, fondan yapılacak her türlü ödeme ve harcama için fon adına açılan bir banka hesabında tutulmasını düzenlemektedir. Yine fon portföyünde yer alan varlıklardan elde edilen nakit akımlarının gerekli kesintiler yapıldıktan sonra ipoteğe dayalı menkul kıymet sahiplerine aktarılacağı belirtilmektedir. Şu halde kanımızca nakit benzeri kısa vadeli yatırımlar⁵⁸⁴ ve yedek hesaplardaki varlıklar da saklamada tutulmayacaktır.

Saklama hizmeti, fon kurulu ile yetkili saklama kuruluşu arasında akdedilecek saklama sözleşmesine göre yerine getirilir⁵⁸⁵. Saklama kuruluşunun Takasbank olması halinde, saklama sözleşmesinin asgari unsurlarını belirleme yetkisi Takasbank'a bırakılmıştır. Takasbank dışında yetkili bir kuruluştan saklama hizmeti alınması halinde, sözleşmenin asgari unsurlarını belirleme yetkisi SPKr'na aittir. Şu halde, sözleşme, içeriği Takasbank ya da SPKr tarafından belirlenen bir tip sözleşme mahiyetinde olacaktır.

⁵⁸⁴ Nakit benzeri kısa vadeli yatırımların içeriği hakkında bkz. yukarıda dn. 553.

⁵⁸⁵ Fon varlıklarının saklanması da fon kurulunun görevleri arasına giren hususlardandır (Tebliğ, m.6/3-b).

Sözleşmenin hukuki niteliğinin kesin bir saptamasını yapmak için içeriğindeki hükümlere bakmak icap etse de, kanımızca burada BK 463 vd. maddelerinde düzenlenen bir vedia akdi söz konusudur. Ancak, saklamaya verilen portföy varlıkları misliyle değil, ferdiyle belirli varlıklar olacağı için usulsüz tevdiiden (BK m.467) bahsedilemez.

e) İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlerin İtfası

İpoteğe dayalı menkul kıymetler birer borçlanma senedir ve kararlaştırılan vadede faiziyle birlikte yatırımcısına ödenir. Menkul kıymet sahiplerine yapılacak ödemeler, esas olarak fon portföyünde yer alan varlıklardan elde edilen nakit akımlarından karşılanır (Tebliğ, m.16/5). Söz konusu nakit akımlarının çoğunluğunu, portföydeki ipotekli konut kredilerinin borçluları tarafından yapılan kredi ödemeleri oluşturur. Bu ödemeler hizmet sağlayıcı tarafından tahsil edilir ve fon adına açılan banka hesabına yatırılır (Tebliğ, m.8/5). Ödemeler, gerekli kesintiler yapıldıktan sonra (Tebliğ, m.4/3) fon kurulu tarafından yapılır (Tebliğ, m.6/3-ç).

Konut finansmanı fonunda, menkul kıymet ödemelerinin tehlikeye düşmemesi için güvence mekanizmalarının kullanılması fon kurulunun ihtiyarına bırakılmıştır. Şöyle ki, fon kurulu kurucu ve/veya kurucu dışındaki bir kuruluşla sigorta, garanti, teminat mektubu veya diğer bir garanti yöntemi kullanılmasını içeren sözleşme yapabilir (Tebliğ, m.23/1-a). Bu sözleşmede teminat altına alınan risk, ipotekli konut kredilerinden elde edilen nakit akımlarının ipoteğe dayalı menkul kıymet ödemelerini (ve diğer harcamaları) karşılayamaması riskidir. Görüldüğü gibi kurucudan da garanti alınabilmektedir⁵⁸⁶. Nitekim SPKn m.38/B f.2 hükmü de, kurucuların, ihraç edilen ipoteğe dayalı menkul kıymetlere yönelik garanti verebileceğini hükme bağlamaktadır. Öte yandan, kurucudan devralınan niteliği düşük kredilerin kurucuya iade edilebileceği öngörülerek, bir çeşit rücu mekanizmasına yer verilmiştir (Tebliğ m.25/1).

Güvence mekanizmaları alacak havuzunun teminat olma gücünü artıran ve aynı ölçüde menkul kıymete verilecek derecelendirme notunu yükselten bir etkidir. Çünkü güvence mekanizmaları ne ölçüde sağlamsa menkul kıymetin ödenmeme riski o derece az demektir. Nitekim, Tebliğde, güvence mekanizmaları fon portföyünün

⁵⁸⁶ Kurucudan alınan garantinin teknik anlamda bir garanti mi, yoksa kefalet mi olduğu konusundaki değerlendirmeler için bkz. aşağıda s. 165 vd.

kalitesini artıran işlemlerden sayılmıştır. Bu bağlamda, Tebliğin kabul ettiği diğer portföy kalitesini artırıcı önlemler, ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracında çeşitlilik yaratılması (menkul kıymetlerin farklı haklara sahip değişik sınıflara⁵⁸⁷ bölünerek ihraç edilmesi) ve ipotekli konut kredilerden elde edilen fazla nakdin yedek hesaplarda muhafaza edilmesidir. Yedek hesaplar, menkul kıymetleştirme yönteminde diğer güvence mekanizmaları başlığı altında bahsettiğimiz marj hesaba (*spread account, reserve account*) karşılık gelir⁵⁸⁸. Bu hesaplarda itfa sonunda bir bakiye kalırsa, bu bakiyenin kullanım şekline fon kurulu karar verir (Tebliğ, m.16/6, 35/2).

İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin yatırımcılara ödenmesinde doğrudan aktarım (*pass through*) usulü kabul edilmiştir (Tebliğ m.4/3). Bununla birlikte, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemelerinin aracı kuruluşlar vasıtasıyla yapılması zorunluluğu (Tebliğ m.18/7), kanımızca hem gereksiz, hem Tebliğin diğer hükümleriyle ahenksiz bir düzenlemedir. Çünkü Tebliğin diğer hükümleri menkul kıymet ödemelerinde hep fon kurulunun yetkisine işaret etmektedir. Ayrıca, kurucunun çoğunlukla bir banka olacağı göz önüne alındığında, banka şubeleri dururken, zorunlu olarak bir aracı kuruluşun araya sokulması çok anlamlı değildir.

f) İtfanın Tehlikeye Düşmesi Halinde Alınacak Önlemler

aa- Fonun yeniden yapılandırılması

Fon kuruluna SPK’r’nun onayıyla fonun yeniden yapılandırılması hakkında karar alma yetkisi tanınmıştır (Tebliğ, m.29/1). Tebliğde bu karara gerekçe teşkil edecek maddi herhangi bir neden gösterilmemiştir⁵⁸⁹. Yeniden yapılandırma kararı üç seçenekten birini içerir. Bunlar;

- 1) Tüm varlıkları ve yükümlülükleri ile birlikte fonun diğer bir kurucuya devri,
- 2) Fonun başka bir fon ile birleştirilmesi,

⁵⁸⁷ Anonim ortaklıklarda paylar arasında imtiyazdan kaynaklanan farklılıklar “grup” ayrımı olarak ifade edilirken, burada, farklı haklara sahip menkul kıymetler için “sınıf” ayrımı yapılmaktadır.

⁵⁸⁸ Bkz. yukarıda Bl. 2, I E, 1-c.

⁵⁸⁹ Bizim görüşümüze göre en belli başlı neden, fonun menkul kıymetleri ödeyememe riskinin doğması olabilir. Ancak farklı ekonomik sebeplerle de yeniden yapılandırma yoluna gidilmesi mümkündür.

3) İpoteğe dayalı menkul kıymet sahiplerine karşı tüm yükümlülüklerin yerine getirilmesi koşuluyla, ipotekli konut kredilerinin, kurucu veya üçüncü bir tarafa satılması yolu ile tasfiye edilmesi⁵⁹⁰.

Her ne kadar Tebliğ düzenlemesinde bu konuda bir açıklık bulunmasa da, fonun, varlıkları (fon portföyü) ve yükümlülükleri (menkul kıymet ödemeleri) ile birlikte bir malvarlığı teşkil ettiği düşünülürse, bu malvarlığının kül halinde başka bir kurucuya devrinin, BK m.179 anlamında bir mamelekin devralınması niteliğinde olduğu ileri sürülebilir. Anılan hükme göre, bir mameleki veya bir işletmeyi aktif ve pasifleriyle birlikte devralan kimse, bunu alacaklılara ihbar veya gazetelerde ilan ettiği tarihten itibaren onlara karşı mamelekin veya işletmenin borçlarından sorumlu olur, ancak iki yıl müddetle evvelki borçlu dahi yenisiyle birlikte müteselsilen sorumlu kalır. Kanımızca BK'nun m.179 hükmünün burada uygulanma kabiliyeti yoktur. Nedeni ise, fonun inanca mülkiyete konu bir malvarlığı olmasıdır. Başka bir ifadeyle, devreden kurucu da devralan kurucu da fona inanca olarak maliktir ve ayrıca garanti vermedikçe⁵⁹¹ fonun borçlarından sorumlu değildir. Bu bakımdan fon alacaklılarının menkul kıymet ödemeleri için iki yıl boyunca eski kurucuya müracaat haklarından söz edilemez⁵⁹². Nitekim Kurul, yeniden yapılandırma kararına ancak ipoteğe dayalı menkul kıymet sahiplerinin hak ve menfaatlerinin zarar görmeyeceği kanaatinde ise onay verebilir (Tebliğ, m.29/2).

