

**T.C.
BAŐKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŐLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE FİNANSMAN YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

**KONUT FİNANSMANINDA İPOTEĞE DAYALI VE İPOTEK
TEMİNATLI MENKUL KIYMETLER VE TÜRKİYE UYGULAMASI**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

HAZIRLAYAN

İBRAHİM DÖNMEZ

TEZ DANIŐMANI

PROF.DR. HALİL SARIASLAN

ANKARA - 2008

ÖZET

Konut finansman sistemi birincil piyasada kredi verenler ile bu kredilerin mevduatlarla veya menkul kıymetleştirilerek ipoteye dayalı veya ipotek teminatlı menkul kıymetler yoluyla sermaye piyasalarından fonlandığı ikinci piyasaları kapsamaktadır. İpoteğe dayalı menkul kıymetler ABD’de gelişmiş ve tüm dünyaya yayılmıştır. İpotek teminatlı menkul kıymetler ise Avrupa’da yaygın olarak kullanılan bir araçtır.

Etkin işleyen bir konut finansman sistemi kişilerin konut sahibi olmaları için gereken kaynakları uzun vadeli ve düşük maliyetlerle yaratan kurum, araç ve süreçlerden oluşmaktadır. Sistemin kişilerin bu ihtiyaçlarını karşılayabilmesi için öncelikle makul enflasyon ve faiz oranları ile istikrarlı bir ekonomik yapıya ihtiyacı bulunmaktadır. Bu ekonomik ve finansal önceliklerin sağlanmasından sonra, kredi verenler mevduat yanında ipoteye dayalı ve ipotek teminatlı menkul kıymetler ile kaynak yapılarını çeşitlendirmekte ve yeni kaynaklara kavuşmuş olmaktadır.

Ülkemizde uzun yıllar süren yüksek enflasyon ve bunun sonucu olan yüksek faiz düzeylerinde sağlıklı bir konut finansman sistemi geliştirilememiştir. Ancak bu göstergelerde olumlu gelişmeler ve istikrar kazanan bir ekonomik yapı ile kişilerin konut edinimi için gereken kaynakları finansal sistemden sağlamalarının yolu açılmıştır. Bu noktadan hareketle konut finansman sistemine ilişkin bir dizi düzenleme yapılmış ve gereken altyapı kurulmuştur. Yapılan düzenlemelerle ipoteye dayalı ve ipotek teminatlı menkul kıymetler ihraç etmenin altyapısı da oluşturulmuştur. Henüz yapılan bir ihraç olmamakla birlikte, sistemin büyümesi ve ekonomideki istikrarın sürmesi halinde finansal sistemimiz bu yeni araçlara kavuşacaktır.

Anahtar Kelimeler: Türkiye’de Konut Finansmanı. Menkul Kıymetleştirme. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler. İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler.

ABSTRACT

Housing finance system includes the primary markets where the lenders provide loans to homebuyers and the secondary markets in which these loans are funded by deposits, residential mortgage backed securities or mortgage covered bonds through the capital markets. Residential mortgage backed securities developed in the US and then spread out to the world. Mortgage covered bonds is a tool widely used in Europe.

An effective housing finance system consists of the institutions, instruments and processes that create the required funding in long term and low cost for the customers who are willing to become homeowners. On the first hand, stable economy with a reasonable inflation and interest rates is required to meet these goals. After realizing these economical and financial priorities the lenders start to diversify their resources to residential mortgage backed securities or mortgage covered bonds as alternatives to deposits for getting new resources.

A healthy housing finance system has not been able to develop in Turkey due to high interest rates as a result of long term high inflation. But recent positive developments on these indicators and more stable economic structure have made it possible to create the required funds through financial system to become a homeowner. As a result of this, a group of regulations and necessary institutional structure has been formed. The regulations also have the infrastructure for issuing residential mortgage backed securities and mortgage covered bonds. Although there is no issue yet financial system has these new tools in case the continuity of the economic stability and improvement of the system can be kept.

Key Words: Housing Finance in Turkey. Securitization. Residential Mortgage Backed Securities. Mortgage Covered Bonds.

İÇİNDEKİLER

ÖZET	i
ABSTRACT	ii
İÇİNDEKİLER	iii
KISALTMALAR DİZİNİ	v
TABLolar LİSTESİ	vi
ŞEKİLLER LİSTESİ	vii
GİRİŞ	1
BÖLÜM I. KONUT FİNANSMANININ TEMELLERİ VE GELİŞİMİ	4
1.1. KONUT FİNANSMANININ KAPSAMI VE ÖNEMİ	4
1.2. KONUT FİNANSMAN YÖNTEMLERİ	8
1.2.1. Mevduat Yoluyla Finansman	8
1.2.2. Konut Kredilerinin Satışı (whole loan sale) ve Kredi Yoluyla Finansman	9
1.2.3. Menkul Kıymetleştirme ve Sermaye Piyasaları Yoluyla Finansman	10
1.3. ULUSLAR ARASI KONUT FİNANSMANI UYGULAMALARI	11
1.3.1. ABD Modeli	11
1.3.2. Avrupa	14
1.3.3. Gelişmekte Olan Ülkeler	18
1.4. İPOTEK TEMİNATLI VE İPOTEĞE DAYALI MENKUL KIYMETLER İÇİN GEREKLİ KURUMSAL ALTYAPI	24
1.4.1. Enflasyon ve Faiz Oranları	26
1.4.2. Kredi Maliyetleri, Piyasaya Giriş ve Kredi Türlerinde Serbesti	27
1.4.3. Sermaye Piyasasının Mevcudiyeti ve Gelişmişliği	31
1.4.4. Kredi Verenlerin ve Yatırımcıların İhtiyaçları	32
1.4.5. Hukuki Altyapı	35
1.4.5.1. Tapu Sicili ve İpoteklerin Takip Süreci	36
1.4.5.2. Gayrimenkul Değerlemesi	36
1.4.5.3. İpotek Sigortaları	38
1.4.5.4. Vergi, Teşvikler ve Devletin Rolü	40
1.4.5.5. Tüketici hakları	41
BÖLÜM II. İPOTEĞE DAYALI VE İPOTEK TEMİNATLI MENKUL KIYMETLER	43
2.1. MENKUL KIYMETLEŞTİRME VE İPOTEĞE DAYALI MENKUL KIYMETLER	43
2.1.1. Kapsamı ve Gelişimi	43
2.1.2. Menkul Kıymetleştirmenin Sağladığı Faydalar	47
2.1.2.1. Riskin Devri ve Likiditenin Artması	47
2.1.2.2. Sermaye Piyasasından Kaynak Sağlama İmkânı ve Fonlama Maliyetinin Düşmesi	48
2.1.2.3. Finansal Kurumun Bilânçosuna Etkisi	50
2.1.3. Menkul Kıymetleştirmeye Yöneltilen Eleştiriler	53
2.1.4. Menkul Kıymetleştirme ve İDMK'ların İşleyişi ve Süreçleri	54
2.1.4.1. Özel Amaçlı Yapılar/ Kuruluşlar (Special Purpose Vehicles/ SPV)	54
2.1.4.2. Gerçek Satış (True Sale)	57
2.1.4.3. Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetleştirme Mekanizması	59
2.1.4.4. Aktif Yönetimli (Pay Through) Menkul Kıymetleştirme Mekanizması	63
2.1.4.5. Teminatlı İpotek Yükümlülükleri	65

2.1.4.6. Menkul Kıymetleştirmede Kredi Değerliliğinin Artırılması	68
2.1.4.7. İTMK Piyasası ve İkinci Piyasa Kurumları.....	73
2.1.4.8. İkinci Sınıf İpotek Kredilerine Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Sonuçları	79
2.2. İPOTEK TEMİNATLI MENKUL KIYMETLER.....	82
2.2.1. Kapsamı ve Gelişimi	82
2.2.2. İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlerin İşleyişi ve Süreçleri.....	85
2.2.2.1. Teminat Varlıkların Özellikleri	85
2.2.2.2. Teminat Varlıklarının Kreditorün İflas Riskinden Korunması.....	86
2.2.2.3. Uyum ilkeleri.....	87
2.2.2.4. Teminat Sorumlusu	87
2.2.3. İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler Piyasasının Gelişimi.....	88
2.2.3.1. Yatırımcılar Yönünden Değerlendirme	89
2.2.3.2. İhraççılar Yönünden Değerlendirme	92
2.3. İDMK VE İTMK’LARIN DERECELENDİRİLMESİ.....	94
BÖLÜM III. İPOTEĞE DAYALI VE İPOTEK TEMİNATLI MENKUL KIYMETLERİN TÜRKİYE UYGULAMASI.....	102
3.1. HUKUKİ VE KURUMSAL ALTYAPI	102
3.1.1. Konut Finansmanı ve Konut Finansmanı Kurumları	103
3.1.2. Gayrimenkul Değerlemesi.....	106
3.1.3. Tapu Sicili, İpotek Tesisi ve İpoteğin Paraya Çevrilmesi Süreci.....	107
3.1.4. Tüketici Hakları.....	109
3.1.5. İpotek Sigortaları	110
3.1.6. Konut Finansman Fonu ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler	111
3.1.7. İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler.....	115
3.1.8. İpotek Finansman Kuruluşu	118
3.1.9. Vergi ve Teşvikler	121
3.2. EKONOMİK VE FİNANSAL ALTYAPI	122
3.2.1. Enflasyon ve Faiz Oranları	123
3.2.2. Bankacılık Kesimi	129
3.2.3. Sermaye Piyasası ve Yatırımcılar.....	132
SONUÇ.....	140
KAYNAKLAR.....	144

KISALTMALAR DİZİNİ

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AKB	Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIS	Bank of International Settlements
ECBC	European Covered Bond Council
EMF	European Mortgage Federation
ESF	European Securitization Forum
GYODER	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Derneği
IMF	International Monetary Fund
İDMK	İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İTMK	İpotek Teminatlı Menkul Kıymet
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TBB	Türkiye Bankalar Birliği
TİY	Teminatlı İpotek Yükümlülükleri

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1. Gelişmekte Olan Ülkelerde Konut Finansmanı Uygulamaları	19
Tablo 2. Etkin Bir Konut Finansman Sisteminin Gereklilikleri ve Göstergeleri / Kanıtları	26
Tablo 3. Menkul Kıymetleştirme ve İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlerin Farkları.....	85
Tablo 4. Menkul Kıymetleştirme Derecelendirmesi İle Geleneksel Kredi Derecelendirmesi Arasındaki Farklar ve Benzerlikler	95
Tablo 5. Kanuni Takipteki İpotek Kredileri	108
Tablo 6. Tüketici Fiyat Endeksi	124
Tablo 7. Yıllar İtibariyle Konut Kredileri ve GSMH	125
Tablo 8. AB Ülkelerinde Konut Kredileri/ GSMH Oranları	126
Tablo 9. Konut Edinme Yöntemleri	126
Tablo 10. Konut Kredisi Öngörülleri (2005 – 2015).....	127
Tablo 11. Bankacılık Kesimi Mevduat/ Aktif Oranları	130
Tablo 12. Bankacılık Kesimi Kredi/ Aktif Oranları	130
Tablo 13. Bankacılık Kesimi Kredi/ Mevduat Oranları	130
Tablo 14. Bankacılık Kesiminde Mevduatın Vade Yapısı	131
Tablo 15. Menkul Kıymet Stokları (2003 yılı sabit fiyatları ile (2003=100) ve 1997-2004 milyar TL, 2005-2007 milyon YTL)	133
Tablo 16. Yatırım Fonu Portföylerinin Dağılımı	135
Tablo 17. Emeklilik Yatırım Fonları Portföylerinin Dağılımı	137
Tablo 18. Yurtiçi Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri	138

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1. Federal Konut Kredisi Bankaları Modeli	13
Şekil 2. Cagamas Modeli	20
Şekil 3. Komoco Modeli	23
Şekil 4. Fannie Mae Menkul Kıymet İhraç Süreci	75
Şekil 5. Fannie Mae Garanti Süreci	76
Şekil 6. Fannie Mae Genel Sistemi	76
Şekil 7. Türkiyede Uzun Vadeli Konut Finansman Sistemi	103

GİRİŞ

Konut sahibi olmak evrensel bir insan hakkı olarak değerlendirilmektedir. Ancak yüksek bir değer içerdiğinden, ekonomide sunulan diğer mal ve hizmetlere göre edinimi en zor olan ekonomik değerlerden biridir. Konut sahibi olmanın en basit ve kurumsal olmayan yöntemi, kişilerin uzun yıllar boyunca tasarruf ederek para biriktirmesi, aile ve yakınların yardımı ve mirastır. Ancak bu yöntemlerin ekonomik etkinliğinin tartışılması bir yana, kişiler açısından konut sahibi olmanın uzun bir vadeye ertelenmesi sonucunu doğurduğu açıktır.

Yapı kooperatifleri yoluyla konut edinimi de konut edinimi için bulunan mevcut çözümlerden biridir. Ancak bu yöntem genellikle üyeleri için katlanılabilir ödeme planlarıyla konut sahibi olmayı öngördüğünden ve bu ödemelerle konut üretimi tamamlandığından, konut edinimini bugünden geleceğe ertelemektedir.

Finansal sistemin çözüm bulması gereken sorun tam da bu noktada başlamaktadır. Çözülmesi gereken sorun, kişilerin bugün konut sahibi olması, ancak gelecekteki tasarruflarıyla konut alımını fonlayabilmesidir. Burada altı çizilmesi gereken nokta, herhangi bir borç ilişkisinden farklı olarak, yüksek bir ekonomik değer uzun bir vade boyunca kişilerin gelecekteki tasarruflarından karşılanabilme imkânının sağlanması olmaktadır.

Bulunan çözüm yüksek bir ekonomik değeri olan konutun teminat verilerek finansal sistemden borç alınmasıdır. Tersinden ifade edersek çözüm, finansal sistemden borç temin edip konutun edinilmesi, sonra bu konutun alınan borcun teminatı yapılmasıdır. Bu durumda finansal kurum ekonomik değeri yüksek bir teminatla, diğer tüketici kredilerine göre yüksek tutarlı ve uzun vadeli bir krediyi tüketiciye aktarmış olmaktadır.

Kişilerin konut sahibi olması için teorik bazda bulunan bu çözümün ekonomik ve hukuki açıdan pek çok altyapı gereklilikleri bulunmaktadır. Ekonomide enflasyon ve faiz oranlarının istikrarı ve makul düzeylerde bulunmasından, bankacılık sistemlerinin yapısına, gayrimenkul mülkiyet haklarının tescilinden, hakların takip prosedürüne, tüketici

haklarından işlemlerin vergilendirilmesine kadar pek çok işlem, süreç ve kurum konut finansman sisteminin altyapısını oluşturmakta, bu altyapının kurulması bulunan çözümün ön şartı olarak karşımıza çıkmaktadır.

Üzerinde önemle durulması gereken diğer bir nokta da, nüfus artışı, şehirleşme, iç göçler, hayat standartlarının artması gibi pek çok nedenden dolayı, konut ihtiyacının statik bir yapıda olmaması ve sürekli yeni konut alım talebinin ortaya çıkmasıdır. Bu talep, ülke ekonomisi ölçeğinde düşünüldüğünde, konut edinimi için finansal sistemin yaratmak zorunda olduğu kaynakların boyutunu sürekli artırmaktadır. Bu durumda finansal sistem, sağladığı altyapı ile kişilere konut kredisi sağlamak için yeterli ve ucuz fonları üretmek zorundadır. Bir başka deyişle kişilere konut edinimi amacıyla fonlayan kredi kurumlarının kendilerinin de fonlama ihtiyacının finansal sistem tarafından sağlanması gerekmektedir.

Fonlayanların fonlanması diyebileceğimiz bu yapıda, öncelikle tasarruf sahiplerinden toplanan mevduatlara geleneksel olarak hep en önemli kaynak olarak başvurulmuştur.

Ancak 1970 li yılların başından itibaren finansal sistem kaynak temin etmekte, menkul kıymetleştirme ve sermaye piyasaları yoluyla yeni bir yöntem keşfetmiştir. Menkul kıymetleştirme uygulamalarının ilk yapıldığı ABD’de yöntem hızla gelişmiş, ipoteğe dayalı menkul kıymetler genel adı altında konut finansmanının baskın karakteri haline gelmiş ve tüm doğruları ve yanlışlarıyla ABD dışında da küresel ölçekte uygulanmaya başlanmıştır. Hatta günümüzde uluslararası finansal sistemde yaşanan problemlerin kaynağını oluşturacak kadar önemli hale gelmiştir.

