

41252

T.C.
DOKUZ EYLÜL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
PARA VE BANKA PROGRAMI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

YENİ BİR FİNANSMAN TEKNİĞİ OLARAK
VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLEŞTİRME UYGULAMASI

Nursen VATANSEVER

Danışman

Doç. Dr. Nevzat GÜRAN

İZMİR

1995

YÜKSEKÖĞRETİM KURULU DÖKÜMANTASYON MERKEZİ

TEZ VERİ GİRİŞ FORMU

YAZARIN	Merkezimizce doldurulacaktır.
Soyadı : VATANSEVER Adı : Nursen	Kayıt No: 41252
TEZİN ADI	
Türkçe : Yeni Bir Finansman Tekniği Olarak Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme Uygulaması	
Yabancı Dil : Asset Securitization As a New Financing Technique	
TEZİN TÜRÜ : Yüksek Lisans <input checked="" type="checkbox"/> Doktora <input type="checkbox"/> Doçentlik <input type="checkbox"/> Tıpta Uzmanlık <input type="checkbox"/> Sanatta Yeterlilik <input type="checkbox"/>	
TEZİN KABUL EDİLDİĞİ	
Üniversite : Dokuz Eylül Üniversitesi	
Fakülte : İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi	
Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü	
Diğer Kuruluşlar :	
Tarih :	
TEZ YAYINLANMIŞSA	
Yayınlayan :	
Basım Yeri :	
Basım Tarihi :	
ISBN :	
TEZ YÖNETİCİSİNİN	
Soyadı, Adı : GÜRAN, Nevzat	
Ünvanı : Doç. Dr.	

TEZİN YAZILDIĞI DİL : TÜRKÇE

TEZİN SAYFA SAYISI : 88

TEZİN KONUSU (KONULARI) *Konular listesi = 205*

- 1- Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme Kapsam ve İşleyişi
- 2- Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme Uygulamaları
- 3-

TÜRKÇE ANAHTAR KELİMELER :

- 1- Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme
- 2- ~~Kredi~~ Menkul Kıymetleştirme
- 3- Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler
- 4- Menkul Kıymetleştirilmiş Kredi İşlemleri
- 5- BIS Sermaye Yeterliliği Düzenlemesi

Başka vereceğiniz anahtar kelimeler varsa lütfen yazınız.

İNGİLİZCE ANAHTAR KELİMELER : (Konuyla ilgili yardımcı indeks abstrak ve thesaurus'ları kullanınız)

- 1- Asset Securitization
- 2- Credit Securitization
- 3- Asset Backed Securitization
- 4- Securitized Credit Transactions
- 5- BIS Capital Adequacy Quidelines

Başka vereceğiniz anahtar kelime varsa lütfen yazınız.

- 1- Tezimden fotokopi yapılmasına izin vermiyorum
- 2- Tezimden dipnot gösterilmek şartıyla bir bölümün fotokopisi alınabilir.
- 3- Kaynaklar gösterilmek şartıyla tezimin tamamının fotokopisi alınabilir.

Yazarın İmzası :

[Handwritten Signature]

Tarih: 6.06 1995

TÜRKÇE ABSTRAKT (en fazla 250 sözcük)

Uluslararası finans piyasaları, 1970'li ve özellikle 1980'li yıllarda uluslararası finans sistemini etkileyen gelişmelere bağlı olarak çeşitli finansal yeniliklerle tanışmıştır. 1980'li yıllarda dikkat çekici gelişmeler kaydetmeye başlayan finansal yenilikler arasında forward, future, swap, option ve varlığa dayalı menkul kıymetleştirme gibi bilanço-dışı finansman teknikleri yer almaktadır.

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme tekniği, kredi kurumlarının bilançolarındaki varlıkların ikincil piyasada pazarlanabilir menkul kıymetler haline dönüştürülmesi süreci olarak tanımlanabilir. Bu süreçte yaratılan menkul kıymetlere varlığa dayalı menkul kıymetler adı verilmektedir. Varlığa dayalı menkul kıymetler ödeme aktarmalı sertifikalar, varlığa dayalı tahviller ve ödeme aktarmalı tahviller olmak üzere başlıca üç grupta toplanmaktadır. Varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeye konu olan varlıklar arasında otomobil kredileri, kredi kartı alacakları, leasing alacakları, factoring alacakları, ticari ipotekler ve alacağa dayalı finansman bonusu programları yer almaktadır.

ABD'de başlayan varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulaması 1980'li yılların ortalarından itibaren Fransa, İtalya, İspanya, Almanya, İsveç, Norveç, Finlandiya gibi Avrupa Ülkeleri ile Japonya, Avustralya, ve Yeni Zelanda'da gelişme göstermeye başlamıştır.

Türkiye'deki varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulaması, bankacılık sisteminin rezerv gereksinimlerini azaltma, likiditeyi artırma ve etkin bir ikincil piyasanın geliştirilmesine yönelik bir çerçevede gelişmektedir.

İNGİLİZCE ABSTRAKT (en fazla 250 sözcük)

In 1970's and especially 1980's, International finance markets met different financial innovations depending on developments which affect international finance system among the financial innovations which appears noticeable developments, off-balance sheet financial techniques such as forward, future, swap, option and asset securitization involves.

The technique of asset securitization can be defined as process of transformation of credit institutions assets of their balance sheet to marketable securities in the secondary market. In this process securities which is created in this process are called as asset backed securities. Asset backed securities consists of three groups such as pass through certificates, asset backed bonds and pay through bonds. Automobile loans, credit card receivables, leasing receivables, factoring receivables, commercial mortgages and receivables backed commercial paper programs can be securitized.

Asset securitization which starts in America has developed in European countries such as England, France, Italy, Spain, Germany, Sweden, Norway, Finland and in Japan, Australia and New Zeland since the mid of 1980's

In Turkey, asset securitization which begins in 1992, develops as the reduction of reserve requirements of banking system, improving of liquidity and developing of an efficient secondary market.

Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum **"YENİ BİR FİNANSMAN TEKNİĞİ OLARAK VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLEŞTİRME UYGULAMASI"** adlı çalışmanın, tarafımdan bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurulmaksızın yazıldığını ve yararlandığım eserlerin Bibliografya'da gösterilenlerden oluştuğunu, bunlara atıf yapılarak yararlanılmış olduğunu belirtir ve bunu onurumla doğrularım.

6 Haziran 1995

Nursen VATANSEVER



Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü 12.1.6.195 tarih ve 12. toplantısında oluşturulan jüri, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 9. maddesine göre İktisat....Anabilim dalı Yüksek Lisans öğrencisi...Nurcan...YAPA'nın (122-banka)
...Yeni Bir Finansman Tekniği Olarak Varlık Dayalı Menkul...konulu tezi incelenmiş ve aday 12.1.1995 tarih, saat 10.30'da jüri önünde tez savunmasına alınmıştır.

Adayın kişisel çalışmaya dayanan tezini savunmasından sonra 90.... dakikalık süre içinde gerek tez konusu, gerekse tezin dayanağı olan anabilim dallarından jüri üyelerince sorulan sorulara verdiği cevaplar değerlendirilerek tezin BAŞARILI olduğuna oy...Bilgi..... ile karar verildi.

BASKAN
Prof. Dr. Oğul USTA

ÜYE

Doç. Dr. Berna TANER

B. Taner

ÜYE

Doç. Dr. Nevzat GERAN

N. Geran

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ	1
--------------	----------

BİRİNCİ BÖLÜM

VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLEŞTİRME: KAPSAMI VE İŞLEYİŞİ	3
1.1. Menkul Kıymetleştirme ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme	3
1.1.1. Menkul Kıymetleştirme	3
1.1.2. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme	4
1.2. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirmenin Tarihsel Gelişimi	5
1.3. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirmenin Gelişimini Hızlandıran Başlıca Etmenler	8
1.3.1. Döviz Kurları ve Faiz Oranlarındaki Dalgalanmalar	9
1.3.2. Bilişim ve İletişim Teknolojisindeki Gelişmeler	9
1.3.3. Finansal Piyasaların Küreselleşmesi	10
1.3.4. Finansal Piyasalarda Görülen Deregülasyon ve Reregülasyon Olguları	12
1.3.5. Finansal Aracılığın Önemini Kaybetmesi	14
1.3.6. Finansal Yeniliklerin Artması ve Finans Mühendisliğinin Doğması	16
1.4. Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Piyasasının Yapısı ve İşleyişi	18
1.4.1. Piyasa Katılımcıları	18
1.4.1.1. Kaynak Kuruluşlar	19
1.4.1.2. Hizmet Veren Aracı Kurumlar	20

1.4.1.3. İhraç Kurumları	21
1.4.1.4. Yatırım Bankerleri	23
1.4.1.5. Kredi Değerini Yükselten Kurumlar	24
1.4.1.6. Derecelendirme Şirketleri	26
1.4.1.7. Fon Varlıklarını Muhafaza Eden Güvenilir Kişiler	28
1.4.1.8. Yatırımcılar	29
1.4.2. Piyasa Araçları Olarak VDMK Türleri	29
1.4.2.1. Ödeme Aktarmalı Sertifikalar	30
1.4.2.2. Varlığa Dayalı Tahviller	32
1.4.2.3. Ödeme Aktarmalı Tahviller	33
1.4.3. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirmeye Konu Olan Alacakların Özellikleri	34
1.5. Derecelendirme Şirketlerinin Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirmeye İlişkin Yaklaşımları	36
1.5.1. Standard and Poor's Yaklaşımı	36
1.5.2. Moody's Yaklaşımı	37

İKİNCİ BÖLÜM

VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLEŞTİRME UYGULAMALARI	39
2.1. Uygulamada Ortaya Çıkan Başlıca İşlemler ve Özellikleri	39
2.1.1. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme İşlemleri	39
2.1.1.1. Otomobil Kredilerinin Menkul Kıymetleştirilmesi	40
2.1.1.2. Kredi Kartı Alacaklarının Menkul Kıymetleştirilmesi	46
2.1.1.3. Leasing Alacaklarının Menkul Kıymetleştirilmesi	50

2.1.1.4. Factoring Alacaklarının Menkul Kıymetleştirilmesi	53
2.1.1.5. Ticari İpoteklerin Menkul Kıymetleştirilmesi	54
2.1.1.6. Alacaklara Dayalı Finansman Bonusu Programlarının Menkul Kıymetleştirilmesi	54
2.1.2. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirmenin Maliyeti	56
2.1.3. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirmeyi Sınırlayan Etmenler	57
2.1.3.1. Moral Tehlike	57
2.1.3.2. Ters Seçim	57
2.2. Ülke Uygulamalarından Örnekler	58
2.2.1. ABD	58
2.2.2. Avrupa Ülkeleri	59
2.2.2.1. İngiltere	59
2.2.2.2. Fransa	61
2.2.2.3. İtalya	62
2.2.2.4. İspanya	62
2.2.2.5. Almanya	64
2.2.2.6. İsveç	66
2.2.2.7. Norveç	67
2.2.2.8. Finlandiya	68
2.2.3. Diğer Ülke Uygulamaları	68
2.2.3.1. Japonya	68
2.2.3.2. Avustralya	70
2.2.3.3. Yeni Zelanda	71

2.1.1.4. Factoring Alacaklarının Menkul Kıymetleştirilmesi	53
2.1.1.5. Ticari İpoteklerin Menkul Kıymetleştirilmesi	54
2.1.1.6. Alacaklara Dayalı Finansman Bonusu Programlarının Menkul Kıymetleştirilmesi	54
2.1.2. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirmenin Maliyeti	56
2.1.3. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirmeyi Sınırlayan Etmenler	57
2.1.3.1. Moral Tehlike	57
2.1.3.2. Ters Seçim	57
2.2. Ülke Uygulamalarından Örnekler	58
2.2.1. ABD	58
2.2.2. Avrupa Ülkeleri	59
2.2.2.1. İngiltere	59
2.2.2.2. Fransa	61
2.2.2.3. İtalya	62
2.2.2.4. İspanya	62
2.2.2.5. Almanya	64
2.2.2.6. İsveç	66
2.2.2.7. Norveç	67
2.2.2.8. Finlandiya	68
2.2.3. Diğer Ülke Uygulamaları	68
2.2.3.1. Japonya	68
2.2.3.2. Avustralya	70
2.2.3.3. Yeni Zelanda	71

2.3. Türkiye'de Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme Uygulamasının Gelişme Olanakları	71
2.3.1. Varlığa Menkul Kıymetlerle İle İlgili Yasal Düzenlemeler	71
2.3.2. Türkiye'de Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme Uygulamasının Gelişimi	77
2.3.3. Uygulamada Karşılaşılan Sorunlar ve Çözüm Önerileri	79
SONUÇ	81
KAYNAKÇA	83
EKLER	89
EK I: Aktif Kalemlerin Risk Ağırlıkları	
EK II: Bilanço Dışı Kalemlerin Risk Ağırlıkları	

bir uygulama çerçevesinde gelişmektedir. Böylece, bankalar varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeye ilişkin yasal ve kurumsal altyapının düzenlenememiş olması nedeniyle, özel amaçlı kurum kurmaksızın ve derecelendirme şirketlerine başvurmaksızın sadece Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin alarak VDMK ihraç etmektedir. Bankalar yanında banka - dışı ihraççı kurumlar VDMK ihracında rol oynamaktadır. Ancak, VDMK piyasasındaki banka-dışı ihraççı kurumlardan banka garantisi istenmesi nedeniyle sözkonusu ihraççı kurumlar VDMK piyasasında bankalar kadar fazla bir gelişme gösterememektedir.

ABD ve Avrupa ülkelerinde olduğu gibi Türkiye'de de yeni uygulama alanı bulan varlığa dayalı menkul kıymetleştirme tekniği, gerek yabancı literatür gerekse yerli literatürde yeterince incelenememiştir. Bu çerçevede, ulaşılabilen yerli ve yabancı kaynaklardan yararlanılarak hazırlanan çalışmanın ana amacı, varlığa dayalı menkul kıymet piyasasının yapısı ve işleyişini genel olarak ve diğer ülke deneyimlerinden de yararlanarak incelemek; Türkiye uygulamasında karşılaşılan sorunları saptamak ve bu sorunlara yönelik çözüm önerileri getirmeye çalışmaktır.

Bu amaçla hazırlanan söz konusu çalışma iki bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümünde, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulaması kapsamı ve işleyişi yönünden ele alınmaktadır. Bu çerçevede varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulamasının kapsamı, tarihsel gelişimi ile söz konusu gelişimi hızlandıran etmenlere değinilmektedir. Ardından varlığa dayalı menkul kıymet piyasasının yapısı ve işleyişi, piyasa katılımcıları ile piyasa araçları yardımıyla incelenmekte ve derecelendirme şirketleri açısından değerlendirme yapılmaktadır. Çalışmanın ikinci bölümünde ise, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulaması bağlamında ortaya çıkan başlıca işlemler ve özellikleri incelendikten sonra varlığa dayalı menkul kıymetleştirmenin maliyeti ele alınmakta ve sözkonusu uygulamayı sınırlayan etmenlere yer verilmektedir. Ayrıca, ülke uygulamalarından örnekler kapsamında ABD ve Avrupa Ülkeleri ile Japonya, Avustralya ve Yeni Zelanda inceleme konusu olmaktadır. Daha sonra Türkiye'de varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulamasının gelişme olanakları; yasal düzenlemeler, uygulamanın gelişimi ve uygulamada karşılaşılan sorunlar ve çözüm önerileri şeklinde incelenmektedir.

GİRİŞ

1970'li yılların ikinci yarısından itibaren ve özellikle 1980'li yıllar boyunca uluslararası finans sistemini etkileyen gelişmelere paralel olarak uluslararası finans dünyası birçok finansal yeniliklerle tanışmıştır. 1980'li yıllarda gelişmeye başlayan sözkonusu finansal yenilikler arasında forward, future, swap, option ve varlığa dayalı menkul kıymetleştirme gibi bilanço- dışı finansman teknikleri yer almaktadır.

Yeni bir finansman tekniği olarak varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulaması; düşük maliyetli fon kaynağı sağlama, sermaye yapılarını güçlendirme, aktif-pasif dengesizliklerini giderme ve bilanço-yu likit hale getirme yanında finansal sistemin etkinliğini artırma amaçlarına yönelik bir araç niteliğindedir.

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulamasının kökleri, 1970 yılında ABD'de başlayan ipoteğe dayalı menkul kıymetleştirme uygulamasına dayanır. Menkul kıymetleştirme uygulamasının, 1985 yılından itibaren diğer finansal varlık ve kredilerin menkul kıymetleştirilmesini kapsayacak şekilde genişlemesiyle birlikte varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulaması önem kazanmaya başlamıştır.

ABD'de başlayan varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulaması git-tikçe yaygınlaşmaktadır. Bu çerçevede, İngiltere, Fransa, İtalya, İspanya, Almanya, İsveç, Norveç, Finlandiya gibi Avrupa ülkeleri ile Japonya ve Avustralya'da da varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulaması gelişmeye başlamaktadır.

Gerek ABD gerekse Avrupa ülkelerindeki varlığa dayalı menkul kıymet (VDMK) piyasası, ilgili yasal ve kurumsal çerçevenin oluşturulmasına bağlı olarak gelişimini sürdürmektedir. Bu bağlamda, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulaması özel amaçlı kurum ve derecelendirme şirketleri gibi piyasa katılımcıları çerçevesinde ve bankalar dışında gerçekleşmektedir.

Türkiye'de ise 1992 yılında yayımlanan tebliğle başlayan varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulaması, bankacılık sisteminin yoğun ilgi gösterdiği

BİRİNCİ BÖLÜM

VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN KAPSAMI VE İŞLEYİŞİ

1980'li yıllarda gelişen bir finansman tekniği olan varlığa dayalı menkul kıymetleştirme gittikçe yaygınlık kazanmaktadır. Bu bölümde, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme tekniği kapsamı ve işleyişi açısından incelenmektedir. Bu bağlamda varlığa dayalı menkul kıymetleştirmenin kapsamı, tarihsel gelişimi ile sözkonusu gelişimi hızlandıran başlıca etmenlere değinilmektedir. Daha sonra varlığa dayalı menkul kıymet piyasasının yapısı ve işleyişi, piyasa katılımcıları ile piyasa araçları yoluyla incelenmekte; derecelendirme kuruluşları açısından değerlendirmelere yer verilmektedir.

1.1. Menkul Kıymetleştirme ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme tekniğinin incelenmesine geçmeden önce menkul kıymetleştirme olgusuna değinmek gerekmektedir. Menkul kıymetleştirme olgusunun tanıtılmasından sonra varlığa dayalı menkul kıymetleştirme olgusu incelenecektir.

1.1.1. Menkul Kıymetleştirme

Son yıllarda teknolojideki gelişmelere paralel olarak globalleşen finans dünyası, bilanço-dışı (off-balance sheet) finansman tekniklerinden biri olan menkul kıymetleştirme trendine girmiştir.

Menkul kıymetleştirme (securitization) terimi, biri dar diğeri geniş olmak üzere iki farklı anlamda kullanılabilir.

Geniş anlamda menkul kıymetleştirme, fon akımının geleneksel para piyasaları yerine sermaye piyasaları yoluyla menkul kıymet ihraç edilerek gerçekleşmesidir. Böylece, uluslararası finans sistemi dolaylı finansman şeklinden doğrudan finansmana yönelmiş olmaktadır.

Dar anlamda menkul kıymetleştirme ise, tezin konusunu oluşturan "varlığa dayalı menkul kıymetleştirme" yi ifade etmektedir.

Menkul kıymetleştirmeye ilişkin birçok tanım yapılmıştır. Bir tanıma göre, menkul kıymetleştirme borç veren bir kurumun varlıklarının bilançodan şu veya bu şekilde çıkarılması ve borçluluğu temsil eden devredilebilir (negotiable) finansal yatırım araçlarını satın alan yatırımcılar tarafından, borç verene gayrikabili rücu olarak (ya da bazı hallerde sınırlı rücu şeklinde) fon yaratma sürecidir"(1).

Diğer bir tanıma göre en geniş anlamıyla menkul kıymetleştirme; "basit olarak kredi taleplerinin ticari bankalar, finans şirketleri ve diğer geleneksel kredi kuruluşlarından uzaklaşarak taahhütlü aracılık yapan kurumlar yoluyla halka açık olarak pazarlanabilir açık piyasa borcu haline dönüştürülmesidir" (2).

Menkul kıymetleştirme ile ilgili başka bir tanım da, "normalde tek bir borç veren veya bir sindikasyon tarafından yüklenilecek riskin daha geniş bir yatırımcı grubuna yayılması için alınıp satılabilir yatırım araçlarının yapılandırılarak satılması"(3) şeklinde yapılmaktadır.

Menkul kıymetleştirme trendi, 1985'li yıllardan sonra varlığa dayalı menkul kıymetleştirme şeklinde gelişme göstermiştir. Bundan sonraki açıklamalar, tezimizin de konusunu oluşturması nedeniyle varlığa dayalı menkul kıymetleştirme çerçevesinde yapılmıştır.

1.1.2. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme

1970 yılında A.B.D.'de ipotekli konut kredileriyle başlayan menkul kıymetleştirme olgusu, 1985 yılında ipoteğe dayalı olmayan menkul kıymetlerin ihracıyla birlikte yerini varlığa dayalı menkul kıymetleştirme olgusuna bırakmıştır. Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme (asset securitization/credit securitization) olgusu gerek işlem hacmi gerekse menkul kıymetleştirmeye konu olan varlıklardaki çeşitlenmeye paralel olarak dikkat çekici gelişmeler kaydetmiştir.

(1) John Henderson-Jonathan P. Scott, **Securitization**, New York Institute of Finance, A Division of Simon and Schuster, Inc, 1988, s.2.

(2) Harold H. Goldberg et. al. "Asset Securitization and Corporate Financial Health", **The Handbook of Asset Backed Securities**, (Ed) Jess Lederman, New York Institute of Finance, A Division of Simon and Schuster, Inc, Broadway, 1990, s. 178.

(3) John Henderson and Jonathan P. Scott, a.g.e., s. 2.

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme; bir finansal kurumun bilançosunun aktifinde yer alan gelir getirecek varlıkların oluşturduğu portföyden elde edilecek nakit akımlarını teminat göstererek, yatırımcılara pazarlanabilir menkul kıymetler satma yoluyla fonları arttırma sürecine işaret etmektedir(4). Bu süreçte, yatırımcılara ihraç edilen menkul kıymetlere "varlığa dayalı menkul kıymetler" (VDMK'ler) denilmektedir.

"Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme; şirketin alacakları, stokları, sabit varlıkları ve ticari markaları gibi aktif kalemlerine dayanarak borçlanıcının nakit akımı sağlayabilmesinin dışında, kredi verene geri çekilme pozisyonu sağlayarak kredinin vadesini uzatmada destekleyici olarak kullanılan bir finansman tekniğidir"(5).

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme tekniği, kısaca bilançoyu likit hale getirmek amacıyla bilançonun aktifindeki varlıkların menkul kıymetlere dönüştürülmesi şeklinde tanımlanabilir.

1.2. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirmenin Tarihsel Gelişimi

Tarih boyunca ödünç verme işlemleri oldukça saygın bir meslek olarak görülmüştür. Ortaçağlardan beri sarraflar ve kuyumcular, atıl haldeki paraları ödünç vermede kullanmışlar ve korumak amacıyla mevduat kabul etmişlerdir. Daha sonra, ödünç verme işlemleri bankalar tarafından yapılmaya başlanmıştır. Dolayısıyla, geleneksel kredi/mevduat sistemi uyarınca bankalar kredi yaratma, koşulları belirleme, kredi riskini yüklenme, krediyi fonlama, faiz ve anapara tahsilatı hizmetlerinin tümünü gerçekleştirmekteydiler. Bankalar dışında ödünç veren kurumlar niteliğindeki tüketici ve finans şirketleri ise, gerek ihraç edilen menkul kıymetler gerekse bankalardan ödünç alma yoluyla elde ettikleri fonları müşterilerine aktararak faaliyet göstermekteydiler. Bu bağlamda, 1960'ların başlarına kadar geleneksel finansman kaynakları arasında; banka mevduatları, senetler, tahviller ve hisse senetleri bulunmaktaydı.

(4) Everette D. Hull, "The Complete Story on Securitization of Bank Assets: Part 1, "The Journal of Commercial Bank Lending, November 1989, s. 20.

(5) Robert Flaherty-Robert L. Solar ve Albert Fischetti, "Asset-Based Financing I: Concepts And Applications", **Mortgage and Asset Securitization**, (ed) Robert Lawrence Kuhn, Vol: 5, Richard D. Irwin, Inc, Homewood-Illinois, 1990, s. 403.

1960'lı yıllarda euro-kredi piyasaları ile euro-menkul kıymetler piyasası şeklinde gelişen euro-piyasalar yoluyla yeni finansman şekilleri ortaya çıkmıştır(6). Euro-kredi ve euro-tahvil ihracı şeklindeki bu finansman şekilleri, 1980'li yıllara kadar yaygın bir kullanım alanı bulmuştur.

1970'li ve 1980'li yıllarda uluslararası finans piyasalarında görülen değişimler, geleneksel kredi/mevduat bankacılığının yerine menkul kıymetleştirme olgusunun önem kazanmasına neden olmuştur. Yeni bir finansman tekniği olarak menkul kıymetleştirme sisteminde, geleneksel kredi/mevduat bankacılığı dışında farklı işlemleri yerine getiren farklı kuruluşlar yer almaktadır.

1960'lı ve 1970'li yıllarda uluslararası finans sistemi geleneksel kredi/mevduat bankacılığı şeklinde çalışmaktaydı. 1980'li yıllarda ise, sindikasyon kredilerinin azalmasıyla birlikte menkul kıymet ihraçları artış göstermiş ve bankacılığın geleneksel üstünlükleri aşmaya başlamıştır. Bu gelişmelere ilave olarak 1970'li yıllarda forward, future, option, swap ve menkul kıymetleştirme gibi bilanço-dışı finansman teknikleri ortaya çıkmış ve 1980'li yıllarda çeşitlenme göstermiştir.

Bilanço-dışı finansman tekniklerinden biri olan menkul kıymetleştirme olgusu; kredi kurumlarının riskli aktiflerini azaltarak sermaye yapılarını güçlendirme, tahsil edilemeyen alacaklardaki artış ve daralan faiz marjları nedeniyle faiz geliri yerine hizmet gelirlerine yönelerek düşük maliyetli ve süreklilik gösteren bir fon kaynağı elde etme gayelerine uygun bir çözüm şeklinde ortaya çıkmıştır(7).

İlk kurumsallaşmamış menkul kıymetleştirme uygulamasının iki yüzyıl kadar önce Prusyalılar tarafından ipotēge dayalı menkul kıymetler şeklinde kullanıldığı bilinmektedir(8). Ortaçağ simyagerleri temel metalleri altına dönüştürmeye çalışırken, modern simyagerler (modern alchemists) olarak adlandırılan yatırım bankerleri ise, bilançolarındaki likit olmayan varlıkları piyasa-

(6) Targan Ünal, *Dünya'da ve Türkiye'de Menkul Kıymet Borsaları*, I.T.O. Yayını, İstanbul, 1990, s. 4.

(7) Şule Bilir, "Menkul Kıymetleştirme", *Bankacılar*, Sayı: 3, TBB Yayını, Ekim 1990, ss. 50-51.

(8) Kenneth Cox, "Introduction and Overview", *Securitisation*, (ed) David C. Bonsall, Butterworths and Co Publishers, London, 1990, s. 1.

da serbestçe pazarlanabilir likit araçlar haline getirmek için ipoteğe dayalı menkul kıymetler ihraç etmişlerdir(9).

Toptan borçlanma ve iştiraklerin satışı, 1880'li yılların öncesine kadar uzanmasına karşın kredilerin menkul kıymetleştirilmesi yeni bir uygulama olmaktadır. Menkul kıymetleştirme tekniği kullanılarak menkul kıymet haline dönüştürülen varlıklar bilanço dışında izlenmekte ve böylece hem ek bir fon kaynağı yaratılmakta hem de tek başına satılmaları güç olan düşük meblağlı krediler pazarlanabilmektedir(10).

Modern anlamda menkul kıymetleştirme uygulamaları, 1970 yılında A.B.D.'de federal hükümetin konut ipoteklerini menkul kıymetleştirmeyi motive etmesiyle başlamıştır. Savaş sonrası yıllarda hızlı ve geniş çaplı bir konut inşasına sahne olan A.B.D.'de, konut finansmanına yönelik fon kaynağı bulma çabaları menkul kıymetleştirme uygulamalarının gelişmesine yol açmıştır. Bu çerçevede, Milli İpotek Kurumu'nun (Government National Mortgage Association-GNMA) 1970 yılında başlattığı hükümet garantili ödeme aktarmalı sertifika programıyla menkul kıymetleştirme uygulamasına geçilmiştir. GNMA tarafından başlatılan menkul kıymetleştirme uygulamaları, daha sonra Federal Milli İpotek Kurumu (Federal National Mortgage Association-FNMA), Federal İpotekli Konut Kredisi Kuruluşu (Federal Home Loan Mortgage Corporation-FHLMC) ve Emekliler İdaresi (Veterans Administration) gibi hükümet destekli kuruluşların garantileri ve ihraçlarıyla gelişmiştir. Sözkonusu gelişmelere ilave olarak federal garanti taşımayan ipoteklere ilişkin ikincil piyasanın yaratılması ve 1977'de ise özel sektör kuruluşlarının ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç etmelerine paralel olarak menkul kıymetleştirme olgusuna duyulan ilgi artmıştır.

İlk olarak 1970 yılında A.B.D.'de başlamış olan menkul kıymetleştirme uygulamaları, 1980'li yılların ortalarına kadar ipotekli konut kredileri şeklinde ve hükümet desteğiyle gelişimini sürdürmüştür. 1985'de bilgisayar leasing alacaklarının menkul kıymetleştirilmesiyle ipoteğe dayalı olmayan menkul kıymetlerin ihracı gerçekleşmiştir. Daha sonra tasarruf ve kredi kurumları, ticari bankalar ve mevduat kabul etmeyen birçok finans şirketi menkul kıymetleştir-

(9) Robert Lawrence Kuhn, *Investment Banking*, Harper and Row Publishers, Ballinger Division, New York, 1990, s. 345.