Yukarıdaki açıklamalarımız fonun başka bir fon ile birleştirilmesi hali için de geçerlidir.

Yeniden yapılandırma halinde fon portföyünde yer alan varlıkların değerinin hesaplanması gerekir. Söz konusu hesaplama Tebliğ m.30 hükmünde belirtilen değerlendirme esaslarına göre yapılmalıdır.

⁵⁹⁰ Ancak bu seçenek, ipotekli konut kredilerinin kalan anapara nominal değerinin ihraç tarihindeki anapara nominal değerinin %10'una veya daha düşük bir değere inmesi halinde söz konusu olabilir.

⁵⁹¹ Nitekim Tebliğin 33/2 maddesinde, kurucunun garanti vermiş olması halinde, menkul kıymetlerin ödemelerinin portföyden karşılanamayan kısmından kendisinin yükümlü olacağı hükme bağlanmaktadır.

⁵⁹² Öyle ki, menkul kıymet sahiplerinin devralan kurucuya müracaat haklarından bahsedilemez. Çünkü, ipoteğe dayalı menkul kıymetler, ipotek teminatlı menkul kıymetler gibi ihraççının yükümlülüğü altında menkul kıymetler değildir. Aksine, inanca olarak kurucunun mülkiyetine dahil olan fon malvarlığı, menkul kıymet ödemelerinin tek teminatını teşkil eder. Şu kadar ki, fon portföyünde yer alan varlıklardan gelen nakit akımlarının menkul kıymet ödemelerine yetmemesi riskine karşı oluşturulan güvence mekanizmaları (garanti, teminat mektubu, sigorta gibi) mevcuttur.

bb- Fon kurulu üyelerinin değiştirilmesi

Fon kurulunun görevlerini gereği gibi yerine getirmemesi nedeniyle fonun geri ödeme güçlüğüne düşmesi halinde Kurul, fon kurulu üyelerinin değiştirilmesini kurucudan talep edebilir (Tebliğ, m.33/1)⁵⁹³.

Geri ödeme güçlüğü'nün devamı halinde Kurul fonun başka bir kurucuya devredilmesine karar verebilir⁵⁹⁴. Her ne kadar fonun kendisine devredilmesinden devralan kurucu için parasal bir yükümlülük doğmasa da, yine de devir işlemi için yeni kurucunun rızasının alınması gerekeceğini düşünüyoruz. Kurulun tek yönlü kararı ile devir işleminin gerçekleşeceğini kabule imkan yoktur⁵⁹⁵.

Fon başka bir kurucuya devredilse de, devreden kurucunun ipoteğe dayalı menkul kıymet ödemeleri için verdiği güvence geçerli kalmaya devam eder. Şöyle ki, Tebliğin ifadesiyle, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin geri ödemelerinin fon malvarlığından karşılanamayan kısmının tam ve zamanında yapılmasına ilişkin yükümlülüğü devam eder (Tebliğ, m.33/2 c.son). Tebliğin anılan ifadesi kurucu tarafından verilen güvencenin bir garanti mi, yoksa kefalet mi olduğunun tartışılmasını gerektirir. Gerçekten, Tebliğ hükmünde, fon portföyünden karşılanamayan kısım için kurucunun yükümlü olacağını belirtmesi, güvencenin talî bir nitelikte olacağına işaret etmekte, bu ise garanti sözleşmesinin mahiyetiyle bağdaşmamaktadır.

Bilindiği gibi, garanti sözleşmesi, garanti alanın belli bir davranışa girişmesinden veya kendisiyle borç ilişkisine girdiği bir üçüncü kişinin edimini yerine getirmemesinden doğan zarar tehlikesini, garanti verenin bağımsız bir taahhülle üzerine aldığı sözleşmedir⁵⁹⁶. Garanti sözleşmesi çeşitli yönlerden kefaletten farklı özellikler gösterir⁵⁹⁷. Bunlardan konumuz bakımından önem arz eden, garanti sözleşmesinde garanti verenin taahhüdünün temel borç ilişkisinden bağımsız, yani fer'i olmayan bir nitelik taşımasıdır. Başka bir deyişle, garanti sözleşmesinde teminat altına alınan risk gerçekleştiği takdirde garanti alan doğrudan

⁵⁹³ Görüldüğü gibi, ipotek teminatlı menkul kıymetlerde Kurulun teminat sorumlusunu re'sen değiştirme yetkisine benzer bir yetki, burada Kurula tanınmamıştır.

⁵⁹⁴ Fonun başka bir kurucuya devri konusunda BK m.179 hükmünün uygulama alana bulmayacağına ilişkin açıklamalarımız için bkz. yukarıda Bl. 3, II B, 1-f (aa).

⁵⁹⁵ İpotek teminatlı menkul kıymetlerdeki benzer durum hakkında açıklamalarımız için bkz. yukarıda s. 127.

⁵⁹⁶ *Tandoğan*, s. 809; *Reisoğlu (Seza)*, Garanti Mukavelesi, s. 9; *Akman*, s. 1670.

⁵⁹⁷ Ayrıntılı bilgi için bkz. yukarıda Bl. 2, I E, 2-a.

doğruya garanti verene müracaat edebilir. Adi kefalette ise kefile müracaat için önce asıl borçlunun takip edilmesi ve bu takibin semeresiz kalması gereklidir (BK m.486).

Tebliğin m.33/2 hükmünde, kurucunun verdiği garantide, ipoteğe dayalı menkul kıymet ödemelerinin fon portföyünden karşılanamayan kısım için kendisine müracaat edilebileceği hükme bağlanmıştır. Bu hükme istinaden, her ne kadar Tebliğde garanti deyimi kullanılmışsa da kurucunun yükümlülüğünün bir kefalet mahiyetinde olduğu haklı olarak ileri sürülebilir. Nitekim Yargıtay Hukuk Genel Kurulu'nun 4.7.2001 tarih ve E.2001/19-534, K.2001/583 sayılı kararında⁵⁹⁸, bir sözleşmenin garanti sözleşmesi ya da kefalet sözleşmesi olduğunu tayinde, tek başına sözleşmede geçen "garanti şerhi" veya bu mealdeki beyanlara itibar edilemeyeceği, teminat veren kimsenin iradesinin titizlikle araştırılması gerektiği, ayrıca sözleşmenin niteliğinin tespit ve yorumunda doktrinde ve uygulamada belirlenen çeşitli ana ve yardımcı kıstaslara ayrı ayrı bakılması gerektiği belirtilerek, somut olay bakımından banka kredi kartı sözleşmelerinde sözleşme metnindeki garanti şerhi ibaresi altına üçüncü şahıs tarafından atılan imzanın bir garanti değil, kefalet yerine geçeceğine hükmedilmiştir.

Şu halde, kurucu ile fon kurulu arasında akdedilen ipoteğe dayalı menkul kıymet ödemelerine ilişkin teminat sözleşmesinin bir garanti mi, yoksa kefalet mi olduğunu belirlemek için, evvel emirde sözleşme hükümlerine bakmak ve taraf iradelerini yorumlamak gerekse de, Tebliğin anılan hükmü kefalet görüşüne ağırlık kazandırmaktadır. Zaten aksi yorum, ipoteğe dayalı menkul kıymetleri, bütünüyle ihraççının yükümlülüğü altındaki ipotek teminatlı menkul kıymetlere benzer bir araç haline getirirdi.

Başka bir kurucuya devir imkânı bulunmayan hallerde SPK'r, fonun yönetim ve temsilinin Yatırımcıları Koruma Fonu veya atanacak diğer bir fon kurulu tarafından yürütülmesine karar verebilir⁵⁹⁹.

cc- Kurucunun veya saklayıcının faaliyet izninin iptali

Tebliğin m.34/1 hükmü uyarınca, fon kurucusunun veya saklayıcısının faaliyet izinlerinin iptali veya bunların kurucu veya saklayıcı olma şartlarını

⁵⁹⁸ Bkz. Ankara Barosu Dergisi, S. 2001/3, s. 240 vd.

⁵⁹⁹ Kurul kararıyla alınan bu önlemi, mali durumu bozulan bankanın BDDK kararıyla TMSF yönetim ve denetimine alınmasına benzetebiliriz (5411 sayılı Bankacılık Kanunu m.71).

yitirmeleri halinde, Kurul tarafından, fonun, kurucu niteliklerini haiz başka bir kurucuya devrine⁶⁰⁰ veya fon varlıklarının saklayıcı niteliklerini haiz başka bir kurumda saklanmasına karar verilebilir.