Bu çalışmada, konut finansman sistemleri genelinde, fon sağlayanların fonlanmasında menkul kıymetleştirme ve ipoteğe dayalı menkul kıymetler ile ipotek teminatlı menkul kıymetler incelenmektedir.

Bu girişi takip eden çalışmanın ilk bölümünde, konut finansmanının temelleri çerçevesinde konut finansman sistemleri ile başlıca konut finansman yöntemleri anlatılmakta ve gelişmiş ülke uygulamaları ile gelişmekte olan ülkelerin uygulamaları örneklenmektedir. Ayrıca bu bölümde içinde menkul kıymetleştirme ve dolayısıyla ipoteğe dayalı menkul kıymetler ile ipotek teminatlı menkul kıymetlerin bulunduğu etkin bir konut

finansman sisteminin ekonomik, finansal, kurumsal ve hukuki altyapı gereklilikleri incelenmektedir. Etkin bir konut finansmanının geliştirilmesinde menkul kıymetleştirme yöntemleri ana bir hedef değildir. Ancak, sistem bir kere tüm gereklilikleriyle kurulup çalışmaya başladığında menkul kıymetleştirme bir opsiyon olarak bulundurulmalıdır.

İkinci bölümde menkul kıymetleştirme genelinde ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin, tarihi, gelişimi, türleri, yapıları, mekanizmaları, avantajları ve son olarak bu menkul kıymetlerin finansal piyasalarda yaşanan problemler çerçevesinde değerlendirilmesi yapılmaktadır. Bu bölümde ayrıca ipotek teminatlı menkul kıymetler incelenmektedir. Menkul kıymetleştirmenin temel karakteri, varlıkların bilanço dışına taşınmasıdır, halbuki ipoteğe dayalı menkul kıymetlerde varlıklar bilanço içinde kalmaktadır. Her iki tür de, varlıkların teminatı altında sermaye piyasalarından kaynak sağlama fonksiyonunu icra etmekte, menkul kıymetleştirme ABD kaynaklı bir çözümken, ipoteğe dayalı menkul kıymetler kıta Avrupasının bir çözümü olarak ortaya çıkmaktadır. Bu araçlar güvenli ve sağlam yapıları ve düzenlemeleri ile son yıllarda tüm Avrupa düzeyinde çok yaygınlaşmış ve tüm ülkelerin pay almaya çalıştıkları bir piyasası oluşmuştur.

Üçüncü bölümde, 2007 yılında yürürlüğe giren “Konut Finansman Sistemi Hakkında Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun”un (5582 sayılı Kanun) getirdiği düzenlemeler de dikkate alınarak, ülkemiz konut finansman sistemi ve bu sistem içinde ipoteğe dayalı menkul kıymetler ile ipotek teminatlı menkul kıymetler incelenmektedir. Kanun konut finansman sisteminin yasal altyapısının oluşturulabilmesi için son derece önemli ve uluslar arası gelişmelere uygun bir çerçeve sunmaktadır. Ancak bu yasal çerçevede sunulan imkânların kullanılabilmesi için, ekonomik, finansal ve sermaye piyasaları açısından bir durum değerlendirmesi yapılması gerekmektedir. Bu bölümde, konu bu yönleriyle de incelenmiş ve ipoteğe dayalı menkul kıymetler ile ipotek teminatlı menkul kıymetlerin ülkemizdeki başarı şartları ve geleceği tartışılmıştır.

Sonuç bölümünde incelenen konuların analizi yapılmış ipoteğe dayalı menkul kıymetler ve ipotek teminatlı menkul kıymetlerin ülkemizdeki uygulamaları ve geleceği hakkında kanaatlere yer verilmiştir.

BÖLÜM I. KONUT FİNANSMANININ TEMELLERİ VE GELİŞİMİ

1.1. KONUT FİNANSMANININ KAPSAMI VE ÖNEMİ

İpotek kredisi (mortgage) deyimi, finansman literatüründe tam olarak bir gayrimenkulün satın alınması amacıyla belirli bir vadede (vadenin konut fiyatları dikkate alındığında katlanılabilir geri ödemelerle yapılabilmesi için uzun olması beklenmektedir) borç alınması ve borcun teminatı olarak gayrimenkul rehninin (ipotek) tesis edilmesini ifade etmektedir (Dönmez,2005). Kredinin teminatı olan gayrimenkul ipoteği, borçlunun ödeme planına uymaması durumunda, krediyi veren tarafın icra yoluyla ipoteği paraya çevirmesine ve kredi bakiyesini kapatmasına veya ödeme planının devamlılığını temin etmesine imkân tanımaktadır.

Bu anlamda bir tüketici kredisi olarak, ipotek kredisi kavramı yanında, amacına yönelik olarak “konut kredisi” (home loan) kavramı da kullanılabilir.

Ancak konut kredisi kavramının kapsamı konusunda Avrupa Birliği düzeyinde dahi bir mutabakat bulunmamakta ve konut kredisi kavramı,

—İpotekle teminat altına alınan yeni veya mevcut bir konutun edinimi veya mevcut bir konutun yenilenmesi ya da bakımına,

—İpotekle teminat altına alınmış olmakla birlikte, konut edinimi dışında tüketim ihtiyaçlarına,

—İpotekle teminat altına alınmamış ve konut edinimine,

yönelik kredilerinin, birini veya birkaçını ülkelerin kendi iç hukuk sistemleri ve gelişim düzeyleri çerçevesinde kapsamakta ve harmonizasyon sağlamakta problemler yaşanabilmektedir.¹

¹ European Mortgage Federation. Annual Report. Haziran 2008.
<http://www.hypo.org/content/default.asp?PageID=217>

Konut finansmanı ise, tüketicilere sahip olacakları konutların ipoteğinin teminatı altında kredi veya finansal kiralama yoluyla kaynak kullanılması süreçlerini kapsayan birinci piyasa ile tüketiciye kaynak kullandıran banka ve diğer kredi kurumlarının fon temin ettiği ikincil piyasaları kapsayan yapıyı tanımlamaktadır (Dönmez, 2005).

Konut finansmanının en önemli özelliği uzun vadeli olması ve nispi olarak yüksek tutarlı kaynaklara ihtiyaç duyulmasıdır. Konut finansman sisteminin temel hedefi, kiralama veya oturma amacıyla konut alımını sağlayacak fonları, tüketiciye ulaştırmaktır. Bu basit tanıma rağmen, sistem konut edinme için kurulan tasarruf sandıklarından konut finansmanı konusunda uzmanlaşmış mevduat bankalarına ve ipotek teminatlı menkul kıymetler ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin ihracı ve satışına kadar pek çok süreci, aracı ve kurumu kapsar (Lea, 2000).

Aşağıda konut finansmanı sisteminin unsurları tablo halinde verilmektedir.

Konut finansman sisteminde hane halkı çeşitli finansal danışmanlık ve ipotek araçları (mortgage broker) yoluyla kredi kurumlarından (kreditör) borç almakta (origination), kredi veren kurumlar kendilerini mevduat ve sermaye piyasaları yoluyla fonlamakta, fon sağlayanlar kesiminde ise ulusal ve uluslararası düzeyde mevduat sahipleri, emeklilik fonları, sigorta şirketleri ve kurumsal yatırımcılar bulunmakta, sermaye piyasalarından menkul kıymetleştirme yoluyla fon sağlanırken ipoteğe dayalı menkul kıymetler yer almaktadır. Ayrıca bu sistemde kredinin verilmesinden sonra, faiz ve anapara ödemelerinin toplanması, ipoteklerin izlenmesi ve gerektiğinde paraya çevrilmesi hizmetleri de (servicing) yürütülmektedir.

Yukarıda yeralan konut finansmanı süreçlerini birincil ve ikincil piyasalar olarak ikiye ayırarak incelemek de mümkün bulunmaktadır. Konut kredisi veren kuruluşlar ile kredi kullanıcılarının karşılaştıkları piyasa birincil piyasa olarak adlandırılmakta ve doğrudan kullanıcılara kredi veren kuruluşlar birincil kredi verenler (primary lenders) olarak isimlendirilmektedir. Yurtdışı uygulamalarında çok farklı türde kuruluşlar birincil kredi veren olarak karşımıza çıkabilmekte olup, mevduat bankaları, konut kredisi verme konusunda uzmanlaşmış ipotek bankaları, tüketici finansman şirketleri, kamu kurumları,

tasarruf ve kredi birlikleri ve finansal kiralama şirketleri en sık karşılaşılan birincil kredi veren kuruluşlardır.

Kredi veren kuruluşların kendi finansmanlarını mevduat dışında, kredi portföylerinin devri ve menkul kıymetleştirme sonucunda ipoteğe dayalı menkul kıymetler ve ipoteğe teminatlı menkul kıymetler yoluyla sağladıkları piyasalara ikincil konut finansman piyasaları denilmektedir. Pek çok ülkede sermaye piyasaları konut finansmanı için uzun vadeli ve büyük miktarda kaynaklara sahip bulunmaktadır. Bireysel emeklilik ve sigorta şirketleri bu uzun vadeli bol kaynakları temin edecek fonları yaratmış bulunmaktadır. Bu türden kurumsal yatırımcılar konut finansmanından kaynaklanan kompleks riskleri yönetebilecek bilgi ve tecrübeye sahip bulunmaktadır.

Gelişmiş ülkelerde konut finansmanında artan rekabet ve gelişen teknoloji ile, kredi danışmanlığı, kredi aracılığı ve kredi verilmesi; kredi verilmesi sonrası hizmetlerin yürütülmesi; kredi portföylerinin yönetilmesi ve fonlanması süreçlerinin tamamının tek bir finansal kurum bünyesinde yürütülmesi (bundled mortgage finance) aşamasından, tüm bu süreç ve işlemlerin uzmanlaşmış farklı kurumlar tarafından yürütüldüğü (unbundled mortgage finance) aşamaya geçilmiştir. Farklı kurumların yer almasıyla dağıtım kanallarında internet kullanımı ile perakendeci ve tüketiciye yakın uzman kredi araçlarının rolü artmış; hizmet veren ve kreditor kurumların otomasyona geçmeleriyle standardizasyon ve hız sağlanmış, kredi sonrası hizmetlerin kreditor kurum dışındaki kurumlarca yürütülmesi maliyetleri düşürmüştür; kredi portföyünün yönetiminde ipotek ve diğer sigortalar devreye girerek uzmanlaşma sağlanmıştır (Lea, 2000).

Finansal sistemin gelişmişliğine yönelik en önemli işaretlerden biri kurumsal bir konut finansman sisteminin mevcudiyetidir. Ekonominin gelişim seviyesi arttıkça, konut finansman sistemi de daha geniş bir alana yayılmakta, birincil ve ikincil piyasaların tüm unsurları yer almakta ve kaynakları ve kurumları uluslar arası bir mahiyet kazanmaktadır.

Gelişmiş bir finansal sisteme sahip olmayan ülkelerde, konut alımları riskli ve maliyetli bir yöntem olan yap-sat usulü, uzun yıllar süren para biriktirme, eş- dost yardımı veya miras yoluyla fonlanabilmektedir. Bu yöntemler finansal sistem dışı olduğu gibi, ekonomide kaynak tahsisini etkinlikten uzaklaştırmakta, sisteme hesaplanması zor

maliyetler yüklemekte ve en temel bir insan hakkı olan konut sahibi olmayı güçleştirmektedir. Ayrıca konut finansmanında devlet destekli bazı programlar da uygulanmaktadır (White, 2004).

Ekonomik ve sosyal açıdan verilen öneme rağmen gelişmekte olan piyasalarda (emerging markets) ipotek kredilerine ulaşım maliyetlidir ve bunların hacmi düşük olduğu gibi mevduatlarla fonlanmaktadır. Kreditörler kredi, likidite ve faiz oranı riskine daha fazla maruz durumdadır ve tüm bu sebeplerden dolayı konut finansmanı pahalıdır. Buna rağmen, gelişmekte olan piyasalarda devlet, nüfus artış hızı, hızlı şehirleşme ve orta sınıfların konut sahibi olma konusundaki talepleri karşısında konut finansman sistemini geliştirmeye çalışmaktadır (Lea, 2000).

Gayrimenkul piyasasının gelişimi ve reformu yoksulluğun azaltılması ve ekonomik gelişme için zorlayıcı bir faktördür. Gayrimenkul piyasasının gelişimiyle ekonomik gelişme ve yoksulluğun azaltılması arasındaki pozitif ilişkiyi destekleyen pek çok çalışma bulunmaktadır (Galal ve Razzaz, 2001).

Kentleşme ile ekonomilerin gelişmişlik seviyesi arasındaki ilişkiye yönelik yapılan araştırmalarda, ekonomilerin sanayileşmesi sürecinde kentleşmenin arttığı gözlemlenmektedir. Yapılan gözlemlere göre kentleşme oranı az gelişmiş ekonomilerde %20 mertebelerinde seyrederken, gelişmiş ekonomilerde ise %80 mertebelerinde bulunmaktadır. Bu gelişme sürecinde kentsel bölgelerdeki gayrimenkullerin milli gelire oranı da artmaktadır. Buna göre, az gelişmiş ekonomilerde kentsel gayrimenkul varlıklarının milli gelire oranı %15 mertebelerinde iken, gelişmiş ekonomilerde bu oran %60'ın üzerine çıkmaktadır (Renaud, 2003).

Konut finansman sistemi gelişim düzeyi ile ilgili en temel göstergelerden biri, konut kredilerinin gayrisafi milli hâsılaya oranıdır. Bu oran ABD'de % 69 (2003) iken, gelişmekte olan ülkeler ortalaması ise % 2 (Boleat, 2005) ve 27 ülke ortalaması da AB'de % 49 (2007)² mertebesindedir.

² European Mortgage Federation. Mayıs 2008. <http://www.hypo.org/Content/Default.asp>

1.2. KONUT FİNANSMAN YÖNTEMLERİ

Konut finansmanında mevduat, konut kredilerinin satışı ve kredi ile menkul kıymetleştirme ve sermaye piyasaları yoluyla finansman olmak üzere çeşitli yöntemler yöntemler uygulanmaktadır. Bu yöntemler aşağıda verilmektedir.

1.2.1. Mevduat Yoluyla Finansman

Mevduata dayalı konut finansmanı birçok ülkede gelenekselleşmiş bir şekilde uygulanan ve halen konut finansmanına yönelik kurumsal sistemler içerisinde önde gelen bir modeldir. Bu modelde ticari bankalar, yatırım bankaları, tasarruf ve kredi birlikleri gibi çeşitli kuruluşlar hane halkından topladıkları mevduatı konut kredisi olarak tüketicilere aktarmaktadırlar. Bu kuruluşlar hem krediyi vermekte, hem gerekli fonu toplamakta, hem de bu işlerle ilgili tüm hizmetleri yürütmektedir. Mevduatların vade yapısı ve döngüsü bu sistemin en önemli dinamiklerindedir.

Mevduat toplama özü itibariyle ucuz bir fonlama mekanizması olmakla birlikte, geniş şube ağlarını gerektirmesi nedeniyle kredi verenlerin faaliyet giderlerini artırmaktadır. Ayrıca konut kredilerinin orta ve uzun vadeli yapısına karşı, mevduat daha kısa vadeli olduğundan varlık ve yükümlülük yönetimine daha fazla ihtiyaç duyulmaktadır.

İpoteğe dayalı veya ipotek teminatlı menkul kıymetler ile sermaye piyasasından fonlama giderek artmasına rağmen Avrupa Birliği ülkelerinde mevduatlar ile fonlama baskın durumdadır ve tüm AB ülkelerinde yaklaşık olarak % 70 seviyesindedir. Özellikle gelişmiş bir konut finansman sistemine sahip olarak konut kredilerinin milli gelire oranı % 83,1 olan İngiltere’de konut finansmanının asıl fonlama kaynağı mevduatlardır. Ancak AB’de 1999–2006 döneminde mevduatlar % 33 oranında artarken, konut kredilerinin % 83 oranında artış göstermiş olması dikkate çekicidir.(Avrupa Komisyonu, 2006) ABD’de ise 1980 li yılların başına kadar konut finansmanında mevduatın payı % 70 civarında iken halen % 30 seviyesinde bulunmaktadır (Schnure,2005)

Bununla birlikte mevduatın konut finansmanındaki ağırlığı ile konut finansman sisteminin gelişme düzeyi arasında bir bağlantı kurulması mümkün bulunmamaktadır.