(10) Christine A. Pavel, *Securitization The Analysis and Development of the Loan-Based /Asset-Backed Securities Markets*, Probus Publishing, Chicago- Illinois, 1989, s. 3.

dikleri alacak ve kredi kapsamını genişletmiştir. Bu bağlamda ticari ipotek kredileri, otomobil kredileri, kredi kartı alacakları, gemi kredileri, ticari krediler ve factoring alacakları menkul kıymetleştirmeye konu olmuştur. Böylece 1970 yılında ipoteğe dayalı olarak başlamış olan uygulamaların, 1985 yılından itibaren diğer finansal varlıkların menkul kıymetleştirilmesini içerecek şekilde genişlemesi ile varlığa dayalı menkul kıymetleştirme yaygın bir finansman tekniği niteliğini kazanmıştır.

Bu gelişmelere paralel olarak VDMK'lerin ihraç hacmi genişlemiştir. Örneğin, A.B.D.'de VDMK'lerin yıllık ihraç hacmi 1985 yılında yaklaşık olarak 1 milyar Dolar iken 1988'de 16 milyar Dolara yükselmiştir(11).

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme tekniği, son yıllarda İngiltere, Fransa, İtalya, İspanya, Almanya, İsveç, Norveç, Finlandiya gibi Avrupa ülkeleri ile Japonya ve Avustralya'da da uygulanmaya başlamıştır.

1.3. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirmenin Gelişimini Hızlandıran Başlıca Etmenler

1970'li ve 1980'li yıllar, uluslararası finans sistemini etkileyen gelişmelerle karakterize edilmektedir. Bu dönemler boyunca; döviz kurları ve faiz oranlarında görülen aşırı dalgalanmalar, bilişim ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler uluslararası finans piyasalarının globalleşme trendini hızlandırmıştır. Ayrıca, finans piyasalarında görülen deregülasyon ve re-regülasyon olguları ile rekabetin artması sonucu karlılık marjlarının düşmesine paralel olarak uluslararası finans piyasaları çeşitli finansal yeniliklerle karşılaşmıştır. Bu bağlamda, 1980'li yıllar boyunca forward, future, swap, option ve varlığa dayalı menkul kıymetleştirme gibi bilanço dışı finansman teknikleri dikkat çekici bir önem kazanmaya başlamıştır(12).

Yeni bir finansman tekniği olarak varlığa dayalı menkul kıymetleştirme, 1970'li ve 1980'li yıllar boyunca finansal sistemi etkileyen başlıca etmenlere bağlı olarak gelişme olanağı bulmuştur. Birbirleriyle etkileşim halinde olan sözkonusu etmenler aşağıda incelenmektedir.

(11) Thomas R. Boernio and Gerald A. Edwards, "Asset Securitization: A Supervisory Perspective", *Federal Reserve Bulletin*, October 1989, Vol. 75, No. 10, s. 660.

(12) Edward P.M. Gardener, *Securitisation and The Banking Firm*, IEF Research Papers in Banking And Finance, Bangor, 1986, ss. 3-5, 12, 14, 18.

Timothy W. Koch, "The Emerging Bank Structure of the 1990's", *Business Economics*, July 1992, ss. 32-34.

1.3.1. Döviz Kurları ve Faiz Oranlarındaki Dalgalanmalar

Sabit kura dayalı Bretton Woods Sisteminin 1973 yılında çökmesi ve yerine dalgalı kur sisteminin geçmesi ile 1973 ve 1979 yıllarında iki petrol krizinin yaşanması sonucu döviz kurları ve faiz oranlarında aşırı dalgalanmalar meydana gelmiştir. OPEC ülkelerinin petrol fiyatlarını büyük ölçüde arttırma ve petrol arzını sınırlandırma politikalarına bağlı olarak oluşan petrol krizleri, birçok ülkede özellikle sanayileşmiş ülkelerde stagflasyon olgusunun ortaya çıkmasına yol açmıştır. 1973 ve 1979 yılları içerisinde, monetarizmle birlikte antienflasyonist politika önerileri gittikçe artan bir popülerite kazanmaya başlamıştır. Bu bağlamda, kısıtlayıcı faiz tavanları kaldırılmış ve para arzı artış hedefi ekonomi politikasının esasları haline gelmiştir. Bu gelişmelere ilave olarak OPEC ülkelerinin elde ettikleri petrol gelirleri, petrol alımlarının finansmanı için euro-dolar piyasası yoluyla petrol ithal eden ülkelere transfer edilmiştir. Böylece, euro-dolar piyasası aracılığıyla kredi sağlayan petrol ithalatçısı ülkelerde para arzı genişlemiş ve bu kaynakların it-halatın finansmanında kullanımı ulusal sınırlar içerisinde izlenen antienflasyonist politikaların etkinliğini zayıflatmış ve ödemeler bilançosu açıklarının artmasına neden olmuştur. Sonuçta, dalgalı kur sistemine geçilmesi ve petrol krizlerinin yaşanmasıyla birlikte döviz kurları ve faiz oranlarında dalgalanmalar oluşmuştur. Sözkonusu dalgalanmalar, uluslararası finans piyasalarındaki sabit faizle borç verme eğiliminin gittikçe ortadan kalkmasına neden olmuştur. Bu çerçevede, 1980'li yılların 1970'lerde ortaya çıkmış olan finansal risk yönetim teknik ve araçlarının gelişimi için uygun ortam hazırladığı söylenebilir. Finansal risk yönetim teknik ve araçlarına ek olarak varlığa dayalı menkul kıymetleştirme tekniği de 1980'li yılların ortalarından itibaren gelişme kaydetmiştir.

1.3.2. Bilişim ve İletişim Teknolojisindeki Gelişmeler

Uluslararası finans dünyası özellikle 1980'li yıllar boyunca bilişim ve iletişim teknolojisindeki hızlı gelişmelere tanıklık etmiştir. Bilişim ve iletişim alanında yeni teknolojilerin uygulanması, bilginin çok hızlı ve güvenilir bir şekilde uluslararası finans piyasalarına ulaşmasını sağlarken işlem hacmini de arttırmaktadır. Daha önce finansal piyasalarda etki yaratabilecek bir bilgi ilgili piyasalara haftalar sonra eriştiği halde teknolojideki gelişmeler sonucunda bilginin işlenme süresi saniyelere inmiştir. Böylece, sağlıklı bilgi birikimi ve ile-

tişim kolaylığı sağlayan yeni teknolojilerin finansal piyasalarda kullanılmasıyla, yeni finansal araç ve teknikleri kapsamına alan finansal yeniliklerin gelişimi hızlanmıştır. Bu finansal yenilikler arasında kredi kartları, otomatik vezne makinaları (ATM'ler), satış noktasından elektronik fon transfer sistemleri, ev/ofis bankacılığı (home banking) gibi bireysel bankacılık hizmetleri (13) ile elektronikleşmiş menkul kıymet borsalarında kullanılan finansal sistem ağları (14) yer almaktadır.

Bilgi çağının en dikkat çekici özelliklerinden biri olan bilişim ve iletişim teknolojisindeki gelişmelerin etkisiyle finans piyasaları küreselleşmeye başlamıştır.

1.3.3. Finans Piyasalarının Küreselleşmesi

1980'li yıllarda finans piyasalarında görülen küreselleşme trendi, 1990'lı yılların ilk yarısında Doğu Avrupa ülkelerinin dışa açılma ve yeniden yapılanma politikaları çerçevesinde ve iki Almanya'nın birleşmesiyle birlikte hız kazanmış bulunmaktadır. Amerikan, Japon ve Avrupa finans piyasalarındaki işlem hacminin artışı sonucu küreselleşme trendi giderek hızlanmaktadır(15).

Finansal yöneticiler ve yatırımcılar, finans piyasalarındaki küreselleşmeye bağlı olarak uluslararası finans piyasalarındaki olası fırsat ve risklerin farkına varmaktadır(16). Böylece, farklı piyasalarda birden çok amaca yönelik finansal işlemler yer ve zaman farkı gözetmeksizin yapılabilen, dolayısıyla ulusal finans piyasaları yerine uluslararası finans piyasaları yoluyla daha uygun koşullarda borçlanma olanağı sağlanmaktadır(17).

Coğrafi sınırların finansal işlemleri sınırlandıramaması sonucu ulusal piyasaların birbiriyle bağlantılı hale gelmesiyle karakterize edilen finansal piyasalardaki küreselleşme trendi, menkul kıymetleştirilen araçların finansal piyasalara girmesinde rol oynamıştır(18).

-
- (13) Geniş bilgi için bkz. Pelin Alpergin, **Bireysel Bankacılık**, TBB Yayın No: 160, 1990, ss. 19-49.
 (14) Finansal sistem ağlarına ilişkin bilgi için bkz. İlker Parasız ve Kemal Yıldırım, **Uluslararası Finansman Teori ve Uygulama**, Ezgi Kitabevi, Bursa, Mart 1994, ss. 314-316.
 (15) İlker Parasız ve Kemal Yıldırım, a.g.e., ss. 307-313.
 (16) Halil Seyidoğlu, **Uluslararası Finans**, Güzem Yayınları, İstanbul 1994, s.1.
 (17) A.g.e., s. 202.
 (18) John Henderson and Jonathan P. Scott, a.g.e., s. 7.

Finansal küreselleşmede etkili olan temel faktörler şu şekilde sıralanabilir(19).

i. Gelişmiş ülkelerin finans piyasalarındaki düzenlemelerin ortadan kaldırılması,

ii. Finansal piyasalar arasındaki uluslararası rekabetin artması,

iii. Finansal araçlarda görülen çeşitlenme,

iv. Özellikle kurumsal yatırımcıların ulusal ve uluslararası finans piyasalarında oynadıkları rolün artması,

v. Bilişim ve iletişim teknolojisinde önemli gelişmelerin ortaya çıkması (20),

vi. 1980'li yıllarda doların değer kaybetmesi, Japon finans piyasalarında gözlenen gelişmeler ve A.B.D ödemeler bilançosu açıklarının oluşması.

Bilişim ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler karşısında finans piyasalarında işlem hacmi artmış ve işlem maliyetleri ise azalmıştır. Finansal ilişkilerin yoğunlaşmasıyla finansal piyasalarda yaşanan küreselleşme trendi, finansal piyasalar yanında banka ve banka dışı finans kurumları arasındaki rekabeti arttırmıştır. Finansal alandaki küreselleşmenin etkisiyle rekabetin artışı ise yeni finansal araç ve tekniklerin gelişimini motive etmiştir.

1980'li yıllarda finansal piyasalarda yoğun bir şekilde yaşanan küreselleşme trendi, menkul kıymetleştirilen varlıkların artışıyla birlikte varlığa dayalı menkul kıymetleştirme olgusunun önemini arttırmıştır. Bu bağlamda, daha ucuz fonlama ve pazarlanabilir finansal araçlarla simgelenebilen küreselleşme trendi ile düşük maliyet, yüksek kredi kalitesi, çeşitlilik ve likidite sunması gibi özelliklere sahip varlığa dayalı menkul kıymetleştirme olgusunun birbiriyle bağlantılı olduğu söylenebilir.

(19) İlker Parasız ve Kemal Yıldırım, a.g.e., s. 305.

(20) Hüsnü Erkan, **Bilgi Toplumu ve Ekonomik Gelişme**, Türkiye İş Bankası Yayın No: 326, Ankara, 1993, s. 90.

1.3.4. Finansal Piyasalarda Görülen Deregülasyon ve Reregülasyon Olguları

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme olgusunun ortaya çıkması ve gelişmesinde rol oynayan başlıca etmenlerden biri de finansal piyasalarda deregülasyon ve reregülasyon olgularının görülmesidir.

Deregülasyon terimi, mevcut yasal-kurumsal düzenlemelerin ortadan kaldırılmasına işaret ederken, reregülasyon terimi ise yeni yasal-kurumsal düzenlemeleri yerine getirme veya mevcut sınırlamaları azaltma süreci şeklinde tanımlanır(21). Finansal piyasaların deregülasyonu beraberinde reregülasyon olgusunu getirerek varlığa dayalı menkul kıymetleştirmenin gelişiminde temel güç olmuştur(22).

1980'li yıllarla birlikte tüm dünyada finansal serbestleşme olgusu yaşanmaya başlamıştır(23). Bu çerçevede, ABD'de Q Düzenlemesi'yle getirilen sınırlayıcı faiz oranı tavanlarının (*) 1987'de kaldırılmasıyla ulusal finans piyasaları serbestleşmeye başlamıştır. Ayrıca, A.B.D.'deki bankalara getirilmiş olan eyaletlerarası yasaklar ve Glass Steagall Yasası'yla ticari bankalara getirilen menkul kıymet işlemleriyle uğraşma yasakları ancak 1990'lı yılların başlarında yürürlükten kaldırılmıştır(24).

A.B.D.'deki bu gelişmelerin yanısıra 1990'lı yıllarda Japon finans piyasalarında da serbestleşmeye yönelik adımlar atılmıştır. Bu bağlamda, A.B.D.'deki Glass Steagall Yasası'nın benzeri niteliğindeki 65 Sayılı Yasa kaldırılmış ve böylece bankalarla menkul kıymet firmaları arasındaki rekabet şiddetlenmeye başlamıştır(25). A.B.D. ve Japon finans piyasalarında yaşanan deregülasyon yönündeki gelişmeler Avrupa finans piyasalarında da yaşanmaktadır.

(21) Timothy W. Koch, a.g.m., s. 33.

(22) Edward P.M. Gardener, a.g.e., s. 4.

(23) Halil Seyidoğlu, a.g.e., s. 204.

(*) Q düzenlemesini kaldırmak için 1980 yılında "Mevduat Kurumlarının Serbestleştirilmesi ve Parasal Kontrol Kanunu" çıkarılmıştı. Ancak, ABD'deki finansal kurumların çeşitlilik göstermesine bağlı olarak, "Yeni Bankalar Kanunu" olarak da bilinen bu kanunun aşamalı bir şekilde uygulanarak; Q Düzenlemesiyle getirilen sınırlayıcı faiz oranlarının belirli süre sonunda kaldırılması kararlaştırılmıştır. (bkz. Mehmet Topçu, ABD'nde Mali Aracı Kurumlar ve Amerikan Bankacılığı ile Finans Piyasasındaki Son Gelişmeler, Maliye Bakanlığı Tetkik Kurulu Yayın No: 1983/257, Ankara, ss. 52-53.

(24) İlker Parasız ve Kemal Yıldırım, a.g.e., s. 17.

(25) İlker Parasız ve Kemal Yıldırım, a.g.e., s. 311.

Ulusal finans piyasalarındaki finansal sınırlamaların kaldırılması konusunda ülkeler arasında görülen farklılıklar arbitraj olanaklarını artırıcı etki yaratmıştır. Dolayısıyla, sınırlamaların göreceli şekilde azaltıldığı piyasaların işlem hacmine ulaşmak isteyen diğer piyasalardaki finansal kurumlar, sınırlamaları ortadan kaldırmaya yönelik finansman tekniklerine yönelmeye başlamışlardır(26). 1970'li yıllarda geliştirilen finansman tekniklerinden biri olan menkul kıymetleştirme, ilk önce devredilebilir mevduat sertifikaları yoluyla mevduat alanında etkisini göstermiştir. Daha sonra, 1980'li yılların ortalarından itibaren varlıklar ve kredilerin menkul kıymetleştirilmesiyle varlığa dayalı menkul kıymetleştirme trendine girilmiştir.

Deregülasyonla birlikte menkul kıymetleştirme trendleri üzerine etki yapan diğer düzenleyici olgu ise reregülasyon olmaktadır. Reregülasyon olgusu, serbestleştirilmiş sisteme olan güveni sağlamaya ve piyasalara uygulanabilir nitelikteki yenilikleri korumaya yönelik bir ekonomik girişim olarak görülmektedir. Dolayısıyla, reregülasyon bazında asıl ögeyi de sermaye yeterliliği düzenlemesi oluşturmaktadır(27).

BiS(*) sermaye yeterliliği düzenlemesi (capital adequacy quidelines), uluslararası bankacılık sisteminin taahhütlerini karşılayabilme gücünü artırma ve farklı ülkelerde faaliyet gösteren bankalar arasındaki eşitsizlikleri azaltma gibi amaçlarla, G10 olarak bilinen ülkelerin Basle'de 1988'de imzaladıkları ve 1.1.1993 tarihinden itibaren yürürlüğe giren bir düzenlemedir. Düzenlemeye ilişkin sermaye yeterliliği rasyosu (cooke rasyosu), bankaların bilançolarındaki çeşitli aktifleri risklere göre ağırlıklandırmalarına karşılık belirli oranda sermaye bulundurmalarını zorunlu tutmaktadır. Bu oran %8 olarak belirlenmiştir. Bu bağlamda faaliyet göstermekte olan bankaların bulundurmaları gereken asgari sermaye miktarı, risk ağırlıklı aktifler ve bilanço dışı kalemlerle ilişkilendirilmiştir.

(26) Halil Seyidoğlu, a.g.e., s. 202.

(27) Bu konuda geniş bilgi için bkz. Edward P. M. Gardener; "1992 and the Future of Securitization in Western Europe", Asset Securitization, (ed) Joseph Jude Norton and Paul R. Spellman, Basil Blackwell Inc, 1991, s. 371.

(*) BIS (Bank for International Settlement), Uluslararası Denkleştirme Bankasıdır. Sözkonusu banka, üye ülkelerin bankacılık sektöründe ortak normlar uygulanması konusunda en önemli uluslararası bir kurum niteliği taşır.

Sermaye yeterliliği konusu Avrupa Topluluğu'nda da 18.12.1989 tarih ve 89/647 sayılı direktifle düzenlenmiştir.

Türkiye'de ise 3182 sayılı Bankalar Kanunu ve bu kanuna ilişkin olarak 26 Ekim 1989 tarih ve 20324 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 6 nolu tebliğ sermaye yeterliliği düzenlemesine ilişkindir.

Basle (Cooke Raporu), AT direktifi ve 6 Nolu Tebliğ gibi sermaye yeterliliği düzenlemeleri Ek I ve Ek II'de karşılaştırmalı şekilde sunulmuştur(28).

1970'li yıllarda ticari senet piyasasında büyüme, 1982 sonrasında uluslararası finans piyasalarında menkul kıymetleştirme, 1987 sonrası dönemde ise sermaye yeterliliği düzenlemelerinin motive etmesiyle varlığa dayalı menkul kıymetleştirme trendi yaşanmaya başlamıştır.

1.3.5. Finansal Aracılığın Önemini Kaybetmesi

Endüstrinin dışsal finans kaynakları ülkeden ülkeye geniş çapta farklılık gösterir. Batı alman ve Japon şirketleri daha çok banka yoluyla borçlanmaya dayanırken, Amerikan ve İngiliz endüstrisi ise finansal piyasalar aracılığıyla doğrudan fon kaynağı elde etmektedir. Bununla birlikte, son yıllarda sözkonusu ülkelerin tümünde banka yoluyla borçlanma azalmaya başlamıştır. bu durum, finansal araçlar tarafından sağlanan pazarlanamayan kredilerden ziyade sermaye piyasaları yoluyla ihraç edilen devredilebilir menkul kıymetler şeklindeki borçlanma eğilimin artmasına işaret etmektedir(29).

Sermaye piyasaları aracılığıyla orta ve uzun vadeli fon talep eden kuruluşlar ile tasarruf sahipleri arasında doğrudan iletişim kurulmakta ve dolayısıyla sermayenin mobilizasyonunda rol alan araçlar ortadan kalkmakta ya da fonksiyonları azalmaktadır(30). Bu şekilde ortaya çıkan finansal aracılığın önemini kaybetmesi (financial disintermediation) olgusu, nihai borçlanıcılar ve nihai kredi veren kurumlar arasındaki finansal aracılık hizmetlerinden vazgeçilmesiyle birlikte doğrudan finansmana yönelmeyi ifade etmektedir. Böy-

(28) Niyazi Çakır, "Türkiye'de ve Uluslararası Bankacılık Alanında Sermaye Yeterliliği Düzenlemelerinin Mukayeseli Değerlendirmesi, HDTM Dergisi, Sayı: 8, Nisan 1991, ss. 44-45.

(29) Alan C. Shapiro, *Modern Corporate Finance*, Macmillian Publishing Co., New York, 1991, s. 367.

(30) Muharrem Karşlı, *Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler*, Sermet Matbaası, İstanbul, 1989, s. 20.

lece doğrudun finansman şeklinin pazarlanabilir menkul kıymetleştirme olgusu gelişmeye başlamıştır(31).

Finansal aracılığın önemini kaybetmesine yol açan birçok faktör bulunmaktadır. İlk olarak deregülasyon ve reregülasyon olguları kapsamında bankalarla banka-dışı finans kurumları arasındaki rekabetin artışıyla birlikte sözkonusu kurumlar tüketici finansmanı, menkul kıymet ve sigortacılık alanlarında hizmet vermeye başlamışlardır. Bu çerçevede pazarlanabilir menkul kıymetlerin sermaye piyasaları yoluyla ihracına dayalı finansman şekilleri önem kazanmaya başlamıştır.

Finansal aracılığın önemini kaybetmesinde rol oynayan diğer bir faktör ise, 1980'li yıllarda birçok ülkede sosyal güvenlik, eğitim ve sağlık hizmetlerine ilişkin kamu finansman açıklarının artışıdır. Hükümetler, banka yoluyla borçlanma yanında esas olarak pazarlanabilir menkul kıymetlerin ihracıyla sözkonusu kamu finansman açıklarını finanse etmişlerdir. Böylece, finansal aracılığın önemini kaybetmesi olgusu gündeme gelmiştir. Finansal aracılığın önemini kaybetmesinin diğer şekilleri, geleneksel kredi/mevduat bankacılığı pahasına gelişme göstermiştir. Banka dışı finansman şirketleri kurdukları bağlı kuruluşlar ya da finansman bölümleri yoluyla sermaye piyasasından daha düşük maliyetli fon elde edebilmektedir. Ayrıca, verdikleri bankacılık hizmetleri dolayısıyla bankalarla rekabet etmektedirler(32).

Finansal piyasaların küreselleşmesi de finansal aracılığın önemini kaybetmesine yol açan faktörlerdendir. Finansal alandaki küreselleşmeyle beraber pazarlanabilir finansal araçların yaygın kullanılması sonucu finansal aracılık önemi kaybetmekte ve finansal kurumlar arasındaki rekabet şiddetlenmektedir.

Geleneksel kredi/mevduat bankacılığı yoluyla borçlanma maliyetinin artmasına karşılık sermaye piyasaları yoluyla borçlanma maliyetinin azalmasına paralel olarak finansal aracılık önemini kaybetmektedir. Bu çerçevede gerçekleşen finansal aracılığın önemini kaybetmesi olgusunun, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme tekniğinin gelişimini hızlandırıcı etki yarattığını söylemek mümkündür.

(31) Edward P. M. Gardener and Jack Revell, **Securitisation: History, Forms and Risks**, IEF Research Monographs in Banking and Finance, No:5, Bangor, 1988, ss.16-17.

(32) Edward P. M. Gardener and Jack Revell, a.g.e., s.17.

1.3.6. Finansal Yeniliklerin Artması ve Finans Mühendisliğinin Doğması

1970'li yılların ikinci yarısından itibaren ve özellikle 1980'li yıllar boyunca, finansal sistemde yaşanan önemli değişimler sonucu uluslararası finans dünyası çeşitli finansal yeniliklerle tanışmıştır.

"Finansal yenilik (financial innovation), yeni örgütsel şekiller ve yeni teslim sistemlerinin geliştirilmesini kolaylaştırma ve karlı ticari faaliyetlere yönelik olarak yeni finansal ürün ve hizmetlerin yaratılması şeklinde tanımlanır"(33).

Finansal yenilik, literatürde çok incelenmiş bir konudur. Bu konuda sistematik çalışmalardan birini yapmış olan Julian Walmsley yeniliği çeşitli şekillerde sınıflandırmıştır(34).

İlk sınıflandırma proses yeniliği ve ürün yeniliği olarak yapılmıştır. Finans piyasalarının işleyiş şeklini değiştiren proses yeniliğine örnek olarak swift sistemi verilebilir. Ürün yeniliği ise opsiyonlar gibi yeni finansal ürünlere işaret etmektedir.

İkinci bir sınıflandırma, agresif yenilik ve defansif yenilik şeklindedir. Agresif yenilik, bankalar ve diğer finans kurumlarının öne çıkabilmek amacıyla geliştirdikleri proses ve ürünleri ifade etmektedir. Defansif yenilik ise, finans piyasalarındaki mevcut düzenleme ve sınırlamalara tepki şeklinde ortaya çıkan proses ve ürünleri belirtmektedir. Döviz endeksli kredi, defansif yeniliğe örnek oluşturur.

Walmsley finansal yeniliklere ilişkin son sınıflamayı aşağıdaki şekilde yapmıştır:

- Risk transferi sağlayan yenilikler (future, option, swap vb.)
- Likiditeyi arttıran yenilikler (değişik tahvil çeşitleri ve yeni ikincil piyasalar),
- Kredi yaratan çeşitli varlıkların menkul kıymetleştirilmesi ve farklı piyasalara girmede swapların kullanılması,
- Sermaye yaratan yenilikler (hisse senedi ve türevleri).

(33) Timothy W. Koch, a.g.m., s. 33.

(34) Miray Müminoğlu, *Yeni Mali Ürünler ve Türkiye'de Uygulanması İçin Gerekli Düzenlemeler*, TBB Yayın No: 184, Ankara, 1994, s. 5. (Aktarılan eser: Julian Walmsley, *New Financial Instruments*, John Wiley and Sons, 1988, ss. 4,7,28,29,162)

Çalışmasında finansal yeniliklerin kaynaklarına da değinmiş olan Walm-sley sözkonusu kaynakları üç grupta incelemiştir:

- Finans piyasalarında artan rekabetle birlikte ortaya çıkan farklılaşma ih-tiyacına paralel olarak finansal yeniliklerin motive edilmesi,

- Amerika ve Avrupa finans piyasalarında görülen deregülasyon ve ban-kaların sermaye yeterliliği düzenlemeleri nedeniyle geleneksel faaliyet alan-larından uzaklaşmaları,

- Teknolojideki gelişmeler.

Son yıllarda finansal piyasalarda yaşanan hızlı gelişmeler; future, option, swap, forward gibi yeni finansman tekniklerinin ortaya çıkması ve geliştirilmesi yönünde motivasyon sağlamıştır(35). Finansal riskleri azaltmak için türetilen bu araçların gittikçe çeşitlenmesi ve karmaşık fiyatlandırma mekanizma ve fonksiyonlarına sahip olmalarına paralel olarak "finans mühendisliği" alanı doğmuş ve gelişme göstermeye başlamıştır(36).

Finans piyasalarındaki yenilikleri incelerken finans mühendisliği terimini kullanmış olan John Finnerty'e göre finansal yeniliklerin nedenleri şu şekilde sıralanabilmektedir(37);

- i. Vergiye ilişkin boşluklar,
- ii. İşlem maliyetleri,
- iii. Aracılık maliyetleri,
- iv. Riski azaltma veya transfer edebilme olanağı,
- v. Varlığın likiditesini arttırmaya yönelik çabalar,
- vi. Hukuki düzenlemelerde görülen değişiklikler,
- vii. Faizlerin düzeyi ve değişken olması,
- viii. Fiyatların düzeyi ve değişken olması,

(35) Fikret Dülger ve Yıldırım B. Önal, "Faiz ve Döviz Swap'ları Uygulaması", HDTM Dergisi, Sayı: 12, Mart 1992, s. 51.

(36) Eşref Ayaş, "Modern Dış Borç Yönetimi Nedir? (Liability Management)", HDTM Dergisi, Sayı: 16, Mart 1993/1, s.9.

(37) Miray Müminoğlu, a.g.e., s. 5-6. (Aktarılan eser: John Finnerty, "Financial Engineering in Corporate Finance", Financial Management, November 1988, ss. 16-26.)

- ix. Finansal alanda akademik çalışmaların yapılması,
- x. Muhasebe açısından faydalar,
- xi. Teknoloji alanındaki gelişmeler.

Finnerty, finans piyasalarındaki yenilikleri ise üç ana grupta incelemektedir:

- Tüketicilere yönelik bireysel bankacılık hizmetleri,
- Menkul kıymetlere ilişkin yenilikler,
- Risk yönetimi (türev ürünler).

Hem ürün yeniliği hem de defansif yenilik niteliği taşıyan varlığa dayalı menkul kıymetleştirme tekniği, Türkiye'de 31.7.1992 tarih ve 21301 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan tebliğle uygulanmaya başlamıştır.

1.4. Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Piyasasının Yapısı ve İşleyişi

Aktif bir ikincil piyasa yapısına sahip olan varlığa dayalı menkul kıymet piyasasının yapısı ve işleyişi incelenirken, öncelikle piyasa katılımcılarıyla birlikte piyasa araçlarının tanıtılması gerekmektedir.

1.4.1. Piyasa Katılımcıları

Varlığa dayalı menkul kıymet piyasalarında birbirinden farklı işlevleri yerine getiren pek çok kuruluş bulunmaktadır. Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme işleminde rol oynayan piyasa katılımcıları şu şekilde sıralanabilir(38):

- i. Kaynak kuruluşlar (originators),
- ii. Hizmet veren aracı kurumlar (servicers),
- iii. İhraç kurumları (issuers),
- iv. Yatırım bankerleri (investment bankers),

(38) Christine A. Pavel, a.g.e., s. 21.

- v. Kredi değerini yükselten kurumlar (credit enhancers),
- vi. Derecelendirme şirketleri (rating agencies),
- vii. Fon varlıklarını muhafaza eden güvenilir kişiler (trustees),
- viii. Yatırımcılar (investors).

Piyasa katılımcıları aşağıda ayrı başlıklar altında incelenmektedir.

1.4.1.1. Kaynak Kuruluşlar

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme tekniği sektör, vade, yapı ve risk yönünden homojen varlıklardan alacak veya kredi portföyü oluşturma ve bu portföyle desteklenmiş menkul kıymetler ihraç etme işlemlerine dayalı olarak yaratılan bir finansman tekniğidir. Bu bağlamda kaynak kuruluşlar, varlıkların menkul kıymetleştirilmesinde önemli bir öge olmaktadır.

Kaynak kuruluşlar, VDMK'ler için teminat olarak kullanılan veya satılan varlıkları yaratan ve genellikle hizmet veren kuruluşlar olmaktadır. Bu kuruluşlar arasında, oto üreticilerine bağlı finans şirketleri, diğer finans şirketleri, ticari bankalar, tasarruf kurumları, bilgisayar şirketleri, sigorta şirketleri, menkul kıymet firmaları (39) ile leasing ve factoring şirketleri yer almaktadır.