Başka bir kurucuya devir imkânı bulunmayan hallerde Kurul, fonun yönetim ve temsiline Yatırımcıları Koruma Fonu veya atanacak diğer bir fon kurulu tarafından yürütülmesine karar verebilir.

Kurucunun verdiği ve Tebliğin m.34/2 hükmüne göre fer'i mahiyette olan teminat saklı olup, ipoteğe dayalı menkul kıymet ödemelerinin fon malvarlığından karşılanamayan kısmı için kendisine müracaat edilebilir.

g) Fonun sona ermesi

Fon, yeni bir ihraç gerçekleştirmeyecekse, ihraç ettiği ipoteğe dayalı menkul kıymetleri ödedikten sonra işlevi sonra erer. Ancak ödemelerin tamamlanmasıyla Fon kendiliğinden infisah etmez. Fonun fesih yoluyla sona erdirilmesi gerekir. Fesih kararı fon kurulunun başvurusu üzerine Kurul tarafından verilir (Tebliğ, m35/1-b). Fon kurulu başvuru ekinde ipoteğe dayalı menkul kıymet sahiplerine karşı tüm yükümlülüklerin ifa edildiğini gösteren belgeleri Kurula sunmalıdır. Kurul tarafından feshine karar verilen fon, artık bir ihraç gerçekleştiremez.

Her ne kadar süreli fonlarda, sürenin dolmasıyla fonun sona ereceği Tebliğde belirtilmişse de, kanımızca süreli fonlarda da süresiz fonlardaki esas cari olmalı ve fon, ancak tüm yükümlülüklerini ifa ettikten sonra fesih kararıyla sona erdirilmelidir. Zira, fon içtüzüğünde belirtilen süre dolduğunda fonun kendiliğinden sona ereceğinin kabulü, sürenin dolduğu esnada, fonun devam eden bir yükümlülüğünün bulunması problemi ile tarafları karşı karşıya bırakır. Gerçekten fonun yükümlülükleri ile ilgili hukuki bir ihtilafın doğması halinde dava sürecinin uzaması ve bu esnada fonun süresinin dolması mümkündür. Bu nedenle, ipoteğe dayalı menkul kıymet sahiplerinin tüm yükümlülükleri karşılanmadan fonun sona ermeyeceğinin Tebliğde hükme bağlanması yerinde olur. Öte yandan, fonun süresinin, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin vadelerine makul bir zaman dilimi eklenerek belirlenmesinde fayda vardır. Sona eren fonun tasfiyesi söz konusu değildir. Çünkü, çoğunluğu ipotekli konut kredilerinden oluşan fon portföyü, bu kredilerin tahsili ile sağlanan paraların

⁶⁰⁰ Fonun yeniden yapılandırılması ve fon kurulu üyelerinin değiştirilmesi hallerinde, fonun başka bir kurucuya devri hakkında yaptığımız açıklamalar burada da geçerlidir.

ipoteğe dayalı menkul kıymet ödemelerinde kullanılması ile ömrünü tamamlar. Başka bir ifadeyle menkul kıymet ödemeleri tamamlandığında fon portföyünde de fazla bir varlık kalmaz. Fon portföyünde arta kalan paranın (yedek hesaplarda kalan para) ne şekilde kullanılacağına fon kurulu karar verir (Tebliğ, m.35/2). Şu kadar ki, bu kararın fon içtüzüğünde önceden belli edilmiş olması zorunludur.

h) Genel Değerlendirme

İpotek teminatlı menkul kıymetler hakkında, bu menkul kıymetlerin Kıta Avrupası'nda yaygın olarak kullanılan ipotekli tahvillere (*covered bonds*) karşılık geldiğini belirtmiştik. İpoteğe dayalı menkul kıymetler ise, menkul kıymetleştirilmenin anavatanı olan ABD'de uygulanan "*mortgage backed securities*"lere karşılık gelen menkul kıymet çeşidi olup, temel menkul kıymetleştirme tekniğinin hemen tüm özelliklerini bünyesinde barındırmaktadır. Gerçekten de, alacakların kaynak şirketten özel amaçlı kuruluşa devri, menkul kıymetlerin özel amaçlı kuruluş tarafından ihraç edilmesi ve devrolunan alacaklardan elde edilen nakit akımlarının menkul kıymet ödemelerine tahsis olunması gibi temel özelliklere Kanun ve Tebliğ düzenlemesinde yer verildiğini müşahade ediyoruz.

Ülkemizde halen menkul kıymet yatırım fonlarında uygulanan trust yapısının, konut finansmanı fonu adıyla, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerde özel amaçlı kuruluş olarak kullanılması uygun bulunmuştur. Buna göre kurucu (kaynak şirket) tarafından kurulan fon (özel amaçlı kuruluş), öncelikle ipoteğe dayalı menkul kıymet adında menkul kıymet ihraç edecek ve ihraçtan elde edilen gelire fon portföyünü (alacak havuzunu) oluşturacaktır. Fon portföyünden elde edilen gelir ise menkul kıymetlerin ödenmesinde kullanılacaktır. Yasal olarak tüzel kişiliği bulunmayan fon, kurucunun inançlı mülkiyetinde fakat onun malvarlığından hukuken ve fiilen ayrı, bunun yanında kanun hükmüyle haciz ve iflas tehdidinden uzaklaştırılmış özel bir malvarlığı statüsündedir. Fonun ihraç ettiği ipoteğe dayalı menkul kıymetler, vadede anapara ve faiziyle birlikte ödenen borçlanma senedi niteliğinde olup, vadeli ve kuponlu olarak ihraç edilecek bu senetlerin borsada işlem görmesine de izin verilmiştir.

Her ne kadar yatırım fonlarının esas aldığı inançlı mülkiyet modeli, konut finansmanı fonlarına adapte edilmiş olsa da, portföyün profesyonel yönetim ilkelerine göre yönetilmesi ve portföy değerinin maksimize edilmesi amacı bu

fonlarda söz konusu değildir. Buna paralel olarak, yatırım fonlarında olduğu gibi, yatırımcıların kolektif bir yatırım sözleşmesi etrafında bir araya gelmeleri ve portföyde elde edilen kazancı paylaşmalarından da bahsedilemez. Bunun yerine, portföy varlıklarının (ipotekli konut kredilerinin) borçlularından tahsil edilmesi ve elde edilen nakit akımının menkul kıymet sahiplerine aktarılması söz konusudur. Bu nedenle, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerde ödeme yapısı olarak doğrudan aktarım usulü benimsenmiştir.

Fonun yönetimi ve temsili kapsamında fona ilişkin neredeyse tüm iş ve işlemlerin yerine getirilmesi, fon kurulu adı verilen üç kişilik bir yönetim organına bırakılmıştır. Bir üyenin bağımsız olması koşuluyla, kurucu tarafından atanan fon kurulunun, tüm işlem ve kararlarında dikkate alacağı temel ilke, ipoteğe dayalı menkul kıymet sahiplerinin haklarının korunmasıdır. Kanun koyucu, kurucu, fon kurulu ve ipoteğe dayalı menkul kıymet sahipleri arasındaki ilişkilere kanunda hüküm bulunmayan hallerde vekalet akdine dair hükümlerin uygulanmasını öngörmüştür. Bu çerçevede, fon kurulu, fonun idare ve temsiliinde bir vekilin göstermesi gereken özen borcuna uygun olarak hareket etmekle yükümlüdür.

Konut finansmanı fonunun esas aldığı menkul kıymetleştirme metodu, aslında tipik menkul kıymetleştirme işleminden bir bakıma ayrılmaktadır. Şöyle ki; olağan menkul kıymetleştirme işleminde, bir takım varlık ve alacaklar diğer malvarlığı unsurlarından ayrıştırılarak, ihraç edilecek menkul kıymete dayanak gösterilir. Diğer bir ifadeyle, dayanak varlık ve alacaklar menkul kıymetin ihraç edilmesinden önce vardır ve yatırımcılar bu dayanakları izahname ve sirkülerde görerek yatırım kararlarını verirler. Konut finansmanı fonunda ise, menkul kıymete dayanak oluşturan varlıklar ihraç öncesinde yoktur ve ihraçtan elde edilen gelirle satın alınacaktır. Kanımızca bu durum yatırımcıların menkul kıymete duyacağı güveni önemli ölçüde etkileyecek bir unsurdur. Bu nedenle konut finansmanı fonunda güvence mekanizmaları ve bilhassa kurucunun vereceği garanti, yatırımcıların menkul kıymete güven duymasında mühim bir rol oynayacaktır. Tebliğ düzenlemesinde bakıldığında, rüçûdan marj hesaba kadar hemen tüm güvence mekanizmalarına çeşitli uygulama biçimleriyle yer verildiğini görüyoruz. Bu anlamda, ipoteğe dayalı menkul kıymetler düzenlememizin, emsallerini örnek alan güncel ve çağdaş bir düzenleme olduğunu söylemekte sakınca olmaz. Elbette yeni ve

daha ilk defa hayata geçecek bir müessese olması nedeniyle uygulamada karşılaşılabilecek sorunları baştan öngörmek çoğunlukla zordur. Bunu dikkate alarak Tebliğ düzenlemesi içerisinde gözlemlendiğimiz çelişkili bazı noktaların zaman içerisinde netleşeceği, düzeltilmesi zorunlu gelenlerin ise Tebliğ değişikliği ile düzeltilebileceğini kanaatindeyiz.

2. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler

Varlığa dayalı menkul kıymetler, SPKn'nun m.38/C ve bu hükme istinaden SPKı tarafından çıkarılan Seri:III No:35 sayılı Varlık Finansman Fonlarına ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ⁶⁰¹de düzenlenmiştir. SPKn'na 5582 sayılı Kanunla eklenen 38/C maddesinde düzenlenen varlığa dayalı menkul kıymetlerle, aynı adı taşıyan SPKn'nun yürürlükten kaldırılan eski 13/A maddesinde düzenlenen varlığa dayalı menkul kıymetlerin bir ilgisi yoktur⁶⁰².

Varlığa dayalı menkul kıymetler ile ipoteğe dayalı menkul kıymetler özünde birbirinin aynı menkul kıymetlerdir. Aralarındaki fark, fon portföyüne alınan varlıklar itibariyledir. İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin fon portföyü neredeyse tamamıyla ipotekli konut kredilerinden oluşurken, varlığa dayalı menkul kıymetlerde fon portföyü ipotekli konut kredileri dışındaki varlıklardan oluşur. Zaten bu nedenle ipotekli konut kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi yoluyla ihraç edilen menkul kıymetlere (fon modelinde⁶⁰³) ipoteğe dayalı menkul kıymetler denirken, aynı modelde konut kredisi dışındaki alacakların menkul kıymetleştirilmesi yoluyla ihraç edilen menkul kıymetlere daha genel bir ad verilerek varlığa⁶⁰⁴ dayalı menkul kıymetler denmiştir. Bu çerçevede, ipoteğe dayalı menkul kıymetler konut finansmanından doğan alacakların, varlığa dayalı menkul kıymetler ise bu kapsama girmeyen ancak sürekli nakit akışı sağlayan diğer alacak çeşitlerinin⁶⁰⁵ menkul kıymetleştirilmesine hizmet etmektedir. Varlığa dayalı menkul kıymet kapsamında

⁶⁰¹ 27.08.2008 tarih ve 26980 sayılı RG.

⁶⁰² 5582 sayılı Kanunla yürürlükten kaldırılan SPKn'nun eski 13/A maddesinde düzenlenen varlığa dayalı menkul kıymetler hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. yukarıda Bl. 3, I A.

⁶⁰³ Diğer model, ipotek teminatlı ve varlık teminatlı menkul kıymetlerde uygulanan, ihraççının sahibi olduğu (ya da devraldığı alacakları) kendi yükümlülüğü altında menkul kıymetleştirdiği modeldir (SPKn m.13/A, m.13/B).

⁶⁰⁴ Nitekim Seri:III No:35 sayılı Tebliğe göre varlık, fon portföyüne dahil edilebileceği belirtilen alacak, kredi, hak, teminat ve diğer varlıkları ifade eder (m.3/1).

⁶⁰⁵ Başka bir deyişle, menkul kıymetleştirilmeye müsait alacaklar.

menkul kıymetleştirilebilmesine izin verilen alacaklar, bankaların ve finansman şirketlerinin ipotekli konut kredileri haricindeki tüketici kredileri, ipotekli kredileri, motorlu kara taşıtları kredileri, proje finansmanı kredileri ve kurumsal kredilerinden kaynaklanan alacaklar, finansal kiralamaya yetkili kuruluşların yaptıkları finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar ve TOKİ'nin gayrimenkul satışından kaynaklanan alacaklardır (Seri:III No:35 sayılı Tebliğin m.20/1).

Varlığa dayalı menkul kıymetler de ipoteğe dayalı menkul kıymetlerle aynı işleyiş esaslarına tabidir. Gerçekten, varlığa dayalı menkul kıymetlerde de inançlı mülkiyet esaslarına göre kurulan fon yapısı kullanılmış olup, fonun adına bu kez varlık finansmanı fonu denilmiştir. Buna göre, varlık finansmanı fonu, ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler karşılığında toplanan paralarla, varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre oluşturulan malvarlığıdır (SPKn m.38/C f.1). İpoteğe dayalı menkul kıymetlerle ilgili olarak, tanım dışındaki, tüm kanuni esasların varlığa dayalı menkul kıymetler için de geçerli olduğu hükme bağlanmıştır (SPK m.38/C f.2)⁶⁰⁶.

Kuruluşu, işleyişi, menkul kıymetlerin ihraç edilmesi, fon portföyünün yönetilmesi ve sona ermesi, başka deyişle hemen tüm yönleri bakımından konut finansmanı fonu ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlerle aynı esaslara tabi varlık finansmanı fonu ve varlığa dayalı menkul kıymetler hakkında, III.Bölüm II-B kısmındaki değerlendirme ve açıklamalarımız burada da geçerlidir.

Bu nedenle işbu başlık altında, sadece her iki menkul kıymet arasında farklılık arz eden birkaç noktaya temas etmekle yetineceğiz. Bunlardan birincisi, Tebliğ düzenleyicisinin varlığa dayalı menkul kıymetlerin ödenmesinde doğrudan aktarım usulü yanında dolaylı aktarım usulüne de yer vermiş olmasıdır (Seri:III No:35 sayılı Tebliğ m.4/3). Dolaylı aktarım usulü, menkul kıymetleştirmede ödeme yapıları hakkındaki açıklamalarımızda belirttiğimiz *pay through* ödeme yapısına tekabül eder. Bu yapıda, alacak havuzundaki varlıklardan elde edilen nakit akımları, *pass through* yapının aksine, doğrudan doğruya menkul kıymet sahiplerine aktarılmaz. Özel amaçlı kuruluş bunları kısa vadeli yatırımlara yönlendirir ve varlıklarının getirisini (başka bir deyişle semeresini) menkul kıymet ödemelerini aksatmayacak şekilde artırmaya çalışır. Menkul kıymet sahiplerine, anapara ve faiz

⁶⁰⁶ Nitekim Seri:III No:34 sayılı Tebliğ hükümleri, varlığa dayalı menkul kıymetlere ilişkin birkaç uyarılama dışında Seri:III No:35 sayılı Tebliğe aynen alınmış gözükmektedir.

ödemeleri vadeleri geldikçe ödenir. Nitekim Seri:III No:35 sayılı Tebliğde buna paralel olarak dolaylı aktarım usulü şu şekilde tarif edilmiştir: “*Fon portföyünde yer alan varlıklardan elde edilen nakit akımları, gerekli kesintiler yapıldıktan sonra varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerine aktarılmadan önce fon iç tüzüğü ve izahnamede belirtilen esaslara uygun olarak fon bünyesinde bekletilebilir*”.

Fon kurulu iki ödeme usulünden birini tercih etmelidir. Şöyle ki, eğer doğrudan aktarım usulü benimsenecekse, varlığa dayalı menkul kıymetlerin vadeleri, fon portföyünde yer alan varlıkların vadelerine göre belirlenir ve buna ilişkin bilgilere fon iç tüzüğü ve izahnamede yer verilir. Buna karşılık, dolaylı aktarım usulü benimsenirse, menkul kıymet sahiplerine yapılacak ödemelerin vadeleri fon kurulu tarafından belirlenir ve yine buna ilişkin bilgiler fon iç tüzüğü ve izahnamede belirtilir (Tebliğ, m.16/5).