1.2.2. Konut Kredilerinin Satışı (whole loan sale) ve Kredi Yoluyla Finansman

Portföydeki konut kredisi alacaklarının elden çıkarılması esas itibariyle bir finansman yöntemi olmasa da, kredi verenlerin risk yönetimi ve likidite temini için önemli bir araçtır. Konut kredilerinin tek tek satılması söz konusu olduğu gibi gruplanarak toplu bir şekilde satılması da mümkündür. Kredi satışları rücu edilebilir (with recourse) veya rücu edilemez (without recourse) olarak yapılabilmektedir. Rücu edilebilir kredi satışlarında kredi kullanıcılarının geri ödemeleri aksatması durumunda krediyi satın alan tarafın satan taraftan ilgili tutarları talep etme hakkı bulunmaktadır. Rücu edilemez kredi satışlarında ise satan tarafın geri ödemelerle ilgili her hangi bir yükümlülüğü kalmamakta, tüm risk satın alan tarafa geçmektedir. Genellikle sermaye yeterliliği ve benzeri düzenlemelerde rücu edilebilir satışlar gerçek satış (true sale) olarak kabul edilmemektedir (Teker ve diğerleri, 2004).

Konut kredilerinin satışı 1980'li yılların başında ABD'de kredi süreçlerinin bölünerek farklı uzman kurumların sistemde yeralmaya başlaması ile yoğunlaşmıştır. Bu süreç aynı zamanda, kredi portföylerini devralan finansal kurumlar aracılığıyla menkul kıymetleştirme için tetikleyici bir fonksiyon görmüştür (Avrupa Komisyonu, 2006).

Konut kredilerinin kredi verenlerce satışında alıcılar genellikle toptancı bankalar ve merkezi ikincil kuruluşlar olmaktadır. Toptancı bankalar ve merkezi ikincil kuruluşlar devralacakları kredilere ilişkin standartları detaylı bir şekilde belirlemektedirler. Bu şekilde işlemler çok daha sistematik bir hale gelmekte, hızlı ve verimli bir şekilde yürütülebilmektedir. Ayrıca geliştirilen standardizasyon sayesinde satıcı ve alıcı taraflar kredilerin niteliklerini doğru bir şekilde değerlendirebilmekte ve alıcılar rücu etme hakkı olmaksızın kredileri rahatça satın alabilmektedir.

Konut kredilerinin sistematik olmayan bir şekilde alıcı ve satıcı taraflar arasındaki münferit sözleşmeler ile gerçekleştirilmesi ise son derece zor ve maliyetli olmaktadır. Bu durumda her bir kredi satışının başlı başına organize edilmesi ihtiyacı doğmaktadır. Tüketicilere kredi açılışlarında değerlendirme kriterlerinin ve uygulanan belge düzeninin kurumdan kuruma farklılık gösterebileceğinden kredi değerinin belirlenmesi zorlaşmakta ve taraflar arasındaki bilgi asimetrisi nedeniyle alıcılar rücu edilemez bir şekilde kredileri devralmakta tereddüt etmektedir. Bu tür durumlarda daha çok rücu edilebilir satışlar söz

konusu olmakta ve sözleşmelere problemlı kredilerin geri iade edilebilirliğine yönelik şartlar eklenmektedir.

Konut kredisi veren kuruluşlarının bu kredileri finanse etmek için kullanabilecekleri en basit yol ikincil bir kuruluştan kredi kullanmaktır. ABD'deki Federal Konut Kredileri Bankaları (Federal Home Loan Banks) örneğinde olduğu gibi genellikle birincil kredi veren bankaların toptancı bankalardan aldıkları kredileri bu kapsamda değerlendirmek mümkündür. Bu noktada verilen konut kredisi ile kullanılan kredi arasında her hangi bir bağlantı bulunmaması mümkün olduğu gibi, toptancı bankaların kredi verirken bu kredilerin belirli tipte konut kredileri verilmesi için kullanılmasını zorunlu tutması da söz konusu olabilmektedir. Birincil kredi veren tarafından verilen konut kredilerine dayalı alacakların, ikincil kuruluş tarafından sağlanan kredi için nasıl bir teminat oluşturacağı tarafların arasında serbestçe belirlenebilmektedir (Tekere ve diğere, 2004).

1.2.3. Menkul Kıymetleştirme ve Sermaye Piyasaları Yoluyla Finansman

Mevduat toplamının alternatifi olarak tahvil ihracı yoluyla da konut kredilerinin finanse edilmesi mümkündür. Özellikle yaygın bir teşkilata sahip olmayan birincil kredi verenler tahvil ihracı yoluyla topladıkları fonlardan diğere kredilerin yanı sıra konut kredisi de kullanılabilmektedir. Bu tahviller nitelik itibariyle genel borçlanma senetleri olup, ipoteye dayalı menkul kıymetlerin aksine geri ödemelerin gerçekleştirilmesi tamamen tahvili ihraç eden kuruluşun mali durumu ile ilgilidir. Adi tahvil ihracı ile toplanan kaynaklar ile konut kredisi verilmiş olsa dahi, tahvil sahiplerinin bu kredilerin geri ödemeleri üzerinde her hangi bir ayrıcalıklı hak sahibi olması söz konusu olmamaktadır. Bu nedenle bu tür bir tahvil ihracının başarısı, doğrudan ihraççı kurumun mali gücü ve kredibilitesi ile ilişkilidir. Konut kredilerini finanse etmek isteyen kuruluşlar genellikle, tahvil yerine derecelendirme notunun da daha yüksek olması nedeniyle ipotek teminatlı menkul kıymetleri tercih etmekte, ancak teminat olarak kullanılabilecek konut kredilerinin farklı özellikler içerdiği ve havuz halinde gruplanmadığı durumlarda adi tahvil ihracı alternatif bir finansman aracı olarak değerlendirilmektedir.

İpotek teminatlı menkul kıymetler ile ipoteye dayalı menkul kıymetler genel olarak konut finansmanında ikinci piyasa sistemleri içinde değerlendirilmektedir. Bunlardan

ipoteke teminatlı menkul kıymetler bilanço içi, ipoteğe dayalı menkul kıymetler ise bilanço dışı menkul kıymetleştirme yoluyla ihraç edilmektedir.

İkinci piyasa sistemleri, bir başka deyişle menkul kıymetleştirme ABD’de konut finansmanının en önemli bölümünü teşkil eder. ABD’de 2003 yılında ipoteke kredilerinin yarısı ipoteke teminatlı menkul kıymetler ile fonlanmıştır. (White, 2004) Avrupa Birliğinde ise ipoteke kredilerinin % 10’ u ipoteğe dayalı menkul kıymetler ve % 10’u da ipoteke teminatlı menkul kıymetler ile fonlanmaktadır (Avrupa Komisyonu, 2006).

1.3. ULUSLAR ARASI KONUT FİNANSMANI UYGULAMALARI

Konut finansmanının örgütlenmesi konusunda farklı örnekler bulunmaktadır. Bu örnekler, ülkelerin finansal ve ekonomik gelişmişlik seviyelerine, ihtiyaçlarına, devletin konut sistemine müdahalesine ve tarihi tecrübelerine göre farklılıklar göstermektedir. Aşağıda bu örneklerden bazıları ele alınmaktadır.

1.3.1. ABD Modeli

ABD dünyanın en büyük konut finansman sistemine sahip ülkesidir. Eylül 2007 itibariyle ABD de ipoteke kredilerinin toplam hacmi 11,8 trilyon dolar olarak tahmin edilmektedir.³ ABD’de uygulanan tek bir model bulunmamakta farklı yöntemlerle konut finansmanı sağlayan kuruluşlar yer almaktadır.

Bu kuruluşlardan Federal Housing Administration (FHA), gelir düzeyi düşük olan ailelerin konut sahibi olmalarının desteklenmesi amacıyla ABD hükümeti tarafından kurulmuş bir kurumdur. FHA temel olarak kendi belirlediği kredi kuruluşlarını, yine kendi belirlediği koşullarla verdikleri konut kredilerinde, borçluların krediyi geri ödeyememelerine karşı sigortalamaktadır. Böylece kredi kullanan kişinin geri ödemeleri yapamaması halinde ödemeleri FHA gerçekleştirmektedir (Teker,1997).

FHA bir kamu kurumu olmasına karşın faaliyetlerini sigorta primlerinden elde ettiği gelirlerle sürdürmekte ve ek bir kamu kaynağına ihtiyaç duymamaktadır. FHA’nın sigorta primleri kredi kullanıcıları tarafından karşılanmakta ve genellikle aylık ödemelere dâhil edilmektedir.

³ (Fannie Mae.Mayıs 2008. <http://www.fanniemae.com/> .

FHA'dan kendi finansmanını sağlaması, zarar etmemesi beklenirken, uzun dönemde kâr etmesi de beklenmemektedir. Bu yapısı ile FHA, aynı alanda faaliyet gösteren özel sektör kuruluşlarına göre daha düşük maliyetlerle sigortalama yapabilmekte ve kredi kullanıcılarına daha uygun koşullar sunabilmektedir.

Diğer yandan Veterans Administration (VA), ABD hükümeti tarafından 2. dünya savaşından dönen gazilerin konut edinmelerinin desteklenmesi için kurulmuş olan ve askerlerin ve asker emeklilerinin aldıkları konut kredilerini sigortalayan FHA benzeri bir kurumdur. Yine benzer bir şekilde kredi kullanıcıları sigorta karşılığında VA'ya ücret ödemektedirler.

ABD'de, Federal Konut Kredileri Bankaları da, bankacılık sisteminin yaşadığı likidite krizi sonrasında 1932 yılında devlet destekli olarak kurulmuştur. Mevcut durumda ABD'de farklı eyaletlerde faaliyet gösteren 12 adet federal konut kredisi bankası bulunmakta ve bu bankalara yaklaşık olarak 8.100 civarında kredi kurumu üye bulunmaktadır. Sistemin düzenleme ve denetimi de Federal Konut Finansmanı Kurulu tarafından yapılmaktadır.

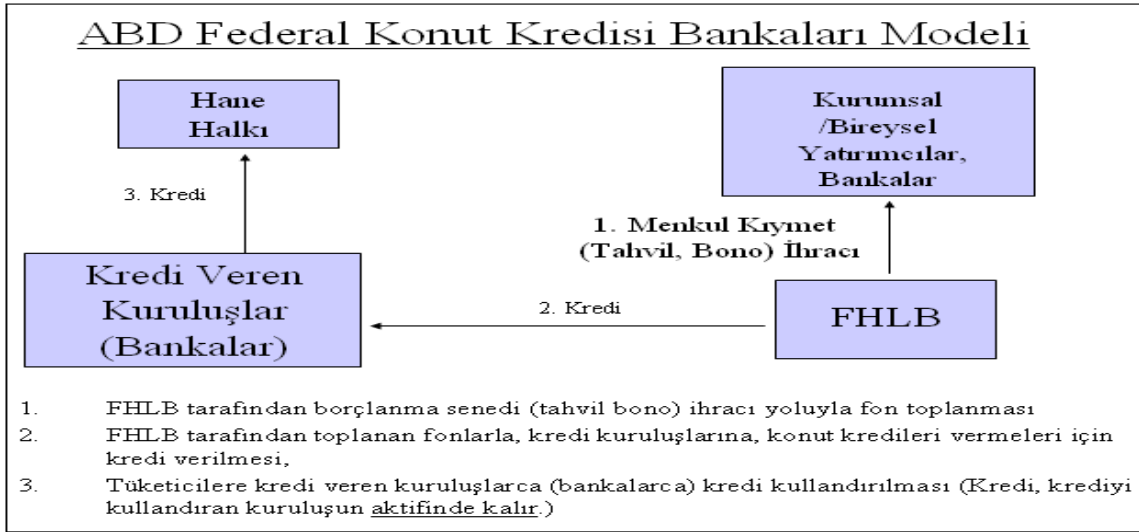
Bu bankaların temel amaçları ipoteğe dayalı kredi kullanımının desteklenmesidir. Bu amaçla bu bankalar temel olarak finansal kuruluşlara konut kredileri vermeleri için avans niteliğinde borç vermektedir. Diğer bir deyişle bu bankalar konut kredisi vermek isteyen finansal kuruluşların fon temin ettiği toptancı banka görevini üstlenmiştir. Kredi kurumlarının kredi portföylerini bu bankalara aktarmaları sonucunda kredi ve likidite riskine maruz kalmadıklarından daha fazla konut kredisi verme imkânına kavuşmaktadır (Frame ve diğerleri, 2007).

Bu 12 bankanın ortakları, sayıları 8000'i geçen finansal kuruluşlar olup, halka açıklık yerine ilgili kuruluşların ortak/üye olduğu bir sistem kurulmuştur. Diğer bir deyişle bankaların kredi vermeleri için borç verdiği kuruluşlar çoğunlukla bankaların ortakları/üyeleridir. Bunun sonucunda kâr etmenin birinci amaç olmadığı, bunun yerine ortakların/üyelerin menfaatlerinin gözetildiği bir yapı ortaya çıkmıştır. Ayrıca bu yapı, Federal Konut Kredisi Bankalarının piyasa faiz oranlarından daha düşük faiz oranları ile kredi verebilmelerine imkân sağlamıştır.

Federal konut kredisi bankaları, diğer kuruluşlara borç verebilmek için gereken kaynakları sermaye piyasalarında borçlanma senetleri ihraç ederek temin etmektedir. Bu ihraçlar halka arz şeklinde olabileceği gibi tahsisli satış şeklinde de olabilmektedir. Bu bankalar tarafından ihraç edilen kıymetler ticari bankalar, merkez bankaları, yatırım fonları, anonim şirketler, emeklilik fonları, kamu kurumları ve bireysel yatırımcılar tarafından satın alınmakta ancak bu menkul kıymetler devlet garantisi altında bulunmamaktadır. Ancak federal konut kredisi bankalarının ihraç ettiği kıymetler derecelendirme kuruluşlarından en yüksek kredi notunu alabilmekte ve faiz oranları kamu borçlanma araçlarının biraz üzerinde olduğundan fonlama maliyeti düşük bulunmaktadır. Ayrıca bu kıymetlerden elde edilen faiz gelirleri için yerel ve federal düzeyde vergi istisnaları sağlanmış bulunmaktadır.

Aşağıdaki şemada sistemin işleyişi özetlenmektedir (Tekere ve diğerleri, 2004).

Şekil 1. Federal Konut Kredisi Bankaları Modeli



ABD’de 1980 li yılların başından itibaren konut finansmanında mevduatın payı giderek azalmış ve devlet desreкли ikinci piyasa kurumları tarafından ihraç edilen ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin rolü ve önemi artmıştır.

Bu kuruluşlardan birincisi olan Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) 1938 yılında devlet tarafından kurulmuş ve 1968 yılında halka açık bir şirkete dönüştürülmüştür. Fannie Mae halen ABD’de bulunan en büyük konut finansmanı

kuruluşudur. 1970 yılında da Fannie Mae'nin piyasalardaki tekelci konumunu azaltmak amacıyla Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) kurulmuştur. Freddie Mac de halka açık bir şirket olarak faaliyet göstermektedir. Her iki kuruluşun da esas fonksiyonu kendi belirledikleri standartlara uygun konut kredilerini kreditorlerden satın almak, bu kredileri menkul kıymetleştirmek ve bu menkul kıymetlerden oluşan portföyleri yönetmektir. Bu kuruluşlar dolaylı ya da dolaysız devlet güvencesi taşıdığından fonlama maliyetleri piyasa ortalamasından yaklaşık % 0,5 düşüktür. Bu kuruluşların, ABD Hazinesi nezdinde bugüne kadar hiç kullanılmamış olan 8,5 milyar ABD doları tutarında bir acil durum kredi hakları bulunmaktadır (Teker ve Diğerleri, 2004).

Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) ise 1968 yılında kurulmuştur. Fannie Mae ve Freddie Mac adlı kuruluşlardan farkı paylarına tamamen devletin sahip olması ile FHA ve VA tarafından garanti edilmiş ipotek kredilerini menkul kıymetleştirmeye konu etmesidir. Ginnie Mae tarafından ihraç edilen ipoteye dayalı menkul kıymetler de devletin garantisi altındadır.

Bu üç merkezî ikincil ipotek finansmanı kuruluşunun büyük katkıları ile ABD'de konut kredilerinin yarısından çoğu menkulleştirilmiştir. Konut sahipliği oranı % 65 seviyesindedir ve satın alımlarının % 60'ı ipotek kredileri ile yapılmaktadır (Taff, 2002).

İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin gelişiminde önemli fonksiyon görmüş olan bu kurumların ihraç ettiği menkul kıymetler (agency mortgage backed securities) çalışmanın ikinci bölümünde incelenmektedir.

1.3.2. Avrupa

Avrupa'da konut kredileri büyük ölçüde mevduatla fonlanmakta ve konut kredilerini fonlayıcı devlet destekli ikinci piyasa kuruluşları bulunmamaktadır. Krediler, kreditor kuruluşların finansal güçleri ve menkul kıymetlerin kalitesi ile fonlanmaktadır. Avrupa Birliği yasaları garanti şeklindeki kamu desteğini yasaklamıştır. Bu hizmet bazı Avrupa ülkelerinde merkezi özel kuruluşlarca verilmektedir. Dolayısıyla, ABD'de ipotekli menkul kıymetler, hazine bonoları ile aynı faize sahipken Avrupa Birliği'nde bu oran devlet tahvillerinin %0.75-1,5 üzerindedir (Hardt ve Lichtenberger, 2001).

Faiz oranlarının durumu başta olmak üzere çeşitli nedenlerle borcun yeni bir konut kredisi ile kapatılarak yeniden (örneğin 30 yıl) borçlanılması ABD’de çok yaygın bir uygulamadır. 30 yıl vadeli sabit faizli konut kredilerinin ortalama vadeleri 7 yıl civarındadır (Schwartz ve Torous, 1989). Avrupa’da ise erken ödemeyi caydırıcı bazı masraflar ve engeller bulunduğundan bu tür bir risk bulunmamaktadır (Coles, 2001).

Avrupa’da ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin payı da son yıllardaki artışa rağmen ABD ile mukayese edilemeyecek boyuttadır. Bunun nedenleri arasında, AB’de menkul kıymetleştirme işlemi daha ziyade bilanço içi yapıldığından, işlemin kreditor kuruluşlara risk yönetimi açısından daha kısıtlı fayda sağlaması; çoğu banka için perakende kredi işlemlerinin, toptan kredi işlemlerinden daha az maliyetli olması; Avrupa’da, dolaylı ya da doğrudan devlet desteğine sahip merkezi ikincil piyasa kuruluşlarının bulunmaması yer almaktadır (Merrill ve diğerleri, 1999).

Gayrimenkul değerlendirme, tüketici riski analizi, icra iflas bilgileri gibi bazı temel verilerin belirli bir standartta olmaması, sistemin gelişimini yavaşlatmaktadır. ABD’deki ikincil piyasa kuruluşlarının büyüklüğü, piyasalara kendi standartlarını uygulamalarını sağlamıştır. Sözgelimi, Fannie Mae tarafından geliştirilen bir yazılım sayesinde Fannie Mae tarafından satın alınan kredilerde temerrüt oranı %1’in altına inmiştir. Avrupa’da ise bu tür bir standardizasyon bulunmamaktadır (Taff, 2002).

Avrupada 2007 yılında yapılan ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraçlarının toplam tutarı 262 milyar Euro seviyesindedir. Bu tutarın 2008 yılında yüzde 50’ye yakın düşüşle 132 milyar Euro seviyelerine olacağı tahmin edilmektedir⁴. Aşağıda bazı Avrupa ülkelerinde konut finansman sisteminin temel unsurları verilmektedir.

Almanya

Almanya’da farklı türdeki ticari bankalar, kamu tasarruf bankaları, kooperatif bankaları ile yapı kredi birlikleri, özel amaçlı kredi kuruluşları, sigorta şirketleri, leasing şirketleri gayrimenkul finansmanına yönelik krediler verebilmektedir. Diğer yandan bu konuda uzmanlaşmış ipotek bankaları bulunmakta olup, bu bankalar “Pfandbrief” adı

⁴ European Securitization Forum. Haziran 2008. <http://www.europeansecuritisation.com/>

verilen menkul kıymetleri ihraç etmekte ve topladıkları fonları konut finansmanı, ticari gayrimenkul finansmanı için kamu sektörüne ve bireylere kredi olarak vermektedir (Teker ve diğerleri, 2004). Ancak Almanya’da yapılan bir kanun değişikliği ile ipotek bankaları dışındaki bankaların da ipotek teminatlı menkul kıymet ihracına imkân sağlamıştır.

İpotek bankaları 2002 yılı sonu itibarıyla konut finansmanında %22’lik, ticari gayrimenkul finansmanında %44’lük, kamu sektörüne kredilerde %45’lik paya sahip olup, “Pfandbrief” ihracının %59’unu gerçekleştirmektedir (Teker ve diğerleri, 2004). İpotek teminatlı menkul kıymetler bu çalışmanın ikinci bölümünde ele alınmaktadır.

Danimarka

Danimarka’da gayrimenkul finansmanında en önemli rolü, mevcut sayıları 8 adet olan ipotek bankaları üstlenmiş bulunmaktadır. Bu bankalar temel olarak sermaye piyasalarında borçlanma araçları ihracı yoluyla fon toplamak ve ipotek karşılığı gayrimenkul kredisi vermek konusunda uzmanlaşmışlardır. Tümü ulusal düzeyde hatta bazıları Danimarka dışındaki ülkelerde de faaliyet gösteren bu bankalar kısmen de olsa kredi verdikleri gayrimenkul türleri konusunda birbirlerinden farklılaşmıştır. Örneğin bu bankalardan biri olan BRFKredit daha çok bireylerin oturacakları evlere yönelik krediler verirken, LR Realkredit büyük çaplı yapılaşma projelerine ve özellikle kamu destekli projelere kredi vermektedir (Teker ve diğerleri, 2004).

Danimarka modeli yaklaşık 200 senedir başarılı bir şekilde işlemektedir. İkinci Dünya Savaşı sırasında dahi kredi ödememe oranının %1 in altında kalması sistemin etkinliğini göstermektedir. Benzer bir model Şili’de de başarılı bir şekilde uygulanmıştır. Bu modelde de ipotek kredileri teminatı karşılığında tahvil ihraç edilmektedir. Pfandbrief modelinden farkı ipotek bankaları bu tahvillerin ihraççısı değil sadece aracısıdır. İhraççılar kredi alan tüketicilerdir. İpotek bankaları tüketici kredilerini bir araya getirerek tüketiciler adına 2-3 yıl süreli bir çok teminat havuzu üzerinden tahvil ihracına aracılık etmektedirler. Yatırımcılar bu havuzlardan pay satın almaktadır. Bu tahviller ödeme aktarmalıdır. Tüketicilerden gelen hem anapara hem de faizler aynen tahvil yatırımcılarına aktarılmaktadır. Bu sistemde fazladan teminatlandırma yapılamamaktadır. Tüketiciler

kredilerini erken kapatabilmekte ya da kendi kredileri karşılığı ihraç edilen tahvilleri satın alarak kredi kuruluşlarına iade edebilmektedir (Teker ve diğerleri, 2004).

Danimarka sisteminde görülebileceği üzere bankalar aracı rolü üstlenmeleri nedeniyle risk taşımamaktadır. Riskler tahvil yatırımcılarına tüketiciler tarafından satılmaktadır. Alman modelinde ise risk ipotek bankaları tarafından üstlenilmektedir.

Danimarka'da ipotek karşılığı kredilerin koşulları yasalarla detaylı bir şekilde belirlenmiştir. Bu kredilerin faiz oranları ise şeffaf bir şekilde piyasada belirlenmektedir. Teminat niteliği taşıyan ipoteklerin bulunması, sürecin yasalarla detaylı olarak düzenlenmiş olması ve ipotek bankalarının sermaye yeterliliklerinin kamu otoritelerinin denetimi altında bulunması tahvillere olan güveni artırıcı unsurlardır.

İpoteğe dayalı tahviller için piyasa yapıcılık sisteminin zorunlu tutulmasının da etkisiyle geniş ve derin bir piyasası olan bu kıymetler yatırımcıların ihtiyaç duydukları likiditeyi de sağlamaktadır. Bu özellikleri ile ipoteğe dayalı tahviller, yerli ve yabancı bireysel yatırımcılar ile emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcılar için cazip bir yatırım alternatifi haline gelmiştir Danimarka'daki ipoteğe dayalı tahvillerin yaklaşık %70'i sigorta şirketleri ve emeklilik fonlarının portföylerindedir.

Dünyanın önde gelen tahvil piyasalarından biri olan Danimarka'da 2003 Haziran sonu itibarıyla piyasa değerleri toplamı 324 milyar Euro olan tahvillerin yaklaşık %60'ını ipoteğe dayalı tahviller oluşturmaktadır (Teker ve diğerleri, 2004).

İngiltere

İngiltere'de ipoteğe dayalı konut finansmanına yönelik kamu tarafından tasarlanmış bir sistem ya da buna dönük bir devlet politikası bulunmamakta olup, ipoteğe dayalı konut kredileri bankacılık sisteminin bir fonksiyonu olarak gelişmiştir. İngiltere, uygun makroekonomik koşullar ve yasal düzenlemelerin mevcudiyeti ile bankacılık sisteminin konut finansmanını başarılı bir şekilde gerçekleştirebildiğinin güzel bir örneğidir.

İngiltere’de yaklaşık 150 yıldır değişken şartlara çok iyi uyum sağlayan bir konut finansman sistemi bulunmaktadır. Bu sistem, devletin herhangi bir politikası ve uygulaması sonucunda gelişmiş değildir (Boleat, 2004).

İngiltere’de geleneksel olarak konut kredisi veren temel kuruluşlar ipotek bankası olarak faaliyet gösteren ve mevduat toplayabilen yapı kooperatifleri iken 1980’lerden sonra ticari bankalar bu piyasada aktif hale gelmiş, hatta bazı yapı kooperatifleri bankaya dönüşmüş ve bazı bankalarla yapı kooperatifleri arasında birleşmeler gerçekleşmiştir. Kuruluşların örgütlenme biçiminde değişiklikler olsa da, İngiltere’de konut kredileri büyük ölçüde bankacılık kanalıyla ve toplanan mevduatlarla finanse edilmiştir (Boleat, 2004).

Buna karşılık son dönemlerde mevduatın yanı sıra bankalar konut kredilerini tahvil ihracı yolu ile topladıkları fonlarla da finanse etmeye başlamışlardır. Bu finansman türü de yine düzenlenen bir sistem çerçevesinde değil, İngiltere mali piyasalarındaki esneklikten faydalanılarak gerçekleştirilmektedir.

1.3.3. Gelişmekte Olan Ülkeler

Günümüzde gelişmekte olan ülkelerde konut finansman sistemleri genellikle küçük çaplıdır. Bu ülkelerde ipoteğe dayalı finansman sistemlerinin geliştirilmesi, genel ekonomik kalkınma çabalarının bir parçası olarak ele alınmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler için genel geçerliliği olan bir ipotekli konut finansman sisteminden söz etmek mümkün değildir. Her ülkenin sistemi, kendi makroekonomik koşulları, bankacılık sektörünün yapısı, vergi sistemi, teşvik programları ve konut piyasalarının organizasyon yapısına göre şekillenmiştir. Bu değişkenler krediler için gerekli kaynakların temininin bankacılık sektörü ya da sermaye piyasaları aracılığıyla sağlanması tercihi de belirleyici olmuşlardır.

Gelişmekte olan ülke deneyimlerine ilişkin bir tablo aşağıda verilmektedir. (Chiquer ve diğerleri, 2004)

Tablo 1. Gelişmekte Olan Ülkelerde Konut Finansmanı Uygulamaları

İpotek Tahvilleri	Ödeme Aktarmalı İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler	Yapısal Finansman	Kurum İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleri	Likidite Kaynakları Kullananlar
Şili Polonya Çek Cumhuriyeti Macaristan	Hong Kong	Kolombiya Arjantin Şili Meksika Güney Afrika Kore Filipinler Trinidad Panama	Arjantin Brezilya Kolombiya Hong Kong Kore Trinidad Tayland	Malezya Trinidad Güney Afrika Hindistan

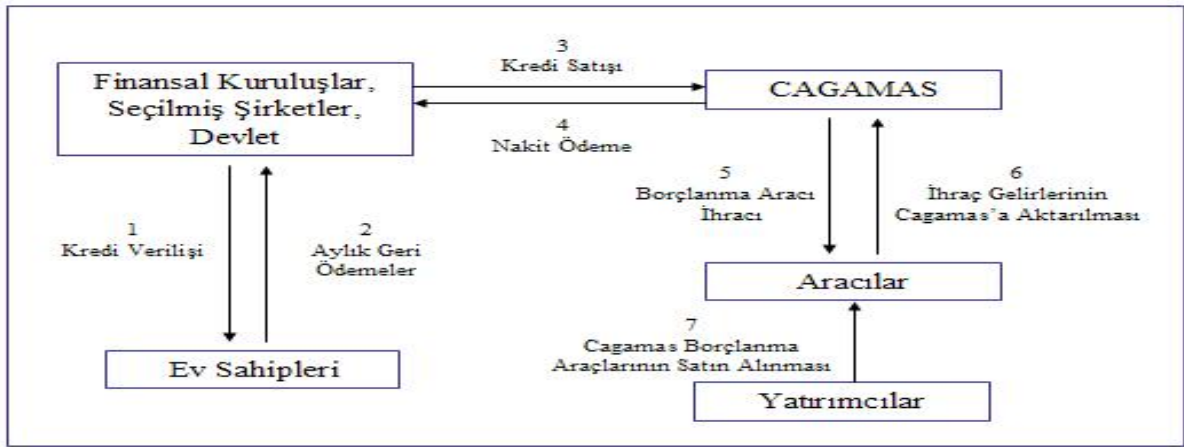
Tabloda görüleceği üzere, mevduatların yanında ülkelerin konut finansmanında farklı uygulamaları bulunmakta, her ülke kendi ekonomik ve finansal sistemine uygun model geliştirmeye çalışmaktadır. Aşağıda özellikle ikinci piyasa kurumları oluşturarak menkul kıymetleştirme yöntemi izleyen ülkelerden Malezya, Kolombiya, Güney Kore ve Meksika uygulamaları verilmektedir.

Malezya

Malezya'da hem ipotek bankalarının hem de Fannie Mae'nin özelliklerini taşıyan bir model tercih edilmiştir. Cagamas Berhad özellikle alt gelir gruplarının ev sahibi olabilmelerine yönelik imkânların artırılması amacıyla finansal ürün ve hizmetler üretmek amacıyla 1987 yılında kurulmuş özel bir şirkettir. Şirketin sermayesinin %20'si Malezya Merkez Bankası'na ait olup, geri kalan kısmı özel sektör grupları arasında dağılmış durumdadır (Chiquer ve diğerleri, 2004).

Cagamas modeli aşağıdaki şemada verilmektedir (Teker ve diğerleri, 2004).

Şekil 2. Cagamas Modeli



Cagamas sermaye piyasalarında ihraç ettiği borçlanma senetleri ile topladığı fonları ABD Federal Konut Kredisi Bankaları'na benzer bir şekilde finansal kurumlar, özel şirketler hatta hükümete konut kredisi vermesi için kullandırmakta ya da söz konusu konut kredilerini ilgili kuruluşlardan satın almaktadır (Chiquer ve diğerleri, 2004).

Cagamas kuruluşundaki tetikleyici etken bankalar üzerindeki düşük faizli ve sosyal amaçlı konut kredisi verme zorunluluğu olmuştur. Malezya'da her banka için, bankanın tipine ve büyüklüğüne göre Merkez Bankası tarafından kotalar belirlenmekte ve bankalar belirli bir değer altındaki konutlara yönelik olmak üzere, en az kotaları kadar piyasa faiz oranından daha düşük oranlarda konut kredisi vermek zorundadırlar.

Bankaların bu kredileri sürdürebilmeleri ve gerekli likiditeyi sağlamaları için bir aracı kuruluşa ihtiyaç duyulmuş ve Cagamas bankalara gerekli fonlamayı sağlayan kuruluş olmuştur. Tek tek bankaların tasarruf sahiplerinden fon temin etmeye çalışmaları yerine bu işlemin merkezi ve güvenilir bir kuruluş tarafından yürütülmesi, güveni artırırken maliyetlerin de düşürülebilmesini sağlamıştır.