Konut kredileri, otomobil kredileri, kredi kartı alacaklarını menkul kıymetleştirmeye önem veren kaynak kuruluşlar; ticari ve endüstriyel kredileri menkul kıymetleştirmede isteksiz davranmışlardır. Bu olgunun nedeni, ticari ve endüstriyel kredi özelliklerinin farklılıklar göstermesi nedeniyle portföy değerlendirmede güçlük yaratmasıdır.

Bir kaynak kuruluş, bilançosunun aktifinde yer alan homojen alacak veya kredilerden oluşan portföyünü "özel amaçlı kuruma"(*) satmakta, genel şirket derecelendirmesinden daha yüksek bir kredi derecelendirmesi ve daha düşük bir risk ile sermaye piyasalarına girebilmektedir. Böylece, kaynak kuruluş varlığa dayalı menkul kıymetleştirme yoluyla düşük maliyetli fon kaynağı sağlamakta ve aktif-pasif dengesizliklerini elimine edebilmektedir(40).

(39) Christine A. Pavel, a.g.e., s. 22.

(*) Özel amaçlı kurum, kaynak kuruluşun portföyünü satınalma ve VDMK şeklinde satma gayesiyle tröst veya ortaklık şeklinde kurulmuş bir kurumdur. (bkz. Kürşat Aydoğan-Gökhan Çapoğlu, "Securitization and the Efficiency of the Turkish Financial System", Proceedings of the OECD-CMB Conference, SPK Yayın No: 14, Antalya, September 1989, s. 41.)

(40) A. James Rosenthal and Juan M. Ocampo, Securitization of Credit, John Wiley and Sons Inc. Texas, 1988, s. 40.

Kaynak kuruluşun iflası veya borçlarını ödeyememe hali, yatırımcılara anapara ve faiz ödemelerinin yapılmasını engellemez(41). Çünkü, varlıklara ilişkin alacak portföyü kaynak kuruluşun mülkiyetinden ve bilançosundan çıkarılarak özel amaçlı kuruma devredilmek yoluyla, kaynak kuruluşun karşılaşılabileceği iflas riskine karşı korunma elde edilebilmektedir. Bu çerçevede, özel amaçlı kurumun iflas riski bulunmamaktadır.

Kaynak kuruluşun bir banka veya benzer finansal kuruluş olması halinde; bilançodaki riskli aktifler azaltılarak yaratılan kredi hacmi artırılırken sermayenin aynı oranda artırılması gerekmeyebilir. Bu bağlamda, sermaye yapısını güçlendiren kaynak kuruluş varlığına dayalı menkul kıymetleştirmeye bağlı olarak sermaye yeterliliği düzenlemelerine daha kolay uyum sağlayabilir.

1.4.1.2. Hizmet Veren Aracı Kurumlar

Kaynak kuruluşlar çoğunlukla hizmet veren aracı kurum olarak da rol oynayabilmektedir. Sattıkları veya teminat olarak kullandıkları kredilerin takibini yapan hizmet veren aracı kurumlar, varlıkların yönetim ve muhafazasına bağlı olarak elde edilecek nakit akımlarından sorumludurlar. Başka bir ifadeyle; hizmet veren aracı kurumlar tarafından nihai borçlanıcılardan tahsil edilen vadesi gelmiş varlıklara ilişkin anapara ve faiz ödemeleri, menkul kıymetleri satın almış olan yatırımcılara zamanında ve etkin bir şekilde transfer edilmektedir. Ayrıca, bu kurumlar vadede temerrüt halindeki hesapların tahsilatını takip etme işlemlerini de yerine getirmektedir. Böylece, geleneksel kredilendirme yönteminden farklı olarak faiz geliri yerine hizmet geliri elde edilmektedir(42).

Hizmet veren aracı kurumlar, hizmet vermede etkinliği sağlamak için varlık portföyünün nakit akımları ile ödeme tarihlerini birbirine yakın vadelere getirmeye özen gösterirler. Bunun yanı sıra, varlık portföyünün yüksek derecelendirme elde edebilmesi için banka veya sigorta şirketinin garantisi sağlanmakta ve ödeyememe riskine karşılık daha önceden belirlenen tahsil edememe oranlarına göre rezerv fon oluşturulmaktadır(43).

(41) A. James Rosenthal and Juan M. Ocampo, a.g.e., s. 40.

(42) Christine A. Pavel, a.g.e., s. 22.

(43) Bu konuda bkz. Nuran Özkan Belet, "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme-Securitization-Tüketici Kredileri Kapsamında-Uygulaması" *HDTM Dergisi*, Sayı: 15, Ankara, Aralık-1992/4, s. 18; Theodore V. Burger, "The Risks of Asset Backed Securitization: Lessons from History", *International Securitisation*, (ed) Zoe Shaw, Macmillan Publishers Ltd, 1991, s. 26.

Hizmet vermede etkinliği sağlayan diğer bir faktör; varlığa dayalı menkul kıymetleştirme yoluyla alacakları bilanço dışına çıkaran kurumun kredi riski ile varlık portföyünün taşıdığı kredi riskinin birbirinden farklı olabilmesidir. Buna paralel olarak varlıkları devreden kurumların genel kredi derecelendirmelerinde ortaya çıkabilecek olası düşmeler, VDMK'lerin anapara ve faiz ödemelerinin yapılmasında herhangi bir aksamaya yol amayabilecektir(44). Ancak; hizmet veren aracı kurumun yaptığı anapara ve faiz ödemelerinde oluşabilecek herhangi bir aksama, sadece yatırımcılara yapılacak ödemelerin gecikmesine yol açmakla kalmayıp, aynı zamanda varlık portföyünün kredi kalitesinde sürekli bir azalmaya neden olabilir(45).

Hizmet veren aracı kurumlar, varlıklar portföyüne ilişkin aylık ve yıllık raporları fon varlıklarını muhafaza eden güvenilir kişiye ve sertifika hamillerine vermekle yükümlüdür. Bu raporlarda; fonların anapara ve faiz olarak dağılımı, kalan anapara ödeme planı, kalan sigorta miktarı, fondan ödenecek komisyon miktarı ve sertifika hamillerinin ödeyeceği vergiyi belirlemede gerekli bilgiler detaylı bir şekilde belirtilir. Sözkonusu raporlar sertifika hamillerine iletilmeden önce güvenilir kişi raporun içerdiği bilgilerin havuz oluşturma ve hizmet sözleşmesine uygunluğunu araştırır.

Hizmet veren aracı kurumlar, verdikleri hizmetler karşılığında düşük riskli karı yüksek hizmet gelirleri elde etmektedirler.

1.4.1.3. ihraç Kurumları

Kaynak kuruluşlar, çoğunlukla varlıkları yatırımcılara doğrudan VDMK şeklinde satmazlar. Buna karşılık varlıklar öncelikle dağıtıcı kuruma (conduit) veya "iflas halinden uzak" bir finans şirketine satılır. Özel amaçlı kurumlar veya sınırlı amaçlı kurumlar olarak tanınan finans şirketleri; gerek kaynak kuruluşun gerekse ihrata taahhütlü aracılık işlemi yapan kurumun tüzel kişilik kazandırılmış yardımcı şirketleri veya şubeleridir. Bu kurumlar, menkul kıymetleştirilecek varlıklarla teminatlandırılmış borçluluğu temsil eden menkul kıymetleri ihraç etmektedir(46).

(44) Nuran Özkan Belet, a.g.m., s. 22.

(45) Theodore V. Burger, a.g.m., s. 26.

(46) Christine A. Pavel, a.g.e., s. 23.

Varlığa dayalı menkul kıymetleri ihraç eden kurumlar (issuers), faaliyetlerini VDMK ihraç etme ve elde edilecek ihraç gelirleriyle kaynak kuruluştan menkul kıymetlere temel oluşturacak varlıklar satın alma şeklinde sınırlamaktadır. Böylece, ihraç kurumları iflastan uzak hale gelmiş olurlar. Ancak, ihraç kurumu diğer borç ihraçlarına ilişkin olarak borçlarını ödeyemezse, VDMK'lerin bu durumdan etkilenmemelerini temin etmekle sorumludur. Bu amaçla ihraç kurumu, VDMK'lerin aynı risk derecelendirmesini taşıyan yeni borçlanmalara gidilmesini sınırlayabilir. Bununla beraber, alıcı iflastan uzak ve borçluların ipotek hakkına tabi olmadıkça kurumun kendi varlıklarını satmasını da engelleyebilir(47). Bütün bunlara ek olarak, ihraç kurumunun yüksek derecelendirme elde edebilmesi için kaynak kuruluş, sigorta şirketi ve bankanın garantisi sağlanmaktadır. Garantilerin yanında ödeyememe riskine karşılık önceden belirlenen tahsil edememe oranlarına göre rezerv fon oluşturulur (48). Böylece, VDMK ihraç eden kurumların kendilerine özgü yapıya sahip olmalarına ve düzenlemelere tabi tutulmalarına bağlı olarak iflastan uzaklaştıkları söylenebilir.

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme işlemlerinde rol alan "dağıtıcı" ihraç kurumu veya VDMK ihraç kurumu genellikle satıcıyla bağlı olmayan bir yapıdadır. Söz konusu kurum, VDMK'lerin ihracında taahhütlü aracılık yapan bir yatırım bankası şeklinde yapılandırılır(49).

VDMK ihraç kurumları, değişik kaynak kuruluşlar veya satıcılar ya da bir varlık havuzundan seçtikleri varlıkları satın almakta ve daha sonra yatırımcılara satmaktadır. Dağıtıcı kurumlar, özellikle VDMK ihraç etmede yeterli düzeyde varlık paketi oluşturamayacak şirketlere yönelik olarak hizmet verirler. En büyük dağıtıcı kurumlar GNMA, FNMA ve FHLMC gibi federal ipotek acentaları olmaktadır. Bununla birlikte, 1985 yılından itibaren SBA(*) Kredi

(47) Christine A. Pavel, a.g.e., s. 24.

(48) Nuran Özkan Belet, a.g.m., s. 18.

(49) C. Thomas Kunz, "Securities Law Considerations" *The Asset Securitization Handbook*, (ed) Phillip L. Zweig, Dow-Jones Irwin, Inc, Homewood-Illinois 1989, s. 350.

(*) Teşebbüs Destekleme Ajansı (SBA-Small Business Administration) ABD'de 1953 yılında, bankalar ve diğer yatırım kuruluşları ile beraber küçük işletmelere uzun dönemli finansman sağlamak üzere kurulmuş bir ajanstır. (bkz. F. Esra İşeri, *Risk Sermayesi, Konrad-Adenover-Stiftung, Ankara, Mayıs 1993*, s. 11).

sözleşmelerini standardize eden bankalar, dağıtıcı kurum olarak tüketici kredileri ve ticari kredilerden varlık portföyü oluşturarak yatırımcılara VDMK şeklinde ihraç etmeye başlamışlardır(50).

1.4.1.4. Yatırım Bankerleri

VDMK piyasası katılımcılarından biri de yatırım bankerleridir. VDMK ihracı kapsamında gerek halka arz işleminde menkul kıymetlerin taahhütlü aracılığı gerekse özel plasman işlemi genellikle bir yatırım bankası tarafından gerçekleştirilir. Bu çerçevede, yatırım bankası, taahhütlü aracılık işleminde menkul kıymetleri yeniden satmak üzere VDMK ihraç eden kurumdan satın alırken; özel plasman işleminde ise ihraççı kurumun bir acentası gibi hareket ederek satıcıyla az sayıdaki alıcıyı karşı karşıya getirir.

VDMK ihraç eden kurum, özel plasman işlemi ile menkul kıymetlerin halka arzı arasında tercih yapma durumundadır. Özel plasman, çoğunlukla menkul kıymetlerin halka arzından daha hızlı gerçekleşmekte ve daha ucuz olmaktadır. Çünkü, özel plasmanlar Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC-Securities Exchange Commission) kayıtlarından muaf tutulur. Söz konusu muafliğe hak kazanabilmek için ihraççı kurumda bulunması gerekli bazı kriterler vardır. Bu kriterler arasında bazı küçük ihraçlar dışında halka arz yoluyla satışın olmaması ve bir takım sınırlamalar ve alıcıların karmaşık olması yer almaktadır. Ayrıca, yatırım bankası özel plasmada taahhütlü aracılık riskini üstlenmemekte ve dolayısıyla özel plasmanlar için yatırım bankacılık komisyonu genellikle halka arzdakinden daha düşük olmaktadır. Bununla beraber, özel plasmanlar sadece az sayıdaki yatırımcılara satılabildikleri için, göreceli olarak daha az likit ve daha küçük çaptaki ihraçlarla sınırlı olmaktadır. Böylece, özel plasmanın ihraç maliyeti daha düşük olduğu halde, ihraç kurumu özel olarak plase edilmiş borç ihraçlarında pirimli faiz öder(51).

Halka arz edilmiş menkul kıymetlerin taahhütlü aracılık işlemini gerçekleştirenlerle özel olarak plase edilmiş menkul kıymetleri satan kurumlar, yatırım bankaları ve ticari bankaların yatırım bankacılığı ile ilgilenen bağlı şir-

(50) Christine A. Pavel, a.g.e., ss. 24-25.

(51) Christine A. Pavel, a.g.e., s. 25.

ketleridir(52). Ticari banka bağılı şirketleri VDMK'lerin halka arzına ilişkin aracılık yüklenimini yapmamalarına karşılık, VDMK'lerin özel plasmanında rol oynamaktadırlar. Bu arada, yatırım bankaları ise VDMK'lerin halka arz işlemlerini yönetmektedirler(53). Ancak ABD'de Glass Steagall Yasası'nın 1990'lı yılların başında kaldırılmasıyla birlikte ticari bankalar da halka arz işlemlerinde rol oynamaya başlamışlardır.

Bir yatırım bankası, VDMK ihracında aracılık yüklenicisi gibi hareket etme veya menkul kıymetleri özel olarak plase etme yoluyla ihracın yapılandırılmasında temel öge olmaktadır. Dolayısıyla, yatırım bankaları ihraççı kurum, kredi değerini yükselten kurum, derecelendirme kuruluşları ve fon varlıklarını muhafaza eden güvenilir kişilerle yakın bir çalışma içerisinde bulunmaktadır.

1.4.1.5. Kredi Değerini Yükselten Kurumlar

Menkul kıymet ihraçlarının genel kredi riskini azaltan bir araç niteliğindeki kredi değerini yükseltme işlemi (credit enhancing), VDMK piyasasında yoğun bir şekilde kullanılmaktadır. Kredi değerinin yükseltilmesi yoluyla VDMK'lerin etkin bir şekilde fiyatlandırılması sağlanmakta ve pazarlanabilirliği arttırılmaktadır. Bu çerçevede yapılan kredi değerini yükseltme işlemi, ihraççı kurum veya üçüncü kişi tarafından gerçekleştirilmektedir.

ihraççı kurum yoluyla sağlanan kredi değerini yükseltme şekilleri içsel kredi destekleri şeklinde adlandırılır. Söz konusu kredi destekleri; öncelikli-ikincil yapı, aşırı teminatlandırma veya rezerv hesabı olmak üzere üç ana grupta incelenebilir(54).

i) Öncelikli-ikincil yapı (a senior-subordinated structure) kapsamında, biri öncelikli diğeri ikincil olmak üzere iki sınıf halinde VDMK ihraç edilir. Kaynak kuruluşlar, ikincil menkul kıymetleri ellerinde tutarak kredi riskini üstlenirler. İçsel kredi desteklerinden biri olan öncelikli-ikincil yapı, daha çok otomobil ve kredi kartı alacaklarına bağılı olarak ihraç edilen VDMK'lerin kredi değerinin yükseltilmesinde kullanılır.

(52) Christine A. Pavel, a.g.e., s. 25.

(53) Christine A. Pavel, s. 26.

(54) Geniş bilgi için bkz. Bruce Rignore, Peter Candell and Dave Cummins, "Asset Classes" **Securitization**, Euromoney Publications, September 1992, s. 24; Christine A. Pavel, a.g.e., ss. 29-30; Thomas P. Hourican, "Rating Agency Criteria for Credit Card-Backed Securities", **The Handbook of Asset Backed Securities**, (ed) Jess Lederman, New York Institute of Finance, A Division of Simon and Schuster, Inc, 1990, s. 306.

ii) Aşırı teminatlandırma (overcollateralization); satıştan çok borç olarak yapılandırılan bir içsel kredi desteği olmaktadır. Aşırı teminatlandırmada borcun ardındaki teminatın değeri, borcun ihraç süresindeki nominal değerinden daha büyüktür. Ancak, teminatın değerinin borcun ömrü boyunca getirmesi beklenen nakit akım miktarının altına düşmesi halinde, ihraççı kurum ek teminata gereksinim duyabilir. Dolayısıyla, aşırı teminatlandırma borcun geri dönmeme ve geç ödenmesi halleri ile erken ödemeler ve borcun değerinde oluşabilecek azalmalara karşı yatırımcıyı korumaya yönelik bir içsel kredi desteğidir. Buna ek olarak, aşırı teminatlandırma ipotek piyasasındaki gibi geçerli olmamakla birlikte VDMK piyasasında genellikle alacağı dayalı tahvilin güvenilirliğini arttırmak için kullanılmaktadır.

iii) Rezerv hesabı (spread account), menkul kıymetleştirilen varlıklardan gelen nakit akımları borçları ödemeye yetmediği zaman yatırımcılara yapılacak ek ödemeler için kullanılır. Bu hesabın değeri; menkul kıymetleştirilen varlıklardan gelecek nakit akımları yatırımcılara ödeme yapmak ve hizmet veren aracı kurumlara hizmet verme ücretini ödemek için gerekli fonları aştığında yükseliş gösterir. Aksi durumda ise rezerv hesabı kullanılacağı için azalış gösterir.

Üçüncü kişi yoluyla sağlanan kredi değerini yükseltme şekilleri ise dışsal kredi destekleri olarak adlandırılır. Dışsal kredi destekleri akreditif veya kefalet senedi olmak üzere iki ana grupta incelenebilir(55):

i) Akreditif, yüksek kredi değerliliğine sahip bir bankaya ait olmakta; söz konusu akreditifin koşulları sınırlanabilmekte veya sağlanan korunma düzeyi artırılabilir. Kullanılabilir akreditif miktarı kullanma durumunda veya sınırlı koşullarda tahsil edilemeyen miktar kadar azalabilir. Fazla getiri ise, akreditif miktarını eski düzeyine getirebilir.

ii) Kefalet senedi (surety bond), yüksek dereceli bir sigorta şirketinin vermesine bağlı olarak önemli dışsal kredi desteklerinden biri olmaktadır.

Üçüncü kişi yoluyla kredi değeri kısmen veya tamamen yükseltilebilmektedir. Üçüncü kişinin kredi değerini kısmen yükseltmesi, gerek ilk kayıplara karşı akreditif gerekse ilk kayıplara karşı kefalet senedi şeklinde

(55) Geniş bilgi için bkz. Bruce Rigiore, Peter Candell and Dave Cummins, a.g.m., S. 25; Christine A. Pavel, a.g.e., s. 29; Thomas P. Hourican, "Rating Agency Criteria for Credit Card-Backed Securities", (ed) Jess Lederman, a.g.e., s. 306.

olmaktadır. Kredi değerinin kısmen yükseltilmesiyle potansiyel kredi riskinin %100'den azına karşı korunma sağlanarak yatırımcıların karşılaştıkları kredi riskleri azaltılmaktadır. Buna karşın, üçüncü kişinin akreditif veya kefalet senedi yoluyla kredi değerinin tamamını yükseltmesi ile tüm kredi kayıplarına karşı korunma sağlanmakta ve böylece kredi risklerinin tümü ortadan kaldırılabilmektedir.

Kredi değerini yükseltme amacına yönelik gerek içsel gerekse dışsal kredi destekleri; varlık portföyü parametreleri, muhasebe ve vergiye ilişkin işlem yapısına bağlı olarak tek başına veya birlikte kullanılabilir(56). Kredi değerini yükseltme düzeyi ise menkul kıymetleştirilecek varlık tipi ve ihraç eden kurumun portföy geçmişindeki geri dönmeme durumuna göre değişmekle birlikte, özel bir derecelendirme için gerekli düzey genellikle derecelendirme şirketleri tarafından belirlenir(57).

1.4.1.6. Derecelendirme Şirketleri

Derecelendirme (rating), bir borcun zamanında ve tam olarak geri ödenmesi olasılığının uluslararası sermaye piyasalarındaki kriterlere uygun ve objektif bir ölçü sağlamak gayesiyle değerlendirilerek sembollerle gösterilmesidir(58). Başka bir ifadeyle derecelendirme, menkul kıymet ihraç eden kuruluşların borç ödeme yeterliliğini tespit etme yoluyla, yatırımcılara referans teşkil edecek şekilde finansal gücü ortaya koyan bir puanlama sistemidir(59). Bu çerçevede, güvene dayalı bir hizmet niteliğindeki derecelendirme işlemini yatırımcılara sunan derecelendirme şirketleri; VDMK'lerin derecelendirilmesinde de rol oynamaktadırlar.

VDMK'lerin derecelendirmesini yapan şirketler arasında Standard and Poor's, Moody's, Duff and Phelps ve Fitch gibi dünya çapında en tanınmış derecelendirme şirketleri yer almaktadır. Derecelendirme şirketleri farklı derecelendirme kriteri ve derecelendirme terminolojisi kullanmalarına karşın, temel gruplandırma ve gruplar içi semboller arasında birebir ilişki mevcuttur. Bunun-

(56) Jess Lederman, "Securitization: An Overview", (ed) Jess Lederman, a.g.e., s. 11.

(57) Christine A. Pavel, a.g.e., s. 32.

(58) M. Aydın KARAÖZ, "Kredi Değerliliğinin Tesbiti (Rating)" *HDTM Dergisi*, Sayı: 5, 1990, s. 30.

(59) Richard J. Teweles and Edward S. Bradley, *The Stock Market*, John Wiley and Sons, Wiley Finance Series, 1987, s. 483.

la birlikte, her derecelendirme şirketinin aynı menkul kıymet için verdiği derecelendirme puanı farklı olabilmekte ve derecelendirme puanları periyodik olarak güncelleştirilmektedir.

Kredi riskinin ifadesi olan kredi derecelendirme işlemi; ihraççı kurum veya menkul kıymetlerin aracılık yüklenicisinin talep etmesiyle, VDMK'lere ilişkin olarak derecelendirme şirketleri tarafından gerçekleştirilir. Belirli bir menkul kıymetin kredi riski hakkında derecelendirme şirketinin görüşünü temsil eden kredi derecelendirme işlemi, aynı zamanda temerrüt olasılığının bir değerlendirmesi niteliğindedir. Bununla birlikte, derecelendirme puanları genellikle faiz oranlarındaki değişimler veya VDMK'lere dayanak oluşturan varlıkların erken ödenmesinden dolayı ortaya çıkan risklerden kaynaklanan piyasa riski konusunda bilgi vermez(60).

Derecelendirme şirketleri, özel sektör tahvillerini derecelendirirken genellikle tahvil ihraç eden şirketin kredibilitésini ölçerler. VDMK ihraçlarındaki temerrüt olasılığı ise, ihraç eden kurumun kredi değerliliğinden çok menkul kıymetlere dayanak oluşturan varlıkların kalitesine bağlı olmaktadır. Bu nedenle derecelendirme şirketleri, varlıkların yatırımcılara yapılacak anapara ve faiz ödemelerinde kullanılan nakit akımını sağlama yeteneğine göre derecelendirme yapmaktadırlar. VDMK ihracında derecelendirme yapılırken yapı analiz edilir ve kredi değerinin yükseltilmesine yönelik değerlendirme yapılır. Derecelendirme şirketleri, kredi riski, nakit akımı ve hukuki yükümlülük olmak üzere üç ana grup çerçevesinde analiz yapmaktadırlar(61).

i) Kredi riski analizi kapsamında kaynak kuruluşun genel risk profili, varlıklar portföyünün niteliği ve özellikleri ile hizmet veren aracı kurumun ve fon varlıklarını muhafaza eden güvenilir kişinin yeterliliği ve deneyimi ele alınmaktadır.

ii) Nakit akım analizi ise ödeme yapısı ve teminatın doğasındaki risklerin araştırılmasını içerir.

iii) Hukuki yükümlülük analizi, varlık sahipliğinin incelenmesini ve satıcı veya hizmet veren kurumun olası iflasıyla ilgili risklerin değerlendirilmesini

(60) Mayer, Brown and Platt, "Legal Aspects of Securitisation in the US", *Securitisation*, September, 1992, s. 56.

(61) Ayrıntılı bilgi için bkz. Christine A. Pavel, a.g.e., ss. 34-35; Joseph D.Smallman and Michael J. P. Selby, "Asset-Backed Securitisation", (ed) David C. Bonsall, a.g.e., ss. 249-250.

içerir. Hukuki yükümlülük ve kredi analizleri birbirleriyle ilgili oldukları için, kaynak kuruluş veya hizmet veren kurumun kredi kalitesi yüksekse hukuki analizler hafifletilebilir.

VDMK ihraçlarında yapı analiz edildikten sonra kredi değerinin yükseltilmesine ilişkin değerlendirme yapılmaya başlanır. Dolayısıyla, kredi değerinin yükseltilmesi ve kredi değerini yükselten kurumlar bir ihracın derecelendirilmesinde önemli faktörlerdendir. Kredi değerini yükselten kurumun üçüncü şahıs olması halinde; kredi değeri yükseltim düzeyi ile kredi değerini yükselten kurumun kredi niteliği derecelendirme şirketi tarafından değerlendirilir. Bir ihraç, kredi değerini arttıran kurumun kredi derecelendirme puanından daha yüksek düzeyde derecelendirilmez. Buna karşılık, kredi değeri yükseltim düzeyi, derecelendirme şirketi tarafından yetersiz olarak değerlendirilirse, sözkonusu ihraç kredi değerini yükselten kurumun kredi decesinden daha düşük olarak derecelenebilir(62).

Derecelendirme şirketleri, ihraç süresince kredi değerini yükselten kurumun kredi niteliğindeki değişikliklerden ya da menkul kıymetleştirilmiş varlıkların kredi niteliğindeki değişikliklerden kaynaklanabilecek daha yüksek veya daha düşük bir derecelendirme yapabilmekte ve böylece periyodik bir şekilde derecelendirme puanlarını gözden geçirmektedirler.

1.4.1.7. Fon Varlıklarını Muhafaza Eden Güvenilir Kişiler

Fon varlıklarını muhafaza eden güvenilir kişiler , VDMK ihracında hizmet veren aracı kurum ve kredi değerini yükselten kurumlar ile yatırımcı arasındaki bağı kurma fonksiyonuna sahiptir. Gerek ihraççı kurum tarafından varlıkların satışı şeklindeki, gerekse teminatlı bir borç yükümlülüğü şeklindeki VDMK ihraçlarında güvenilir kişi kullanılır.

Halka arz edilen VDMK'lerin tümünde ticari bankalar fon varlıklarını muhafaza eden güvenilir kişi olabilmektedir. ihraççı kurumdan varlıkları koruma amacıyla alma ve yatırımcılara sertifika dağıtma işlemleri güvenilir kişinin sorumlulukları arasındadır. Varlıkların anapara ve faiz ödemelerini taahhüt altındaki yükümlüler yapar. Dolayısıyla, hizmet veren aracı kurumun tröst hesabına yatırdığı ana para ve faiz ödemeleri güvenilir kişi tarafından yatırımcıya yansıtılır. Ancak, fonlar doğrudan yatırımcıya yansiyacak durumda değilse;

(62) Christine A. Pavel, a.g.e., s. 34.

güvenilir kişi sözkonusu fonları yatırıma tekrar dönüştürme sorumluluğu taşıyabilir. Buna ilave olarak güvenilir kişiler, hizmet veren aracı kurumun yatırımcılar için hazırladığı raporların yeterliliğine karar verme ve bu raporları yatırımcılara dağıtma sorumluluğunu da taşımaktadırlar. Bu sorumlulukları dışında güvenilir kişiler, hizmet veren aracı kurumun görevini yapmaması veya çekilmesi halinde onun görevini üstlenme isteği ve yeteneğine sahip olmalıdır(63).

VDMK ihraç eden kurum ve fon varlıklarını muhafaza eden güvenilir kişi tarafından kurulan tröst, çoğunlukla kredilerden oluşan havuzu yönetir. Sözkonusu birim, kredilere ilişkin ödemeleri ve bu kredileri güvence altına alan teminatların getirilerini tahsil etmekle yetkilidir. Bu krediler havuzunda, kredi değerinin yükseltilmesini kapsayan belirli sigortalama şekilleri de mevcuttur.

Vergi işlemine ve tröstler tarafından ihraç edilen menkul kıymetin tipine bağlı olarak, garantör tröst (a grantor trust) ve mal sahibi tröst (an owner trust) olmak üzere iki temel tröst şekli vardır(64).

1.4.1.8. Yatırımcılar

VDMK yatırımcıları arasında menkul kıymet yatırım fonları, sigorta şirketleri, emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcılar ile kişisel yatırımcıları içine alan geniş bir yatırımcı yelpazesi yer almaktadır.

Yatırımcılar, VDMK satın alarak geleneksel borçluluğu temsil eden menkul kıymetlerden daha düşük bir derecelendirme ile daha geniş bir korunma düzeyi sağlamakta ve kaynak kuruluşun kredi kalitesindeki düşüşlerden dolayı herhangi bir riskle karşılaşmamaktadır. Ayrıca, VDMK'ler düşük riskli ve pirim getirili olmaları nedeniyle, gerek kurumsal gerekse kişisel yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir.

1.4.2. Piyasa Araçları Olarak VDMK Türleri

Genel olarak VDMK'ler birbirlerinden farklı niteliklerine bağlı olarak üç grupta incelenebilir:

(63) Christine A. Pavel, a.g.e., ss. 35-36.

(64) Ayrıntılı bilgi için bkz. James A. Rosenthal and Juan M. Ocampo, a.g.e, ss. 49-60; Christine A. Pavel, a.g.e, s. 37.

- Ödeme aktarmalı sertifikalar (pass-through securities),
- Varlığa dayalı tahviller (asset-backed bonds),
- Ödeme aktarmalı tahviller (pay-through bonds).