Varlığa dayalı menkul kıymetlerle ipoteğe dayalı menkul kıymetler arasındaki diğer bir şekli farklılık, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerde geçen “konut finansmanı kuruluşu” kavramının yerini, burada “kaynak kuruluş” kavramının almış olmasıdır. Az önce belirttiğimiz gibi, ipoteğe dayalı menkul kıymetler ipotekli konut kredilerinin, yani konut finansmanı alacaklarının menkul kıymetleştirilmesini sağladığından, bu menkul kıymetlerin ihracı için bahsi geçen nitelikteki alacakların konut finansmanı kuruluşlarından (ve kurucudan) devralınarak fon portföyüne dahil edilmesi söz konusu olur. Varlığa dayalı menkul kıymetlerde ise konut finansmanı alacaklarının menkul kıymetleştirilmesi söz konusu olmadığından, fonun konut finansmanı kuruluşları ile bir teması olmaz. Bunun yerine, fon portföyüne dahil edilmesine izin verilen alacakları (tüketici kredileri, taşıt kredileri, konut kredisi haricindeki diğer ipotek teminatı taşıyan krediler, proje finansmanı kredileri vs.) oluşturanlardan⁶⁰⁷ bu alacakların devralınması söz konusudur. Bahsi geçen alacakları oluşturan, yani bu kredileri veren kuruluşlara kaynak kuruluş⁶⁰⁸ denmiştir. Seri:III No:35 sayılı Tebliğin 3/ğ maddesinde yapılan tarife göre kaynak kuruluş, fon

⁶⁰⁷ Alacakların doğumuna sebebiyet veren kredileri kullandıran ve bu suretle söz konusu kredilerin ve alacakların sahibi olan kuruluşlar kastedilmektedir. Ancak kanımızca “oluşturan” ifadesi duruma uygun belîğ bir ifade değildir.

⁶⁰⁸ Bir önceki dipnotta da ifade ettiğimiz gibi, menkul kıymetleştirilecek alacakların ilk sahibi olan, yani bu alacaklara kaynaklık eden kaynak şirket (*originator*) kavramından esinlenilmiştir (Bkz. yukarıda Bl. 2, I A).

portföyüne dahil edilen varlıkları oluşturan veya oluşturulan varlıkları devralan anonim ortaklığı ve TOKİ'yi ifade eder.

Belirtilen farklılıklar dışında, konut finansmanı fonunun işleyişi ile varlık finansmanı fonunun işleyişi arasında hemen hiçbir farklılık bulunmamakta olup, ilgili bölümdeki açıklamalarımıza atıfla yetinmeyi uygun görüyoruz.

3. İpotek Finansmanı Kuruluşları

Sağlam ve sürdürülebilir bir konut finansman sisteminin teşkili, birincil piyasada üretilen konut finansmanı alacaklarının, yeniden fon toplama vasıtası olarak kullanılabilirdiği iyi işleyen bir ikincil piyasanın varlığını şart kılmaktadır. Çünkü ikincil piyasa faaliyetleri sayesinde, kredi kurumlarının, ihtiyaç duydukları fon kaynaklarını mevduat ve sermaye gibi geleneksel fon temin etme yöntemleri dışında sağlayabilmeleri mümkün olabilmektedir.

İpotek finansmanı kuruluşları, 5582 sayılı Kanunla getirilen ipotekli konut finansmanı sistemimizin ikincil piyasa ayağının oluşturulmasında aktif görev üstlenen, bu çerçevede faaliyet alanları münhasıran konut finansmanı alacaklarını devralmak, devretmek, devralınan alacaklardan oluşan varlık havuzunu yönetmek ve konut finansmanı alacaklarının teminat olarak kabulü suretiyle kredi kullandırmakla sınırlandırılan anonim şirket yapısında kurumlardır (SPKn m. 39/C f.1). Faaliyetinin arz ettiği özellik nedeniyle ayrı bir başlık altında değinme lüzumunu hissettiğimiz ipotek finansmanı kuruluşları, Kıta Avrupası mortgage uygulamalarındaki ipotek bankalarına (*pfandbriefbanks, mortgage banks*) karşılık gelmektedir⁶⁰⁹.

İpotek finansmanı kuruluşları iki temel faaliyette bulunur. Bunlardan birincisi, konut finansmanı alacaklarının menkul kıymetleştirilmesi yoluyla menkul kıymet ihracı; ikincisi ise, konut finansmanı alacaklarını bizzat alım satımı suretiyle icra edilen likidite sağlama faaliyetidir⁶¹⁰. Bu anlamda ipotek finansmanı kuruluşları tüketiciyle doğrudan ilişkiye girmeyen, ancak bunun yerine tüketiciye kredi kullandıran konut finansmanı kuruluşlarının kreditorü konumundadır⁶¹¹.

İpotek finansmanı kuruluşlarının menkul kıymet ihracı faaliyetlerine, ipotek teminatlı menkul kıymetler ve ipoteğe dayalı menkul kıymetleri incelerken

⁶⁰⁹ Adıgüzel, s. 131; Doğru, s. 303.

⁶¹⁰ Erdurmuş, A.: İpotek Finansmanı Kuruluşları, SPKır Yeterlik Etüdü, Ankara 2007, s. 5.

⁶¹¹ Önal/Topaloğlu, s. 315.

değirmiştir⁶¹². Gerçekten ipotek finansmanı kuruluşları, ipotek teminatlı menkul kıymetlerin münhasır ihraççıları arasında (SPKn m.13/A f.1), aynı zamanda ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç edecek konut finansmanı fonunu da kurabilecekler (Seri:III No:34 sayılı Tebliğ m.3/i) arasındadır. Şu halde ipotek finansmanı kuruluşu, konut finansmanı sistemimizde ikincil piyasa araçlarının ihraç ve halka arzında ya ihraççı ya da fon kurucusu sıfatıyla rol almaktadır. Ancak, söz konusu ihraçları diğer kuruluşlar (bankalar ve izin verilen diğer kuruluşlar) da gerçekleştirebildiğinden, ipotek finansmanı kuruluşlarının menkul kıymet ihracı faaliyeti özel bir hususiyet arz etmez.

Buna karşılık, ipotek finansmanı kuruluşlarının asıl önemli faaliyeti, ellerindeki konut finansmanı alacaklarını onlardan satın alarak ya da teminat olarak konut finansmanı kuruluşlarına kaynak sağladığı likidite faaliyetidir. Çünkü bu suretle konut finansmanı kuruluşları, hem nakit ihtiyaçlarını karşılamakta, hem kredinin vadesini bekleme mecburiyetinden kurtulmakta, hem de kredinin ödenmeme riskini üzerlerinden atmaktadır. Bu, konut finansmanı kuruluşlarını ekonomik anlamda rahatlatan ciddi bir destek anlamına gelir. Elbette bu riskleri kendine transfer eden ipotek finansmanı kuruluşları, söz konusu risklerin bertaraf etmek için çeşitli araç ve yöntemler kullanmaktadır. Bu nedenle, kanunda da özel olarak belirtildiği gibi, etkin bir risk yönetimi ipotek finansmanı kuruluşlarının faaliyetlerinin sürdürülmesinde birinci önemde bir konudur (SPKn m.39/A f.1 c.son).

İpotek finansmanı kuruluşları ancak belli kalite ve standartlara uygun kredileri⁶¹³ devralmayı kabul edeceğinden, bu durum konut finansmanı faaliyeti esnasında tüketicilere verilen kredilerin ve bu kredilere teminat olarak kabul edilen konutların asgari bir standarda kavuşmasına hizmet edecektir. Nitekim Genel Gerekçede bu husus, konut finansmanı sistemi ile finansmanı sağlanacak konutlara yönelik, ipotek finansmanı kuruluşları tarafından getirilecek standartların niteliksiz konut üretimini ve kaçak yapılaşmayı önleyeceği şeklinde ifade olunmuştur⁶¹⁴.

⁶¹² Aslında varlık teminatlı menkul kıymetler ve varlığa dayalı menkul kıymetler de bu kapsama dahil edilebilir. Bkz. 30.4.2008 tarihli SPK Açıklaması. (<http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=2008430&subid=0&ct=c>) .

⁶¹³ Bu standartlar hem kredinin kendisine, hem de kredinin teminatı konuta ilişkindir.

⁶¹⁴ Bkz. paragraf 7.

Öte yandan ipotek finansmanı kuruluşlarının kredileri tek merkezde toplayıp menkul kıymet ihraç etmeleri, ölçek ekonomilerinden yararlanmalarını ve daha az maliyetle ihraç gerçekleştirmelerini sağlamaktadır⁶¹⁵.