Cagamas'ın kredi veren kuruluşlara sunduğu iki farklı ürün grubu bulunmaktadır. Kredi veren kuruluşlar verdikleri kredileri ABD Fannie Mae modeline benzer şekilde Cagamas'a satıp bütünüyle bilançolarından çıkartabilmekte ya da ABD Federal Konut Kredisi Bankaları benzeri şekilde bu kredilerin riskini taşımaya devam edip fonlama amacıyla Cagamas'tan borç alabilmektedirler. Cagamas'ın ayrıca İslami Bankacılık

Kuruluşlarının verdiği konut kredilerine finansman sağlamaya yönelik ürünleri de mevcuttur.

Cagamas'ın ABD Federal Konut Kredisi Bankaları'na benzer şekilde finansal kuruluşlara konut kredisi kullandırma amacıyla borç vermesi durumunda, ilgili konut kredileri krediyi veren kuruluşun bilançosunda kalmaya devam etmekte ve kredi riski Cagamas'a ya da Cagamas'ın bu alacaklarına istinaden ihraç ettiği borçlanma senetlerini alan yatırımcılara aktarılmamaktadır. Buna karşın Cagamas'tan borç alan kuruluşun iflası halinde, Cagamas'ın alacağına karşılık gelen konut kredileri üzerinde diğer alacaklılar ve hatta mevduat sahiplerine göre öncelikli alacaklı durumuna gelmesi öngörülmüştür. Fannie Mae'ye benzer şekilde kredilerin satın alınması durumunda ise kredi riski Cagamas tarafından üstlenilmekte, ilk kredi veren servis hizmetleri dışında aradan çıkmakta ve ilk kredi verenin iflası bir tehlike oluşturmamaktadır (Chiquer ve diğerleri, 2004).

Kolombiya

Kolombiya'da 1998 ve 1999 yıllarında yaşanan büyük durgunluk ile hem ipotek kredisi kullanan tüketiciler hem de kredi veren kuruluşlar önemli sıkıntılar yaşamıştır. Bunun üzerine 1999 yılı sonunda çıkarılan Konut Kanunu ile önemli değişiklikler yapılmıştır. Bu kanun ile ticari bankaların konut kredisi vermelerine imkan tanınarak konut kredisi kuruluşlarının banka olarak örgütlenebilmelerinin önü açılmış, konut kredilerindeki değişken faiz oranlarına ilişkin standartlar belirlenmiş, ipoteye dayalı menkul kıymetler gibi ikincil piyasa araçlarına yönelik vergi teşvikleri sağlanmış, ikincil piyasa menkul kıymetleştirme kuruluşları düzenlenmiştir. Bu düzenlemeler sonrasında Kolombiya'da ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi üzerine uzmanlaşan ilk kuruluş 2001 yılında kurulan Títularizadora olmuş ve ipotek kredilerine yönelik ilk menkul kıymetleştirme 2002 yılında gerçekleştirilmiştir (Chiquer ve diğerleri, 2004).

Títularizadora temel olarak kredi veren kuruluşlardan kredi devralmakta, bu kredileri kendi portföyünde tutmakta, ya da menkul kıymetleştirerek yatırımcılara arz etmektedir. Bu yönüyle Títularizadora Fannie Mae'ye benzer bir yapıya sahiptir. Títularizadora'nın sermayesinin büyük bir kısmı ülkenin önde gelen finansal kuruluşlarına, geri kalan %21'lik bölümü ise International Finance Corporation'a (IFC) aittir. IFC ayrıca

Titularizadora'nın ihraç ettiği kıymetlerin kredi riski için belirli ölçülerde garanti sağlamaktadır. Titularizadora'nın ihraç ettiği kıymetlere yönelik belirli garantiler veren bir diğer kuruluş ise, bir kamu kurumu olan Finansal Kuruluşlar Garanti Fonu'dur (FOGAFIN). Titularizadora'ya yönelik bir diğer devlet desteği de ihraç ettiği kıymetlerden elde edilen faiz gelirlerinin vergiden muaf olmasıdır (Chiquer ve diğerleri, 2004).

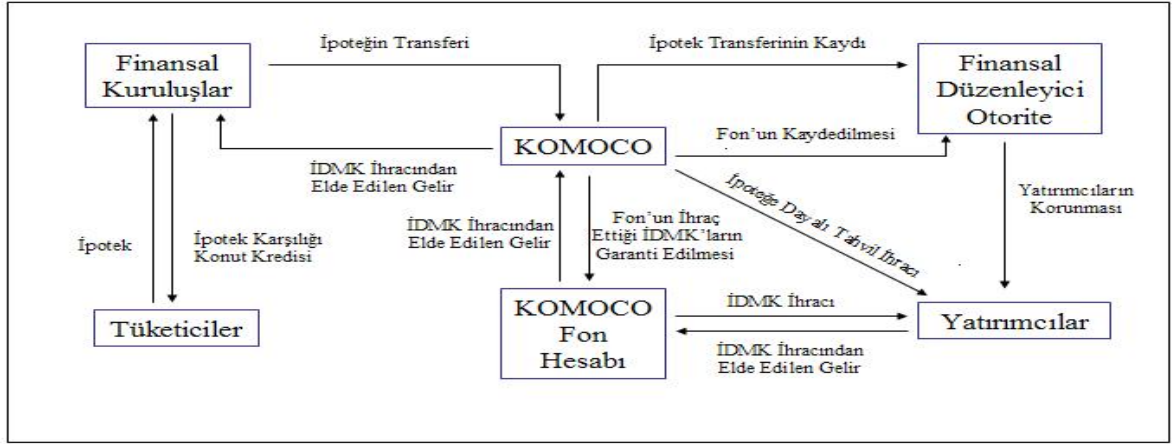
Güney Kore

Güney Kore'de 1997 öncesinde konut piyasasına ve konut finansmanına yönelik önemli sınırlamalar bulunmakta, faiz oranları ve konut fiyatları devlet tarafından kontrol edilmekteydi. 1997 yılından sonra yapılan yasal değişiklikler ile faiz oranları serbest bırakılmış, Kore Konut Bankası özelleştirilmiş, varlığa dayalı menkul kıymetleştirmeyi ve özelde ipoteye dayalı menkul kıymetleştirme desteklenmiş, Fannie Mae benzeri ipoteye dayalı menkul kıymet şirketleri düzenlenmiştir. Bu düzenlemelerin sonucunda banka dışı ipotek kredisi kuruluşları ortaya çıkmış, ipoteye dayalı krediler büyümüş, konut fiyatlarında ve yeni konut üretiminde istikrar sağlanmış, ikincil piyasa kuruluşu olarak Komoco (Korean Mortgage Corporation) kurulmuş ve yabancı yatırımcılarında ilgi gösterdiği bölgedeki en aktif menkul kıymetleştirme programı gerçekleştirilmiştir. Yasal bir engel olmamasına karşın Komoco dışında bir ipoteye dayalı menkul kıymet şirketi ortaya çıkmamıştır (Chiquer ve diğerleri, 2004).

Kore düzenlemeleri uyarınca ipoteye dayalı menkul kıymet şirketlerinin faaliyet gösterebilmeleri için asgari sermaye tutarı ve sermaye yeterlilik oranlarına ilişkin sınırlamalara uyması ve ipoteye dayalı menkul kıymetleştirme planlarını yetkili otoriteye onaylatması gerekmektedir.

Komoco ipotek kredilerini devralıp bunları kurucusu olduğu "trust" adı verilen varlık havuzlarına aktarmakta ve bu havuzlar adına ihraç edilen ipoteye dayalı menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemeleri Komoco tarafından garanti edilmektedir. Bu şekilde Komoco'nun varlıkları ile ihraç edilen ipoteye dayalı menkul kıymetlere karşılık gelen varlıkların ayrı tutulması sağlanmaktadır. Diğer yandan Komoco'nun devraldığı ipotek kredilerini kendi portföyünde tutarak ipoteye dayalı tahvil ihraç etmesi de mümkündür. Her iki modelin işleyişi aşağıdaki şemada gösterilmektedir (Chiquer ve Diğerleri, 2004).

Şekil 3. Komoco Modeli



Bu modelde kredi veren kuruluşlar risk ağırlıkları yüksek olan konut kredilerini devrederek sermaye yeterliliği yükümlülüklerini hafifletebilmekte, sağladıkları likidite ile yeni krediler açabilmekte, işlem hacimlerini, müşteri sayılarını ve pazar paylarını artırabilmekte ve Komoco'yla yaptıkları hizmet anlaşması çerçevesinde gelir elde edebilmektedir. Bu model yatırımcılar için özel sektör tahvillerine göre güvenli bir yatırım alternatifi sunarken konut kredilerinin yaygınlaşmasını ve vadelerin uzamasını sağlamaktadır.

Meksika

Meksika'da 1980'lere kadar gayrimenkul finansmanında temel fon kaynağı kamu kurumları olmuştur. 1990'larda özelleştirilen ticari bankaların gayrimenkul finansmanında önemli katkıları olsa da, günümüzde kamu kurumlarının ağırlığı devam etmektedir. Söz konusu kamu kurumlarından INFONAVIT, FOVISSSTE ve FOVIMI çalışanlar için oluşturulmuş sosyal güvenlik kuruluşları niteliğinde olup, işverenlerin yaptıkları zorunlu katkılarla sağladıkları kaynaklarını konut finansmanı alanında değerlendirmektedirler. INFONAVIT özel sektör çalışanlarını kapsarken FOVISSSTE ve FOVOMI sırasıyla kamu çalışanlarını ve askeri personeli kapsamaktadır. Bu kurumlar içerisinde INFONAVIT Meksika'da konut finansmanında en önde gelen kuruluş olup, 2000 yılı itibariyle toplam konut kredilerinin yaklaşık % 80'ini finanse etmektedir. Ancak bu kuruluşun hem bir sosyal güvenlik kuruluşu, hem de konut finansmanının teşvik kurumu olması çelişen bir durum ortaya çıkarmaktadır. INFONAVIT'in hem topladığı paralar ile sübvansede edilmiş

bir şekilde düşük faizli kredi kullandırması, hem de çalışanlar adına toplanan bu paraları emeklilik dönemlerinde yüksek bir getiri ile birlikte geri ödemesi gereği nedeniyle INFONAVIT'in açıklar vermesi ve hükümet üzerinde önemli bir yük haline gelmesi söz konusudur (Teker ve diğerleri, 2004)

Diğer iki büyük kamu konut finansmanı kuruluşu olan FOVI ve FONHAPO ise hükümetten ve uluslararası yardım kuruluşlarından topladıkları fonları aracı kuruluşlar vasıtasıyla konut finansmanına yönlendirmektedir. FOVI merkez bankasının bir alt kuruluşu olarak düşük gelirli kişilere yönelik konut kredileri vermeleri için ticari bankalara ve özel sektör kredi kuruluşlarına (SOFOL) fon sağlamakta ya da bu banka ve kuruluşların dışarıdan temin ettiği fonlar için garanti vermektedir. Gerekli fonlamayı büyük ölçüde merkez bankasından ve dünya bankası kredilerinden sağlayan FOVI, Meksika konut finansmanında ikinci önemli kuruluş olup, toplam konut kredilerinin yaklaşık % 10'unu finanse etmektedir. Diğer yandan yapılan bir yasal değişiklik ile FOVI'nin merkez bankası bünyesinden çıkartılması ve bağımsız bir federal ipotek bankası olarak daha geniş bir kapsamda faaliyetlerini sürdürmesi öngörülmüştür.

Meksika'da son yıllarda kendilerini göstermeye başlayan özel sektör ipotek bankaları ise SOFOL olarak adlandırılmaktadır. Bu kuruluşlar Meksika hazinesi tarafından lisanslanmakta ve konut finansmanına yönelik krediler vermektedirler. 1994 yılında ticari bankaların piyasadan çekilmesi ile birlikte gelişmeye başlayan SOFOL'lar mevduat toplayamamakta, bunun yerine gerekli fonları özsermayeleri ve bankalardan aldıkları kredilerin yanı sıra büyük ölçüde FOVI'den sağlamaktadırlar. SOFOL'lar ABD Fannie Mae modeline benzer kredi standartları oluşturmuş, ortak bir servis sistemi kurmuş ve risk yönetimi konusuna odaklanmışlardır. Başlangıçlarından bu yana SOFOL'ların büyüme hızı yüksek olmakla beraber, bunda sektörün hala çok küçük olmasının payı büyüktür (Teker ve diğerleri, 2004)

1.4. İPOTEK TEMİNATLI VE İPOTEĞE DAYALI MENKUL KIYMETLER İÇİN GEREKLİ KURUMSAL ALTYAPI

Kurumsal bir konut finansman sisteminin oluşumu için, yerli sermaye piyasasının gelişmişliği, enflasyon, milli gelir ve faiz oranları için uzun dönemli makro ekonomik istikrar, etkin bir ipotek tesis ve tapu sistemi ve ipoteğin paraya çevrilmesini sağlayan yasal

altyapı, rekabetçi ve gelişmeye açık devlet dışı özel mali kurumlar, devletin düzenleyici rolünün varlığı, etkin, şeffaf ve hedefe uygun sübvansiyonlar, çeşitli risk yönetimi araçları, teknikleri ve kurumları, piyasa ihtiyaçlarına uygun ipotek kredisi türleri, bankalar dışında konut kredisi verecek diğer kurumların varlığı gibi pek çok ekonomik, finansal ve hukuki özelliklerin bulunması gerekmektedir (Chiquer ve diğerleri, 2004). Bu özellikler, aynı zamanda ipotek teminatlı menkul kıymetler ile ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin, bir başka deyişle ikincil konut/ipotek piyasasının mevcudiyeti için de geçerlidir.

Aşağıdaki tabloda ABD tecrübesi çerçevesinde etkin bir konut finansman sisteminin gereklilikleri ve göstergeleri özetlenmiştir (U.S. Department of Housing and Urban Development, 2006).

Tablo 2. Etkin Bir Konut Finansman Sisteminin Gereklilikleri ve Göstergeleri / Kanıtları

Gereklilikler	Göstergeler / Kanıtlar
Gayrimenkul İpoteği	İpotek kurumu
Gayrimenkul üzerindeki hakların düzenlenmesi ve korunmuş olması	Gayrimenkullerin tapuya tescili ve tapu sigortası
Piyasanın şeffaflığı	Satış ve gelir / gayrimenkul fiyatları oranına kolay erişim
Gayrimenkul değerlemesinde hata ve hileyi önleyen yöntemler	Gayrimenkul değerlemesi konusunda düzenleme ve yetkilendirme
Kredi borçlularının ödeme kabiliyeti	
-Tüketicilerin kredi geçmişine erişim	Kredi kayıt bürosu
-Tüketicilerin çalışma ve kazanç verileri	Bordro ve vergi kayıtları
-Tüketicilerin servet verileri	Banka, aracı kurum kayıtları
İstikrarlı ekonomi	Düşük enflasyon ve faiz oranları
Standartlaştırılmış ipotek kredisi ürünleri	Ürünlerin işlem görmesi
Destekleyici hukuki yapı	Devlet destekleri ve garantileri; destekleyici sermaye yeterliliği düzenlemeleri
Kreditörler arası rekabet	İşlem gören çok sayıda ipotek kredisi
Sigorta şirketleri arası rekabet	İşlem gören çok sayıda ipotek sigortası ürünü
Finansal Araçlar	İTMK, türev ürünler, faiz oranı ve kredi riskinden korunma amaçlı ürünler, derecelendirme kuruluşları, karşılaştırma ölçütü olarak kullanılabilir faiz oranları
Gayrimenkul satışlarında ve ipotek işlemlerinde menkul vergi yükü	Makul oranlı vergiler, istisna ve muafiyetler

Yukarıdaki tablo da dikkate alınarak, ipotek teminatlı ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin için gerekli altyapı özellikleri aşağıda verilmektedir.

1.4.1. Enflasyon ve Faiz Oranları

Konut finansmanının gelişimini genel ekonomik şartlardan ayırmak mümkün değildir. Yüksek enflasyon ve faiz oranlarının bulunduğu ve enflasyon ve faiz oranlarının

dalgalı olduğu bir ekonomide etkin bir konut finansmanının kurulması son derece güçtür. Pek çok sanayileşmiş ülkede enflasyon oranı yüzde üçün altında bulunmaktadır ve etkin bir konut finansman piyasası oluşturabilmek için ideal oran da bu seviyelerdedir. Yüksek enflasyon oranlarına eşlik eden yüksek faizlerin bulunduğu bir ekonomik ortam, yüksek enflasyondan dolayı borcun gerçek değeri düşeceğinden hem kredi verenler hem de tüketiciler için bazı avantajlar yaratabilmektedir. Bununla birlikte etkin bir konut finansman sistemi yüksek enflasyon bulunan bir ortamda kurulamaz ve sürdürülemez (Boleat, 2004).