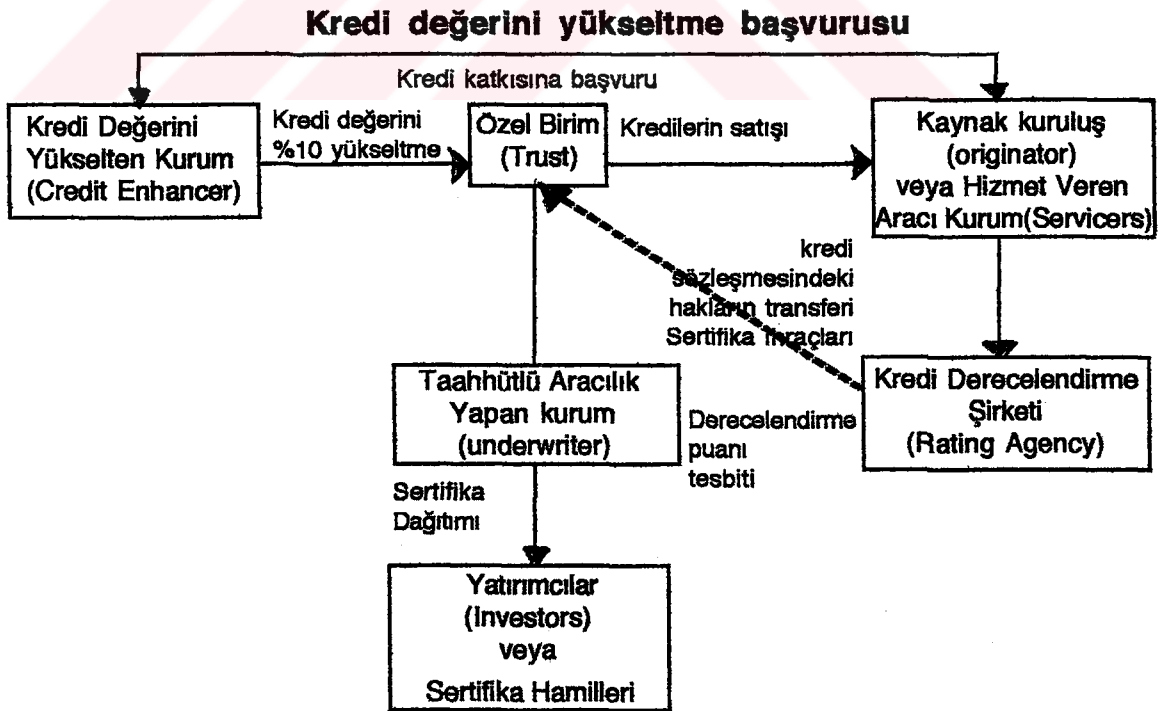
Konunun daha iyi anlaşılması açısından piyasa aracı niteliğindeki VDMK türleri aşağıda ayrı başlıklar altında incelenmektedir.

1.4.2.1. Ödeme Aktarmalı Sertifikalar

Ödeme aktarmalı sertifikalar; vade, faiz oranı ve nitelik açısından benzeşen varlıklar portföyündeki doğrudan ortaklığı temsil eder. Yatırım fonu şeklinde oluşturulan portföydeki katılma belgeleri yatırımcılara satılır. İhraççı kurum portföyü yönetir; faiz ve anaparayı tahsil edip hizmet komisyonunu düşükten sonra yatırımcıya yansıtır. Portföydeki varlıklar, doğrudan yatırımcıya ait olduğu için, ihraç edenin bilançosunda yer almamakta dolayısıyla ihraç edenin borç yükümlülüğü bulunmamaktadır(65). Etkin ve geliştirilmiş bir ikincil piyasanın varlığı bu tip menkul kıymetlerin pazarlanabilirliğini artırır(66).

Şekil 1.1'de ödeme aktarmalı sertifikaların ihracı gösterilmektedir.

ŞEKİL 1.1: Ödeme Aktarmalı Sertifika Şeklinde Yapılandırılmış VDMK ihracı



Kaynak: Christine A. Pavel, a.g.e., s. 38.

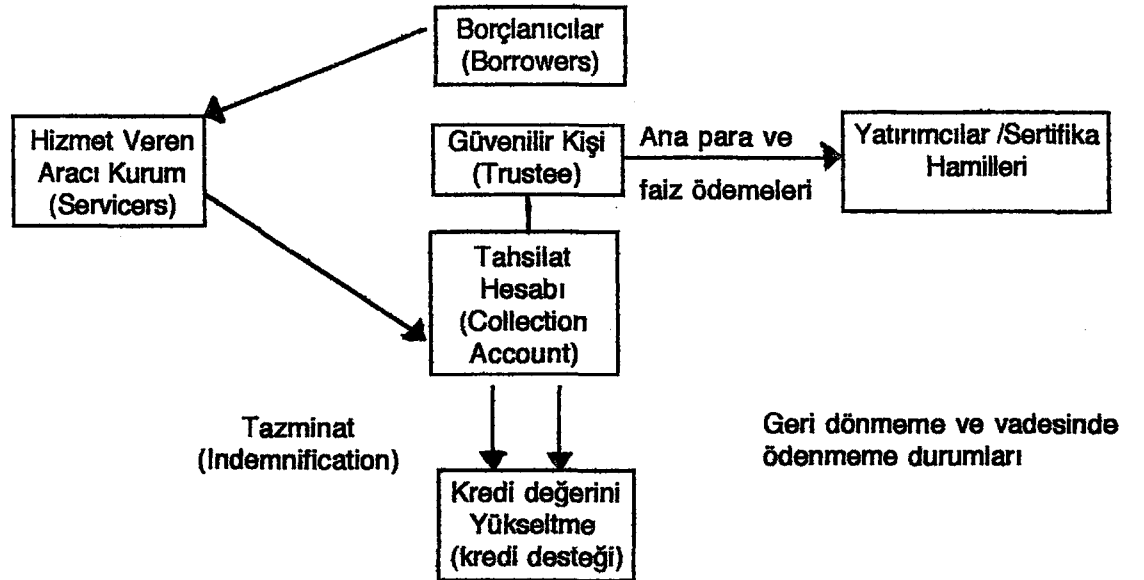
(65) Christine A. Pavel, a.g.e., s. 4.

(66) Christine A. Pavel, a.g.e., s. 6.

Kaynak kuruluş tarafından satın alınan kefalet senedi şeklindeki kredi değerini yükseltme, ihraç tarihindeki varlıkların tutarının %10'unu kapsar. Bu düzeydeki kredi katkısı, kaynak kuruluş tarafından istenen derecelendirmeyi elde etmek için derecelendirme şirketince saptanır.

İlk ödeme tarihine kadar olan kredi desteği, menkul kıymetlere dayanak oluşturan varlıkların %10'una eşittir. Daha sonra, temerrüt riskinden korunmak için sigorta kuruluşları tarafından yapılacak ödemeler nedeniyle kredi desteği azalır. Zamanında ödenmeyen sözleşmeler, kredi değerini yükselten kurumca satın alınır ve bu sözleşme çerçevesindeki haklar kredi değerini yükselten kuruma geçer. Temerrüt halindeki sözleşmelere ilişkin olarak yapılan ödemeler, kredi değerini yükselten kuruma geri ödenmekle birlikte gecikme ücretleri hizmet veren aracı kurumda kalır. Kredi destek miktarının sıfıra indirilmesi halinde ise yatırımcılar kalan tüm kredi riskini üstlenir. Yatırımcılar, garantör ve kredi değerini yükselten kurum; kaynak kuruluşun herhangi bir kredi sözleşmesinin hukuki gereklerini veya kredi sözleşmesini garanti eden teminatın geçerlilik, süreklilik ve faiz kazancı açısından ihmali görülmemesi halinde kaynak kuruluşa rücu edememektedirler. Ancak, kredi sözleşmesinin olumsuz etkilenmesi halinde, kaynak kuruluşun sözleşmeyi geri satın alma veya içindeki yetersizlikleri düzeltme zorunluluğu getirilebilir.

Şekil 1.2. Ödeme Aktarmalı Sertifika Şeklinde Yapılandırılmış VDMK İhracının Nakit Akımı



Kaynak: Christine A. Pavel, a.g.e., s. 40.

Ödeme aktarmalı sertifika şeklinde yapılandırılan VDMK'lerin nakit akımının gösterildiği şekil 1.2.'den izlenebileceği üzere, borçlanıcılar tarafından yapılan anapara ve faiz ödemeleri, bir bankanın fon varlıklarını muhafaza eden güvenilir kişi adına açmış olduğu faizli bir hesaba yatırılır. Bu hesap, tahsilat hesabı olarak bilinir. Bu hesaba yapılan ödemeler, öncelikli olarak sertifika hamillerine aylık anapara ve faiz ödemelerini yapmak için; ikinci olarak ise hizmet veren aracı kuruma hizmet verme ücretini ödemek için kullanılır. Ödeme tarihinde güvenilir kişi, aylık anapara ve faiz ödemelerini yatırımcılara öder. Kaynak kuruluş, güvenilir kişiye komisyon ve kefalet senedinin komisyonunu ödemekle yükümlüdür. Kefalet senedi kapsamında güvenilir kişi, sigorta kurumundan vadesi geçmiş ödemeler için tahsilat hesabına ödeme yapma talebinde bulunma yetkisindedir. Bu ödemeler, borçlanıcılar tarafından geri ödendiği ölçüde tahsilat hesabından sigorta kurumuna geri dönebilir(67).

1.4.2. Varlığa Dayalı Tahviller

Varlığa dayalı tahviller, ödeme aktarmalı sertifikaların aksine, ihraç edenin borç yükümlülüğü niteliği taşırlar. Bu nedenle, teminat olarak gösterilen kredi portföyleri ihraç edenin bilançosunda varlık olarak gözükür. Ayrıca, teminatlardan gelecek nakit akımı anapara ve faiz ödemesi yapmak için ayrılmaz.

Varlığa dayalı tahvillerin önemli özelliklerinden biri, aşırı teminatlandırılmalarıdır. Üç ayda bir değerlendirilen teminatlara gerektiğinde yeni menkul kıymetler veya krediler ilave edilebilir.

Varlığa dayalı tahvillerin aşırı teminatlandırılmasının nedenleri üçe ayrılabilir(68):

i) Nakit akımı, kredi havuzu veya yatırımcılardan çok ihraççı kuruma yansır. Böylece, zamanla kredi havuzunun dengesi, varlığa dayalı tahvillerin ana değerinden daha hızlı bir şekilde değer kaybına uğrayabilir.

ii) Aşırı teminatlandırma, varlığa dayalı tahvil yatırımcılarını kredi havuzundan kaynaklanabilecek kayıplara karşı korur.

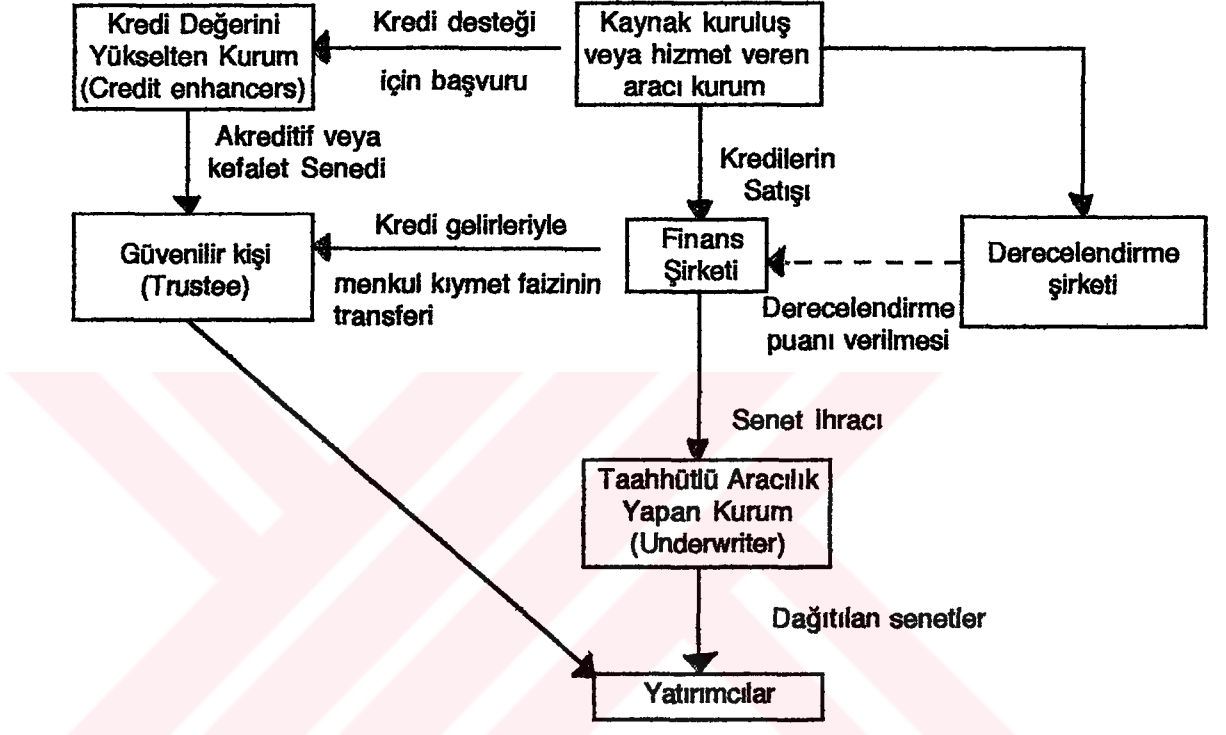
iii) Aşırı teminatlandırma yoluyla tahvil hamilleri, teminatın değerlendirme tarihleri arasında piyasa değerindeki düşüşe karşı korunur. Temerrüt faizi ve

(67) Christine A. Pavel, a.g.e., s. 39.

(68) Christine A. Pavel, a.g.e., s. 7.

teminatın değerindeki düşüş, varlığa dayalı tahvillerin getirisini etkiler. Bununla birlikte, anapara ve faiz ödemelerini ihraççı kurum yaptığından dolayı ve yeniden yatırım için kullanılabilirdiği için ihraççı kurum aşırı teminat gösterme yoluna gidebilir.

Şekil 1.3. Varlığa Dayalı Tahvillerin İhraç Edilmesi



Kaynak: Christine A. Pavel, a.g.e., s. 41.

Şekil 1.3.'ten görüldüğü üzere tahvil ihracının yapısı ve nakit akımı, varlıkların satışını içeren bir ihraçla benzerlikler taşır. Ancak temel fark, kaynak kuruluşun varlıkları sadece menkul kıymetleştirme gayesiyle kurulmuş bağlı kuruluşa satmasıdır. Dolayısıyla, varlıklar bilançoda kalır. Söz konusu kuruluş, kendisi yatırımcıya tahvilleri satar. Varlığa dayalı tahviller, yan kuruluşun tüm varlıklarıyla teminat altında olup; bunlara dayanak oluşturan varlıklar da kaynak kuruluş tarafından yan kuruluşa satılan varlıklar olmaktadır(69).

1.4.2.3. Ödeme Aktarmalı Tahviller

Üçüncü tip VDMK türlerinden olan ödeme aktarmalı tahviller, ihraç edene borç yükümlülüğü doğurur. Söz konusu menkul kıymetler, ödeme aktarmalı

(69) Christine A. Pavel, a.g.e., s. 40.

sertifikaların bazı nitelikleri ile beraber varlığa dayalı tahvillerin de bazı niteliklerini doğalarında birleştirmişlerdir. Ödeme aktarmalı tahvillerde, varlıklar havuzu teminat olarak gösterilir ve ihraç edenin bilançosunda borç olarak gözükür. Varlıklardan gelen nakit akımı; ödeme aktarmalı sertifikalara benzer şekilde tahvilin değerine, faiz ve anapara ödemeleri ise yatırımcılara yansır. Alacaklardan tahsilat işlemi yapma görevi ihraççı kurum tarafından gerçekleştirilir(70).

Ödeme aktarmalı tahvillerin yapısı; otomobil kredileri, kredi kartı alacakları ve teminatsız tüketici kredileri gibi ipoteğe dayalı olmayan varlıklara uygulanmıştır. Buna ek olarak sözkonusu ödeme aktarmalı tahvil yapısı, hayat sigorta poliçesi sahiplerinin borçlanmalarının menkul kıymetleştirilmesinde özel plasmanlar şeklinde yapılandırılmıştır.

1.4.3. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirmeye Konu Olan Alacakların Özellikleri

Kredi vadeleri, borçlanıcı özellikleri ve yapıları birbirinden farklılık gösteren alacakları menkul kıymetleştirmek kolay olmamaktadır. Ayrıca, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme yoluyla elde edilecek fayda, her kurumun özel durumuna ve menkul kıymetleştirilecek varlıkların tipine göre değişmektedir.

Varlığa dayalı menkul kıymetin riskliliği, menkul kıymetin fiyatının temel belirleyicisidir. Menkul kıymetin riski arttıkça fiyatı düşer ve bu nedenle getirisi artar. VDMK'in getirisi kredi portföyünden sağlanacak ortalama getiriden daha yüksekse, varlığa dayalı menkul kıymetleştirmenin tercih edilme nedeni ortadan kalkabilir. Bunlara ek olarak, VDMK'ler derecelendirme kuruluşları tarafından düşük dereceli yatırımlar şeklinde sınıflandırıldığında, finans kurumları söz konusu menkul kıymetlere yatırım yapmayı uygun bulmayacaktır.

VDMK ihraç eden kurum, ihracın riskliliğini azaltmak ve güvenilirliğini arttırmak amacıyla kredi değerini yükseltme işlemlerine başvurmaktadır. Varlığa dayalı tahviller için kullanılan aşırı teminatlandırma, tahvillerin güvenilirliğini arttırmaktadır. Aşırı teminatlandırma dışında VDMK ihracının güvenilirliğini arttıran diğer bir işlem de VDMK'leri sigortalamaktır. VDMK ihraç eden kurum, kredileri ya da menkul kıymetlere dayanak oluşturan alacaklar

(70) Christine A. Pavel, a.g.e., s.s. 8-9.

portföyünü sigorta ettirdiğinde, geri dönmeme riskini sigorta şirketine devretmiş olur. Sigorta şirketinin talep ettiği pirim, alacakların geri dönmeme riski ve portföy değerlendirme maliyetini karşılamaya yöneliktir. Heterojen yapıli portföylerin değerlendirme maliyeti, varlığa dayalı menkul kıymetleştirmenin karlılığını ortadan kaldırabilir. Bu nedenle değerlendirilmesi daha kolay olan portföy, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme için daha elverişli olmaktadır(71).

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeye konu olan alacakların özellikleri şu şekilde sıralanabilir(72):

- i) Standart kredi özellikleri,
- ii) İyi tanımlanmış bir ödeme planı ve tahmin edilebilen nakit akımları,
- iii) En az bir yıllık ortalama vade,
- iv) Vadesi geçmiş ödemelerin ve geri dönmeme oranlarının düşük olması,
- v) Toplam borç anapara ve taksitlerinin ödenmesi,
- vi) Farklı borçlanıcıların olması,
- vii) Yüksek likidite değerinin olması,
- viii) Teminat yapılarının yüksek olması ve yüksek derecelendirmeye sahip olması(73).

Söz konusu özelliklere sahip alacaklardan oluşan portföyün değerlendirilmesi kolaylaşmakta ve varlığa dayalı menkul kıymetleştirme süreci de etkin bir şekilde işleyebilmektedir.

Otomobil kredileri, kredi kartı alacakları, leasing alacakları, factoring alacakları, gemi ve karavan kredileri varlığa dayalı menkul kıymetleştirme için uygun olacak özelliklerine sahiptir. Buna karşılık ticari ve sınai krediler, menkul kıymetleştirilmeleri göreceli olarak güç krediler arasında yer almaktadır.

(71) Christine A. Pavel, a.g.e., s.s. 17-18.

(72) Christine A. Pavel, a.g.e., s.18.

(73) Everette D. Hull, a.g.m., s. 23.

1.5. Derecelendirme Şirketlerinin Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirmeye İlişkin Yaklaşımları

En tanınmış derecelendirme şirketlerinden Standard and Poor's ve Moody's'in varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeye ilişkin yaklaşımlar ele alınacaktır.

1.5.1 Standard and Poor's Yaklaşımı

Bir varlığa dayalı menkul kıymetleştirme işleminin temeli, varlığın kalitesi ve ilgili yapının Standard and Poor's kriterlerinin öngördüğü koşullara dayanabilmesini sağlamaktadır. Bu süreçte, yatırımcılara zamanında ve yeterli düzeyde ödeme yapılması hedeflenmektedir. Bu çerçevede yapılacak analiz iki faktöre göre değerlendirilir:

- İhracın yatırım derecesine (*) ulaşmasının beklenip beklenmediği,
- Yatırımcılar için risk düzeyi sözkonusu olduğu sürece ihraca uygulanan belirli bir derecelendirme düzeyi.

Standard and Poor's metodolojisinin temel taşı, "zayıf halka teorisi" (weak link theory) olarak adlandırılmakta ve derecelendirmelerin tutarlılığı ile birlikte Standard and Poor's derecesinin iki önemli özelliğini oluşturmaktadır. Bir zincirin en zayıf halkası kadar güçlü halkalarının da olabileceğine dayanan zayıf halka teorisi, herhangi bir özel işlemin güçlü ve zayıf noktaları dikkate alınarak VDMK ihracına uyarlanabilir(74).

VDMK ihracı boyunca ilgili katılımcıların borçlarını ödeyemez hale gelebileceği varsayılabilir. Bu nedenle ortaya çıkan problem, derecelendirilen tahvil-lerin derecelendirilmemiş katılımcının borçlarını ödeyemez hale gelmesini dikkate almaksızın işlevini yerine getirmesi beklentisine ilişkindir. Ancak, ihracı kurumun özel amaçlı bir kurum şeklinde belirlenmesi ve borcu ödeyememe riskiyle karşılaşmayacak şekilde yapılandırılması sözkonusu endişeyi çözmeye yöneliktir. Derecelendirmelerin tutarlılığı ise yatırımcılara dünya çapında karşılaştırma yapabilme olanağı verir ve derecelendirme nete uygulanırsa uygulansın aynı özellikleri taşıdığına işaret eder.

(*) Yatırım derecesi, ana paranın risk altında olduğunun düşürülmediği minimum düzeyi belirtmektedir.
 (74) Lionel J. Marsland-Shaw, "Standard and Poor's View" International Securitisation, (ed) Zoe Shaw, Mucmillan Publishers Ltd, 1991, s. 213.

Standard and Poor's metodolojisinin önemli bir bölümü niteliğindeki yapının değerlendirilmesi işlemi, "üç çatalı yaklaşım" olarak adlandırılan bir analize dayanır. Sözkonusu üç çatalı yaklaşım kapsamında yer alan temel alanlar şunlardır(75):

- Teminatın kalitesi,
- Finansal mekanizma,
- Yasal faktörler.

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirmede çoğunlukla işleme kredi desteği sağlamak için ihraççı kurum ile bağlantısı olmayan katılımcıların kullanımı gerekmektedir. Sözkonusu dışsal kredi destekleri akreditif ya da kefalet senedi şeklinde olmaktadır. Standard and Poor's'un analitik yaklaşımı dikkate alındığında üçüncü kişilerin bu derecelendirme şirketinin derecesini taşımaları gerekecektir. Herhangi bir VDMK işlemi için gerekli olan destekleyici derecelendirme düzeyi hem kredi destek şeklinin niteliğine hem de ihraç için hedeflenen derecelendirmeye bağlı olacaktır.

Bir decelendirme şirketi açısından, yapısal değişikliklerle ya da basit olarak kredi değerini yükseltme düzeyleriyle risklerin bir bölümünden korunulabilir. Ancak, sözkonusu faktörleri destekleyecek yeterli yasal mevzuat olmaksızın sağlanan kredi desteği istenen derecelendirmeyi sağlamak için yeterli olmayabilecektir.

1.5.2. Moody's Yaklaşımı

Moody's varlığa dayalı menkul kıymetleştirmenin şirket kredi kalitesi üzerindeki etkisini analiz ederken iki temel konu üzerinde yoğunlaşmaktadır (76):

- i) Varlıkların menkul kıymetleştirilmesi işleminin, finansal kurumun kredi kalitesini etkileme gücü,
- ii) Genel varlığa dayalı menkul kıymetleştirme trendinin finans sektörünün kredi kalitesini bir bütün olarak etkileme gücü.

(75) Lionel J. Marsland-Shaw, "Standard and Poor's View, (ed) Zoe Shaw, a.g.e., ss. 213-214.

(76) Donald Selzer, "Moody's View", (ed) Zoe Shaw, a.g.e., s. 227.

Moody's'in yoğunlaştığı ilk konu, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme işlemini desteklemek üzere tahsis edilecek şirketin kredi durumu ve varlık satışından kaynak kuruluşu kalan kredi risklerinin değerlendirilmesine yöneliktir. Moody's'in iyi yapılandırılmış finans grubu, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme işlemini ayrıntılı şekilde analiz eder. Bu çerçevede, risklerin üçüncü kişilere yeniden dağıtılmasıyla sağlanan kredi destek şekilleri, teminat özellikleri ile işlemlerin derecelendirmesi ve kaynak kuruluşu kalan riskler değerlendirilir. Konuyla ilgili uzman daha sonra finansal kurumun kredi kalitesini inceler ve menkul kıymetleştirilen varlıkları derecelendirir.

Moody's'in yoğunlaştığı ikinci konu ise, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme trendinin finans sektörünün kredi kalitesini etkilemesiyle ilgili olarak daha genel bir özellik taşır. Sözkonusu olgu; Moody's'in kendi analizi ve ihraççı kurumlar ile politikacılarla yaptıkları toplantılardan çıkan görüşlere dayanır.

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeye konu olan bir işlemin en yüksek Moody's derecelendirmesine hak kazanması için risklerin özel amaçlı kurumdandan üçüncü taraflara transferinin tamamlanması gerekir.

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme işlemleri için derecelendirme kararları verilmesinde Moody's yatırımcıya taahhüt edilen nakit akımlarının kesintiye uğraması veya durmasıyla sonuçlanabilen yapıyı ve her bir analizin savunması güç durumlarını tekrar gözden geçirir. Geri dönmeme durumlarına ilişkin olası kayıp miktarı yanında savunması güç noktaları azaltan yapının özellikleri de dikkate alınır. Sözkonusu durum, "birleşik risk yaklaşımı" olarak adlandırılır (77).

Moody's'in uyguladığı birleşik risk yaklaşımına göre üç genel alan bulunmaktadır:

- Düzenleyici ve yasal riskler,
- Teminatlı kredi riskleri,
- Nakit akımı yetersizlikleri.

(77) Donald Selzer, "Moody's View", (ed) Zoe Shaw, a.g.e., s. 228.

İKİNCİ BÖLÜM

VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMETLEŞTİRME UYGULAMALARI

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulaması gerek menkul kıymetleştirilen varlık ve kredi çeşitlerinin artışı gerekse kullanıldığı ülkelerdeki potansiyel gelişimine paralel olarak dikkat çekici bir finansman tekniği olma niteliği kazanmaktadır. Bu bölümde, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulaması çerçevesinde ortaya çıkan başlıca işlemler ve özellikleri incelendikten sonra VDMK maliyeti ele alınmakta ve sözkonusu uygulamayı sınırlayan etmenlere değinilmektedir. Ayrıca, ülke uygulamalarından örnekler kapsamında ABD ve Avrupa ülkeleri ile Japonya, Avustralya ve Yeni Zelanda gibi diğer ülke uygulamaları incelenmektedir. Son olarak Türkiye'de varlığa dayalı menkul kıymetleştirme tekniğinin gelişme olanakları bağlamında VDMK ile ilgili yasal düzenleme ve uygulamada karşılaşılan sorunlara çözüm önerileri getirilmeye çalışılmaktadır.

2.1. Uygulamada Ortaya Çıkan Başlıca İşlemler ve Özellikleri

Ülkeler farklı ticari, finansal, yasal, düzenleyici ve muhasebeleştirme çerçevesine sahip olmakla birlikte varlığa dayalı menkul kıymetleştirme işlemleri belirli varlıklara dayalı olarak yapılandırılmaktadır. Bu çerçevede, uygulamada ortaya çıkan başlıca işlemler ve özelliklerinin incelenmesi önem kazanmaktadır.

2.1.1. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme İşlemleri

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme işlemleri, otomobil kredileri, kredi kartı alacakları, leasing alacakları, factoring alacakları, ticari ipotekler, alacağı dayalı finansman bonusu programları gibi varlık sınıflarına ilişkin olarak gerçekleştirilmektedir. Sözkonusu işlemler ayrıntılı şekilde inceleme konusu olmaktadır.

2.1.1.1. Otomobil Kredilerinin Menkul Kıymetleştirilmesi

Otomobil kredileri(*), araba veya hafif yük taşıyan araçların satın alımını finanse etmeye yönelik kredilerdir. ABD'deki otomobil kredileri genellikle sabit faizli, vadeleri iki ile beş yıl arasında değişen şekillerde ve aylık ödemeli olarak ticari bankalar veya otomobil üreticisi kuruluşlara bağlı finans şirketleri yoluyla kullanılmaktadır. Bu finans şirketleri, ticari bankaların otomobil kredisi arzını azalttığı ve otomobil talebinin düşük olduğu dönemlerde, bağlı oldukları otomobil üreticisi şirketlerin satışlarını artırmak amacıyla düşük faizli otomobil kredisine dayalı menkul kıymet ihraç etmektedirler. Otomobil kredileri ilk kez 1985 yılında ABD'de menkul kıymetleştirmeye konu olmuştur.

Finans şirketleri, otomobil kredilerini ticari bankalar gibi ya doğrudan borçlanıcılara ya da dolaylı olarak otomobil üreticileri yoluyla müşterilere ulaştırır. Dolaylı krediler, satıcılar tarafından yaratılır ve daha sonra nihai kredi verenlere satılır(78).

Otomobil kredilerini menkul kıymetleştirmede kullanılan araçlar ödeme aktarmalı sertifikalar, ödeme aktarmalı tahviller ve varlığa dayalı tahviller olmak üzere üç grupta incelenebilir.