İpotek finansmanı kuruluşlarının konut finansmanı kuruluşlarına kaynak sağlama faaliyeti, bir kredilendirme (borç verme) şeklinde gerçekleşebileceği gibi, konut finansmanı alacağını satın alma suretinde de gerçekleşebilir. Kredilendirme şeklinde gerçekleşen kaynak sağlamada, ipotek finansmanı kuruluşu kredi miktarı kadar konut finansmanı alacağını konut finansmanı kuruluşundan teminat olarak alır. Ancak bu teminatın tesis edilme şeklinin hukuki niteliği tartışmaya açıktır. *Doğru*, alacakların teminat olarak gösterilmesinin hukuki yolunun alacak rehni olduğunu haklı olarak belirtmektedir⁶¹⁶. Ancak İpotek Finansmanı Kuruluşlarına İlişkin Tebliğ Taslağının⁶¹⁷ 19. maddesi hükmünde, alacak rehninden farklı bir yol izlendiği görülmektedir. Şöyle ki, anılan hükümde, alacakların teminat olarak alınması suretiyle kaynak temini amacıyla, müşteri kuruluşların alacaklarının, alacağın satın alındığı kuruluşa geri satım hakkı ile birlikte veya bu hak olmaksızın devralınabileceği belirtilmektedir. İpotek finansmanı kuruluşunun, müşteri kuruluş ile yaptığı anlaşma uyarınca, alacağı geri satım hakkı ile devralması, bu devrin bir teminat amaçlı inançlı temlik olduğu şeklinde yorumlanabilir⁶¹⁸. Kanımızca Tebliğ hükmünde “devralma” tabirinin kullanılması alacak rehni görüşünü zayıflatmaktadır. Çünkü devralma işlemi, mülkiyetin nakli anlamını da içerir. Halbuki, eşya hukukumuzda geçerli menkul rehni prensiplerine göre, rehin konusu şeyin rehin alana teslimi gerekir, ancak mülkiyetinin geçirilmesi söz konusu değildir (MK m.939/1)⁶¹⁹. Bir mal, alacak ya da hakkın bir borca teminat olmak üzere mülkiyetinin geçirilmesinde ise teminat amaçlı inançlı işlemden bahsedilir. Esasen alacaklar üzerinde teminatın ne şekilde tesis edildiğinin fazla bir önemi bulunmayıp,

⁶¹⁵ *Aziz*, M.S.: İpotek Bankacılığı, SPKr Yeterlik Etüdü, Ankara 2005, s. 30; *Erdurmuş*, s. 6.

⁶¹⁶ s. 307.

⁶¹⁷ SPKr'nun internet sitesinde kamuoyunun görüşlerine sunulan Tebliğ Taslağının metni için bkz. (<http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=2008430&subid=0&ct=c>)

⁶¹⁸ Teminat amaçlı inançlı temliklerle ilgili önceki açıklamalarımız için bkz. yukarıda Bl. 2, III A, 1.

⁶¹⁹ Alacakların rehninde de teslimine bağlı rehin hükümleri kıyasen tatbik olunacağından (MK m.954/2), ancak senede bağlı alacaklarda senedin teslimi söz konusudur (MK m.955/1).

kanun koyucu bu varlıkları da tıpkı teminat havuzu ve fon portföyü gibi koruma altına almıştır (SPKn m.39/A f.3)⁶²⁰.

İpotek finansmanı kuruluşları konut finansmanı kuruluşlarına kullandığı kredilerin finansmanını kendi özsermayesinden temin edebileceği gibi⁶²¹, borçlanma yoluyla da sağlayabilir⁶²². İpotek finansmanı kuruluşlarının borçlanarak finansman temin etmesi, tahvil ya da ipotek teminatl  menkul kıymet ihraç ederek olur⁶²³.

Bir sermaye piyasası kurumu niteliğinde olması nedeniyle, ipotek finansmanı kuruluşlarının kurulması ve faaliyette bulunması SPKı iznine tâbidir.

⁶²⁰ Başka bir deyişle, teminat olarak verilen varlıkların başka bir amaçla tasarrufa konu edilmesi, rehn edilmesi, başka bir borca teminat gösterilmesi, hacedilmesi, hakkında ihtiyatî tedbir kararı verilmesi ve iflâs masasına dahil edilmesi yasaktır.

⁶²¹ Türkiye’de kurulacak ipotek finansmanı kuruluşlarını asgari özsermayesi 20.000.000-TL’den aşağı olamaz (SPKn m.39/C f.1 hükmünün atfı nedeniyle Bankacılık Kanunu m.7/2, 7/1-f).

⁶²² *Doğru*, s. 304.

⁶²³ 30.4.2008 tarihli SPKı Açıklaması (Açıklama metninin adresi için bkz. dn. 584).

DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Menkul kıymetleştirme, düzenli nakit akışı sağlayan alacakların likit hale getirilmesi esasına dayanan bir finansman (kaynak sağlama) yöntemidir. Bu yöntemde, finansman ihtiyacı içinde olan şirket, eğer düzenli nakit akışı sağlayan ödenmeme riski düşük alacaklara sahipse, bunları özel amaçlı kuruluşa devrederek, devir bedeliyle ihtiyaç duyduğu kaynağı temin eder. Alacakları devralan özel amaçlı kuruluş ise, bir havuzda topladığı bu alacakları karşılık (teminat) göstererek menkul kıymet ihraç eder. Menkul kıymeti satın alan yatırımcılara, vadesi geldiğinde anapara ve faiz ödemeleri, havuzdaki alacaklardan sağlanan gelirlerle (nakit akımı ile) yapılır. Böylece alacakların ilk sahibi olan (kaynak) şirket, alacaklarının vadesini beklemeden nakit ihtiyacını (likidite sıkıntısını) gidermiş olurken, ihraç edilen menkul kıymeti satın alan yatırımcılar da, güvenilirliği yüksek ve şirketin risklerinden arındırılmış bir alacaklar topluluğunun güvencesi altında sağlam bir yatırım yapmış olurlar.

Düzenli nakit akışı sağlayan alacaklar çoğunlukla kredi kurumları tarafından tüketicilere verilen uzun vadeli kredilerdir. Nitekim yöntemin ilk ortaya çıkışı, uzun vadeli ipotek teminatı taşıyan konut kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi suretiyle gerçekleşmiştir. Esasen yöntemin uygulamaya geçirilişinde takip edilen asıl düşünce, konut kredilerinin el değiştirdiği bir ikinci el piyasası oluşturarak, yatırımcılar elindeki fazla fonların sermaye piyasası yoluyla konut finansmanına aktarılmasını sağlamak olmuştur. Bu nedenle, menkul kıymetleştirme yönteminin icadında, şirketler için daha az maliyetli alternatif bir kaynak temin etme yolu üretmekten ziyade, konut finansmanı sağlayan kredi kuruluşlarına, kendilerini yeniden finanse (*refinance*) etmelerini sağlayacak bir metod bulma fikri ön plandadır. Ancak konut finansmanı sisteminde uygulanan menkul kıymetleştirmenin yaygınlaşması ile elde edilen başarı, diğer alacak çeşitlerinin de menkul kıymetleştirilmesi uygulamalarına sebep ve dayanak olmuştur. Dolayısıyla, menkul kıymetleştirme ile ilgili açıklamalarımıza bu pencereden bakılmalı, başka deyişle menkul kıymetleştirmenin ikincil piyasada fonların el değiştirmesine yarayan bir araç olma keyfiyeti unutulmamalıdır.

5582 sayılı Kanunla birlikte, ülkemizde de bir uzun vadeli konut finansmanı sistemi kurulmasına yönelik düzenlemeler yapılması ve sistemin ikincil piyasa ayağının oluşturulmasında menkul kıymetleştirme işlemi sonucunda ihraç edilecek yeni menkul kıymet tiplerinin kullanılması, ülkemizde uzun süredir uygulaması olmayan menkul kıymetleştirme yönteminin yeniden güncel ve ilgi çekici bir konu haline gelmesine yol açmıştır.

Bu bakımdan, işbu tez çalışmasında menkul kıymetleştirme işleminin tüm yönleri ile incelenmesi hedeflenmiştir. Çalışmanın ilk iki bölümü, menkul kıymetleştirme işleminin bağımsız olarak kendine özgü unsur ve özellikleri ile açıklanmasına ayrılmıştır. Buna karşılık, üçüncü ve son bölümde, menkul kıymetleştirme bu defa bağımsız değil, parçası olduğu sistemin bütünü içerisinde ele alınıp incelenmiştir. Bu bağlamda 5582 sayılı Kanunla hukukumuzda giren ve birer menkul kıymetleştirme ürünü olan ipotekli sermaye piyasası araçlarına ilişkin düzenlemelerde, ilk iki bölümde değindiğimiz menkul kıymetleştirmeye has unsur ve özelliklere ne ölçüde ve nasıl yer verildiği açıklanmaya çalışılmıştır.

Öncelikle aslına uygun gerçek bir menkul kıymetleştirmeden söz edebilmek için, menkul kıymetleştirilecek alacakların özel amaçlı kuruluşa devredilerek kaynak şirketin malvarlığından çıkarılması, iflas tehlikesinden uzak bir yapıda kurulan özel amaçlı kuruluşun, devraldığı alacakları dayanak göstererek menkul kıymet ihraç etmesi ve son olarak alacaklardan elde edilen nakit akımları ile ihraç edilen menkul kıymetlerin ödenmesi unsurlarının bulunması gerekir. Bu bakımdan, menkul kıymetleştirme, nakit akımına dayalı bilanço dışı bir finansman yöntemi olarak kabul edilmektedir. Bununla birlikte varlıkların bilanço dışına çıkarılmadan menkul kıymetleştirildiği ülke uygulamaları da vardır. Kıta Avrupasında, özellikle Almanya ve Danimarka'da yaygın olarak kullanılan ipotekli tahviller (*covered bonds, pfandbrief*) bunun tipik bir örneğini teşkil eder. Bu uygulamada da, yine bir alacak havuzu oluşturulur ve havuzdaki alacaklar karşılık gösterilerek menkul kıymet ihraç edilir. Menkul kıymetlerin ödenmesi, burada da, alacak havuzundan elde edilen nakit akımları kullanılarak gerçekleştirilir. Ancak belirtilen uygulamanın, menkul kıymetleştirmenin temel unsurlarından olan risk izolasyonu (alacakların kaynak şirketin risklerinden izole edilmesi) unsurunu içermemesi nedeniyle, menkul kıymetleştirme niteliği tartışmalıdır.