Konut finansman sisteminin geliştirilmesi makro ekonomik istikrara büyük ölçüde bağımlılık gösterir. Yüksek enflasyonun bulunduğu bir ekonomide, vadesinin ilk dönemlerinde sabit oranlı ipotek kredilerinin taksit ödemeleri büyük tutarlı olmakta ve vade boyunca ödemeler nominal olarak sabit kaldığından gerçek maliyet düşmektedir.

Değişken oranlı ipotek kredileri sabit oranlı kredilerin bu etkisini azaltmakla birlikte, faiz volatilitesine bağılı olarak tüketicinin beklemediği ve katlanamayacağı geri ödemelere yol açmaktadır. Değişken oranlı faizler öngörülebilir bir endekse bağlanabilmekle birlikte, bu kredi türü de tüketicilerin çoğunun anlayamayacağı kadar karışık özellikler taşımaktadır. Sonuç olarak, herhangi bir yöntem, ekonomideki volatilitenin neden olduğu belirsizlik ile yatırımların vadesinin kısılmasının yarattığı kredi talebi azalmasını önleyememektedir (Chiquer, 1998).

Volatilitenin yüksek olduğu bir ekonomi, kredi verenler ve yatırımcılar için çeşitli problemler doğurmaktadır. Bankalar bu ekonomik şartlarda uzun vadeli kredi vermeye istekli olmazlar. Bu yüzden sundukları ipotek ürünleri kısa vadeli ve tüketiciler için cazip değildir. Fon kaynağı sağlayan çeşitli yatırımcı grupları da gelecekteki faiz oranları ve değişimleri konusunda gerçekçi tahmin yapamadıkları için yatırımcılarının risk ve getirilerini fiyatlayamazlar.

1.4.2. Kredi Maliyetleri, Piyasaya Giriş ve Kredi Türlerinde Serbesti

Etkin işleyen bir konut finansman sistemi; tüketicilerin, konutun değerinin % 80'ine kadar olan bölümünü borçlanarak satın alabildiği ve kredi verenlerce fon kaynaklarının toplanması (mevduat veya diğer kaynakların maliyeti) ile krediye dönüşmesi

(kredinin maliyeti) arasında 150 baz puan marjın olduğu bir ortamı ifade eder. Pek çok gelişmiş ülke ile birlikte İngiltere’de de durum böyledir. Marj, pek çok ülkede artan rekabetle birlikte 100 baz puana düşebilmektedir (Boleat, 2004).

Belirtilen bu marj, fonların toplama, ipotek kredilerinin yönetilmesi, bankanın kârı ve sermaye maliyetini karşılayabilmelidir. Kredinin maliyeti ile kullanılması arasındaki bu marj, ipotek kredileri ve diğer kredilerde sırasıyla OECD ülkelerinde % 2, ve % 4, orta gelir seviyesine sahip ülkelerde sırasıyla % 5 ve % 7; Afrika ülkelerinde sırasıyla %10 ve % 13 civarındadır. Ancak daha az gelişmiş piyasalarda konut finansman sistemleri 5–10 yıl vadeli bir kredinin tutar olarak % 80’inden çok daha azını karşılayabilmektedir (Boleat, 2004).

Konut kredileri, kredi veren kurumlar açısından faiz oranı, likidite ve geri ödenmeme riskine maruz bulunmaktadır. Mahiyetleri itibariyle uzun vadeli olduklarından, fonlama kaynağının bağlı olarak yüksek bir faiz oranı riski taşıyabilmektedir. Özellikle kısa vadeli fonlamanın yol açtığı vade uyumsuzluğu, istikrarsız bir ekonomik ortamda yüksek bir faiz oranı riski yaratmakta ve sonuç olarak kreditorler daha yüksek bir fonlama marjı talep edebilmektedirler.

Kredilerin geri ödenmeme riski de maliyetlerle doğrudan ilgili bulunmaktadır. Bu nedenle yukarıdaki bölümde anlatıldığı üzere başta ABD olmak üzere bazı ülkelerde kredilerin geri ödenmemesinin doğuracağı sonuçlara karşı devlet veya devlet destekli garanti programları uygulanmaktadır.

Likidite riskinin yüksekliği de kredi maliyetlerini doğrudan etkilemektedir. Yine başta ABD olmak üzere bazı ülkelerde merkez bankaları veya uzmanlaşmış konut finansman kuruluşları kreditorlere likidite desteği sağlamaktadır.

Ancak faiz oranlarını etkileyen devlet destekleri ve sübvansiyonların bazı olumsuzlukları da bulunmaktadır. Geçmişte pek çok ülkede, konut finansman sisteminde ipotek kredileri konusunda devlet tarafından teşvik edilmiş uzmanlaşmış kurumlar (ipotek bankaları) baskın konumdaydılar. Bu kurumlar, yatırımcıların risk ve getiri tercihlerine bağlı olarak bekledikleri faiz oranlarının altında faiz oranlarıyla ipotek kredisi verdiklerinden, sahip oldukları bu ipotek havuzları devlet tarafından teşvik edilmedikçe

menkul kıymetleştirilemiyordu. Hâlbuki menkul kıymetleştirme için, ipotek kredilerinin getirisinin diğer alternatif yatırım araçlarının getirisinden daha az olmaması gerekmektedir. İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin en önemli yatırımcıları olan bankalar ve kurumsal yatırımcılar için, bu tür araçların beklenen getirisi, aynı vadedeki kamu menkul kıymetlerinin üzerinde bulunmalıdır. Aksi halde, risksiz faiz oranlarını temsil eden kamu menkul kıymetleri yanında, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin içerdiği kredi, likidite ve faiz oranı riski fiyatlanmamış olur (Lea, 2000). Benzer şekilde ipoteğe dayalı menkul kıymetler, dayandığı teminatın gücü itibariyle özel sektör borçlanma araçlarına iyi bir alternatif yaratabilmelidir (Chiquer ve diğerleri, 2004).

Konut finansmanı sisteminin etkinliği açısından piyasaya girişi engelleyici yasal düzenlemeler bulunmaması büyük önem taşımaktadır. Daha fazla rekabet, menkul kıymetleştirmenin gelişimi için daha fazla potansiyel anlamına gelmektedir. Gerekli yasal altyapı ile mevduat bankalarının yanı sıra, özelleşmiş ipotek bankaları ve banka dışı finansman şirketlerinin de birincil piyasada faaliyet gösterebilmesi ve tüketicilere konut kredisi verebilmelerine imkan tanınması rekabetin ve verimliliğin artmasını sağlamaktadır.

Teknolojik gelişmeler ve internet kullanımının yaygınlaşması ile konut finansmanında uzmanlaşmanın artışı da son tahlilde kredi maliyetlerini düşürücü bir etkiye sahip bulunmaktadır.

Diğer taraftan, mevduatları görece olarak ucuz maliyetle toplama yönünden bir sıkıntısı bulunmayan bankaların bulunduğu Avrupa ülkelerinde, menkul kıymetleştirme ucuz maliyetli ve etkin bir çözüm olmamakta ve ikinci piyasa çok yavaş gelişmektedir.

Kredi türleri arasında tüketiciyi koruma adına bazı yasaklayıcı uygulamalar yeni ipotek ürünlerinin gelişimini engelleyebilmekte ve son noktada sınırlandırılmış ürün yapısı rekabeti etkilemekte ve dolayısıyla maliyetleri artırabilmektedir. Bu nedenle konut finansmanı imkânlarının gelişebilmesi için gerekli olan bir diğer koşul kredi verenler ile kredi kullananlar arasında mümkün olduğu ölçüde sözleşme serbestisi sağlanmasıdır.

Yaklaşık 20 yıldır, daha çok sabit faizli ipotek kredisi ürünlerinin sunulduğu piyasalarda, değişken faizli ipotek kredilerine doğru bir talep artışı olmuş ve her iki tip ipotek kredisinin birleşimi yeni ürünler ortaya konulmuştur. Bu kredi türlerine ilave olarak

pek çok piyasada, anapara ödemesinin ertelendiği (interest only) krediler ile geri ödeme döneminde kredi şartlarının değiştirilebildiği karmaşık ürünler de sunulmaya başlamıştır (BIS, 2006).

Kredilerin türleri ülkelerin kendi piyasalarının şartlarına göre farklılık gösterebilmektedir. Sözgelimi, ABD, Kanada, Almanya, Fransa, Belçika, İsviçre ve Hollanda gibi ülkelerde daha çok sabit faizli ipotek krediler; buna karşılık İngiltere, İspanya, Avustralya, Lüksemburg ve Kore gibi ülkelerde değişken oranlı krediler talep görmektedir (BIS, 2006).

Ancak en iyisi, farklı türde kredilere imkân verecek veya yasaklamayacak bir hukuki ortamın bulunması ve ihtiyaç ve şartlara göre yeterli tüketici bilgilendirmesi ve korumasıyla uygulamanın piyasaya bırakılmasıdır.

Sabit faizli kredilerde de, kredinin erken kapatılabilmesi opsiyonu tüketiciye verilmesi gereken bir hak olmalıdır. Ancak erken ödeme opsiyonunun kullanılması halinde banka belirli bir faiz getirisinden mahrum kalmakta, bazı durumlarda da krediyi fonlamak için girdiği yükümlülüğün maliyetinin bir kısmını veya tamamını karşılayamayabilmektedir.

Erken ödeme opsiyonunun kullanım esasları ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Şöyle ki, ABD’de erken ödeme opsiyonunun kullanıldığı durumda bankaca fonlama maliyetini karşılayacak bir ücret ödenmemektedir. Buna karşılık Almanya’da bankalar erken ödeme nedeniyle vazgeçilen kazanç için bir ücret talep etmektedirler. Aslında çoğu Avrupa ülkesinde oranı kanunla sınırlandırılmış olmakla birlikte, bankanın kaybını tazmine yönelik erken ödeme ücreti uygulaması bulunmaktadır (BIS, 2006).

Konut finansman sistemleri, tüketicilerin ihtiyaç duyacağı vadelerde ipotek kredisi ürünlerini de sunabilmelidir. Ayrıca bu ürünler konut değerinin yüzde 80 ‘ine (loan to value / LTV) kadar olan bölümünü karşılayabilmelidir.

1.4.3. Sermaye Piyasasının Mevcudiyeti ve Gelişmişliği

İkincil piyasalar ve sermaye piyasaları bir yandan ipotek kredisi veren kuruluşlara ve yatırım bankalarına likidite sağlarken, bir yandan da fon fazlası olan kişi ve kuruluşlardan sermaye ihtiyacı bulunan kuruluşlara aktararak tasarrufların yeniden dağıtımını sağlamaktadır. Sermaye piyasaları, ipotek kredilerinin ikincil piyasalardan sağlanan kredi ve menkul kıymet satışları yolu ile fonlanmasını da sağlamaktadır. İpotek kredileri dâhil olmak üzere tüm krediler menkul kıymetleştirilmek suretiyle doğrudan sermaye piyasalarında satılabilmektedir.

Sermaye piyasasının bu fonksiyonu sağlayabilmesi için gerekli hukuki teknik altyapısının kurulmuş olması gerekmektedir. Likiditesi yüksek bir borsa veya ikinci piyasalar, takas ve saklama kurumları, piyasa yapıcılığına elverişli aracılık faaliyetleri ve yeterli kamuyu aydınlatma ilkeleri ile piyasanın etkin bir şekilde düzenlenmesi ve denetlenmesi bu altyapının ana unsurlarıdır.

İkincil piyasaların belirli kurallar çerçevesinde işlemesi ve alım-satım kolaylığı sağlaması nedeniyle fon akışlarının uluslar arası düzeyde gerçekleşebilmesi ve bütün dünyadaki yatırımcıların bu piyasalar yolu ile gayrimenkul finansmanı ve yatırımı yapabilmesi açısından önemli bir yeri bulunmaktadır. Organize piyasalar yolu ile yapılan işlemlerin yanında diğer ikinci piyasa işlemleri, bilgisayar sistemleri yoluyla alım satım imkânları oluşturularak daha çok tezgahüstü piyasalarda (over-the counter) gerçekleştirilmektedir.

Tüm dünyada ipotek dayalı ve ipoteğe teminatlı menkul kıymetlerin en büyük yatırımcısı bankalar, emeklilik fonları ve yatırım fonları ve sigorta şirketleri gibi kurumsal yatırımcılardır. İhraç edildiği ülkenin kurumsal yatırımcıları, bu menkul kıymetlerin tabii yatırımcısıdır. Ancak sermaye piyasaları son yıllarda yerel olmaktan çıkmış ve sermaye piyasası aracı ihraçları ve yatırımcıları uluslar arası mahiyet kazanmıştır.

Küresel düzeyde sınır ötesi finansal işlemler son 15 yıldır büyük ölçüde artmış bulunmaktadır. Bu artış kamu borçlanma araçlarında, ipoteğe dayalı araçlara göre daha fazla olmuştur. Bu gelişimin en önemli sebeplerinden biri, ABD'nin büyük tutarlı dış açıklarından dolayı ABD dışı yatırımcıların bu ülkenin menkul kıymetlerine olan talebidir.

Mevcut durumda, ABD kamu borçlanma araçlarının % 65'i ve konut ipoteğine dayalı menkul kıymetlerinin % 20'si ABD dışındaki yatırımcılara ait bulunmaktadır (BIS, 2006).

Bu nedenle, tüm gelişmekte olan ülkeler düzenlemelerini uluslararası düzenlemelerle uyumlaştırmaya çalışarak, yabancı yatırımcıları kendi sermaye piyasası araçlarına çekmeye çalışmaktadır. Özellikle ipotek teminatlı menkul kıymetler (covered bond) Avrupa'da son yıllarda çok fazla yatırımcı çektiğinden, pek çok ülkede ipotek teminatlı menkul kıymetleri düzenleme veya düzenlemeleri uyumlaştırma çalışmaları yapılmaktadır.

Alman ipotek teminatlı menkul kıymetlerinin % 20 'si yabancı yatırımcıların elindedir. Ancak, farklı ülkelerde oluşmuş ipotek kredisi havuzlarına dayanılarak veya bu havuzlar teminat gösterilerek ihraç edilmiş menkul kıymetlerin yaratacağı portföy çeşitlendirmesinin (diversification) henüz yeterince farkına varılmadığından, AB seviyesinde yabancı yatırımcı katılımı ikinci düzeyde kalmıştır (BIS, 2006).

Diğer taraftan ülke içindeki tasarrufların büyük bölümünün devlet tarafından ve reel faizlerle talep edildiği ve emildiği ülkemiz gibi ekonomilerde, sermaye piyasaları yeterli ölçüde gelişmemekte ve özel sektör borçlanma araçlarının ihracı son derece zorlaşmaktadır

1.4.4. Kredi Verenlerin ve Yatırımcıların İhtiyaçları

İpotek teminatlı ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin gelişimi için birinci ve en önemli husus sermaye piyasalarının imkan verdiği fonlama tipine piyasada görünür bir ihtiyaç bulunmasıdır. Riske göre ayarlanmamış (non-risk adjusted) borç temelinde sermaye piyasası (wholesale) fonlamasının perakende (retail) fonlamasından (tipik mevduat) daha pahalı olması hemen her zaman karşılaşılan bir durumdur. Kreditörlerin sermaye piyasasından kaynak sağlamanın çeşitli nedenleri bulunmaktadır:

— Kredi kurumlarının sermaye yeterliliği düzenlemelerine göre kredi verenlerin aktiflerindeki tüm varlıkların belirli bir risk ağırlığı bulunmakta ve bu ağırlıklara bağlı olarak hesaplanan tutarın en az % 8'i oranında özkaynağın bulunması gerekmektedir. Kreditörün sermayesinin kısıtlı olduğu durumlarda, özsermayenin maliyeti yüksek olduğundan sermaye piyasası yoluyla fonlamanın her şey dâhil maliyeti mevduat yoluyla

fonlamadan daha az olabilmektedir. Bu durumda kreditor risk ağırlığı yüksek varlıkları bilançodan çıkarabilirse menkul kıymetleştirme yoluyla sağlanan kaynak sermaye yeterliliği düzenlemeleri dikkate alındığında kreditor açısından tasarruf sayılır. Bununla birlikte konut ipoteğine dayalı kredilerin Basel II nin getirdiği sermaye yeterliliği düzenlemeleri açısından risk ağırlığı düşük olduğundan (% 50 veya daha az), kreditor bunların yerine % 100 risk ağırlığı bulunan diğer tüketici kredilerini menkul kıymetleştirme yoluna gidebilir.