Otomobil kredilerinin menkul kıymetleştirilmesinde en yaygın şekilde kullanılan araç, ödeme aktarmalı sertifikalardır. Ödeme aktarmalı sertifika aracı kapsamındaki varlıklar havuz oluşturma ve hizmet verme anlaşması koşullarına göre varlıklar gerek havuz olarak doğrudan satılır gerekse garantör tröste transfer edilir. Kredi alacak havuzundaki veya alacakları tasarruf eden tröstteki mülkiyet hakkını temsil eden ödeme aktarmalı sertifikalar yatırımcılara satılır. Söz konusu satışın gelirleri, satıcıya geri verilir. Herbir ödeme dönemi boyunca yapılan tüm anapara ve faiz tahsilatları varlıkları muhafaza eden güvenilir kişi nezdindeki bir hesapta toplanır. Güvenilir kişi, önceden belirlenen ödeme tarihlerine ilişkin planlı anapara geri ödemeleri ve erken ödemeleri gerçekleştirir. Bunun yanısıra ödeme aktarmalı sertifika oranlarına göre yatırımcılara faiz ödemelerini yapar.

(*) Otomobil kredileri terimi, bazen araç kredileri şeklinde daha geniş kapsamlı bazen de araba kredileri şeklinde daha dar kapsamlı olarak kullanılmıştır.

(78) Joseph D. Smallman ve Micheal J.P. Selby, "Asset Backed Securitisation", (ed) David C. Bonsall, a.g.e., s. 258; Christine A. Pavel, a.g.e., s. 86.

Otomobil kredilerinin temerrüde düşmesi halinde, hizmet veren aracı kurumlar standardlaştırılmış tahsilat prosedürleri uygular. Söz konusu prosedür telefon yoluyla bazı durumlarda ise personel yoluyla bağlantı kurulmasını izleyen alacağın tahsiline ilişkin olarak uygulanır. Tipik olarak 45 ile 60 güne kadar temerrüt süresi verilmesi halinde kredi verenler otomobili yeniden elde etme işlemlerini başlatacaktır. Kredi verenler otomobillerini genellikle açık arttırmalar, satıcılar veya kendi ikinci el araba satış işlemleriyle yeniden elde ederler. Yeniden satış gelirleri, temerrüt halindeki krediyi karşılar.

Kredinin taahhütlü aracılığı ile ödemenin takibi ve otomobil kredisi satıcısı veya hizmet verenin tahsilat prosedürleri, kredi havuzunun kredi kalitesini belirtir. Finanse edilen ikinci el otomobillere karşı yeni otomobillerin oranı ve finanse edilen araç tipleri gibi faktörler, kredi havuzunun kalitesini etkileyebilmektedir.

Ödeme aktarmalı tahvil aracı ise, satıcının varlıklar yoluyla teminatlandırılan senetleri özel amaçlı kuruma transfer etmesine dayanır. Özel amaçlı kurum tarafından ihraç edilen senetler belirli bir faiz oranı taşıyan kendi borç yükümlülüklerini temsil eder. Varlıkların özel amaçlı kuruma transferi, iflas ve finansal raporlama hedeflerinden dolayı satıcı için gerçek satış olarak işlem görür. Teminat nedeniyle gelecek nakit akımları belirli bir vadedeki borcun tümünü itfa ettikçe, satıcı ödeme aktarmalı tahvil aracını kullanarak tahvil ödeme yapısını ortaya çıkarmak amacıyla teminata dayanarak oluşturulan nakit akımını esaslı şekilde değiştirebilir. Bu durum, özellikle iskonto edilen teşvik oranlı otomobil kredisine dayalı tahvillerde veya çok sınıflı tahvillerin ihracı yoluyla maliyeti minimize edilebilen piyasa koşullarında daha geçerlidir. Ödeme aktarmalı tahvil aracı aynı zamanda erken ödeme riskinin etkilerini minimize etmede kullanılabilir.

Ödeme aktarmalı sertifikalar ve ödeme aktarmalı tahviller yanında anapara ödemelerinin sabittendiği varlığa dayalı tahvil aracı da vardır. Bu araç, ödeme aktarmalı sertifikalar ve ödeme aktarmalı tahvillere ilişkin erken ödeme riskini ortadan kaldırır ve özel sektör tahvilinin nakit akımlarına benzer.

Varlığa dayalı tahviller kapsamında yatırımcılara genellikle üçer aylık dönemler halinde yapılan ödemeler sabittir. Bir başka deyişle, sözkonusu

ödemeler teminatın nakit akımlarına dayanmaz. Sabit ödeme yapısı, sıklıkla teşvik faizli krediler söz konusu olduğunda kullanılır. Bu ödeme yapısı nedeniyle yatırımcılara ödenecek faiz oranı temel kredilerin ortalama yıllık yüzde oranını aşar. İlk varlığa dayalı tahvil yapısı, General Motors Acceptance Corporation (GMAC)'nin otomobil kredilerini menkul kıymetleştirmesiyle kullanılmaya başlamıştır.

Otomobil kredilerine dayalı menkul kıymetler kredi riski, faiz oranı riski ve erken ödeme riski olmak üzere genellikle üç risk türüyle karşılaşmaktadır. Bununla birlikte, erken ödeme riski varlığa dayalı tahvil yapısıyla ilgili değildir. Söz konusu risklerden kredi riski, daha çok derecelendirme kuruluşları ve kredi değerini yükselten kurumların birincil sorunudur.

Kredi riski kapsamında olmak üzere, otomobil kredisi portföylerinin geçmiş dönem kayıp oranlarını önemli ölçüde etkilediği tespit edilen sekiz faktör, havuzun beklenen kayıp oranını tahmin etmek için kullanılır. Söz konusu faktörleri şu şekilde sıralamak mümkündür(79):

- i) Vade ,
- ii) Geri ödemenin sıklık derecesi,
- iii) Kredi/varlık değeri oranı,
- iv) İkinci el veya yeni otomobil olması ve otomobil tipi
- v) Satıcıya rücu,
- vi) Teminat tipi,
- vii) Coğrafik yoğunluğu,
- viii) Havuz seçim kriteri.

Havuzun beklenen kayıp oranını tahmin etmede kullanılan faktörlerden ilk iki faktör, kredinin ömrüyle ilgilidir. Vade, kredinin sözleşmeden doğan ömrünü belirtirken, geri ödemenin sıklık derecesi (seasoning) ise, borçlanıcının kredi ödemelerini yapmakta olduğu sürenin uzunluğunu ifade eder. Vadesi uzun olan krediler, daha kısa vadeli kredilerden daha yüksek bir

(79) Christine A. Pavel, a.g.e., s. 96.

vadesinde ödenmeme riski taşırlar. Diğerlerinden daha çok geri ödemenin sıklık derecesine sahip olan krediler, daha düşük bir geri dönmeme oranına sahiptir. Bu nedenle, uzun vadeli kredinin riskliliği borçlanıcının ödemelerini yapmakta olduğu sürenin uzunluğu arttıkça azalır.

Otomobil kredilerine ilişkin kredi/varlık değeri oranı, kredinin beklenen kayıp oranının anahtar belirleyicisidir. Söz konusu oran, teminat miktarının bir kısmı veya yüzdesi şeklindeki kredi miktarını temsil eder. Kredi/varlık değeri oranı yükseldikçe risklilik artar. Bu bağlamda, kredi verenler otomobil satın alımını finanse etmek amacıyla kredi vadesini uzattıkları için otomobil kredilerine ilişkin kredi/varlık değeri oranları oldukça yüksek olma eğilimindedir.

Beklenen kaybın diğer belirleyicisi ikinci el veya yeni araba olması ve otomobil tipi olmaktadır. Her iki belirleyici de teminat tipini dikkate almak zordur. İkinci el arabaların satın alımını finanse eden krediler, yeni arabaları finanse eden kredilerden daha risklidir. Genellikle kaybın fazlalığı ve kümülatif net kayıplar, ikinci el araba kredilerinde yeni arabalardan daha çok olabilmektedir. Buna ek olarak bazen yeni ve yüksek fiyatlı spor arabalar veya değişken düşük faizli ekonomik arabalar satın almak için verilen krediler, seçilmiş bir gruba uygun düşer ve sınırlı yeniden satış piyasasına sahiptir. Bunun yanında daha az kaliteli olarak bilinen veya belirli kusurları olan arabalara verilen krediler daha risklidir.

Satıcıya rücu şekli de havuzun beklenen kayıp oranını tahmin etmede kullanılan faktörlerden birisidir. Satıcıya rücu olanağı sağlayan kredilerin, gayrikabili rücu niteliğindeki kredilerden daha az kredi kayıplarına var olması olasıdır. Söz konusu kredi kayıpları kredi veren tarafından değil, satıcı tarafından üstlenilir.

Otomobil kredileri havuzundan beklenen kayıp oranının değerlendirilmesinde kullanılan diğer bir faktör de, havuzun coğrafik yoğunluğudur. Kredilerin birkaç coğrafik alanda yoğunlaşması, beklenen kayıp oranını arttırabilir. Ayrıca bir banka veya tasarruf ve kredi birliği tarafından yaratılan otomobil kredisi havuzları, otomobil finans şirketleri yoluyla yaratılan havuzlardan coğrafik olarak oldukça yüksek yoğunlukta olabilmektedir. Çünkü, bankalar ile tasarruf ve kredi birlikleri daha çok bir devlet veya bir

bölgede kredilerini yoğunlaştırırken, otomobil finans şirketleri ise ülke çapında bir ağa sahiptirler.

Beklenen kayıpların son anahtar belirleyicisi, havuz seçim kriteri olmaktadır. Bu amaçla altı aydan daha kısa süreli vadesinde ödenmemiş krediler hariç tutulduktan sonra varlıklar ihraççının portföyünden seçilir. Eğer, sözkonusu hariç tutma işlemleri yapılmazsa havuzdaki beklenen kayıp oranı artacak şekilde düzenlenir.

Yatırımcılarla ilgili bir risk niteliğindeki erken ödeme riski, otomobil kredilerine dayalı menkul kıymetlerin genel riskliliğinin büyük bir bileşeni değildir. Varlığa dayalı tahvillere ilişkin nakit akımları belirlidir. Ancak, otomobil kredilerine ilişkin ihraçların diğer tipleri olan ödeme aktarmalı sertifikalar ve ödeme aktarmalı tahviller erken ödeme riskiyle karşılaşabilmektedir.

Bir otomobil kredisine dayalı menkul kıymetlere ilişkin olarak erken ödemenin ortaya çıkmasında rol oynayan etmenler şunlardır(80):

- i) Satış veya eskisini yenisiyle fiyat farkı vererek değiştirme işlemiyle gelen tasarruf hakkının transferi,
- ii) Kaza veya çalınmadan dolayı araç kaybı,
- iii) Kredinin geri dönmeme hali,
- iv) Araç sahibi tarafından yapılan ihtiyari erken ödeme,
- v) Tahvil çıkarma sözleşmesinin gereklerinin yerine getirilmediği bireysel kredilerin varlığı,
- vi) İhraççı kurumun havuza ilişkin sözleşmeyi geri satın almasının gerekliliği.

Otomobil kredilerine dayalı menkul kıymetlerin erken ödeme oranlarının iki ölçüm şekli bulunur(81):

(80) William J. Curtin-Stephan H. Deckoff, "Asset-Backed Securities: An Attractive Addition to the Low-Duration Sector of the Fixed Income Market", (ed) Jess Lederman a.g.e., s. 208.

(81) Ayrıntılı bilgi için bkz. K. Jeanne Person, "A Review of Asset Backed Securities", **Handbook of Mortgage Backed Securities**, (ed) Frank J. Fabozzi, Probus Publishing, Chicago-Illinois, 1988, ss. 1496-1497; William J. Curtin ve Stephan H. Deckoff, "Asset-Backed Securities: An Attractive Addition to the Low-Duration Sector of the Fixed Income Market, a.g.e., s. 208.

- Sabit erken ödeme oranı, cari olarak dolanımda bulunan menkul kıymetlerin yüzdesi olarak belirtilir.

- "VDMK'ler" oranı veya "mutlak" oran ise, başlangıçtaki kredilerin yüzdesi şeklindeki erken ödemeleri gösterir.

Sabit erken ödeme oranı yıllık bir yüzdeyi gösterirken, mutlak erken ödeme oranı ise aylık baza göre düzenlenir.

Otomobil kredilerinin erken ödeme oranlarını etkileyen etmenler şu şekilde sıralanabilir(82):

i) Erken ödeme, geri ödemenin sıklık derecesiyle artar.

ii) İkinci el arabalara yönelik krediler özellikle kredinin ilk aylarında yeni arabalara yönelik kredilerden daha hızlı ödenir.

iii) Yüksek ortalama yıllık yüzde oranlı krediler göreceli olarak daha düşük oranlı kredilerden hızlı ödenir. Böylece, teşvik oranlı kredilerin genellikle çok düşük erken ödeme oranlarına sahip olmaları beklenir.

iv) Kısa vadeli krediler (3 veya 6 aylık), uzun vadeli kredilerden (48 veya 60 aylık) kredilerinden daha hızlı ödenir.

Otomobil kredilerine dayalı menkul kıymetlerin riskliliğinin üçüncü bileşeni, faiz oranı riskidir. Faiz oranı riski, piyasa faiz oranlarındaki değişmelere karşı varlığın fiyatının gösterdiği duyarlılığı belirtmektedir. Süre (duration), genellikle faiz oranı duyarlılığını analiz etmede kullanılan bir ölçüm şeklidir. Süresi kısa tahvillerin riski dah az iken süresi uzun tahviller daha risklidir(83).

VDMK'lerin faiz oranı riski, kısa vadeli şirket borçları gibi göreceli olarak dengelidir. VDMK'ler aynı zamanda genellikle kısa vadeli şirket senetlerinden daha yüksek getiri sağlar. Ayrıca VDMK'lere ilişkin anapara ve faiz ödemeleri, kredi verenin iflas etmesi halinden etkilenmeyecek şekilde yapılandırıldığı için özel sektör tahvilinin riskiyle karşılaşmamaktadır(84).

(82) Christine A. Pavel, a.g.e, s.s. 101-102.

(83) Süre analizi ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. Senan Uyanık, "Süre (Duration) Analizinin Özellikleri", "HDTM Dergisi", Sayı: 16, Mart 1993/1, ss. 97-104.

(84) K. Jeanne Person, "A Review of Asset-Backed Securities", a.g.e., s. 1503.

Otomobil kredilerine dayalı menkul kıymetler, taşıdıkları riskler yanında birtakım faydalar da sağlamaktadırlar. Otomobil finans şirketlerini VDMK ihracına teşvik eden etmenlerden biri primin varlığıdır. Ayrıca otomobil kredilerine dayalı menkul kıymetler, sözkonusu finans şirketleri için ek fon kaynağı yaratır.

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirmenin otomobil finans şirketleri yanında ticari bankalar, tasarruf ve kredi birlikleri için de faydaları ortaya çıkar. Bu durum, sözkonusu tasarruf kurumları için ek sermaye artışına gitmeksizin kredi portföyünü fonlama olanağı yaratır. Ayrıca, riskin çeşitlendirilmesi sağlanmaktadır.

Sonuç olarak, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme için elverişli özelliklere sahip olan otomobil kredilerinin gelişme potansiyelini sürdürülebileceği söylenebilir.

2.1.1.2. Kredi Kartı Alacaklarının Menkul Kıymetleştirilmesi

Tüketiciyi kredilendirme şekillerinden biri olan kredi kartı sistemi, vevsiye hesap sistemi ile taksitli hesap sistemi arasında yer almaktadır(85).

Kredi kartı sistemi içinde yer alan kredi kartları fonksiyonları açısından ve çıkaran kurum dikkatine alınarak sınıflandırılabilir(86):

Fonksiyonları açısından kredi kartları üçe ayrılabilir:

- i) Kredi kartları (credit cards),
- ii) Ödeme kartları (change cards),
- iii) Hesaba erişim (transfer) kartları (debit cards);

Kredi kartları çıkaran kurum açısından dörte ayrılabilir:

- i) Banka kredi kartları (VISA-MASTERCARD)
- ii) Mağaza kartları (store cards)

(85) Nurhan Aydın, "Kredi Kartları ve Kredi Kartlarında Faiz Masrafının Hesaplanması", *Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: IX, Sayı: 1-2, 1991, ss. 147-148.

(86) Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. Pelin Alpergin, a.g.e, ss. 19-33; Christine A. Pavel, a.g.e., ss. 110-116; Nurhan Aydın, a.g.m., ss. 148-151.

iii) Gezi ve dinlence kartları (travel and entertainment cards)

iv) Şirket kartları (company cards)

Kredi kartı hesabı, müşterinin sözleşmeden doğan yükümlülüğünü ödemesi yoluyla desteklenen rötatif kredi kullanma olanağı sağlar(87). Böylece kart hamilleri alışverişlerinin geri ödeme süresini uzatıp zamana yayma şeklinde kredi kullanma hakkı elde edebilmekte ve ödeme kolaylığı sağlayabilmektedir(88).

Kredi kartlarının birincil ihraççı kurumları arasında ticari bankalar, perakendeciler, petrol şirketleri ve tasarruf kurumları yer almaktadır.

Kredi kartı alacaklarının menkul kıymetleştirilmesi sonucu ortaya çıkan kredi kartı alacağına dayalı menkul kıymetler standart bir yapıya sahip değildir. Bununla birlikte, kredi kartı alacağına dayalı menkul kıymetler teminatlı borç veya varlık havuzundaki katılma sertifikaları şeklinde yapılandırılır.

Borç veya katılma sertifikası olarak yapılandırılan bir ihraçtaki tüm kredi kartı alacağına dayalı menkul kıymetler bazı genel özelliklere sahiptir(89):

- Aşırı teminatlandırma: Tüm teminatlı gelecek nakit akımları için veya sabit değerli portföye ilişkin alacak hakkı,

- Sadece faiz ödeme dönemi: Kredi kartı alacağına dayalı menkul kıymetin ilk 18 aylık veya daha fazlası için faizinin, menkul kıymetlerin dolanımdaki anapara bakiyesi üzerinden ödenir.

- Ödeme durumu: Sadece faiz ödeme döneminin zamanından önce sonuçlanması,

- Menkul kıymetleri geri satın alma çağrısı : Anapara bakiyesi başlangıç değerinin belirli bir yüzdesine ulaştığında, menkul kıymetlerin VDMK ihraççı kurumu tarafından geri satın alınması.

Tahsil edilmemiş bakiyeler, kredi kartı hesapları portföyünden önemli ölçüde değişken olabilir. Bunun iki nedeninden sözedilebilir. Birincisi ödeme

(87) Christine A. Pavel, a.g.e., s. 110.

(88) Pelin Alpergin, a.g.e. s. 19.

(89) Christine A. Pavel, a.g.e, s.s. 121-122.

oranlarının değişkenliği ikincisi ise kart hamillerinin seçtikleri limitlere kadar kredilerini kullanma hakkına sahip olmalarıdır.

Tahsil edilmemiş bakiyelerin önemli ölçüde değişmesi halinde yatırımcılar, dolanımdaki kredi kartı hesapları değerinin dolanımdaki menkul kıymetlere ilişkin anapara bakiyesinin altına düşmesini görmek istemezler. Bu nedenle, özel amaçlı kuruma satılan alacakların değeri veya tröste geri dönen kredi kartı alacağına dayalı menkul kıymetlerin değeri, ihraç edilen menkul kıymetlerin değerini aşar. Kredi kartı alacağına dayalı menkul kıymetler, ihraççı kurumun borcu olarak yapılandırıldığında menkul kıymetler aşırı teminatlandırılır; yatırımcılar teminat olarak rehnedilen tüm alacaklardan gelecek nakit akımlarına göre getiri elde eder(90).

Kredi kartı alacağına dayalı menkul kıymetler; kredi kartı alacak portföyündeki katılma sertifikaları olarak yapılandırıldığında, yatırımcı tipi sertifikalar ve satıcı tipi sertifikalar olmak üzere iki menkul kıymet sınıfı ortaya çıkar. Yatırımcı tipi sertifikalar, kredi kartı alacak portföyünün yüzdesi olmaktan çok, sabit değerin bulunduğu kredi kartı hesapları portföyündeki katılma faizini temsil eder. Dolayısıyla, kredi kartı alacak portföyünün bakiyesi azaldıkça yatırımcının katılımı artar ve kredi kartı alacak bakiyesi yükseldikçe yatırımcının katılımı azalır. Sadece faiz ödemesinin yapıldığı dönem boyunca satıcının elde ettiği faiz, portföyün temelindeki faizdir(91).

Kredi kartı alacak portföylerinin performansında önemli rol oynayan ve kredi riskini etkileyen altı anahtar faktör vardır. Derecelendirme kuruluşları tarafından tanımlanan sözkonusu faktörler şunlardır(92).

- i) Coğrafik yoğunluk ve demografik yoğunluk,
- ii) Geri ödemenin sıklık derecesi,
- iii) Devralma metodu,
- iv) Taahhütlü aracılık kriteri,
- v) Havuz seçim kriteri.

(90) Christine A. Pavel, a.g.e., s. 123.

(91) Christine A. Pavel, a.g.e., s.s. 123-124.

(92) Christine A. Pavel, a.g.e., s.s. 131-134.

Kredi kartı hesapları, özellikle ekonomik durgunluktan daha çok etkilen-diği bilinen insan grubu ya da ülkenin bazı kesimlerinde yüksek yoğunluğa sahipse, bu durumda coğrafik ve demografik yoğunluğun kredi kartı alacak portföyünün riskini arttırması olasıdır. Bu bağlamda, değişken büyüme yapısına sahip olan ve bir takım küçük endüstrilere bağımlı olan coğrafi bölgeler, ekonomik şoklardan daha çok etkilenir; bu nedenle yüksek oranlı kredi kartı hesapları portföyü risk potansiyeli yüksek bölgelerden çekilir. Benzer şekilde, düşük gelirlili bireylerin hesaplarının yüksek orana sahip olması da kredi kartı portföyünün beklenen kayıplarını arttırabilir.

Coğrafik ve demografik yoğunluk yanında riski etkileyen faktörlerden biri de geri ödemenin sıklık derecesidir. Söz konusu faktör arttıkça risk azalır. Dolayısıyla daha eski bir hesap daha az risklidir. Geri ödemenin sıklık derecesi veya hesabın yaşı, kart hamillerini takip etme olanağı sağlar ve ihraççı kuruma riskli hesapları ayırma olanağı sağlar.

Devralma metodu da bireysel hesapların kredi riskini etkileyen bir faktördür. Toplu gönderiler yoluyla oluşturulan hesaplar, daha yoğun şekilde değerlendirilerek tasdik edilen hesaplardan daha riskli olma eğilimindedir.

Kredi kartı başvurularını değerlendirmede kullanılan kredi puanlama modelleri (credit scoring models) de riski etkilemektedir(93). Modellerin kullanılması halinde modellerin doğruluğu ve kullanılış tarzı, modellerin ürettiği hesapların geçmiş dönem kayıp oranları yönünden önemlidir.

Havuz seçim kriteri de hesaplardan oluşan havuza ilişkin olarak beklenen kayıp oranını önemli ölçüde etkileyebilir. Standard and Poor's a göre, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme havuzundaki her bir hesap en azından 12 aylık olmalı ve 30 günden fazla bir süre temerrüde düşmemelidir. Ayrıca 10.000'in altında bir kredi limitine sahip olmalıdır.

İncelenen söz konusu faktörler dışında kredi riskini etkileyen diğer bir faktör de hizmet veren kurumdur. Hizmet veren kurumun temerrüt halindeki hesapları sonuçlandırma yeteneği ve deneyimi de ihracın riskliliğini etkileyebilir.

(93) Kredi puanlama modelleri ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. Alan C. Shapiro, *Modern Corporate Finance*, Macmillan Publishing Company, New York, 1991, ss. 865-866.

Kredi kartı alacağına dayalı menkul kıymetler, kredi riskine ek olarak geri ödeme ve faiz oranı riskiyle de karşılaşmaktadır. Kredi kartına dayalı menkul kıymetlerin kısa vadeli yapısı ve uzun bir faiz ödeme periyodunu içermesi nedeniyle, geri ödeme ve faiz oranı riski göreceli olarak küçüktür. Gerekli minimum düzeyin ötesinde kredi kartı borcuna ilişkin programlı ödemeler olmadığı için geri ödemedeki artış, kredi kartı alacağına dayalı menkul kıymet yatırımcıları açısından risk oluşturur. Tatil mevsimi nedeniyle geri ödemeler yavaşladığı için geri ödeme oranları büyük ölçüde dönemsel özellik taşır.

Süre ve kredi kartı alacağına dayalı menkul kıymetin getirisine ek olarak geri ödeme oranları, kredi kartı alacak portföyünün net getirisini etkileyebilir. Geri ödeme oranlarındaki artış, hesaplanan finans giderlerine ilişkin kredi kartı alacaklarının bakiyesini azaltır ve bu nedenle portföyün brüt getirisi de azalır.

Kredi kartı alacaklarına dayalı menkul kıymetler VDMK piyasası için yeni bir ürün olmakla birlikte sözkonusu VDMK işlemi kredi kartlarının yaygın bir şekilde kullanılmasına paralel olarak gelişme olanağı bulabilir.

2.1.1.3. Leasing Alacaklarının Menkul Kıymetleştirilmesi

İlk varlığa dayalı menkul kıymetleştirme işlemi, bilgisayar leasing alacaklarına dayalı menkul kıymetler şeklinde ABD'de gerçekleşmiştir.

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeye konu olan leasing alacakları, leasing sözleşmelerinden doğan ödeme akımlarını kapsayan geniş bir kullanım alanına sahiptir. Sözkonusu alacaklar; bilgisayar ve iletişim araçlarının yanı sıra otomobil, hava taşıtları ve deniz taşıtlarına yönelik araç ekipmanı, tekstil, basım, tıbbi ekipman ve diğer varlık tiplerini kapsar.

Batı ülkeleri ve özellikle ABD'de, sorunlu kredilerin mutlak ve oransal şekilde artması ve bankacılık sisteminin sermaye yeterliliği oranlarının da zorlaması sonucu leasing şirketlerinin fonlama yapma olanakları azalmaya başlamıştır. Leasing şirketleri bu sorunu çözmek amacıyla leasing alacaklarına dayalı menkul kıymetler ihraç etmişlerdir(94). Ayrıca, bu gelişimde 1980'li yıllarda vergi kanunlarındaki değişmelere bağlı olarak leasing sektörünün canlanması da etkili olmuştur. Bu çerçevede, ilk menkul kıymetleş-

(94) Orhan Kurmuş, "Finansal Kiralama Şirketleri İçin Yeni Bir Fon Kaynağı Olarak Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler", *İktisat - İşletme ve Finans*, Yıl: 8, Sayı: 84, Mart 1993, s. 37.

tirilen varlık tipi leasing alacakları olmuştur.

Leasing alacaklarının çoğu kolaylıkla menkul kıymetleştirmeye uygun özellikler taşımaktadır. Sözkonusu özellikleri şu şekilde sıralamak mümkündür:

- Belirli nakit akımlarına sahip olma,
- Leasing yoluyla finanse edilen ekipmanın makul değerinde bir teminat içermesi,
- Yeterli ekonomik büyüklükte olması,
- Derecelendirme şirketleri tarafından belirlenen yatırım dereceli kredilere sahip kiracıların varlığı.

Uygulamada, finansal leasing varlığına dayalı menkul kıymetleştirmeye konu olmaktadır. Finansal leasing işlemleri, kiralanan varlığın faydalı ömrünün uzamasını sağlar. Finansal leasing işlemleri ya iptal edilemez ya da eğer kiracı iptal etme sonucunda uğradığı zararları kiralayana geri öderse iptal edilebilir. Finansal leasing sona erdiğinde ise kiralanan varlık kiralayana geri döner ya da kiracı varlığı satın alabilir.

Leasing alacaklarının menkul kıymetleştirilmesinde rol oynayan üç temel kiralayan şirket türü vardır. Sözkonusu kiralayan şirketler banka bağlantılı, bağlı ve bağımsız olarak yapılandırılmıştır. Banka bağlantılı kiralayan şirket, ya ticari banka ya da banka holding şirketlerine bağlı kurumlardır. Bağlı kiralayan şirketler ise üreticilere bağlı şirketleri kapsar. Bu şirketler, ana şirketin ürünlerine yönelik leasing yapmaktadırlar. Banka bağlantılı kiralayan şirketler, son 20 yıl boyunca finansal leasing işlemlerinde piyasa önderliği yapmakla beraber, bağımsız kiralayan şirketler ve bağlı şirketler de leasing alacaklarının menkul kıymetleştirilmesinde önemli rol oynamaya başlamışlardır(95).

Leasing alacaklarına dayalı menkul kıymet araçları, otomobil kredileri ve kredi kartı alacaklarına dayalı menkul kıymetlerin yapılarına benzer. Bu nedenle, menkul kıymetleştirilen leasing alacakları gerek ödeme aktarmalı sertifikaya gerekse varlığa dayalı tahvil ve ödeme aktarmalı tahvil şeklinde yapılandırılmıştır.

(95) Christine A. Pavel, a.g.e, s. 144.

Bir yıldan kısa vadeli fon sağlamada kullanılan en yaygın VDMK şekli ise kiralama bonusu (lease paper) olmaktadır. Kiralama bonusu büyük işlem hacmine sahip leasing şirketlerinin, pazarlanabilir varlıkları tekrar satarak elde ettikleri fonlarla diğer yatırımları finanse etmesine işaret eder. Bununla birlikte, kiralama bonusu orta ve uzun vadeli fon kaynağı talep eden leasing şirketlerine daha az uygun düşmektedir(96).

Leasing alacaklarına dayalı menkul kıymet yatırımcıları, ticari müşterilerin iflasa gitmeleri ya da leasing ödemelerini yapmamlarına bağlı olarak kredi riski dışında hükümetin tutumundan kaynaklanabilecek risklerle de karşılaşabilmektedirler. Aynı zamanda, leasing yoluyla finanse edilen ekipmanın herhangi bir nedenle zarara uğrama veya tahrip edilme riski de vardır. Bununla birlikte, ekipmana ilişkin bireysel sigorta sözleşmeleri, sözkonusu kazalar nedeniyle ortaya çıkabilecek kayıplara karşı anapara miktarına korunma sağlar. Ancak, esaslı bir kredi desteği yoluyla AAA dereceli leasing alacağına dayalı menkul kıymet ihraç edilerek tam korunma elde edilebilir(97).

Leasing alacağına dayalı menkul kıymet yatırımcıları, kredi riski ve hükümetten kaynaklanan riskler yanında anaparanın erken ödenme riskiyle de karşılaşabilmektedir.