Menkul kıymetleştirme birden fazla tarafın katılımıyla gerçekleşen, çok aşamalı bir süreçtir. Menkul kıymetleştirme sürecinde hukuki bir konumu bulunan belli başlı taraflar; alacakların sahibi kaynak şirket, alacakları menkul kıymetleştirecek özel amaçlı kuruluş, menkul kıymetin ihracına aracılık edecek aracı kuruluş, alacakların takip ve tahsili hizmetini sunan kuruluş, ihraca garanti veren kuruluşlar, menkul kıymete derece notu veren derecelendirme kuruluşu ve son olarak menkul kıymeti satın alan yatırımcılardır. Menkul kıymetleştirme süreci içerisinde farklı fonksiyonlar üstlenen bu tarafların bir kısmı, uzmanlıklarını kullanarak sürece katkı sağlarlar. Bu bakımdan, uzmanlaşmanın getirdiği avantajların kullanılması menkul kıymetleştirmenin belirgin özellikleri arasındadır.

Menkul kıymetleştirme sürecinin birinci aşamasında varlıkların analizi ve seçimi vardır. Çünkü her varlık (alacak) menkul kıymetleştirilmeye müsait değildir. Genel olarak menkul kıymetleştirilebilecek alacakların özellikleri, *a)* sürekli ve belirli (ya da belirlenebilir) nakit akışı sağlaması, *b)* getirilerinin menkul kıymete ödenecek getiriden fazla olması, *c)* vadelerinin uzun olması, *d)* aynı nitelikte (homojen) olmaları, *e)* devirlerinde hukuki bir engel olmaması, *f)* borçlularının mümkün mertebe farklı kişilerden oluşması şeklinde sayılabilir.

Menkul kıymetleştirilecek alacakların seçiminden sonra ödeme yapısının belirlenmesi safhası gelir. Menkul kıymetlerin ödenmesinde iki farklı yapı vardır. Pass through olarak adlandırılan birinci yapıda, alacaklardan gelen nakit akımı doğrudan doğruya menkul kıymet sahiplerine aktarılır. İkinci yapıda (pay through) ise, alacaklardan elde edilen getiri doğrudan doğruya menkul kıymet sahiplerine aktarılmaz, aksine kısa vadeli yatırımlarda değerlendirilir.

Üçüncü aşamada özel amaçlı kuruluşun iflas etmeyecek bir yapıda kurulması safhası gelir. Özel amaçlı kuruluşun alacaklar için güvenli bir liman olabilmesi ve iflas etmemesi için, kuruluş belgelerine menkul kıymet ödemeleri dışında borçlanamayacağına ve ticari faaliyette bulunamayacağına dair kayıtlar konulur. Özel amaçlı kuruluşun bir trust yapısında kurulduğu hallerde de, trust'a konu malvarlığının kurucunun malvarlığından ayrı olması sağlanır.

Özel amaçlı kuruluş, aracı kuruluşla menkul kıymetlerin kayda alınması ve halka arzı konusunda, hizmet sağlayıcı kuruluş ile alacakların takip ve tahsili konusunda, derecelendirme kuruluşu ile ihraç edilecek menkul kıymetin

derecelendirilmesi konusunda ve çeşitli garantör kuruluşlar ile menkul kıymet ödemelerinin teminat altına alınması konusunda anlaşmalar yapar. Gerekli hazırlık ve merasimin tamamlanmasından sonra, bir borçlanma senedi mahiyetinde olan menkul kıymetler aracı kuruluş vasıtasıyla ihraç ve halka arz edilir.

Menkul kıymetlerin vadesi ile alacakların vadesinin birbiri ile uyumlu olmasına dikkat edilir. Hizmet sağlayıcı tarafından alacaklıların borçlularından tahsil edilen tutarlar, menkul kıymet ödemelerinde kullanılmak üzere özel amaçlı kuruluşa teslim edilir. Özel amaçlı kuruluş, belirlenen ödeme yapısına göre, hizmet sağlayıcı tarafından kendisine verilen tutarları doğrudan doğruya ya da dolaylı olarak menkul kıymet sahiplerine aktarır.

Alacaklardan sağlanan gelirlerin menkul kıymet ödemelerini karşılayamaması riskine karşı, menkul kıymetleştirmede, güvence mekanizmaları (*credit enhancements*) dediğimiz çeşitli önlemlere başvurulur. Bu önlemlerin bir kısmı, havuzda ihraç edilen tutardan fazla alacak bulundurma (aşkın teminatlandırma), ödenmeyen alacaklar için kaynak şirkete rücu veya kaynak şirketin koyduğu avans ile tahsil edilen alacakların getirilerinden oluşan bir marj hesabın (*reserve account*) bulundurulması gibi içsel mahiyette önlemler iken, diğer bir kısmı üçüncü kişilerden alınan garantiler (banka teminat mektubu gibi) veya menkul kıymet ödemelerinin sigortalanması gibi dışsal mahiyette önlemlerdir. Güvence mekanizmaları yatırımcıların menkul kıymete güveninin tesis edilmesinde önemli olduğu gibi, derecelendirme faaliyetinde birinci derecede dikkate alınan bir husustur.

Menkul kıymetleştirmenin hukuki bakımdan özellik arz eden noktaları, alacakların özel amaçlı kuruluşa devrinin hukuki niteliği ve bununla bağlantılı olarak kaynak şirketin iflasının menkul kıymetleştirmeye olumsuz bir etkisinin olup olmayacağı hususlarında toplanır. Daha önce belirttiğimiz gibi, menkul kıymetleştirmede temel problem, kaynak şirket alacaklılarının menkul kıymetlere karşılık gösterilen alacaklar üzerinde hak iddia etmelerinin engellendiği bir hukuki yapının oluşturulup oluşturulmadığıdır. Olağan menkul kıymetleştirme uygulamalarında bu engelleme, alacakların kaynak şirketin mülkiyet alanından çıkarılması ile sağlanır. Bu da kaynak şirket ile özel amaçlı kuruluş arasında akdedilen bir satış sözleşmesi (ivazlı alacak temliki) ile gerçekleştirilir. Özellikle alacaklar üzerinde kaynak şirketin kontrol ve hakimiyeti sürüyorsa ya da alacakların

gerçek değerinden düşük bir bedelle satılmasının söz konusu olduğu hallerde, devrin muvazaalı ya da hileli bir devir olduğuna mahkemece hükmedilebilir. Bu durum menkul kıymetleştirmede işlem temelinin çökmesi anlamına gelir. Bununla birlikte, ABD örneğinde olduğu gibi, devrin gerçek bir satış (*true sale*) yerine teminatlı ödünç (*secured loan*) olarak kabul edilmesi kanımızca Türk hukukunda mümkün olmadığı gibi, böyle bir sonucun iflas bakımından alacaklara olumsuz bir etkisi de olmaz. Çünkü inançlı işlemlerde inanılan inanç konusunun tek ve gerçek sahibi haline gelir. İnananın iflası halinde, inanç konusu şeyin inananın iflas masasına girmesi söz konusu değildir.

Ülkemizde menkul kıymetleştirmenin ilk düzenlenişi, 3794 sayılı Kanunla değişik SPKn'nun 13/A maddesi (5582 sayılı Kanunla yürürlükten kaldırılmıştır) ile olmuştur. Alacaklar ve duran varlıklar karşılık gösterilerek varlığa dayalı menkul kıymetlerin ihraç edilebileceğini düzenleyen söz konusu kanun maddesi ve bu maddeye istinaden SPKı tarafından çıkarılan Seri:III No.14 sayılı Tebliğde ihraç koşulları düzenlenen varlığa dayalı menkul kıymetler, menkul kıymetleştirmenin temel unsurları ile bağdaşmayan, bu anlamda tahvil ya da diğer borçlanma senetlerinden farksız bir menkul kıymet çeşidi olmuştur. Nitekim düzenlendiği ilk yıllarda bankalar tarafından birtakım mali avantajları sebebiyle yoğun şekilde rağbet gösterilen bir araç haline gelmesine karşın, bu avantajların Merkez Bankası düzenlemesiyle ortadan kaldırılmasından sonra uygulaması kalmamıştır.