— Kreditorün likiditesinin kısıtlı olduğu durumlarda, likidite riski primi dikkate alındığında sermaye piyasası yolu ile fonlama mevduattan daha ucuz olabilir. Diğer taraftan kreditorler fonlama kaynaklarını çeşitlendirmeyi de isteyebilmektedirler. Menkul kıymetleştirme yolu ile fonlama mevduattan daha pahalı dahi olsa borç verici gelecekte likidite ve fonlama riskini daha iyi yönetebilmek için bu kanalı yaratmayı arzu edebilmektedir. Bununla birlikte borç verici ne kadar fazla likit ise, ipotek kredilerinin likidite risk pimine daha az önem verecektir.

— Kreditorün nakit akışları risk yönetimine ihtiyaç duyabilmektedir. Sözelimi kreditorler geleneksel mevduat kaynağıyla fonlamanın zor olduğu orta ve uzun vadeli sabit oranlı ipotek kredilerini daha çok pazarlamak isteyebilirler. Eğer yükümlülükler ve varlıklar arasında uyum yoksa bilançoda bu tip kredilerin fonlanması, nakit akışından kaynaklanan faiz oranı ve erken ödeme risklerini ortaya çıkarmaktadır. Vadesi boyunca şartları değiştirilebilen değişken oranlı ipotek kredileri kreditor açısından faiz oranı ve erken ödeme riski taşımadığı için, menkul kıymetleştirme yoluyla fonlanmaya daha az ihtiyaç duymaktadırlar. Fonlamanın daha büyük bir bölümünün sermaye piyasalarından menkul kıymetleştirme yoluyla geldiği Danimarka, Almanya ve ABD gibi ülkelerde daha büyük oranlarda sabit faizli uzun vadeli ipotek kredileri bulunmaktadır (Chiquer ve diğerleri, 2004).

Diğer taraftan yatırımcıların da ipoteğe dayalı menkul kıymetlere belirgin bir talebinin bulunması gerekir. Bu talebi etkileyen faktörler aşağıda verilmektedir (Chiquer ve diğerleri, 2004).

— İpotek teminatlı menkul kıymetlerin riske göre getirilerinin cazip olması gerekmektedir. Çoğu durumda, kurumsal yatırımcılar ipoteğe dayalı menkul kıymetleri, getirileri karşılaştırma ölçütü (benchmark) sayılan, risksiz ve likit bir yatırım alternatifi olan devlet tahvillerine bir alternatif olarak bakmaktadırlar. Yatırımcılar, bu menkul kıymetlerden kredi ve likidite risklerine uygun, aynı zamanda satın almak ve yönetme işlemleriyle ilgili maliyetlerini karşılayan ve devlet tahvillerinin üzerinde bir getiri talep etmektedir. İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin likiditesi yeterli ve geri ödenmeme riskleri kredi değerliliğinin artırılması(credit enhancement) yöntemleri ile azaltıldıysa, yatırımcıların ihtiyaç duyduğu riske göre getiri daha düşük olabilmektedir.

— Yatırımcıların ipoteğe dayalı menkul kıymetleri alabilmeleri için yeterli kaynaklara sahip bulunması gerekmektedir. Devletlerin fazla olarak borçlandığı piyasalarda dışlama (crowding out) etkisiyle kurumsal yatırımcıların ipoteğe dayalı menkul kıymet alma kapasiteleri çok sınırlı olmakta bazan hiç bulunmamaktadır. Diğer taraftan yatırımcıların bu menkul kıymetleri satın alma potansiyeli yükümlülüklerinin nitelikleriyle de ilgilidir. Eğer yatırımcıların yükümlülükleri kısa vadeli ise, buna uygun olarak kısa vadeli varlıkları arayacaklardır. Yatırımcılar dalgalı ortamlarda portföylerinin fiyat riskini minimize etmek için kısa vadeli varlıkları tercih etmekte ve daha uzun vadeli olan ipoteğe dayalı menkul kıymetlere ihtiyaç duymamaktadırlar.

— Yatırımcıların ipoteğe dayalı menkul kıymetlere yatırım yapmasına imkân sağlayacak sermaye yeterliliği teknik karşılıklar gibi yasal ve düzenleyici şartlar mevcut olmalıdır. Düzenleyici kurumlar, kurumları daha güvenli, likit ve kısa vadeli menkul kıymetlere yatırıma zorladığı şartlarda, ipoteğe dayalı menkul kıymetler yeterli talep görmeyebilmektedir.

Yukarıdaki bölümlerde menkul kıymetleştirme için gereken ekonomik ve finansal şartlar, büyük ölçüde ilgili finansal sistemde menkul kıymetleştirme yoluyla fonlama yapılmaya bile etkin bir konut finansman sistemi için gerekli bulunmaktadır.

Menkul kıymetleştirmenin konut finansmanında mutlaka uygulanması veya ulaşılması gereken bir safha olmadığına dair de görüşler bulunmaktadır. Sözgelimi Boleat, gelişmiş bir konut finansman sistemine ulaşmanın kolay bir yolu olarak pek çok ülkenin

menkul kıymetleştirmeye yönelik arayışlar içinde bulunduğunu ve bu arayışlar sonucunda Fannie Mae ve Freddie Mac gibi kurumların piyasayı destekleyerek faaliyet gösterdiği Amerikan modelinin örnek alındığını ifade etmekte ve bunun sakıncalarını anlatmaktadır. Yazara göre, ABD de hukuki yapı nedeniyle birinci konut piyasası etkin değildir ve bunun sonucu olarak menkul kıymetleştirme temel bir araç olarak kullanılmaktadır. Ayrıca menkul kıymetleştirme ABD için milli bir sistemdir ve ciddi problemlere yol açmaktadır (Boleat, 2004).

ABD’de ipoteye dayalı menkul kıymetler ile yürütülen konut finansman sistemi devlet destekli kurumlara bağımlılık göstermektedir. İpotek kredileri belirli ölçülerde geri ödeme (kredi) riski taşımakta ve bu risk menkul kıymetleştirme yoluyla yatırımcıya nakledilmektedir. Bu noktada devlet destekli Fannie Mae ve Freddie Mac gibi kurumlar verdikleri garantilerle kredi riskini ortadan kaldırmaktadır. Ancak bu garantilerin bir maliyeti bulunmakta ve bu maliyet devlet tarafından karşılanmaktadır. Bu kurumların devlet tarafından desteklenmesinin dolaylı maliyetinin yıllık 13 milyar ABD Doları olduğu belirtilmektedir (Frame ve White, 2003).

Diğer taraftan bazı çalışmalarda ipoteye dayalı menkul kıymetler piyasasının gelişmesi için iki önemli ön şartın bulunduğu ifade edilmektedir. Bunlardan birincisi ABD’de uygulandığı üzere menkul kıymetleştirmeyi açık veya örtük garantilerle destekleyen devlet politikaları ve ikinci olarak ipoteye dayalı menkul kıymetler için güçlü bir arz ve talebin varlığıdır (Saayman ve Styger, 2003).

Dolayısıyla, ekonomik ve finansal altyapı şartları oluşturulsa bile, sistemin içinde yer alan kurumların mevduat dışında başka bir fonlama kaynağına ihtiyaç duymadığı sistemlerde ipoteye dayalı menkul kıymetleştirme gelişmeyebilmektedir. Ancak gerekli hukuki şartların hazır ve bu tür yapılanmaya imkân verecek esneklikte bulunması, ihtiyaç duyulduğunda yapılacak ihraçları destekleyecektir.

1.4.5. Hukuki Altyapı

Konut finansmanında yer alan kurumların, işlemlerin ve süreçlerin kuralları ile tarafların hak yükümlülüklerini belirleyen belirleyen düzenlemeler sistemin hukuki altyapısını oluşturmaktadır. Hukuki altyapının gereklilikleri aşağıda verilmektedir.

1.4.5.1. Tapu Sicili ve İpoteklerin Takip Süreci

Konut kredilerinde ilgili gayrimenkul üzerinde tesis edilen ipotekler geri ödememe riski karşısında kredi veren için bir teminat oluşturmaktadır. Bu nedenle ipotek tesisi kredi sürecinin ayrılmaz bir parçasıdır. Konut finansman sisteminin başarılı olabilmesi için gerekli unsurlardan bir tanesi de tapu kayıtlarının güvenilir olması, kamuya açık olması ve kolay ve hızlı bir şekilde ipotek tesis edilebilmesidir.

Konut kredisinin diğer kredilerden en büyük farklarından biri, kredinin teminatının gayrimenkulün rehni (ipotek) yoluyla bizatihi konutun kendisinin olmasıdır. Ancak, başlıbaşına ipoteğin kendisi değil, geri ödemede temerrüt halinde ipoteğin paraya çevrilmesindeki sürecin kısalığı ve basitliği kredi riskini azaltmaktadır. Ayrıca bu süreç ne kadar basit ve kısa olursa, maliyetler de o ölçü de düşmektedir. Azalan kredi riski ve takip sürecinin basitliği ve kısalığı kreditorlerin faiz üzerindeki risk primini azaltmaktadır. Diğer taraftan, ipoteklerin paraya çevrilmesi sürecinin maliyetli ve uzun olması, verdikleri kredileri teminatlandırma açısından kreditorleri farklı çözümler üretmeye zorlayabilmektedir. Bu çözümlerin tüketiciye ek maliyetler getirmesi kaçınılmazdır (Buttler, 2003).

İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin ihracının başarısı için de kredilerin geri ödenmemesi halinde ipoteğin paraya çevrilmesi sürecinin basit ve maliyetsiz olması zorunludur. Aksi durumda doğrudan aktarımlı (pass through) yapılarda menkul kıymetlerin yatırımcısına yapılacak faiz ve anapara ödemeleri etkileneceğinden bu risk primi çıkarılacak menkul kıymetin faizini etkileyecektir. Aktif yönetilen (pay through) yapılanmalarda ise kredi portföyünün değerliliğinin artırılması için yapılacak işlemler doğrudan maliyetleri artıracaktır.

1.4.5.2. Gayrimenkul Değerlemesi

Gayrimenkul değerlendirme konut finansmanı sistemine iki farklı süreçte ihtiyaç duyulan bir hizmettir. İlk olarak kredinin açılması aşamasında ilgili gayrimenkulün değerinin doğru bir şekilde tespit edilmesi büyük önem taşımaktadır. Sonuç olarak kredinin ödenmemesi halinde ilgili gayrimenkul satılarak alacak tahsil edilmektedir. Gayrimenkul değerinin doğru belirlenmesi, ödenmeme riskinde kredi verenin elindeki teminata

güvenebilmesi ve alacağını tam olarak tahsil edebileceğinden emin olabilmesi için büyük önem taşımaktadır.

Teminat konusu konutun değerinin düşük takdir edildiği durumlarda da düşük bir kredi tutarı konut edinimini güçleştireceğinden tüketici aleyhine olabilmektedir.

Gayrimenkul değerlemesine ihtiyaç duyulan ikinci süreç ise takip aşamasıdır. Ödenmeyen ve takibe geçilen bir kredide ilgili gayrimenkulün satışı için ihaleye çıkılması öncesinde değerlendirilmekte ve bu değer doğru belirlenmesi ihale ve satış sürecinde büyük önem taşımaktadır.

Konut finansmanında gayrimenkul değerlemesine duyulan ihtiyacın üçüncüsü, kredi portföylerinin menkul kıymetleştirilmesi sürecinde ortaya çıkmaktadır. Verilen ipotek kredileri ile ipotek dayalı ve ipotek teminatlı menkul kıymet ihracı yapılması arasında zaman farkı bulunabilmektedir. Ayrıca menkul kıymetlerin vadesi boyunca konut değerlerinde değişimler yaşanabilmektedir. İhraç için yapılan hazırlıklarda ve menkul kıymetin vadesi boyunca konut değerinin yeniden tespitine ihtiyaç duyulmaktadır.

Gayrimenkul değerlemesinde temel olarak üç farklı yaklaşım bulunmaktadır: Maliyet, piyasa ve gelir yaklaşımı. Değerleme uzmanı bu yöntemlerin tamamını ve birkaçını kullanarak gayrimenkulün değerini takdir etmektedir. ABD’de değerlendirme uzmanları daha çok piyasa yaklaşımına göre gayrimenkul değerlemesi yapmakta; bu yöntem de ipotek paraya çevrilmesi halinde kreditorlere fikir vermektedir (Lea, 2000). Piyasa değeri yaklaşımı gayrimenkul fiyatlarıyla ilgili verilere ve gayrimenkul endekslerine ihtiyaç duyulmaktadır.

Gayrimenkul değerlemesinde, değerlendirme uzmanlarının profesyonel ve bağımsız olması ve mesleki yeterliliklerinin sertifikalanması önemli bir konudur. Konut finansman sistemindeki kritik görevlerinden dolayı, değerlendirme uzmanlarının mesleki etik ilkeleri ve disiplin esasları da düzenlenmiş olmalıdır. Çoğu ülkede bu tür kurallar mesleğin kendi iç örgütlenmesi ile çözülmektedir.

Nihayet, değerlendirme ile ilgili standartların yayımlanması ve uygulanması konunun en önemli boyutudur.

1.4.5.3. İpotek Sigortaları

Gelişmiş ülkelerde özellikle ABD’de konut kredilerinin %25’inden fazlası ipotek sigortası ile teminat altına alınmıştır (Karp ve Klayman, 2003). İpotek sigortası, çok çeşitli sosyal ve ekonomik faydalar sağlamaktadır. Bu faydalardan belki de en önemlisi malvarlığı değerinin paraya çevrilmesini kolaylaştırmasıdır. Sigorta şirketleri, borçlunun kredibilitesinin ve taşınmazın değerinin krediyi karşılamaya yeteceğini tespit ettikleri ipotek kredilerini sigortaladıklarından, bu tür krediler sigorta edilmeyenlerden daha fazla likiditeye sahip bulunmaktadır. Böylece ön incelemeden ve değerlendirmeden geçmiş kredilere dayalı menkul kıymetler ikincil piyasada daha fazla rağbet görmekte ve buna bağlı olarak daha fazla alıcı bulabilmektedir (Ross ve Tootell, 2004).

İpotek kredisi sigortaları yatırım riskini azaltmak suretiyle sermaye piyasasına fon akışını artırmak ve bu surette sermaye piyasasının gelişimini sağlamak ve dolayısıyla özellikle ipoteye dayalı menkul kıymet ihracının gerçekleştirilebilmesi ile konut finansmanı sorununun çözümünü kolaylaştırmaktadır (Blood, 2001).

Bu nedenle ipotek sigortası uygulaması konut finansmanı sistemlerinde vazgeçilmez unsurlardan birisi olarak kabul edilmektedir. Bu surette, ipotek sigortası ile sistem taraflarının belirli bir bedel karşılığında ileride ortaya çıkabilecek olumsuzluklara karşı kendilerini korumaları sağlanabilmektedir. Dolayısıyla ipotek sigortası taraflara, ileride karşılaşılabilecekleri risklere karşı koruma sağlamak suretiyle nispeten güvenli bir ortam yaratmaktadır. Sonuçta sağlanan bu güvence ipotekli konut finansmanı sisteminde birincil ve ikincil piyasaların daha sağlam bir yapıda ve hızlı bir şekilde gelişebilmesine imkân tanımaktadır (Tootell, 1995).

Konut finansmanı konusunda çok değişik türde sigorta türleri kullanılmaktadır:

Tapu sicil sigortası krediyi teminat altına alan gayrimenkulün tapu sicil kayıtlarının temiz olduğunu ve geçerli bir rehinin mevcut olduğunu ve bu rehinin paraya çevrilmesinde öncelik hakkı olan başka bir takyidat bulunmadığını garanti eden bir sigorta ürünüdür. Teminat kapsamına giren riskin gerçekleşmesi nedeniyle gayrimenkulün paraya çevirme sürecinde satılamaması veya satış değerinin düşmesinden doğan zarar sigorta poliçesinde belirlenen limite kadar sigortacı tarafından karşılanmaktadır (Oksay ve Ceylantepe, 2006).