Leasing alacağına dayalı menkul kıymete ilişkin erken ödeme riski, birtakım faktörler nedeniyle oluşur. Leasing işlemlerinin çoğu, müşterilerin leasinge konu olan ekipmanı satın alabildiği alım opsiyonu koşullarını sağlar. Alım opsiyonu işlemi, anapara ve faiz ödemelerinin hamillere aktarılabilirdiği leasing işlemine yönelik erken ödeme yapma yetkisine sahiptir. Benzer şekilde, bazı müşterilerin leasing sözleşmeleri aylık leasing ödemelerinin azaltıldığı ekipmanın ticaretine izin verir ve böylece erken ödemeye neden olabilir. Aynı zamanda, leasing sözleşmelerinin erken sona ermesi veya diğer bir müşteriye tahsis edilmesi ya da müşterinin ödeme yapmaması erken ödemeye yol açabilir(98).

Leasing alacağına dayalı menkul kıymetler, taşıdıkları riskler yanında kiralayın şirketlerin AAA kredi derecesiyle sermaye piyasalarına girerek faiz

(96) Aylin Yılmaz, "Leasing Şirketleri ve Fon Kaynakları", **Kalkınma**, TKB Yayını, Sayı: 38, Eylül 1991, s. 45.

(97) James A. Rosenthal and Juan M. Ocampo, a.g.e., s. 165.

(98) James A. Rosenthal and Juan M. Ocampo, a.g.e., 164.

oranı riskini elimine etmeleri ve düşük maliyetli, süreklilik arzeden bir fon kaynağı elde etmeleri gibi çeşitli faydaları da beraberinde getirmektedir.

2.1.1.4. Factoring Alacaklarının Menkul Kıymetleştirilmesi

Factoring, bilançonun aktifinde yer alan alacakların factoring kuruluşuna temlik edilerek satılması karşılığında factoring kuruluşundan hizmet alınmasına işaret eder. Sözkonusu hizmetler dört grupta toplanabilir(99):

- Alacakların tahsil edilmesi,
- Alacakların ödenmeme riskinin yüklenilmesi,
- Alacaklar karşılığında ön ödeme yapılması yoluyla finansman sağlanması,
- Sözkonusu alacaklarla ilgili tüm muhasebe kayıtlarının tutulmasıyla gerekli raporlamanın yapılması.

Factoring alacakları ortalama 90 gün vadeli olup, rötatif alacaklar niteliğindedir.

Fon ihtiyacı duyan şirketler, alacaklarını teminat göstererek banka kredisi alabilir. Bunun yanında alacaklarını mal aldığı firmaya ciro ederek veya factoring firmasına satarak fon sağlayabilir.

Fon kaynağı talep eden şirketler, gerek alacaklarını bankaya teminata verme gerekse ciro etme durumunda alacaklarını tahsil edememe riskiyle karşılaşabilmektedir. Buna karşılık, factoring yoluyla alacakların belirli bir iskonto değeriyle factoring şirketine devredilmesi ise sözkonusu riski ortadan kaldırmaktadır(100). Bu çerçevede, factoring alacaklarına dayalı olarak çıkarılacak menkul kıymetler tahsil edememe riskini ortadan kaldıracak ve şirketlere sermaye piyasası yoluyla ucuz maliyetli fon elde etme olanağı sağlayacaktır.

(99) Ferruh-Tanay, "Varlığa Dayalı Bir Finansman Tekniği Factoring ve Varlığa Daylı Menkul Kıymet" *İktisat-İşletme ve Finans*, Sayı: 84, Mart 1993, s. 31.

(100) Cevat Sankamış, *Sermaye Pazarları*, Alfa Basım Yayın Dağıtım, İstanbul, Şubat 1995, ss. 60-61.

2.1.1.5. Ticari İpoteklerin Menkul Kıymetleştirilmesi

Ticari ipotekler, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme için potansiyel bir varlık kategorisidir. Ticari ipotek kredileri genellikle ticari bankalar ve tasarruf kurumları tarafından sağlanır. Söz konusu kuruluşlar, fonlama yaparken mevcut portföyleri likit hale getirme, sermaye maliyetlerini azaltma, aktif-pasif dengesizliklerini ortadan kaldırmaya yönelik olarak kendi ticari ipotek portföylerini de menkul kıymetleştirebilmektedir. Böylece, ticari ipotek sahiplerinin varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeyi çekici bir fon kaynağı olarak görmesiyle birlikte 1986'da ticari ipotekler de menkul kıymetleştirmeye konu olmuştur. Ticari ipoteklerin menkul kıymetleştirilmesine yönelik işlemler Euro piyasalarda ve ABD'de özel olarak plase edilmiştir. Bu gelişmelere ek olarak 1987 yılında ise ABD'de ticari ipoteklere dayalı menkul kıymetlere ilişkin halka arz işlemi gerçekleştirilmiştir. Bu bağlamda, sermaye piyasalarına girmek amacıyla yeterli düzeyde kredi kartı alacakları, leasing alacakları, otomobil kredileri ve diğer varlıklara sahip olmayan bireysel borçlanıcılar, ticari ipoteklerini menkul kıymetleştirerek sermaye piyasalarına doğrudan girebilmektedir.

2.1.1.6. Alacaklara Dayalı Finansman Bonosu Programlarının Menkul Kıymetleştirilmesi

Şimdiye kadar tek varlık şeklinde organize edilen varlığa dayalı menkul kıymetleştirme işlemleri incelenmiştir. Bu çerçevede otomobil kredilerinden ticari ipoteklere kadar olan varlık sınıflarının menkul kıymetleştirilmesi yönünde analizler yapılmıştır. Söz konusu işlemlerin herbiri; tek tip varlıklardan oluşan homojen yapılı havuzdan gelecek nakit akımlarının, VDMK hamillerine yapılacak ödemeleri denkleştirmede kullanılması şeklinde yapılandırılmaktadır.

Bu işlemlerin yanında, bir varlık sınıfından çok alacakların içerildiği alacak havuzlarına yönelik olarak yaygın şekilde kullanılan varlığa dayalı araç; alacaklara dayalı finansman bonosu programıdır. Alacaklara dayalı finansman bonosu programı genellikle finansman bonosu hamillerine yapılacak ödemeleri doğrudan varlık havuzundan gelecek nakit akımlarına bağlamaz.

Alacaklara dayalı finansman bonosu programının tipik bir işleyiş şekli bulunur. Özel amaçlı kurum finansman bonosu ihraç etmek için kurulur. iflastan

uzak şekilde yapılandırılan sözkonusu kurumun tek faaliyeti alacakları finanse etmektedir. Özel amaçlı kurum, kaynak kuruluşlardan alacakları satın alır ancak alternatif olarak rehinli alacakları yoluyla teminatlandırma için ödünç para verebilir.

Özel amaçlı kurum, alacakları finanse etmek için yüksek dereceli finansman bonusu ihraç eder. Alacaklarla ilgili olarak yapılan ödemeler, finansman bonusunun geri ödenmesinde kullanılır. Bununla birlikte, sabit vadeli finansman bonusunu alacaklarla fonlamada uyumlaştırma sağlamak güçtür ve etkinliği azdır. Sonuç olarak, vadesi gelen finansman bonusu sıklıkla yeni ihraçlardan elde edilecek gelirlerle fonlanır. Nakit çerçeve kredisi, vadesi gelen finansman bonusunun yenilenmediği ya da kaynak kuruluşun iflasının rehinli işlemdeki alacak nakit akımlarına engel olduğu durumlarda genellikle finansman bonusu hamilerine yapılacak ödemeyi desteklemek için gayrikabili rücu bir banka çerçeve kredisi yoluyla sağlanır. Alacaklara dayalı finansman bonusu programının derecesi, çoğunlukla gayrikabili rücu nakit çerçeve kredisini sağlayan finansal kurumun derecesinden daha yüksek olmamaktadır.

Alacaklara dayalı finansman bonolarında kullanılan kredi destek şekillerinin aynı zamanda alacaklara ilişkin kredi kayıplarına karşı korunma sağlaması gerekir. Sözkonusu kredi destek şekilleri, üçüncü kişinin kredi değerini yükseltmesi, aşırı teminatlandırma veya kaynak kuruluşu rücu yoluyla sağlanır. Gerekli kredi destek miktarı, alacakların geçmiş dönem kredi performansına göre belirlenir.

Mart 1987'de alacaklara dayalı finansman bonusu programları başlamıştır. Sözkonusu programlar çerçevesinde kredi kartı alacakları, otomobil kredileri, ticari alacaklar, ekipman leasing alacakları gibi çeşitli varlıklar menkul kıymetleştirilmiştir.

Alacaklara dayalı finansman bonusu programları hem kaynak kuruluşları hem de yatırımcıları motive edici yönde gelişmiştir. Alacaklara dayalı finansman bonusu programı; kaynak kuruluşu en yüksek kaliteli finansman bonusu yoluyla fonlama sağlarken, özsermayeyi yeniden düzenleme olanağı vermektedir. Böylece, kaynak kuruluşlar finansal varlıkların satışının devam etmesine yönelik sürekli bir araç temin ederler. Yatırımcılar ise, sözkonusu programın iyi

çeşitlendirilmiş nakit akımları yoluyla desteklenmesine bağlı olarak likiditesi fazla ve yüksek kaliteli finansman bonusu elde ederler(101).

Alacaklara dayalı finansman bonusu programlarında rol alan kaynak kuruluşlar, genellikle eczacılık, kimya, uçak teknolojisi, iletişim sistemleri, sigortacılık, gıda tüketim ürünleri, otomotiv ekipman finansmanı, reklamcılık, madencilik ve bankacılık alanlarında faaliyet gösteren kuruluşlardır.

2.1.2. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirmenin Maliyeti

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme; varlık portföyünün satışından elde edilecek faydaların katlanılan maliyetleri aşması ve net faydanın varlıkları bilançoda tutma nedeniyle sağlanacak faydadan fazla olması halinde uygulanabilen bir tekniktir.

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme işleminde ortaya çıkan temel maliyet unsurları; farklı işlevleri yerine getirmek amacıyla rol alan çeşitli kurum ve kuruluşlara, verdikleri hizmetlerin karşılığı şeklinde ödenen ücret ve komisyon ödemelerini kapsayan idari giderlerdir. Söz konusu idari giderler; yatırım bankalarına ödenen komisyonlar, derecelendirme şirketlerine ödenen ücretler, fon varlıklarını yöneten güvenilir kişilere verilen komisyonlar ile Menkul Kıymetler Borsası ve benzeri kuruluşlara ödenen kayıt ücretlerinden oluşur. Bu giderlere ilave olarak hukuk ve muhasebe komisyonları, basım giderleri ve özel sigorta komisyonları da maliyeti etkiler.

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme; likiditeyi artırma, riski çeşitlendirme ve göreceli olarak ucuz fon kaynağı sağlama gibi avantajlar sağlar. Bu çerçevede, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme yoluyla sağlanan fonlar munzam karşılığına tabi olmaması ve mevduat sigorta pirimlerinin tahsil edilmemesine paralel olarak maliyetten tasarruf sağlayabilir.

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirmenin maliyeti, her kurumun aktif-pasif yapısına ve işleme konu olan varlıkların çeşitlerine göre farklılık göstermektedir. Bunun dışında maliyet VDMK ihracının ekonomik büyüklüğüne ve kredi destek seviyesine bağlı olarak azalabilmekte veya artabilmektedir.

(101) James A. Rosenthal and Juan M. Ocampo, a.g.e, s. 200.

2.1.3. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirmeyi Sınırlayan Etmenler

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme, finansal kurumlara geleneksel kredi/mevduat bankacılığı yoluyla finansmanda yer alan munzam karşılıklar ve sermaye yeterliliği gibi yükümlülüklerden kurtulma olanağı sağlar. Söz konusu yükümlülüklerden kurtularak fon maliyetlerini azaltabilen finansal kurumlar aynı zamanda varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeyi sınırlayan etmenlerle de karşılaşabilmektedirler. Bu etmenler moral tehlike ve ters seçim olmak üzere iki grupta incelenebilmektedir. Gerek moral tehlike gerekse ters seçim etmeni, varlığa dayalı menkul kıymetleştirmenin maliyet avantajının azalmasına yol açabilmekte ve söz konusu finansman tekniğini sınırlayabilmektedir.

2.1.3.1. Moral Tehlike

Pennacchi, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme sürecindeki moral tehlike (moral hazard) etmenine dikkati çekmektedir. Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme yoluyla bilanço dışına çıkarılan alacaklar, özel amaçlı kuruma devredilir. Daha sonra kaynak kuruluş, alacak takibi yapma ve hizmet verme işlemini sürdürür. Moral tehlike, kaynak kuruluşun kendi bilançosundan çıkarılan alacakların takibinde gerekli dikkat ve özeni göstermemesi halinde ortaya çıkan bir olguya işaret eder. Pennacchi'ye göre moral tehlike problemi alıcılarla kredi satış sözleşmesi yapılarak bir dereceye kadar çözümlenebilir (102).

2.1.3.2. Ters Seçim

Greenbaum ve Thakor, varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeyi sınırlayan ikinci etmen olan ters seçim (adverse selection) olgusuna değinmektedir. Ters seçim etmeni de moral boyut içermektedir. Bu çerçevede, kaynak kuruluşun bir banka olması halinde, düşük kaliteli alacaklar bilançoda bırakılırken yüksek kaliteli alacaklar menkul kıymetleştirilir(103). Böylece, bankanın daha ucuz fon sağlaması karşısında mevduat sahiplerinin riskleri artmaktadır. Ters

(102) Kürşat Aydoğan ve Gökhan Çapoğlu, "Securitization and the Efficiency of the Turkish Financial System", *Current Issues In Turkish Capital Markets*, Proceedings of the OECD-CMB Conference, SPK Yayın No: 14, Antalya, 1989, s. 43.

(103) Kürşat Aydoğan ve Gökhan Çapoğlu, a.g.m., s. 43 (Aktarılan eser: S.I. Greenbaum ve A.V. Thakor, "Bank Funding Models: Securitisation Worth the Cost At Your Bank", *Journal of Banking and Finance*, September 1987, ss. 379-401).

durumda ise düşük kaliteli alacaklar menkul kıymetleştirmeye konu olacağı için, VDMK'ler derecelendirme şirketleri tarafından düşük derecelenir. Bununla birlikte, yüksek kaliteli alacakların bilançoda kalması sonucu mevduat sahiplerinin riskleri azalır.

2.2. Ülke Uygulamalarından Örnekler

Ülke uygulamalarından örnekler kapsamında; ABD, Avrupa Ülkeleri ile diğer ülkeler başlığı altında Japonya, Avustralya ve Yeni Zelanda VDMK piyasalarının gelişimi açısından incelenecektir.

2.2.1. A.B.D.

ABD'de varlığa dayalı menkul kıymetleştirme tekniği ilk kez 1985 yılında uygulanmış ve dikkat çekici gelişmeler kaydetmiştir. ABD VDMK piyasası, gerek işlem hacmi gerekse varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeye konu olan varlıkların çeşitliliği yönünden oldukça gelişmiş bir piyasa özelliği taşır. ABD'de menkul kıymetleştirilen varlıklar arasında otomobil kredileri, kredi kartı alacakları, ticari ipotekler, taksitli satış sözleşmeleri, gemi kredileri, vergiden muaf endüstriyel krediler ve leasing alacakları yer almaktadır.

Amerikan VDMK piyasasının gelişimi; büyük hacimli homojen kredi havuzlarının oluşturulmasına, VDMK konusunda hükümetin teşviklerine ve yasal-düzenleyici ve muhasebeleştirilmeye ilişkin çerçevenin oluşturulmasına bağlanabilir.

ABD'deki varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulamaları, menkul kıymetlere ilişkin kanunlarla uyumlaştırılmıştır. Bu bağlamda, çeşitli federal/eyalet kanunları ve Borsa Komisyonu düzenlemeleri VDMK ihraçlarını motive edici yöndedir.

1933 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu, menkul kıymetlerin ilk ihracıyla ilgili temel kanun niteliği taşıırken, 1934 tarihli Menkul Kıymetler Kanunu ise şirketlerinin yıllık, üç aylık ve diğer önemli dönemsel faaliyet raporlarının komisyona iletilmesini gerekli kılmaktadır. Bu kanunların yanında 1988 yılında varlığa dayalı menkul kıymetlerin pazarlanması amacıyla kanun tasarısı Senato'ya sunulmuştur. Nisan 1990'da ise 144 A kanunu çıkarılmıştır. Söz konusu 144 A Kanunu, piyasaların bütünleşmesini engelleyen tüm engelleri kaldırmış

ve kredilerin menkul kıymetleştirilmesini motive ederek finansal piyasaların gelişimini hızlandırmıştır.

Düzenleyici çerçevede BIS sermaye yeterliliği düzenlemesi mevcut ABD yasalarıyla uyumlaştırılmıştır.

Muhasebeleştirme konusunda da VDMK'lere yönelik finansal raporlama ve muhasebe sstemleri geliştirilmiştir.

2.2.2. Avrupa lkeleri

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulaması, Avrupa lkelerinde ABD'deki gibi hızlı bir gelişme kaydedemiştir. Bunun ana nedenleri, Avrupa piyasalarının homojen bir yapıya sahip olmaması ve Avrupa lkelerindeki hükümetlerin VDMK piyasasını teşvik edici programlarının yetersiz kalmasıdır.

2.2.2.1. İngiltere

İngiltere'deki menkul kıymetleştirme faaliyeti daha çok ipotekler lehine gelişme göstermekle birlikte, diğer alacaklar da menkul kıymetleştirilmektedir. Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme kapsamındaki varlıklar arasında ticari alacaklar, kredi kartı alacakları, leasing alacakları ve tüketici kredisi alacakları bulunmaktadır.

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme tekniğinin Avrupa'da kullanılmaya başlaması, şirketlerin ve finansal kurumların bilançoları üzerinde yoğunlaşan baskıya karşı bir tepki niteliği taşır. Bu bağlamda, Avrupa'daki ilk VDMK ihracı İngiltere'de 1987 yılında halka arz şeklinde gerçekleşmiştir(104). İngiltere'deki diğer varlığa dayalı menkul kıymetleştirme örneği ise, Temmuz 1990'da CARDIFF otomobil kredilerine dayalı menkul kıymet ihraç edilmesidir. Sözkonusu ihraç, Standard and Poor's derecelendirme şirketi tarafından AAA şeklinde derecelendirilmiştir(105).

İngiltere'deki VDMK piyasasının büyümesini olumsuz yönde etkileyen problemler üç grupta toplanabilir(106):

i) Belirli alacakların satışı veya devredilmesine ilişkin damga vergisi,

(104) Ian Falconer, "Asset Securitisation in the United Kingdom", (ed) Charles Stone, Anne Zissu, Jess Lederman, a.g.e, s. 493.

(105) Simon Robinson, Ellis Ferran "Legal Issues", (ed) Zoe Show, a.g.e, s. 257.

(106) Kenneth W. Bradt, "Securitisation in Europe" (ed) Charles Stone, Anne Zissu, Jess Lederman, a.g.e, s. 6.

ii) Tüketici Kredisi Yasası,

iii) Muhasebe standartlarının, satıcıya kredi değerini yükseltme şekillerinden öncelikli-ikincil yapı ve aşırı teminatlandırmayı kullanma izni vermemesi.

Söz konusu ilk sınırlamaya ilişkin olarak %1'lik damga vergisi VDMK'lerin işlem hacminin artmasına engel olma potansiyeli taşımaktaydı. Bu nedenle, 19.3.1991'de alınan bir kararla damga vergisinin 1992'den itibaren yürürlükten kaldırılması öngörülmüştür. Böylece bu olumsuz etkinin giderilmesi yönünde adım atılmıştır.

İngiltere'deki varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeyi sınırlayan ikinci problem ise 1974 tarihli Tüketici Kredisi Yasası'dır. Söz konusu yasanın net etkisi, tüketici alacaklarını satın alanların satın alma ile birlikte alacak hakkına yönelik teyit edilemez riskleri de kabul etmeleri yönündedir. Derecelendirme açısından kabul edilemez nitelikteki risklerin üçüncü kişi yoluyla kredi desteği sağlanarak kaldırılması gerekir. Üçüncü kişinin sağladığı kredi desteği, VDMK ihracının derecelendirmeye uygun olarak yapılandırılmasını sağlayabilmesine karşılık işlem maliyetini arttırmaktadır.

İngiliz VDMK piyasasının gelişimini sınırlayıcı üçüncü problem ise muhasebe standartlarına ilişkindir. ABD ve Fransa'daki banka ve banka-dışı finansal kurumların öncelikli-ikincil yapı ve aşırı teminatlandırmayı kullanmalarına izin verilmektedir. İngiliz muhasebe otoriteleri ise, söz konusu içsel kredi destek şekillerinin kullanımına izin vermemektedir. Dolayısıyla, bu içsel kredi destek şekillerinin kullanılmaması nedeniyle sadece üçüncü kişi yoluyla dışsal kredi desteklerinin kullanımına bağlı olarak İngiltere'deki varlığa dayalı menkul kıymetleştirme işlemi, diğer ülkelere göre maliyet dezavantajına sahiptir.

İngiltere'deki ipotek piyasasında önemli rol oynayan İnşaat Dernekleri, sermaye yeterlilikleri üzerine yoğunlaşan baskılardan kurtulmak amacıyla varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeye yönelme potansiyeline sahiptirler.

İngiltere'de yasal, düzenleyici ve muhasebeleştirilmeye ilişkin sınırlamaların kaldırılması halinde varlığa dayalı menkul kıymetleştirme işlemleri daha da gelişebilecektir.

2.2.2.2. Fransa

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirmenin Fransız piyasasına girmesinde rol oynayan önemli bazı girişimler, geleceğe dönük başarı umudunu getirmiştir.

Fransız VDMK piyasasının oluşturulmasına yönelik ilk adımlar, 23 Aralık 1988 yılında ilgili yasanın kabulü ve 1989 yılının başları ve ortalarında sözkonusu yasaya eşlik eden hüküm ve düzenlemelerle atılmıştır. Fransa'daki varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeye ilişkin engelleri aşmaya yönelik bu süreç aşağıdaki işlemlerle özetlenebilir(107):

- Varlıklardan gelecek nakit akımlarındaki yasal iştiraklerin ya da kredilerin temlik edilmesi üzerindeki sınırlama ve kısıtlamaların azaltılması,

- The Fonds Commun de Creances (FCC) adlı özel amaçlı kurumun kurulması,

- FCC üzerindeki kurumlar vergisinin kaldırılması.

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeye ilgili yasa, başlıca engelleri kaldırmaya yönelmesine karşın aynı zamanda piyasanın gelişimini sınırlayıcı faktörleri de içermektedir. Sözkonusu yasaya göre özel amaçlı kurumlara yapılacak varlık satışı görevi, sadece finansal kurumlara verilmiştir. Aynen bu yasaya göre, kredilerin homojen olması ve iki yıldan daha fazla bir vadeye sahip olması halinde ticari alacaklar ve kredi kartlarının menkul kıymetleştirilme olasılığı azalıyordu.

Fransız VDMK piyasası, sınırlayıcı faktörleri ortadan kaldırmaya yönelik teknik, yasal ve muhasebeleştirme yönünden yapılan değişiklikler yanında, BiS sermaye yeterliliği düzenlemesinin yürürlüğe girmesiyle birlikte artan rekabetin de etkisiyle uluslararası VDMK ihraçlarıyla belirli bir standardlaşma ölçüsüne ulaşmaya başlamıştır.

Bireysel tüketici kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi yönünde gelişme kaydeden Fransız VDMK piyasası, yatırımcıların ilgisi yanında ihraç ve likiditenin artışına paralel olarak daha çok büyüme potansiyeline sahiptir.

(107) Brett Graham, Robert Sheehy, "The Prospects for French Securitisation", *Securitisation*, Euro-money Publications, September, 1992, s. 27.

2.2.2.3. İtalya

İtalyan finans sistemi, Avrupa VDMK piyasasının gelişiminin dışında kalmamıştır. Bununla birlikte, İtalya'da bireysel tüketici kredileri ve kredi kartları diğer ülkelerdeki kadar hızlı gelişme gösterememesine karşılık, otomobil kredileri ve leasing alacakları varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeye daha çok konu olmuştur.

İtalyan finans sistemi, varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeye gittikçe artan bir ilgi duymaktadır. İtalyan finans sistemini varlıkların menkul kıymetleştirilmesi yönünde motive eden etmenler üç grupta toplanabilir(108):

- Öncelikle bankalar ve diğer finans kurumları olmak üzere İtalyan şirketlerinin aktif-pasif yapılarını dengeleme istekleri,
- Kamuya yönelik projelerin finanse edilmesi,
- Düzenleyici sermaye sınırlamalarına göre bilanço hacmini kısıtlama ve alternatif fon kaynağı bulmaya yönelik baskıların olması(109).

İtalya'daki ilk VDMK ihraçları leasing alacaklarına dayalı menkul kıymet şeklinde gerçekleştirilmiştir. 1985 yılında gerçekleşen sözkonusu ihracı daha sonra otomobil kredilerine dayalı menkul kıymet ihracı izlemiştir. Bu gelişmelere ek olarak İtalya'daki kredi kartı kullanımını yeterli hacimde olmasına karşın giderek artma eğiliminde olması nedeniyle, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme için potansiyel bir kredi kartı piyasası geliştirebilecektir.

Konuyla ilgili yasal, finansal ve muhasebeleştirmeye ilişkin problemler çözüldüğünde, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme için tüm ön koşullara sahip olan İtalyan VDMK piyasasının daha da gelişmesi sağlanabilir.

2.2.2.4. İspanya

İspanya'da menkul kıymetleştirilen varlıklar, arasında ipotekler, otomobil kredileri ve kredi kartı alacakları yer alır. Diğer Avrupa ülkelerine göre daha az gelişme gösteren İspanyol VDMK piyasası bir takım sorunlarla karşılaşmıştır.

(108) Kenneth W. Bradt, "Securitisation in Europe", (ed) Charles Stone, Anne Zissu, Jess Lederman, a.g.e., s. 19.

(109) Carlo Massio, Rome and Giorgio Szegö, "Problems of Securitisation in Italy", (ed) Charles Stone, Anne Zissu, Jess Lederman, a.g.e., s.s. 417-420.

İspanyol VDMK piyasasının gelişimini engelleyen etmenler, yasal ve düzenleyici koşullardan, piyasa koşullarından ve para arzını kontrol etme ve enflasyon artışını önlemeye yönelik olarak alınan hükümet tedbirlerinden kaynaklanan engelleri kapsar(110).

1981 yılında çıkarılan yasayla oluşturulan İspanyol ipotek piyasası daha sonra 2 Ağustos 1991'de yürürlüğe giren Royal Kararnamesi ile teşvik edilmiştir. İspanyol ipotek piyasası 1980'li yıllarda gelişimini sürdürürken, mevzuattaki yetersizliklere karşın ilk otomobil kredisine dayalı menkul kıymet ihracı gerçekleştirilmiştir. Citibank Espana'nın önderliğinde gerçekleşen sözkonusu ihraç, İspanya'da tüketici finansmanına yönelik bir adım olarak görülmektedir. Ayrıca, El Corte Ingles gibi büyük mağazalar da esasen transfer kartı olarak kullanılan kredi kartlarını menkul kıymetleştirmeye başlamıştır(111). Bununla birlikte mevcut yasa, piyasa ihtiyaçlarına yanıt veremediği için bu uygulamalar çok fazla gelişmemiştir. Yasal ve düzenleyici engelleri kaldırmak amacıyla 1992'de varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeye ilgili bir yasa yürürlüğe girmiştir.

Söz konusu yasayla (Titulization Yasası) İspanyol VDMK piyasası katılımcıları ve araçları oluşturulmuş ve daha önceki yasanın eksiklikleri giderilmeye çalışılmıştır. Ayrıca, 26 Şubat 1993'de ise küçük ve orta ölçekli şirketlerin borçlanma maliyetlerini azaltmaya, leasing ve diğer alacakları menkul kıymetleştirmeye yönelik bir kararname çıkarılmıştır(112).

İspanyol Hükümetinin enflasyon oranını düşürmek amacıyla banka bilançolarındaki varlık artışını sınırlaması, mevcut fonların talebin altında arz edilmesine ve bu yüzden uluslararası kaynaklardan finansman temininin azalmasına neden olmuştur. Hükümetin kısıtlayıcı önlemleriyle daralan piyasa koşulları, banka ve şirket varlıklarının menkul kıymetleştirilmesine yönelik başarı olasılığını azaltmıştır.

Yukarıda değinilen VDMK piyasasının gelişimini engelleyen etmenlerin ortadan kaldırılmasına ve özellikle 1990'lı yıllarda yürürlüğe giren varlığa da-

(110) Francesco Caputo, "Development of Securitisation in Italy", (ed) Charles Stone, Anne Zissu, Jess Lederman, a.g.e., s. 428.

(111) Jaime Llorens, Lucia Lonzon, "Asset-Backed Financing in Spain", (ed) Charles Stone, Anne Zissu, Jess Lederman, a.g.e., ss. 469,472.

(112) Pere Kirchner, "Securitisation in Spain: A Review of the Main Aspects", **Butterworths Journal of Financial Law**, Vol. 8, No: 8, September 1993, s. 387.

yalı menkul kıymetleştirmeye ilişkin yasa ve kararnamelerin BiS sermaye yeterliliği düzenlemesi ile uyumlaştırılmasına paralel olarak, ispanyol VDMK piyasasının büyüme performansının artacağı söylenebilecektir.

2.2.2.5. Almanya

Almanya'daki varlığa dayalı menkul kıymetleştirme tekniğinin, Fransa ve İngiltere gibi Avrupa ülkeleriyle karşılaştırıldığında, önemli bir gelişme göstermediği söylenebilir. Bu çerçevede, Almanya'ya özgü bir çok faktör rol oynamaktadır.

Almanya'daki finansal piyasalarda VDMK ihraç edilememekle birlikte sözkonusu menkul kıymetlere en çok benzeyen araç Alman Phandbriefe yapısıdır. Alman ipotek işlemine yönelik olan Phandbriefe yapısı kapsamındaki ihraççı kurum bir banka kuruluşudur. Phandbriefe yapısının faaliyet alanı, genel kredi verme ve gerekli sermaye yeterliliği yoluyla mevcut bankacılık düzenlemelerine göre tanımlanmaktadır(113).