Son yıllarda ülkemiz ekonomik koşullarında görülen iyileşme ile birlikte, uzun vadeli ipotekli konut kredilerinin menkul kıymetleştirilerek yeniden finansman döngüsüne katılması temeline dayalı bir konut finansmanı sisteminin ülkemizde de uygulanabilirliği gündeme gelmiş ve uzun süren hazırlık çalışmalarından sonra 21.2.2007 tarihinde 5582 sayılı Kanun kabul edilmiştir. Anılan kanunla İİK, SPKn ve TKHK başta olmak üzere pek çok kanunda değişiklikler yapılmıştır.

Menkul kıymetleştirme, konut finansmanı sisteminin ikinci ayağında yer alır. Bu çerçevede, 5582 sayılı Kanunda, ipotekli konut kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi sonucunda ihraç edilecek iki önemli menkul kıymet tipine yer verilmiştir. Bunlardan biri bilanço içi menkul kıymetleştirme niteliğini haiz ipotek teminatlı menkul kıymetler, diğeri bilanço dışı menkul kıymetleştirme özelliğinde ipoteğe dayalı menkul kıymetlerdir. Gerçekten de ipotek teminatlı menkul

kıymetlerde, ihraççı, bilançosunun aktif kısmında yer alan alacakları teminat göstererek, ödenmesini kendisi üstlendiği bir borçlanma senedi ihraç etmektedir. İpoteğe dayalı menkul kıymetlerde ise, halen yatırım fonlarında uygulanan trust (inançlı mülkiyet) modelinin konut finansmanı fonu adıyla özel amaçlı kuruluş olarak kullanılması söz konusudur. Bu modelde özel amaçlı kuruluş (fon), kaynak şirketten (kurucudan) ve diğer kredi kurumlarından (konut finansmanı için kredi kullandıran konut finansmanı kuruluşları) devraldığı ipotekli konut kredilerini ihraç ettiği menkul kıymete dayanak göstermektedir.

Öte yandan, ipotek teminatlı menkul kıymetlerde alacakların bilanço içinde bırakılması, menkul kıymetleri ödeme yükümlülüğünü ihraççının üstlenmesi, menkul kıymetleştirmenin temel unsurlarından olan alacakların kaynak şirketin malvarlığından çıkarılması unsurunu içermez. Bu esasen ciddi bir farklılıktır ve bazı yazarlar bu eksiklik nedeniyle aynı özellikteki ipotekli tahvillerin gerçek bir menkul kıymetleştirme olmadığını savunmaktadır. Bu fikre katılmıyoruz. Çünkü, ipotek teminatlı menkul kıymetlerde, ihraççının bilançosu içinde bırakılan alacakların, kaynak şirketin risklerinden izolasyonu başka önlemlerle sağlanmıştır. Bunlardan en önemlisi, alacakların oluşturduğu teminat havuzunun ihraççının malvarlığından hukuken ayrı tutulması ve teminat havuzu üzerinde kendisine ve üçüncü kişilere bir tasarruf hakkı verilmemesidir. Böylece, alacaklar, her ne kadar ihraççının bünyesinde kalmış olsa da, ihraççı şirketten kaynaklanan her türlü haciz, ihtiyati tedbir ve iflas tehdidine karşı korunmuş, ayrıca kaynak şirketin tasarruf alanından da çıkarılmıştır. Kanımızca bu nitelikte bir koruma, alacaklara, devir yoluyla bilanço dışına çıkarmadan bile daha üstün koruma sağlamaktadır. Çünkü, alacaklar satış sözleşmesiyle özel amaçlı kuruluşu devredilmiş olsa bile, kaynak şirket alacaklılarının her zaman için bu işlemin bir gerçek satış mahiyetinde olmadığını, muvazaalı ya da hileli olduğunu ileri sürme olasılıkları vardır. Şu halde ipotek teminatlı menkul kıymetler için, alacakların özel amaçlı kuruluşu devredilmesi unsurunun yokluğu sebebiyle gerçek bir menkul kıymetleştirme sayılamayacağı iddiası dayanaksızdır.

Her iki modelde de kanun koyucu, menkul kıymet sahiplerinin korunmasına azami şekilde özen göstermiş ve her koşulda birinci önceliği menkul kıymet sahiplerinin alacaklarını almasına vermiştir. Bu bağlamda ipotek teminatlı menkul

kıymetlerde ihraççı kuruluş, ipoteye dayalı menkul kıymetlerde kurucu ve fon kurulu, menkul kıymet sahiplerinin haklarını gözetmekle yükümlü kılınmıştır.

Her iki menkul kıymet türünde de, iflasın teminat varlıklara menfi bir etkisinin olması kanun hükmüyle engellenmiştir. Bu bağlamda menkul kıymetleştirmenin önemli hukuki meselelerinden iflas sorunu, kökten bir çözümle ortadan kaldırılmış gözükmektedir. Kanun koyucunun gerek teminat havuzunu gerek fon portföyünü dokunulmaz bir statüye sokması, özel malvarlığı rejimi ile açıklanmaktadır.

Her iki menkul kıymet türünde de menkul kıymetleştirilecek alacaklar esas itibariyle ipotekli konut kredileridir. Başka alacak çeşitleri, bu tipler altında menkul kıymetleştirilemez. Bu, esasen, onların konut finansmanı sisteminin bir parçası olmalarının doğal sonucudur. Konut kredileri dışındaki alacak çeşitlerinin menkul kıymetleştirilebilmesi için, kanun koyucu varlık teminatlı ve varlığa dayalı menkul kıymetleri düzenlemiştir. Ancak bu menkul kıymetlerin konut finansmanı sistemi ve bu sistemin ikinci ayağı ile bir ilgisinin olmadığı göz önüne alınırsa, 5582 sayılı Kanun içinde düzenlenmiş olmaları eleştiri konusu edilebilir.

İpotek teminatlı menkul kıymetlere ilişkin Seri:III No:33 sayılı Tebliğde, güvence mekanizmalarından açık olarak sadece aşırı teminatlandırmaya yer verilmiştir. Elbette bu ihraççının ihtiyari olarak, bilhassa banka teminat mektubu, menkul kıymet ödemelerinin sigorta edilmesi gibi harici güvence mekanizmalarına başvurmasına bir engel değildir. Buna karşın ipoteye dayalı menkul kıymetlerde gerek dahili (aşırı teminatlandırma, rücu, marj hesap) gerek harici (garanti, sigorta) olmak üzere hemen tüm güvence mekanizmalarına çeşitli biçimlerde yer verilmiştir. Kanımızca iki menkul kıymet arasındaki bu fark, ipotek teminatlı menkul kıymetlerin bizzat ihraççının yükümlülüğü altında olması ile izah edilebilir. Başka bir deyişle, ipotek teminatlı menkul kıymetlerde yatırımcıların karşısında hukuken tüzel kişiliğe sahip ve borçtan tüm malvarlığı ile sorumlu bir borçlu vardır. Halbuki, ipoteye dayalı menkul kıymetlerde fon malvarlığının tüzel kişiliği yoktur ve kurucu ayrıca garanti vermedikçe menkul kıymet ödemelerinden sorumlu değildir. Bu mânâda fon portföyünün menkul kıymet ödemelerini karşılamaya yetmemesi halinde, yatırımcıların zarar görmemesi için güvence mekanizmalarının varlığı şarttır.

Öte yandan ipoteğe dayalı menkul kıymetlerde, menkul kıymetleştirmenin işleyiş sırasının değişmesi dikkat çekici diğer bir noktadır. Şöyle ki, menkul kıymetleştirmenin tipik işleyişinde, ihraç öncesinde mevcut bir takım varlıkların bir havuza dahil edilerek ayrıştırılması ve bunların menkul kıymete teminat gösterilmesi söz konusudur. Halbuki ipoteğe dayalı menkul kıymetlerde önce ihraç gerçekleştirilmekte, dayanak varlıklar sonra (ihraçtan elde edilen gelirle) temin edilmektedir. İşte güvence mekanizmaları bu bakımdan da ipoteğe dayalı menkul kıymetlerde, ipotek teminatlı menkul kıymetlere göre daha fazla önem arz eder.

Sonuç olarak, menkul kıymetleştirme günümüzde, ister ihtiyari ister koşullar nedeniyle mecburi, şirketler bakımından göz ardı edilmez finansman metodlarından biri haline gelmiştir. Doğru uygulamalarla menkul kıymetleştirmeden azami ölçüde istifade edilmesi ve çok yönlü yararlar sağlanması mümkündür. Bununla birlikte, yanlış uygulamalar, ABD’de başlayan ödenmeyen mortgage kredilerinin tetiklediği ekonomik kriz örneğinde olduğu gibi, tam tersi sonuçların doğmasına neden olabilir. Buradan bir kez daha anlıyoruz ki, menkul kıymetleştirmenin başarısı ve yatırımcıların zarar görmemesi için, teminat gösterilen varlıkların gerçekten mevcut olup olmadığı ve ödenmeme riski ciddi surette araştırılmalıdır.