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirmenin gelişimini engelleyen faktörler piyasa ve kültüre ilişkin etmenlerin bir kombinasyonu olarak değerlendirilmektedir. Ancak, bazı yazarlar bu olguyu VDMK ile ilgili yasal mevzuatın olmasına bağlamaktadırlar(114).

Alman piyasa ve kültür yapısı incelendiğinde Alman bankalarının karlı oldukları, yeterli sermayeye sahip buldukları ve müşterilerine düşük maliyetli fon sağlayabildikleri görülür. Bunun başlıca nedeni, diğer Avrupa ülkelerinin aksine Almanya'da finansal aracılığın önemini kaybetmemiş olmasıdır. Bu bağlamda, piyasadan fon talep edenler daha düşük maliyetli buldukları banka kredilerini tercih etmektedirler.

İlk bakışta Alman VDMK piyasasının gelişmemesi konuyla ilgili yasal mevzuatın yokluğuna bağlanabilir. Ancak, Almanya'da olduğu gibi varlıkların transferinin düzenlenmiş olmasına bağlı olarak varlığa dayalı menkul kıymetleştirmenin gelişimi için yasal mevzuat ön koşul olmayabilir.

(113) Herbert Fugel, "Prospects for Asset-Backed Securitisation in Germany" (ed) Charles Stone, Anne Zissu, Jess Lederman, a.g.e., ss. 375-376.

(114) Kenneth W. Bradt, "Securitisation in Europe", (ed) Charles Stone, Anne Zissu, Jess Lederman, a.g.e., ss. 21-22.

Yasal ve düzenleyici açıdan bakılırsa; VDMK ile ilgili özel mevzuat bulunmamasına karşın, varlıklar yasaı olarak menkul kıymetleştirilebilir özelliktedir. Aralık 1990 tarihli Yeni Alman Tüketici Yasası kapsamındaki bireysel tüketici kredilerinin taşıdığı sözkonusu özellikler üç grupta incelenebilir(115).

i) Piyasanın büyüme potansiyeline sahip olması,

ii) Nakit akımlarıyla ilgili önceden tahmin edilebilirliği sağlayacak yeterli istatistiksel altyapı,

iii) 1993 AT Tek Pazarının getirdiği sermaye yeterliliği düzenlemesinin bankaların sermaye gereksinimlerini azaltması olasılığı.

Doğrudan veya dolaylı şekilde Alman bankacılık şubeleriyle tüketicilere sunulan tüketici kredi ürünleri standardlaştırılarak ilgili piyasa payları arttırılmakta ve maliyetler azaltılmaktadır. Bu koşullar, otomotiv sanayiindeki şirketleri fiyat teşvikleri yapma yoluyla piyasaya girmeye motive etmektedir.

Tüketici kredileri, önceden tahmin edilebilen nakit akımlarına sahip oldukları için konuyla ilgili istatistiksel veri kolaylıkla sağlanabilir ve böylece varlıkların kredi kalitesiyle ilgili sağlıklı bir derecelendirme yapılabilir.

Bir ülkedeki varlığa dayalı menkul kıymetleştirme tekniği, gerek bankaların sermaye yeterliliği düzenlemelerini geliştirme ihtiyacı duymaları gerekse üretim ve hizmet kuruluşlarının varlıkları menkul kıymetleştirme yoluyla daha ucuz bir fonlamaya ulaşabileceklerini tespit etmeleriyle başlar. Bu çerçevede, finansal güçlük içindeki bazı Alman bankaları ile Alman şirketleri, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme yönünde adım atabilir.

BİS kurallarını karşılayamayan bankalar, varlığa dayalı menkul kıymetleştiriminin gelişiminde öncü rol oynayabilir. Ancak, sözkonusu bankalar üç nedene bağlı olarak varlığa dayalı menkul kıymetleştirme tekniğini kullanmamaktadır(116).

(115) Herbert Fugel, "Prospects for Asset Backed Securitisation in Germany", (ed) Charles Stone, Anne Zissu, Jess Lederman, a.g.e., s. 376.

(116) Kenneth W. Bradt, "Securitisation in Europe", (ed) Charles Stone, Anne Zissu, Jess Lederman, a.g.e s. 23.

İlk neden, Bundesbank'ın Cooke rasyolarının Almanya'da uygulama prosedürünü belirlememesidir. Ayrıca, Alman bankaları sermaye yeterliliği düzenlemesine ilişkin baskıyı hissetmemektedirler.

İkinci olarak, Alman bankaları sermaye rasyolarını geliştirmek amacıyla varlığa dayalı menkul kıymetleştirme gibi kompleks ve zaman gerektiren bir teknik yerine özkaynak yoluyla finansmanı tercih edecek yapıdadır.

Üçüncü olarak, Alman bankaları güçsüz bankalara sermaye yeterliliği düzenlemesine daha kolay uyma olanağı veren VDMK ihraçlarını dezavantajlı bulmaktadırlar.

Gelecekte daha güçlü uluslararası rekabet ve yeni piyasa talepleri doğrultusunda Almanya'da varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeye olan ilgi artabilir. Gerek ülkeler gerekse piyasalar yoluyla yaratılan ticaret fırsatları, bankaları minimum sermaye yeterliliği düzeyine yaklaştırabilecek ve Alman şirketleri de aktif-pasif yönetimlerini güncelleştirmek zorunda kalabilecektir. Bu bağlamda, Alman VDMK piyasasının kurulup gelişmesi için bir ortam yaratılabilecektir.

2.2.2.6. İsveç

İsveç, varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeye ilginin arttığı Avrupa ülkelerinden biridir. Aralık 1990'da İsveçte SFK'nın Osprey işlemiyle ilk ipoteye dayalı menkul kıymet ihraç edilerek menkul kıymetleştirmeye yönelik adım atılmıştır. Bunun yanı sıra otomobil kredisi, rötatif kredi ve ticari alacakların menkul kıymetleştirilmesi amacıyla fizibilite çalışmaları hala yürürlüktedir. Bu çerçevede, İsveç'teki finansal kurumlar ve şirketler varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeyi diğer finansal tekniklere alternatif olarak dikkate almaya başlamışlardır.

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme tekniğinin İsveç'teki diğer finansal tekniklere bir alternatif olarak görülmesi, 1980'li yıllarda Norveç ve Finlandiya'da başlayan şirket evliliklerinin 1980'lerin sonlarında İsveç'e yansımısıyla açıklanabilir. Şirket evlilikleri sonucu büyük ölçüde varlık portföyleri elde eden İsveç bankaları, varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeyi sözkonusu varlıkları azaltma aracı olarak görme eğilimindedir(117).

(117) Mark Carawan, "Nordic Securitisation: on the Move", *Securitisation*, a.g.e., s. 31.

İsveç'te, varlık kalitesi, belgelendirme ve iç kontroller gibi teknik engeller yanında yasal, finansal, düzenleyici ve muhasebeleştirilmeye ilişkin sorunlar mevcuttur. İsveç, sözkonusu sorunlara karşın VDMK piyasasının gelişme potansiyeli taşıdığı bir ülke görünümündedir.

2.2.2.7. Norveç

Norveç'te yaşanan bankacılık krizi, yerel finans kurumlarını varlığa dayalı menkul kıymetleştirme yönünde motive etmiştir. Norveç bankaları, özkaynak yoluyla finansman sağlarken büyük ölçüde batık kredilerle karşılaşmıştır. Bu gelişmelere paralel olarak özkaynağın büyük kısmı tükenmiş ve böylece sermaye yeterliliği gereksinimleri artmıştır. Dolayısıyla, İsveç'te olduğu gibi Norveç'teki varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulaması da sermaye yeterliliği gereksinimlerini azaltma ve fonlamada çeşitlilik sağlama gibi nedenlerle finans kurumlarıyla başlamaktadır. Bu bağlamda Norveçli finans kurumları, bilançolarındaki varlıkları azaltma yoluyla finansal güçlük içindeki finansal kurumlara yönelik gerekli likiditeyi sağlama ve sermaye yeterliliği gereksinimlerini azaltma gibi amaçları gerçekleştirmenin çözüm yolu olarak varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeyi görmektedirler.

Norveç'li finans kurumları, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulamasında üç temel problemle karşılaşmaktadır. Sözkonusu problemler üç grupta incelenebilir(118):

i) Norveç'teki derecelendirme işlemleri yeterli düzeyde gelişmediği için sadece yüksek kaliteli krediler menkul kıymetleştirilmekte ve böylece bilançodaki varlıkların kalitesi azalmaktadır.

ii) Kaynak kuruluşların potansiyel yatırımcıları çekmek amacıyla varlık getirisini yükseltmeleri sonucu sermaye yeterlilik rasyoları olumsuz etkilenmektedir.

iii) Kredi değerini yükseltme şekillerinin belirlenmemiş olması nedeniyle varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeye ilişkin muhasebeleştirme işlemi standardlaştırılmamaktadır.

(118) Kenneth W. Bradt, "Securitisation in Europe", (ed) Charles Stone, Anne Zissu, Jess Lederman, a.g.e., s. 15.

Yasal açıdan VDMK'lere ilişkin olarak Norveç'te varlık transferi olanaklarından yararlanılmakta ve VDMK'ler damga vergisinden muaf tutulmaktadır.

Norveç'teki finans kurumları leasing alacakları, otomobil kredileri ve bireysel tüketici kredilerini menkul kıymetleştirmektedirler. Bu çerçevede, VDMK'lere ilişkin teknik ve düzenleyici problemlerin çözümüne yönelik adımların atılması halinde Norveç VDMK piyasası gelişme gösterebilir.

2.2.2.8. Finlandiya

İsveç ve Norveç'le birlikte Finlandiya'da da yaşanan bankacılık krizi, gerek hükümeti gerekse finans kurumlarını banka bilançolarını yeniden yapılandırmak amacıyla varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulamasına yöneltmektedir. Bankacılık krizi aynı zamanda çöküntü halindeki tahvil piyasasının gelişimini de motive etmektedir.

Finlandiya'daki varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulamasının gelişimini engelleyici bazı problemler vardır. İlk problem, derecelendirme şirketleri ve kredi değerini yükselten kurumların belgelendirmeyi güncelleştirmede yetersiz kalmalarından kaynaklanır. Diğer problem ise, potansiyel kurumsal yatırımcı bulmada güçlük çekilmesi nedeniyle ortaya çıkar.

Finlandiya, VDMK ile ilgili yasal, düzenleyici, muhasebeleştirme ve teknik çerçevedeki yetersizlikleri giderme ve uluslararası yatırımcıları VDMK piyasasına çekme yoluyla VDMK işlemlerinde başarı sağlayabilecektir.

2.2.3. Diğer Ülke Uygulamaları

Şimdiye kadar ülke uygulamalarından örnekler kapsamında ABD ve Avrupa ülkeleri incelenmişti. Diğer ülke uygulamaları içerisinde ise Japonya, Avustralya ve Yeni Zelanda inceleme kapsamına alınacaktır.

2.2.3.1. Japonya

Özellikle ABD ve Avrupa ülkelerindeki VDMK piyasalarının son yıllardaki gelişimine paralel olarak Japonya'daki VDMK piyasası da gelişme potansiyeli taşımaktadır. Japonya, 1987'de finansman bonoları 1989'da ise yerel yönetimlere ilişkin olarak verilen banka kredilerinin menkul kıymetleştirilmesiyle varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulamasına geçmiştir. 1990'lı

yıllarda ise varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeye konu olan varlıklardaki artışla birlikte leasing alacakları, factoring alacakları, otomobil kredileri ile bireysel tüketici kredileri de menkul kıymetleştirilmeye başlamıştır.

1948 tarihli Japon Menkul Kıymetler ve Borsa Kanununa yönelik olarak 1992 yılında yapılan değişiklikler sonucunda bankacılık mevzuatı değiştirilmiştir. Ancak, sözkonusu değişikliklerin 1993 yılından itibaren yürürlüğe girmesi öngörülmüştür. Japon Menkul Kıymetler ve Borsa Kanunu'na yönelik kanun değişiklikleri, Japonya'daki yasal ortamı finansal varlıkların menkul kıymetleştirilmesine daha duyarlı hale getirmektedir. Ayrıca diğer yasal ve vergiye ilişkin faktörler, politik faktörler ve piyasa özellikleri gibi etmenler Japonya'daki VDMK piyasasının gelişimini etkileyebilmektedir(119).

Japonya'daki çeşitli yasal ve vergiye ilişkin faktörler, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme tekniğine uygun değildir. Japon Medeni Kanununa göre, alacaklar da dahil olmak üzere finansal varlıkların transferinin tamamlanmasıyla ilgili yöntem, VDMK işleminin maliyetini artırır ve uygulamayı güçleştirir. Çünkü, söz konusu yöntem temliğin borçluya fiili bildirimine ve resmi olarak belgelendirilmesine dayanır. Konuya vergiye ilişkin faktörler açısından bakılırsa, şirket şeklinde organize edilen özel amaçlı bir araç Japonya'da çifte gelir vergisine tabi olmaktadır. Sözkonusu durum, VDMK işleminin çekiciliğini azaltıcı etki yaratabilmektedir.

Mayıs 1992'de Uluslararası Ticaret ve Endüstri Bakanlığının girişimiyle çıkarılan Özellikli Ticari Haklara İlişkin Yasa, leasing şirketleri ve kredi kuruluşları için varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeyi teşvik etme amacı taşımaktadır. Bu çerçevede, varlık transferine ilişkin olarak serbestleştirilmiş bir yöntem benimsenmektedir. Ancak, bu yöntemle ilgili olarak Maliye Bakanlığı ile Uluslararası Ticaret ve Endüstri Bakanlığının düzenleyici denetimleri nedeniyle sözkonusu yöntem, bankalar ve diğer kaynak kuruluşlar için uygun yöntem olma niteliğini kaybetmektedir.

Politik faktörler ise etkisini bankacılık sektörü ve bakanlıklar arası etkileşimle gösterir. Bankacılık sektörü, tahvil ihraç etmek isteyen ticari şirketler üzerine çeşitli yükümlülükler uygulayarak tahvil piyasalarının gelişmesini engellemiştir. Yasal ve idari kuralların oluşturulduğu süreçlerde bakanlıklar

(119) Hideki Kanda, "Securitisation In Japan", *Securitisation*, a.g.e., ss. 64-68.

arasında yoğun çekişmelerin varlığına bağlı olarak uzlaşma sağlama gereksinimi ortaya çıkmaktadır. Böylece, VDMK'lere ilişkin mevzuatın oluşturulması süreci gecikebilmektedir.

Japonya'daki varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulamasının gelişimini etkileyen son faktör ise piyasa özellikleridir. Küçük ve orta ölçekli şirketlerin Japon sermaye piyasalarına girmede güçlük çekmeleri ve Japon kredi kuruluşlarının borçlanıcının varlıklarına göre değil de, kredibilitesine göre kredi vermelerine paralel olarak varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulaması olumsuz yönde etkilenebilmektedir.

Japon bankalarının 1993 yılında yürürlüğe giren sermaye yeterliliği düzenlemelerine uyum sağlayabilmek için kendi varlıklarını menkul kıymetleştirmeye zorlanması ve Japon şirketlerinin karşılaştıkları likidite gereksinimi, VDMK piyasasının gelişimine doğru uyarıcı etki yaratabilecektir.

Bu düzenleyici çerçeveye ek olarak VDMK piyasasının gelişimini engelleyici faktörlerin kaldırılmasına yönelik girişimlerde bulunulmasıyla, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulamasının Japonya'daki popülaritesi artırılabilir.

2.2.3.2. Avustralya

Avustralya'daki VDMK piyasası henüz emekleme aşamasındadır. Özellikle şirket müşterilerinin finansal alacakları konusunda yatırım bankaları ve ticari bankalar tarafından ve kredi kartı portföyleriyle ilgili olarak ticari bankalar yoluyla sağlanan varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeye yönelik ulusal düzeyde belirli bir potansiyel sözkonusudur. Bankaların varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeye olan ilgisi, sermaye yeterliliği düzenlemesinin uygulanmaya başlamasıyla artış göstermektedir. Böylece, bankalar bilançolarındaki varlıkları azaltarak maksimum kazanç elde etmektedirler.

Yaygın ölçüde ticareti yapılan VDMK SAFE ihracı olarak adlandırılmakta ve sözkonusu ihraç başlıca perakende satış mağazası olan David Jones Ltd. tarafından kredi kartı alacaklarının menkul kıymetleştirilmesiyle gerçekleştirilmiştir(120).

(120) Jeff Connor, "Securitisation in Australia and New Zealand", (ed) Zoe Shaw, a.g.e., s. 155.

2.2.3.3. Yeni Zelanda

1984 yılından beri, Yeni Zelanda Hükümeti'nin yerel finansal piyasaların deregülasyonuna yönelik girişimlerde bulunması sonucu varlığa dayalı menkul kıymetleştirme için uygun bir düzenleyici ortam yaratılmıştır. Bu çerçevede, faiz oranları ve döviz kurları üzerindeki kontrollerle birlikte damga vergisi de kaldırılmıştır. Ayrıca, belirli kuruluşların hükümete ait menkul kıymetlere teminat oluşturan varlıkların belirli bir kısmını ellerinde bulundurma zorunlulukları da ortadan kaldırılmıştır.

Yeni Zelanda'daki uygun düzenleyici ortam karşısında ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraçları gelişirken VDMK piyasası önemli bir gelişme kaydedemiştir. Söz konusu durum, VDMK piyasasının gelişimine yönelik olarak hükümet kesiminden bir taahhüdün olmamasına bağlanabilmektedir(121).

2.3. Türkiye'de Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme Uygulamasının Gelişme Olanakları

Türkiye'de 1992 yılında VDMK'lere ilişkin olarak çıkarılan tebliğle varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulamasına geçilmiştir. Ancak, Türkiye'deki uygulama ABD ve Avrupa VDMK piyasalarındaki uygulamalardan farklılık göstermektedir. Bu bağlamda, öncelikle Türkiye'deki VDMK ile ilgili yasal düzenlemeler ele alınacak, daha sonra varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulamasının gelişimi incelenecek ve uygulamada karşılaşılan sorunlara yönelik çözüm önerileri getirilmeye çalışılacaktır.

2.3.1. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerle İlgili Yasal Düzenlemeler

Varlığa dayalı menkul kıymetler Türk mevzuatına ilk olarak 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 13 Mayıs 1992 tarihli 3794 sayılı kanunla değiştirilen 13/A ve 22/C maddeleriyle girmiştir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 13/A maddesine göre; "Alacaklar ve duran varlıklar karşılık gösterilerek, varlığa dayalı menkul kıymetler ihraç edilebilir. Bunları ihraç edecek kuruluşlar, ihraç şartları, karşılık gösterilecek alacak ve varlık türleri, ihraç limiti, değerlendirme ilke ve esasları, nitelikleri Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çıkarılacak tebliğlerle düzenlenir".

(121) Jeff Connor, "Securitisation in Australia and New Zealand", (ed) Zoe Shaw, a.g.e., s. 157.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 22/C maddesi, VDMK ve genel finans ortaklıkları konularına ait kurula verilen görevleri "ihraççıların alacaklarına ve duran varlıklarına dayalı olarak çıkaracakları varlığa dayalı menkul kıymetlerin şartlarını, ihraç ve halka arz esaslarını ve tabi olacakları sair hususları düzenlemek, gerektiğinde münhasıran varlığa dayalı menkul kıymet ihracı ile iştigal eden genel finans ortaklıkları ile risk sermayesi yatırım fonları, risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve risk sermayesi yönetim şirketlerini denetlemek" şeklinde açıklamaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu, Seri III, No. 14 sayılı Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği'ni yayınlamıştır. 31.7.1992 tarihli mükerrer ve 21301 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan tebliğle uygulamaya geçirilen VDMK'ler, ilk olarak Ağustos 1992'de ihraç edilmiştir. Böylece, VDMK'ler bankalar ve yatırımcıların ilgi odağı haline gelmeye başlamıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun bu tebliğiyle, yalnızca alacaklar karşılık gösterilerek çıkarılacak VDMK'ler düzenlenmiş ve duran varlıklar karşılığı ihraç edilecek VDMK'ler kapsam dışı bırakılmıştır.

VDMK ihracında işleme konu olabilecek alacak türleri Tebliğin 4.'üncü maddesinde tanımlanmıştır:

- i) tüketici kredileri,
- ii) konut kredileri,
- iii) finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar,
- iv) ihracat işlemlerinden doğan alacaklar,
- v) diğer alacaklar.

Son tanım, bankalar dışında mal ve hizmet üretimi faaliyetlerinde bulunan anonim ortaklıklar ile özelleştirme kapsamına alınanlar dahil KIT'lerin müşterilerine yaptıkları kredili satışlardan doğan, senede bağlanmış alacakları ifade etmektedir.

Varlığa dayalı menkul kıymetler tebliğine daha sonra Ek Tebliğ çıkarılmıştır. 9.11.1992 tarihli ve 21400 sayılı Ek Tebliğle, Tarım Kredi Kooperatifleri aracılığıyla verilen bireysel kredilere ilişkin olarak Ziraat Bankası'nın senede bağlanmış alacakları da işleme konu olabilecek alacak türlerine eklenmiştir.

Varlığa dayalı menkul kıymet ihraç etmelerine izin verilen kuruluşlar; bankalar ve finansal kiralama şirketleri ile genel finans ortaklıklarıdır. Banka dışındaki ihraççılardan banka garantisi istenmektedir.

Varlığa dayalı menkul kıymetler iki şekilde ihraç edilebilmektedir:

- Doğrudan (ihraççı kurumların kendi ticari işlemlerinden doğmuş alacakları karşılığında),
- Dolaylı olarak (ihraççı kurumların devralacakları alacaklar karşılığında).

Bankalar gerek doğrudan gerekse dolaylı olarak VDMK ihraç ederken, finansal kiralama şirketleri sadece kendi işlemlerinden doğan alacakları karşılığında genel finans ortaklıkları ise alacakları temellük ederek, bu alacaklar karşılığında VDMK ihraç edebilirler.

Hukuk sisteminde yeni bir kavram olan Genel Finans Ortaklıkları, VDMK'lerin halka arzı faaliyetinde bulunmak üzere kurulan anonim ortaklıklardır. TTK'nun ani kuruluş hükümlerine uygun olarak kurulmaları, ödenmiş sermayelerinin en az 10 milyar TL olması, hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması ve nama yazılı olması şarttır. Söz konusu şirketlerin ünvanlarında "Genel Finans Ortaklığı" ibaresi bulunacak ve esas sözleşmeleri TTK, Sermaye Piyasası Kanunu ve Tebliğ hükümlerine uygun olarak hazırlanacaktır. Kurucuların iflas etmemiş ve yüz kızartıcı bir suçtan dolayı mahkum edilmemiş olması koşulları da aranmaktadır.

Genel Finans Ortaklıkları'nın kuruluşu için TTK'ndaki anonim şirket kuruluşuna dair yapılması zorunlu olan işlemlerden başka, Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin alma koşulu da getirilmiştir. Kurucular, tebliğde belirlenen koşulları yerine getirerek istenen belgelerle birlikte bir dilekçeyle kurula başvururlar. Bu başvuruyu takiben alınan faaliyet ön izni ile TTK hükümlerine uygun olarak Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'ndan kuruluş izni alınır. İzinden son-

ra 15 gün içinde ortaklığın merkezinin bulunduğu yerdeki Ticaret Mahkemesi'ne kuruluşu tasdik ettirip, Ticaret Siciline tescil ve Ticaret Sicil Gazetesi'nde kuruluş ilan ettirilir. Kuruluş işlemleri böylece tamamlanmış olur.

Genel Finans Ortaklıkları'nın faaliyet konusu, Tebliğin 4. maddesinde belirtilen alacaklar karşılığında VDMK ihraç etmektedir. Genel Finans Ortaklıklarının faaliyet konuları kısıtlanmakta ve başka şirketlere ortak olmaları yasaklanmaktadır. Böylece, Genel Finans Ortaklıkları VDMK ihracı dışında borçlanamamaktadırlar.

VDMK ihraç edecek kuruluşların, faaliyete başlayabilmesi için Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin almaları zorunludur. Kurul, gerekli incelemeyi yaparak uygun gördüğü takdirde başvuru sahiplerine yetki belgesi verir.

VDMK ihracına esas olacak alacakların ihraççı kurumlar tarafından temellüküne dair esaslar Tebliğ'in 13-15 maddelerinde düzenlenmektedir. Genel Finans Ortaklıkları ve bankalar, alacaklarını temlik eden kuruluş ile yapılacak bir temlik sözleşmesi çerçevesinde sözkonusu alacakları temellük edebilmektedirler. Bu sözleşme ile alacaklar genel finans ortaklığına veya bankaya devr olunmaktadır. Alacaklarını devreden kuruluşun, ödenmeme halinde sorumlu olacağına dair taahhüdünün temlik sözleşmesinde bulunması şarttır.

VDMK ihraç edilirken, ihraççı kuruluş ile banka arasında Borçlar Kanunu hükümlerine uygun olarak bir vekalet sözleşmesi hazırlanır. Vekalet sözleşmesi, bankalar alacakları temlik ediyorsa, banka ile Genel Finans Ortaklığı arasında yapılır. Banka dışındaki kuruluşlar tarafından alacaklar temellük ediliyorsa, Genel Finans Ortaklığı ile alacaklarını temlik eden kuruluşların belirleyeceği banka arasında vekalet sözleşmesi yapılır. Finansal kiralama şirketleri tarafından VDMK ihracında ise, bu şirketler ile bunların belirleyeceği bir banka arasında sözleşme yapılmaktadır. Vekalet sözleşmesi kapsamında, alacaklar portföyü nedeniyle yapılacak ihtar, ihbar, protesto, takibat, tahsilat ve ilgili diğer hizmetler ile VDMK'lerin vadelerinde ödenmeleri hususları yer almalıdır. Vekalet Sözleşmesi hükümleri uyarınca vekil sıfatını taşıyan banka, vadesinde ödenen alacaklar tutarını derhal ilgili kuruluşun hesabına geçirmekle yükümlüdür. Bankanın yükümlülükleri, hizmetlerinin kap-

samı ve ücreti vekalet sözleşmesinde açıkça gösterilmelidir. İhraççı kurumun bir banka olması halinde sözkonusu hizmetler, aynı banka tarafından yerine getirilir.

Garanti kapsamında bankalar tarafından ihraç edilenler hariç, ödenmesi banka garantisine dayanmayan VDMK ihraç edilemez.

VDMK ihracına dayanak oluşturan alacakların, sözkonusu menkul kıymetlerin vade sonuna kadar korunması da tebliğde düzenlenmiştir. Alacaklar portföyünün bir bankada saklanması zorunludur. İhraççı kurumun bir banka olması halinde ise, saklama hizmeti yine bu banka tarafından yerine getirilir.

VDMK ihracında izlenecek belirli bir prosedür vardır. Alacaklar karşılık gösterilerek ihraç edilen VDMK'lerin halka arzı zorunludur. İhraççı kurumlar, Tebliğ'in 19. maddesinde belirlenen belgelerle birlikte bir dilekçe ile Sermaye Piyasası Kurulu'na başvururlar. İhraç edilecek VDMK nominal değerleri toplamı, herbir tertibin dayalı olduğu portföyde yer alan alacakların ihraç tarihindeki toplam tutarının %90'ını aşamaz.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun yapacağı inceleme, izahname ve sirküler yayını gibi halka arz esaslarına ilişkin düzenlemeler Tebliğ'de yer almıştır.

VDMK'ler satış esasları yönünden iskonto esasına göre veya faiz ödemeli olarak satılabilir. VDMK'lerde ödeme planı, iskonto ve faiz oranları, ihraç konu olan alacakların getirileri ve vade yapısı dikkate alınarak ve vade uyumu sağlanarak ihraççı kurum tarafından serbetçe belirlenebilir. Menkul kıymetlerin vadesi ise ihraç sırasında belirlenerek VDMK üzerine yazılır.

Portföydeki alacakların erken ödenmesi nedeniyle oluşacak fon ve VDMK'lere ilişkin olarak ödemeler yapıldıktan sonra vekil banka nezdindeki hesapta kalan paranın kullanım esasları ihraççı tarafından izahname ve sirkülerde belirtilir.

Varlığa dayalı menkul kıymetlerin ikinci el piyasada alım satımı serbesttir.

İhraççı kurumlar, VDMK'lere dayanak oluşturan alacaklar portföyünü kendi mal varlıklarından ayrı ve özel hesaplarda izlemek ve bu işleme yönelik olarak ayrı muhasebe tutmakla yükümlüdür.

Varlığa dayalı menkul kıymetlere ilişkin olarak çıkarılan tebliğin mali hukuk ile bağlantısını kurmaya yönelik düzenleme Gelirler Genel Müdürlüğü'nün Bankalar Birliği Genel Sekreterliğine hitaben 2.12.1992 tarih ve 90187 sayılı görüş bildirme yazısından oluşur. Söz konusu yazıda, VDMK'in tahvil niteliği taşıdığı ve aynı zamanda VDMK getirilerinin GVK md. 75/5 kapsamında menkul sermaye iradı sayıldığı yönünde görüş bildirmektedir(122).

GVK'nun 75/5 bendinde sayılan menkul sermaye iratlarının gelir ve kurumlar vergisi açısından vergilendirilmesi, GVK'nun 94/A-9 alt bendinde düzenlenmiş bulunmaktadır. VDMK yönünden bankalar, Genel Finans Ortaklıkları ve finansal kiralamaya yetkili kuruluşlar, ihraç ettikleri VDMK'in getirisini vadesinde tasarruf sahiplerine ödedikleri zaman GVK md. 94/A-9 uyarınca tevkifat yapacaklardır. Tevkifatın matrahı, menkul sermaye dolayısıyla elde edilen geliri ifade eder. Bu çerçevede, VDMK açısından tevkifatın değeri ise VDMK'in nominal değeri ile ihraç bedeli arasındaki farkı belirtir.

VDMK'lerin vadesi dolduğunda ihraççı kuruma değil de 3. bir kişiye satılması durumu, elde edilen getirinin menkul sermaye iradı niteliğini değiştirmeyecektir. Buna karşılık VDMK'lerin vadesinden önce elden çıkarılması halinde elde edilen gelir menkul sermaye iradı olmayacaktır.

VDMK ihracı için öngörülen prosedür, menkul kıymetin ihraç maliyetini arttırmaktadır. Bu bağlamda, dolaylı ihraç yapan kurumların yükü, dolaysız ihraç yapanlara göre daha fazla olmaktadır.

Damga Vergisi Kanunu açısından bakıldığında, VDMK olarak adlandırılan kağıdın düzenlenmesi ile söz konusu kağıdın ihracı ile ilgili olarak düzenlenecek kağıtların bir bölümü damga vergisi ödenmesini gerektirecek niteliktedir. Damga vergisi konusuna giren ve vergi ödenmesini gerektiren kağıtlar Tebliğ'de yapılan belirlemelere göre, varlığa dayalı menkul kıymet, temlik sözleşmesi, vekalet sözleşmesi ve saklama sözleşmesi olmaktadır (123).

(122) Seyit Ahmet Baş, "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin (VDMK) Vergilendirilmesi", *Vergi Dünyası*, Sayı: 138, Şubat 93, ss. 50-52.

(123) Arman Kırım, "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler ve Vergilendirme", *Bankacılar*, Sayı: 9, TBB Yayını, Temmuz 1992, ss. 43-44.

2.3.2. Türkiye'de Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme Uygulamasının Gelişimi

Türkiye'de varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulaması, 31.7.1992 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan SPK tebliği ile düzenlenmiştir. İlk VDMK ihraçları Ağustos 1992'de bankalar tarafından gerçekleştirilmiştir. Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme yoluyla toplanan fonlar, mevduatın tersine munzam karşılık ve dispoñibilite gibi yükümlülüklerden muaf olması nedeniyle, bankalar tarafından düşük maliyetli bir finansman kaynağı olarak görülmektedir. Bu çerçevede bankaların varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulamasına olan ilgileri gittikçe artmıştır.

Türkiye'de bankacılık kesiminin yoğun şekilde kullandığı VDMK'ler, ABD ve Avrupa ülkelerindeki uygulamalarından farklı şekilde gelişmektedir. Bu bağlamda, bankalar özel amaçlı kurum veya tröst kurmadan ve derecelendirme şirketlerine başvurmadan sadece Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin alarak VDMK ihraç etmektedir. Ayrıca VDMK'lere ilişkin yasal düzenleme, bankalar dışındaki kuruluşlardan finansal kiralama şirketleri, factoring şirketleri ve genel finans ortaklıklarının VDMK ihracını banka garantisine tabi tutmaktadır. Böylece, bankalar varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulaması kapsamında temel rolü oynayarak sözkonusu banka-dışı VDMK ihraççı kurumları karşısında rekabet avantajı elde etmektedir. Bankalar bu bağlamda VDMK ihracına saklama, tahsilat, garanti gibi hizmetler vererek ek gelirler elde etmekte, aktif-pasif dengesizliklerini ortadan kaldırmakta ve sermaye yeterliliği rasyolarına uyum sağlayabilmektedirler.

VDMK'lere ilişkin SPK Tebliğinin banka-dışı ihraççı kurumların kuruluşlarının VDMK ihracını güçleştirmesine paralel olarak sözkonusu kurumlar varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulamasında bankalar kadar aktif rol oynayamamaktadır. Bu nedenle, finansal kiralama şirketleri ve factoring şirketleri VDMK ihracında fazla bir gelişme kaydedememiştir.

Tebliğle, yeni finans kurumlarından Genel Finans Ortaklıklarının kurumsallaşmasına olanak tanınmasına karşın henüz sözkonusu kurumlar faaliyete geçememiştir. Çünkü, tasarrufların güven içinde sermaye piyasalarına aktarılmasını sağlama ve şirketlerin finansmanına yönelik olarak düzenlenen

Genel Finans Ortaklıkları; VDMK ihracında önemli role sahip bankalar karşısında avantajlı görünmemektedir. Bu çerçevede bankalar ek bir garantiye ihtiyaç duymaksızın VDMK ihraç ederken Genel Finans Ortaklıkları ise banka garantisine tabi tutulmaktadır. Bu durum, şirketlerin maliyetlerini arttırmakta ve dolayısıyla şirketleri varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulaması yerine finansman bonusu yönünde motive etmektedir. Genel Finans Ortaklıklarına sermaye piyasalarında işlerlik kazandırılabilmesi için güvenilir bir ortamın oluşturulması önem kazanmaktadır. Bu amaçla, sözkonusu ortamı sağlayabilecek nitelikteki düzenlemelere gidilmesi gerekir.

Türkiye'de varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulamasının gelişimi, yıllar itibarıyla kurul kaydına alınan VDMK ihraçları yönünden incelenebilir. 1992 yılında kurul kaydına alınan menkul kıymetlerin %64,3'ünü temsil eden 14.480,5 milyar TL'lik kısmı varlığa dayalı menkul kıymet ihraçlarından oluşmaktadır. 1993'de ise kurul kaydına alınan menkul kıymetlerin %73,3'ünü temsil eden 52.756,3 milyar TL. değerinde VDMK ihraç edilmişken, 1994 yılında sözkonusu oran %49,9'u belirten 42.299,3 milyar TL değerine düşmüştür(124). Böylece, 1992'de bankaların VDMK ihraç etmesiyle başlayan Türkiye'deki varlığa menkul kıymetleştirme uygulaması, daha sonra finansal kiralama şirketlerinin de VDMK ihraç etmeye başlaması ve bireysel yatırımcılara benimsetilmesine paralel olarak 1993'de gelişme kaydetmiştir. Ancak, 1994 yılına gelindiğinde kurul kaydına alınan VDMK ihraçlarında önceki yıllara göre azalma kaydedilmiştir. Bu olgu, bankaların tüketici ve bireysel krediler karşılığında çıkardıkları VDMK'lerin enflasyon üzerindeki etkisini azaltma ve Merkez Bankası'nın para arzı üzerindeki denetimini güçlendirmeye yönelik olarak VDMK'lere dispo nibilite yükümlülüğü getirilmesine ve VDMK'lerin diğer yatırım araçları içindeki eski çekiciliğini yitirmesine bağlanabilir. VDMK'lere olan talebin azalmasında SPK'nun VDMK faizlerine sınır koyması da etken olabilir.

Türkiye'deki VDMK uygulamasına konu olan varlıklar arasında konut kredileri, otomobil kredileri, kredi kartı alacakları, satış mağazalarının alacakları, leasing sözleşmelerine dayalı alacaklar yer almaktadır. Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulamasının enflasyonu önlemeye yönelik politika-

(124) SPK Aylık Bülten-Aralık 1994.

ların uygulandığı döneme rastlaması ve VDMK ihracının daha çok tüketici kredileri kapsamında gerçekleştirilmesine paralel olarak VDMK'ler enflasyonist baskı yaratabilmektedir. Bu bağlamda, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulaması ihracat ve yatırım kredilerine dayalı olarak gerçekleştirildiğinde sözkonusu baskı hafifletilebilecektir.

2.3.3. Uygulamada Karşılaşılan Sorunlar ve Çözüm Önerileri

Türkiye'deki varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulaması, diğer ülkelere göre çok farklı yasal ve kurumsal çerçeveye sahiptir. Bu bağlamda, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulaması kapsamında bir takım sorunlarla karşılaşılmaktadır. Sözkonusu sorunlar şu şekilde incelenebilir:

- VDMK ihracında banka garantisinin aranmasına bağlı olarak bankalar dışındaki diğer kurumlar varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulamasında etkinlik gösterememektedir. Buna karşılık bankalar, hem kendi varlıkları hem de diğer kurumlardan satın aldıkları varlıklar karşılığında VDMK ihraç etmekte ve böylece VDMK ihracında rekabet avantajı sağlamaktadırlar.

- Varlığa dayalı menkul kıymetleştirmenin temelini oluşturan varlıklar diğer ülkelerde ya kaynak kuruluş tarafından ihraççı kuruma satılmakta ya da kaynak kuruluş varlıklarını karşılık göstererek borçlanırlar. Ancak, Türkiye'deki uygulamada bankalar menkul kıymetleştirdikleri varlıkları yine bilançolarında tutmaktadırlar.

- Uygulamada VDMK'lere ilişkin muhasebe sistemlerinde bir standardlaşma bulunmadığından uygulanan muhasebe işlemleri farklılık göstermektedir.

- Varlık portföyünün riskini ölçerek fiyat oluşumu sürecinde belirleyici olacak derecelendirme şirketleri olmadığı için VDMK'lere ilişkin kurumsal altyapıda yetersizlik vardır.

- VDMK'lere ilişkin olarak yayımlanan tebliğin banka dışı finans kurumlarına VDMK ihracında rekabet olanağı sağlayamaması nedeniyle Türkiye'deki uygulamada varlığa dayalı menkul kıymetleştirme işlemleri bankalar çerçevesinde gelişmektedir. Buna paralel olarak mevduatın azalması ve tüketici kredilerinin genişlemesi nedeniyle VDMK ihracı enflasyonist etki yara-

tabilmektedir.

Türkiye'de varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeye yönelik sorunlara getirilebilecek çözüm önerileri ise şu şekilde sıralanabilir:

- Özel amaçlı kurum veya tröst şeklinde VDMK'lere ilişkin kurumsal alt-yapı oluşturularak kaynak kuruluş ile ihraççı kurumun farklı hukuki kişilikler olması sağlanabilir.

- Banka dışı finansal kurumların VDMK ihracına yöneltmesi amacıyla banka garantisi kaldırılabilir. Söz konusu garanti Türkiye koşullarında bankaların güvenilir kuruluşlar olması ve derecelendirme şirketlerinin bulunmaması nedeniyle getirilmiş olmakla birlikte; varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulamasını bankalara bağımlı hale getirmektedir. Banka garantisi yerine şirketlerin geçmiş dönem performanslarına göre portföylerinde daha çok alacak bulundurmaları ve kredi destek şekilleri kullanmaları, varlığa dayalı menkul kıymetleştirmenin işleyişine daha uygun olabilecektir.

- Genel Finans Ortaklıklarına işlerlik kazandırılmasına yönelik uygun yasal ve kurumsal düzenlemeler hazırlanabilir.

- VDMK ihraçlarına ilişkin işlemler, muhasebe sistemleriyle uyumlaştırılabilir.

- Gerekli yasal, kurumsal ve vergiye ilişkin düzenlemeler yapılarak VDMK'lerin etkinliği artırılabilir.

- Türkiye'deki kurumsal yatırımcıların motive edilmesine yönelik girişimler varlığa dayalı menkul kıymetleştirmenin gelişiminde önemli rol oynayabilecektir.

- Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulamasında önemli rol oynayan derecelendirme şirketlerinin faaliyete geçirilmesi gerekli bir husustur.

- Uygulamada tüketici kredilerini menkul kıymetleştirmenin enflasyonist etkileri gözönüne alındığında, daha çok ihracat ve yatırım kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi motive edilebilir.

SONUÇ

1970'li ve 1980'li yıllar boyunca uluslararası finans piyasaları, uluslararası finans sistemini etkileyen gelişmelere bağlı olarak çeşitli finansal yeniliklerle karşılaşmıştır. 1980'li yıllarda önem kazanmaya başlayan finansal yenilikler arasında forward, future, swap, option ve varlığa dayalı menkul kıymetleştirme gibi bilanço-dışı finansman teknikleri bulunmaktadır.

Yeni bir finansman tekniği olarak varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulaması; 1985 yılında ABD'de düşük maliyetli fon kaynağı sağlama, sermaye yapılarını güçlendirme, aktif-pasif dengesizliklerini giderme ve bilanço-yu likit hale getirme yanında finansal sistemin etkinliğini artırma amaçlarına yönelik bir araç şeklinde ortaya çıkmış ve gelişme kaydetmiştir.

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme tekniği, kredi kurumlarının bilançolarında yer alan varlıklarının ikincil piyasada pazarlanabilir menkul kıymetler haline dönüştürülmesi süreci olarak tanımlanabilir. Söz konusu süreçte yaratılan menkul kıymetlere varlığa dayalı menkul kıymet adı verilir. Varlığa dayalı menkul kıymetler genel olarak ödeme aktarmalı sertifikalar, varlığa dayalı tahviller ve ödeme aktarmalı tahviller olmak üzere üç grupta toplanabilir.

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulaması gerek menkul kıymetleştirilen varlık ve kredilerin artışı gerekse kullanıldığı ülkelerdeki potansiyel gelişimine bağlı olarak 1980'li yılların ortalarından itibaren dikkat çekici gelişmeler kaydetmeye başlamıştır.

Varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeye konu olan varlıklar arasında otomobil kredileri, kredi kartı alacakları, leasing alacakları, factoring alacakları, ticari ipotekler, alacağa dayalı finansman bonusu programları yer almaktadır.

Ülkeler farklı ticari, finansal, yasal, düzenleyici ve muhasebeleştirme çerçevesine sahip olmakla birlikte, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme işlemleri söz konusu varlıklara dayalı olarak yapılandırılmaktadır.

ABD'de başlayan varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulaması son yıllarda İngiltere, Fransa, İtalya, İspanya, Almanya, İsveç, Norveç, Finlandiya gibi Avrupa ülkeleri ile Japonya, Avustralya ve Yeni Zelanda'da gelişme

göstermektedir.

Gerek VDMK'e konu olan varlıkların artışı gerekse işlem hacmi yönünden en gelişmiş VDMK piyasasına sahip olan Amerikan VDMK piyasası; yasal ve kurumsal altyapının oluşturulmasına paralel olarak gelişimini sürdürmektedir. Bu çerçevenin gelişen varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulaması, ilgili piyasa katılımcıları ve piyasa araçları yoluyla gerçekleştirilmektedir.

Amerikan VDMK piyasasına göre daha az gelişmiş olan Avrupa ülkeleri VDMK piyasaları; yasal ve kurumsal altyapıya yönelik problemleri çözme sürecindedir. Avrupa ülkeleri arasında en iyi gelişmiş VDMK piyasasına sahip ülkeler İngiltere, Fransa ve İtalya olarak sıralanabilir. İsveç, Norveç ve Finlandiya ise varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulamasını motive etme çabaları içerisindedir.

Diğer ülke uygulamalarından örnekler kapsamında incelenen Japonya, Avustralya ve Yeni Zelanda gibi ülkeler de VDMK piyasalarını geliştirmeye yönelik birtakım girişimlerde bulunmaya başlamışlardır.

Türkiye'de ise 1992 yılında yayımlanan tebliğle başlayan varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulaması, bankacılık sisteminin yoğun şekilde ilgi gösterdiği bir uygulama çerçevesinde gelişmektedir. Ancak, Türkiye'deki varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeye ilişkin yasal, kurumsal ve muhasebeleştirilmeye yönelik çerçevenin düzenlenmesi halinde varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulamasının etkinliği artırılacaktır.

KAYNAKÇA

KITAPLAR

ALPERGİN, Pelin; **Bireysel Bankacılık**, TBB Yayın No: 160, 1990.

ERKAN, Hüsnü; **Bilgi Toplumu ve Ekonomik Gelişme**, Türkiye İş Bankası Yayın No: 326, Ankara, 1993.

HENDERSON, John and SCOTT, Jonathan P; **Securitization**, New York Institute of Finance, A Division of Simon and Schuster, Inc, 1988.

İŞERİ, F. Esra; **Risk Sermayesi**, Konrad Adenover-Stiftung, Ankara, Mayıs 1993.

KARSLI, Muharrem; **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, Sermet Matbaası, İstanbul, 1989.

KUHN, Robert Lawrence; **Investment Banking**, Harper and Row Publishers, Ballinger Division, New York, 1990.

MÜMİNOĞLU, Miray; **Yeni Mali Ürünler ve Türkiye'de Uygulanması İçin Gerekli Düzenlemeler**, TBB Yayın No: 184, Ankara 1994.

PARASIZ, İlker ve YILDIRIM, Kemal; **Uluslararası Finansman Teori ve Uygulama**, Ezgi Kitabevi, Bursa, Mart 1994.

PAVEL, Christine A; **Securitization The Analysis and Development of the Loan-Based / Asset-Backed Securities Markets**, Probus Publishing, Chicago-Illinois, 1989.

ROSENTHAL, A. James and OCAMPO, Juan M; **Securitization of Credit**; John Wiley and Sons, Inc, Texas, 1988.

SARIKAMIŞ, Cevat; **Sermaye Pazarları**, Alfa Basın Yayın Dağıtım, İstanbul, Şubat 1995.

SEYİDOĞLU, Halil; **Uluslararası Finans**, Güzem Yayınları, İstanbul, 1994.

SHAPIRO, Alan C; **Modern Corporate Finance**, Macmillan Publishing

Company, New York, 1991.

TEWELES, Richard J. and BRADLEY, Edward S; **The Stock Market**, John Wiley and Sons, Wiley Finance Series, 1987.

TOPÇU, Mehmet; **ABD'de Mali Aracı Kurumlar ve Amerikan Bankacılığı ile Finans Piyasasındaki Son Gelişmeler**, Maliye Bakanlığı Tetkik Kurul Yayın No: 1983/257, Ankara.

ÜNAL, Targan; **Dünya'da ve Türkiye'de Menkul Kıymet Borsaları**, İ.T.O.Yayını, İstanbul, 1990.

WALMSLEY, Julion; **New Financial Instruments**, John Wiley and Sons, 1988.

MAKALELER

AYAŞ, Eşref; "Modern Dış Borç Yönetimi Nedir? (Liability Management)", **HDTM Dergisi**, Sayı: 16, Mart 1993/1.

AYDIN, Nurhan; "Kredi Kartları ve Kredi Kartlarında Faiz Masrafının Hesaplanması", **EAÜ İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt: IX, Sayı: 1-2, 1991.

AYDOĞAN, Kürşat ve ÇAPOĞLU Gökhan; "Securitisation and the Efficiency of the Turkish Financial System", **Current Issues In Turkish Capital Markets, Proceedings of the OECD-CMB Conference**, SPK Yayın No: 14, Antalya, 1989.

BAŞ, Seyit Ahmet; "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin(VDMK) Vergilendirilmesi", **Vergi Dünyası**, Sayı:138, Şubat 1993.

BELET, Nuran Özkan; "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme -Securitization-Tüketici Kredileri Kapsamında - Uygulaması", **HDTM Dergisi**, Sayı: 15, Ankara, Aralık-1992/4.

BİLİR, Şule; "Menkul Kıymetleştirme", **Bankacılar**, Sayı: 3, TBB Yayını, Ekim 1990.

BOEMIO, Thomas R. and EDWARDS, Gerald A; "Asset Securitization: A

Supervisory Perspective", **Federal Reserve Bulletin**, Vol. 75, No: 10, October 1989.

BRADT, W. Kenneth; "Securitisation in Europe", **Asset Securitisation: Theory and Practice in Europe** (ed) Charles Stone, Anne Zissu, Jess Lederman, Euromoney Publications, London, 1991.

BURGER, Theodore V.; "The Risks of Asset Backed Securities: Lessons from History", **International Securitisation**, (ed) Zoe Shaw, Macmillan Publishers Ltd., 1991.

ÇAKIR, Niyazi; "Türkiye'de ve Uluslararası Bankacılık Alanında Sermaye Yeterliliği Düzenlemelerinin Mukayeseli Değerlendirmesi", **HDTM Dergisi**, Sayı:8, Nisan 1991.

CAPUTO, Francesco; "Development of Securitisation in Italy", **Asset Securitisation: Theory and Practice in Europe**, (ed) Charles Stone, Anne Zissu, Jess Lederman, Euromoney Publications, London, 1991.

CARAWAN, Mark; "Nordic Securitisation: On the Move", **Securitisation** Euromoney Publications, September 1992.

CONNOR, Jeff; "Securitisation in Australia and New Zealand", **International Securitisation**, (ed) Zoe Shaw, Macmillan Publishers Ltd, England, 1991.

COX, Kenneth; "Introduction and Overview", **Securitisation**, (ed) David C. Bonsall, Butterworths and Co Publishers, London, 1990.

CURTIN, William J. and DECKOFF, Stephan H.; "Asset-Backed Securities: An Attractive Addition to the Law-Duration Sector of the Fixed Income Market", **The Handbook of Asset Backed Securities**, (ed) Jess Lederman, New York Institute of Finance, A Division of Simon and Schuster, Inc, Broadway, 1990.

DÜLGER, Fikret ve ÖNAL, Yıldırım B; "Faiz ve Döviz Swap'ları Uygulaması", **HDTM Dergisi**, Sayı: 12, Mart 1992.

- FALCONER, Ian; "Asset Securitisation in the United Kingdom", **Asset Securitisation: Theory and Practice in Europe**, (ed) Charles Stone, Anne Zissu, Jess Lederman, Euromoney Publications, London, 1991.
- FINNERTY, John; "Financial Engineering In Corporate Finance", **Financial Management**, November 1988.
- FLAHERTY, Robert-SOLAR, Robert L. and FISCHETTI, Albert; "Asset-Based Financing I: Concepts And Applications", **Mortgage and Asset Securitization**, (ed) Robert Lawrence Kuhn, Vol: 5, Richard D. Irwin, Inc, Homewood-Illinois, 1990.
- FUGEL, Herbert; "Prospects for Asset Backed Securitisation in Germany", **Asset Securitisation: Theory and Practice in Europe**, (ed) Charles Stone, Anne Zissu and Jess Lederman, (ed) Euromoney Publications, London, 1991.
- GARDENER, Edward P.M. "1992 and the Future of Securitization in Western Europe", **Asset Securitization**, (ed) Joseph Jude Norton and Paul R. Spellman, Basil Blackwell Inc, 1991.
- GRAHAM, Brett and SHEEHY, Robert; "The Prospects for French Securitisation", **Securitisation**, Euromoney Publications, September, 1992.
- GREENBAUM, S.I. and THAKOR, A.V.; "Bank Funding Models: Securitisation Worth the Cost At Your Bank", **Journal of Banking and Finance**, September 1987.
- HOURICAN, Thomas P.; "Rating Agency Criteria for Credit Card-Backed Securities", **The Handbook of Asset Backed Securities**, (ed) Jess Lederman, New York Institute of Finance, A Division of Simon and Schuster, Inc, 1990.
- HULL, Everette D; "The Complete Story on Securitization of Bank Assets: Part 1", **The Journal of Commercial Bank Lending**, November 1989.
- KANDA, Hideki; "Securitisation in Japon", **Securitisation**, Euromoney

Publications, September 1992.

KARAÖZ, M. Aydın; "Kredi Değerliliğinin Tesbiti (Rating)", **HDTM Dergisi**, Sayı: 5, 1990.

KARAVITT, Jason HP and KLYMAN, Mark L.; "Legal Aspects of Securitisation in the US", **Securitisation**, Euromoney Publications, September 1992.

KIRCHNER, Pere; "Securitisation in Spain: A Review of the Main Aspects", **Butterworths Journal of Financial Law**, Vol: 8, No: 8, September 1993.

KIRIM, Arman; "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler ve Vergilendirme", **Bankacılar**, Sayı:9, TBB Yayını, Temmuz 1992.

KOCH, Timothy W; "The Emerging Bank Structure of the 1990's", **Business Economics**, July 1992.

KUNZ, C. Thomas; "Securities Law Considerations", **The Asset Securitization Handbook**, (ed) Phillip L. Zweig, Dow-Jones Irwin, Inc, Homewood-Illinois, 1989.

KURMUŞ, Orhan; "Finansal Kiralama Şirketleri İçin Yeni Bir Fon Kaynağı Olarak Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerler", **İktisat-İşletme ve Finans**, Yıl:8, Sayı:84, Mart 1993.

LEDERMAN, Jess; "Securitization: An Overview", **The Handbook of Asset Backed Securities**, (ed) Jess Lederman, New York Institute of Finance, A Division of Simon and Schuster, Inc, 1990.

LLORENS, Jaime and LONZON, Lucia; "Asset-Backed Financing in Spain", **Asset Securitisation: Theory and Practice in Europe**, (ed) Charles Stone, Anne Zissu, Jess Lederman, Euramoney Publications, London, 1991.

MASSIO, Carlo, SZEGÖ Rome and Giorgio; "Problems of Securitisation in Italy", **Asset Securitisation: Theory and Practice in Europe**, (ed) Charles Stone, Anne Zissu, Jess Lederman, Euromoney

Publications, London, 1991.

PENNACCHI, George G; "Loon Sales and the Cost of Bank Capital", **Journal of Finance**, June, 1988.

PERSON, K. Jeanne; "A Review of Asset-Backed Securities", **Handbook of Mortgage Backed Securities**, (ed) Frank J. Fabozzi, Probus Publishing, Chicago-Illinois, 1988.

RIGIONE, Bruce, CANDELL, Peter and CUMMINS, Dave; "Asset Classes", **Securitisation**, Euromoney Publications, September 1992.

ROBINSON, Simon and FERRAN, Ellis; "Legal Issues", **International Securitisation**, (ed) Zoe Show, Macmillan Publishers Ltd, England, 1991.

SMALLMAN, Joseph D. and SELBY, J.P; "Asset Backed Securitisation", **Securitisation**, (ed) David C. Bonsall, Butterworths and Co Publishers, London, 1990.

TANAY, Ferruh; "Varlığa Dayalı Bir Finansman Tekniği Factoring ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymet", **İktisat-İşletme ve Finans**, Sayı:84, Mart 1993.

UYANIK, Senan; "Süre (Duration) Analizinin Özellikleri", **HDTM Dergisi**, Sayı: 16, Mart 1993/1.

YILMAZ, Aylın; "Leasing Şirketleri ve Fon Kaynakları", **Kalkınma**, TKB Yayını, Sayı:38, Eylül 1991.

DIĞER YAYINLAR

GARDENER, Edward P.M.; **Securitisation and The Banking Firm**, IEF Research Papers in Banking and Finance, Banger, 1986.

GARDENER, Edward P.M. and REVELL, Jack, **Securitisation: History, Forms and Risks**, IEF Research Monographs in Banking and Finance, No: 5, Bangor, 1988.

SPK Aylık Bülten, Aralık 1994.

EK : 1 : AKTIF KALEMLERİN RİSK AĞIRLIKLARI

AKTİF KALEMLER	BASLE (COOBE) RAPORU	AT DİREKTİFİ	6 NOLU TABLO
1- Nakit ve nakit karşılığı alacaklar.	30	30	30
2- OECD ülkeleri merkezli kurumları ile merkez bankalarından alacaklar.	30	30	Yalnızca merkez bankalarından alacaklar 20 diğerleri 30
3- OECD ülkeleri merkezli kurumları ve merkez bankalarından alınan alacaklar.	30	30	30
4- Yurt içi kamu kuruluşlarına kullanılan krediler ile sözleşmesi kuruluştan itibaren garantiyi taşıyan krediler. (yurt dışı ülkelerle ilişkili)	İscafi Kuruluş ise 100 aksi halde 10, 20 ve 50	Kredi kuruluşu ise 20 aksi halde 100	Bankalar Komisyonu 5/e-d maddesi kapsamındaki krediler 30, diğerleri 100
5- OECD ülkeleri merkezli kurumlarına ait menkul değerler ve sözleşmesi menkul değerlerle teminat altına alınan alacaklar.	30	30	30
6- OECD üyesi olmayan ülkelerin merkezli kurumları ve merkez bankalarından alacaklar ile bunların garanti ve teminatı bağlı alacaklar.	Borçlunun ulusal parası cinsinden ise 0, aksi halde 100	Borçlunun ulusal parası cinsinden ise 20, aksi halde 100	30
7- Çekuluslu kalkınma bankalarından alacaklar bu bankalara ait menkul değerler ve bunların garantisiz veya teminatına bağlı alacaklar.	320	320	Yalnızca OECD ülkelerinde kurulu olanlar için 20 diğerleri 300
8- OECD ülkelerinde kurulu bankalardan alacaklar ile bu bankaların garantisizine bağlı alacaklar.	20	20	20
9- OECD dışı ülkelerde kurulu bankalardan alacaklar ile bu bankaların garantisizine bağlı alacaklar.	1 Yıl ve daha az vadeli ise 20, diğerleri 100	1 Yıl ve daha az vadeli ise 20, diğerleri 100	300
10- İhtilaf halinde olan nakit değerler.	20	20	300
11- Gayrimenkul ipotek karşılığında kullanılan krediler.	İpotek konusu gayrimenkul borç alan tarafından kabul edilecek ise 50, aksi halde 100	İpotek konusu gayrimenkul borç alan tarafından kabul edilecek ise 50, aksi halde 100	300
12- Banka dışı sektörden olan alacaklar.	100 (4.mad. hukuk saklı)	100	300 (4.mad. hukuk saklı)
13- Diğer aktifler.	100 (konsolide denetim tabii olmayan istisnalar)	100 (öz kaynak toplamı tabii olmayan istisnalar)	300

EK 2 : BİLANÇO DIŞI KALEMLERİN RİSK AĞIRLIKLARI

BİLANÇO DIŞI KALEMLER	BASLE RAPORU (Kredi Dönüşüm Oranı)	AT DİREKTİFİ (Kredi Dönüşüm Oranı)	6 HOLLİ TERLİĞİ (Risk Ağırlığı)
1- Nakdi kredi teminine satuf garanti ve teminat mektupları gibi kredi kolaylıkları.	100	100	100
2- Satın ve geri alın anlaşmaları (repo) ve geri dönülebilir aktif satışları.	100 (kredi riski banka üzerinde ise)	Şartsız işde halinde 50 aksi takdirde 100	100 (repo ve bankaya rücu edilebilen aktif sat)
3- Nakit çıkışına yönelik: forward aktif satınalma, forward aevduat, hisse senedi ve menkul kıyasetlerin ödenmeyen kısai.	100	100	Döviz ve faiz haddi ile ilgili işlemler 50, Taahhütler 50
4- Nakdi kredi teminine satuf olmayan garanti ve teminat mektupları (sarta bağıli euameleler)	1 yıldan uzun vadeliiler- de 50, diğerlerinde 10	1 yıldan uzun vadeliiler- de 50, diğerlerinde 10	Cirolar 10, Akreditifler 20, Diğerleri 100
5- Geri alın taahhüdü (underwriting) dahil senet ihraç kolaylıkları.	50	Vadesi 1 yıldan fazla ise 50, aksi halde 10	100
6- Yüksek belgelerinin teminat olarak kabul edildiği dokümanter krediler ile diğer kendi kendini tasfiye eden işi.	20	20	Akreditifler 20 diğerleri 100
7- Orjinal vadesi 1 yıldan az olan veya sarta bağıli olmaksızın iptal edilebilen diğer taahhütler.	10	10	Taahhütler 50