Kredi ödemelerini koruma sigortası, esasen kredi alan tüketicileri korumaya yöneliktir. Bu sigorta türü ile mortgage taksitlerinin ödenmemesinden doğan risk, teminat altına alınmaktadır (Oksay ve Ceylantepe, 2006). İşsiz kalmak, hastalanmak veya kaza geçirmek gibi nedenlerle gelirinde düşme olan kredi borçlusunun taksitleri de poliçede belirtilen limitler doğrultusunda sigortacı tarafından ödenmektedir

İpotek koruma sigortaları genellikle hayat sigortası şirketleri tarafından yapılmaktadır. Kredi alanlar tarafından yaptırılan sigorta, önceleri hayat sigortası şeklinde başlamış olup zaman içinde bu sigortanın kapsamında genişleme olmuştur

İpotek koruma sigortası ile kredi alan borçlunun ölümü halinde kalan borcun ödenmemesi nedeniyle gayrimenkulün satışının önlenmesi amaçlanmaktadır. Sigorta şirketi, kredi borçlusunun ölümü halinde kalan borcu alacaklıya ödeyerek gayrimenkulü paraya çevirmekten kurtarır. Sigorta şirketinin alacaklıya borcu tazmin etmesinden sonra söz konusu gayrimenkulün mülkiyeti mirasçılara geçer. Bu sigorta ile ölüm dışında kritik hastalık ve sürekli maluliyet risklerinin de teminat altında alınması mümkündür (Oksay ve Ceylantepe, 2006).

Özel ipotek sigortası, konut kredisi verenleri; kredi kullananın borçlarını ödeyememesi nedeniyle teminat altına alınan gayrimenkulün paraya çevrilmesine ilişkin yasal prosedür içinde ortaya çıkabilecek zararlara karşı korumaya yardımcı olan bir uygulamadır. Genellikle, kredi kurumları tarafından ön ödemenin krediye konu olan konut değerinin %20'sinin altında kalması durumunda özel ipotek sigortası poliçesi talep edilebilmektedir. Özel ipotek sigortası, konut kredisi kullanan kişinin öz kaynağı yerine geçmektedir.

İpotek değer kaybı garanti sigortası, kredi veren kurumu korumaya yönelik olarak düzenlenmektedir. Bu sigorta ile kredi alanın kredi geri ödemelerinde temerrüde düşmesi nedeniyle teminat olarak verilen gayrimenkulün paraya çevrilmesi sonucunda satış bedelinin bakiye borcu karşılamamasından doğan zarar teminat altına alınmaktadır

İpotek değer kaybı garanti sigortasının devreye girebilmesi için, kredi alan kişinin temerrüde düşmesi ve varsa kredi ödemelerini koruma sigortası teminatı dışında kalması

nedeniyle ödeme yapılamaması ya da bu sigorta ile geçici ödeme desteği yapılmasına rağmen temerrüt halinin devam etmesi gerekir (Oksay ve Ceylantepe, 2006).

1.4.5.4. Vergi, Teşvikler ve Devletin Rolü

Konut finansman sisteminde, kredi sözleşmesinin imzalanmasından, kredinin tüketiciye verilip ipoteğin tesis edilmesine; kredi ve anapara geri ödemelerinin yapılmasından gerektiğinde ipoteğin icra yoluyla satışına, menkul kıymetleştirme için alacak havuzlarının devrinden özel amaçlı yapıların kurulmasına; menkul kıymetlerin ihracından elde tutulmasına ve itfa edilmesine kadar pek çok işlemde vergi, resim ve harçlar sözkonusu olabilmektedir.

Devletler tüm bu süreçlerde geliştirmek istediği alana bağlı olarak vergi teşvikleri sağlayabilmektedir. Ancak önemli olan tüm bu alanların teşvik edilmesi değil, menkul kıymetleştirme sürecinde verginin oluşabileceği alanların öngörülebilir olması ve vergilemenin benzeri finansal işlemlere göre aynı seviyede bulunmasıdır.

Çeşitli ülkelerde konut sahibi olmayı ve dolayısıyla gerek kredi kullanma sırasında gerek menkul kıymetleştirme aşamasında sağlanan teşvikler ve sübvansiyonlar da bulunmaktadır.

Sağlanacak sübvansiyonlar için en önemli konu hedeflerin belirlenmesi ve bütçelenmesidir. Hedeflerin belirlenmesinde dikkate alınacak ana konular, sübvansiyonların konut sahibi olmak için toplum geneline mi yoksa düşük gelir gruplarına mı verileceği; her iki alternatifte de kişilerin ilk konutuna sahip olmasının mı teşvik edileceği yolundadır.

Bu türden sübvansiyonlara, konut finansman sisteminin geliştirilmesi de bir alternatif olarak gösterilmektedir.

Doğrudan verilecek sübvansiyonlar, konut alımlarında maliyetin bir kısmının karşılanması, kredi faizlerini doğrudan veya vergi indirimi yoluyla azaltma veya konut alımlarında ödenecek KDV nin istisna edilmesi veya azaltılması yoluyla gerçekleştirilmektedir (Hoek-Smith ve Diamond, 2003).

Sistemin geliştirilmesi alternatifi, rekabetin artırılması, yeni kurum ve araçların düzenlenmesi ve özellikle menkul kıymetleştirme yoluyla ihraç edilecek araçlara verilecek devlet garantileri ile bu araçların maliyetlerini artıran vergi ve benzeri yükümlülüklerin azaltılmasını kapsamaktadır.

Konut finansman sistemleri ve menkul kıymetleştirme, mahiyeti itibariyle uzun vadeli olduğunda daha yüksek bir likidite riski taşımakta ve gelişmekte olan piyasalarda likidite riski bankaların konut kredisi vermekte istekli olmamalarının nedeni sayılmaktadır (Chiquer ve Diğerleri,2004). Bu nedenle devletler likidite riskini azaltmak için çeşitli tedbirler alabilmekte, sözcümleri merkez bankalarının ipoteğe dayalı menkul kıymetleri teminat kabul ederek likidite penceresi açmaları ve açık piyasa işlemlerinde bulunmaları yoluna gidilmektedir.

Ayrıca yukarıda ABD, Güney Kore, Malezya ve Meksika örneklerinde verildiği gibi devlet destekli ikinci piyasa kurumlarının oluşturulması, bu kurumların belirleyecekleri standartlara uyan kredi portföylerini kreditorlerden uygun şartlarla devralması, devraldıkları kredi portföylerini gene devlet tarafından verilmiş garantilerle ipoteğe dayalı menkul kıymet şeklinde ihraç etmeleri, ihraç edilen bu menkul kıymetlere yönelik vergi istisna ve muafiyetleri de konut finansman sisteminin geliştirilmesine yönelik politika tercihleri arasında bulunmaktadır.

1.4.5.5. Tüketici hakları

Finansal piyasalarda tüketici veya yatırımcının işlem yaptığı finansal kurum arasında bilginin eşit dağılmamasından kaynaklanan asimetric bilgi problemi bulunmaktadır. Konut finansmanında da tüketici ile kredi veren arasında piyasa ve ürünler hakkında eşitsiz bir bilgi dağılımı bulunduğundan, tüketicinin çeşitli alanlarda korunmasına ihtiyaç bulunmaktadır.

Bu nedenle, kredi verilmesi aşamasında yapılacak sözleşmeler ve kredinin şartları, geri ödeme esasları hakkında kredi kullanan tüketicilerin doğru bilgilendirilmesi ve korunması sistemin en önemli unsurlarından biridir.

Çoğu ülkede sözleşme öncesi bilgi formlarıyla, tüketicinin kredi şartları konusunda bilgilendirilmesini temin etmeye yönelik düzenlemeler bulunmaktadır.

Özellikle değişken faizli kredilerin şartları tüketiciler tarafından iyi anlaşıl原因abilmekte, değişen ekonomik şartlara bağlı olarak kredi kullananlar mağdur olabilmektedir. Bu durumda değişken faizle ilgili özellikler konusunda tüketicilerin yeterince bilgilendirilmesi ve değişken faizli kredilerin bir endekse bağlanması yolunda düzenlemeler yerelmalıdır.

Ayrıca, belirli bir konut üreticisinin pazarladığı konutların alımına yönelik verilen kredilerde, üretici ve kredi verenin konutun tamamlanmaması veya eksik tamamlanmasından dolayı sorumluluklarının bulunması tüketiciye sağlanması gereken bir hak olmalıdır.

BÖLÜM II. İPOTEĞE DAYALI VE İPOTEK TEMİNATLI MENKUL KIYMETLER

2.1. MENKUL KIYMETLEŞTİRME VE İPOTEĞE DAYALI MENKUL KIYMETLER

İpoteğe dayalı menkul kıymetler menkul kıymetleştirme uygulamaları içinde incelenmektedir. Aşağıda ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin kapsamı, faydaları ve mekanizmaları incelenmektedir.

2.1.1. Kapsamı ve Gelişimi

Menkul kıymetleştirme (securitization), ilk olarak ipoteğe dayalı menkul kıymetler (residential mortgage backed securitization) ile başlamış olan bir finansman yöntemidir. Menkul kıymetleştirme sonucu ihraç edilen finansal araca genel olarak varlığa dayalı menkul kıymet (asset backed security) denilmektedir. İpoteğe dayalı menkul kıymetler de menkul kıymetleştirme genel mekanizması içinde incelenmektedir.

Menkul kıymetleştirme, genel tanımıyla, kredi, alacak ve diğer finansal varlıkların bir havuz içine konulması ve havuzun içindeki varlıkların nakit akımları veya ekonomik değerlerinin çıkarılacak menkul kıymetle ilgili ödemeleri desteklemesi sürecidir.(European Securitization Forum, 1999). Bu sürecin içindeki diğer unsurları da kapsayan bir başka tanıma göre de (Kothari, 2006) menkul kıymetleştirme, varlıkların, genellikle de finansal varlıkların özel amaçlı yapılara/kuruluşlara (special purpose vehicle, SPV) aktarılarak menkul kıymete dönüştürülmesini ve bu özel amaçlı yapılarca ihraç edilen menkul kıymetlerin varlıkların sağladığı hakları temsil etmesini veya menkul kıymetlerin geri ödenmesinin bu varlıklara dayandırılmasıdır. Menkul kıymetleştirme gerçek anlamıyla varlıkların menkul kıymete dönüştürülmesidir (asset securitization); bu durumda çıkarılan menkul kıymet, varlığa dayalı menkul kıymet (asset backed security) olmakta, dolayısıyla diğer borçlanma menkul kıymetlerinde ihraçcının yükümlülükleri faaliyetleri sonucu yarattığı nakitlerden karşılanmaktayken, varlığa dayalı menkul kıymetlerde ise dayanak varlığın bizatihi kendisi olmaktadır (OECD, 1999).

Menkul kıymetleştirme sürecinde sermaye piyasaları temel bir rol oynamaktadır. Hatta bir başka tanımda (Leon ve Michael, 1996) vurgu doğrudan sermaye piyasalarına yapılmakta ve menkul kıymetleştirme için daha az etkin ve yüksek maliyetli finansal aracılığın, daha etkin sermaye piyasalarıyla ikame edilmesi denilmektedir. Bu durumda bankacılığın doğrudan finansman yöntemi olarak adlandırılan aracılık fonksiyonu ortadan kalkmakta (disintermediation) ve sermaye piyasasının doğrudan finansman yöntemine başvurulmuş olmaktadır. Hatta menkul kıymetleştirmenin yeni başladığı yıllarda, menkul kıymetleştirme yönteminin tüm katılımcılar açısından, geleneksel bankacılığın gereksizleşmesine neden olacak kadar faydalı olduğunun iddia edildiği görüşler ortaya çıkmıştır. Böylece menkul kıymetleştirme yoluyla risk yayılmakta ve varlıklar piyasa tarafından fiyatlanabilmektedir.

Özellikle yatırım fonları ve emeklilik yatırım fonları gibi kurumsal yatırımcılar, finansal kurumların borçlanma araçları yerine, aynı kurumların aktifinde bulunan varlıklara dayalı ve yüksek kredi derecesi almış menkul kıymetlerini talep etmektedirler (Barbour ve diğerleri, 1997).

Varlıkların bilânço dışına çıkarılmasıyla bu varlıklardan kaynaklanan nakit akımlarının değişik risk derecelerine göre sınıflara (tranche) ayrılması ve yeniden yapılandırılması, menkul kıymetleştirme sürecinde varlıklarla ilgili faiz ve döviz kuru riskinin çeşitlendirilmesini ve bu risklerin sermaye piyasalarında yeniden dağıtılmasını sağlamaktadır. Bu risk aktarımı yoluyla ihraççı sadece özkaynaklarını daha iyi yönetmekle kalmamakta, ayrıca likiditesini artırmakta ve bilânço içi yükümlülüklerini artırmaksızın daha iyi bir kredi riskiyle çalışma imkânına sahip olmaktadır (Jobst, 2007).

Menkul kıymetleştirme uygulamalarına ilk olarak ipotek kredileri ile başlanmıştır. Amerika Birleşik Devletlerinde ekonomik bunalımın yaşandığı 1930 lu yıllardan önce ipotek kredileri mevduat ile fonlanmaktaydı. Ekonomik bunalımla birlikte tasarrufları toplayan ve borç veren kuruluşların çöküşünün ardından, ipotek kredisi veren kurumların fon ihtiyaçlarının giderilmesini teminen yeni düzenlemeler yapılmış ve Federal Konut İdaresi(Federal Housing Administration/FHA) kurulmuştur. (Kothari, 2006) FHA ipotek kredisi verenlere, kredinin riskine karşı garanti vermiş ve nihayetinde 1938 yılında Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) adlı kuruluşun oluşturulmasıyla menkul

kıymetleştirme yolunda önemli bir gelişme sağlanmıştır. İpoteğe dayalı menkul kıymetler ilk olarak 1970 li yılların başlarında ABD’de Ginnie Mae ve Freddie Mac adlı devlet destekli ikinci piyasa kurumlarının ödeme aktarmalı yapıları kurmalarıyla ihraç edilmiştir. Fannie Mae ise ilk olarak 1981 yılında ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç etmiştir. Bu kurumlar dışında ipoteğe dayalı ilk özel menkul kıymetleştirme işlemi 1980 li yılların ortasında Bank of America gerçekleştirmiştir.

Genel olarak söylenebilir ki nakit akımı yaratan tüm varlıklar menkul kıymetleştirilebilir. Ancak gelecekteki nakit akımlarının düzenli yapılması ve açıkça belirlenebilir olması gerekir.

Menkul kıymetleştirme sonucunda ihraç edilen menkul kıymet, dayandığı varlığın bir çeşit türevi mahiyetindedir. Dolayısıyla sözkonusu menkul kıymet için derecelendirme (rating) yapılmış olsa alınan not, menkul kıymetin dayandığı varlığın derecelendirme notundan farklılık göstermez. Bununla birlikte, menkul kıymetleştirme sürecinde farklı kredi değerliliğine sahip varlıklar kullanılabilir. Sözgelimi düşük kredi değerliliğine sahip varlıklar menkul kıymetleştirilirken, kredi değerliliğini artıracak öyle mekanizmalar kurulabilir ki (credit enhancement), çıkarılacak menkul kıymetin derecesi dayandığı varlıktan yüksek olabilir. Sonuç olarak, kredi değerliliğini artıracak mekanizmalar uygulanmakla beraber, menkul kıymetleştirmede asıl belirleyici olan dayanak varlık ve yarattığı nakit akımlarının kalitesidir.

Menkul kıymetleştirme sürecinde dayanak varlığın çeşitlendirilmiş olması da önemli hususlardandır. Dayanak varlığın nakit akışlarına bağlı olarak yükümlülerin veya başka bir deyişle kredi borçlularının coğrafya, gelir, vade, tutar ve benzeri konularda çeşitlenmiş olması doğru bir yaklaşım olarak değerlendirilmektedir (Kothari, 2006). Varlıkların çeşitlendirilmesi zorunluluğu, varlıkların homojen bir yapıda olmasından farklıdır. Homojen yapıdaki varlıkların aynı havuzda toplanması daha kolaydır ve benzer yapıdaki havuzların risk yapıları daha kolay ölçülür.

Dayanak varlıkların vadesi ile çıkarılacak menkul kıymetin vade uyumu da menkul kıymetleştirme sürecinde dikkate alınmaktadır.

İpotek kredileri dışında ilk menkul kıymetleştirme, finansal kiralama alacaklarına dayalı olarak 1985 yılında yapılmıştır. Aşağıda ipotek kredileri dışında menkul kıymetleştirilen diğer varlık türleri ana hatlarıyla verilmektedir.

i) Ticari Gayrimenkul Kredisine Dayalı Menkul Kıymetler

İhraççı kurumların bilançosunun aktifinde yaratılmış pek çok alacak türü menkul kıymetleştirilebilmektedir. Ancak yukarıda da anlatıldığı üzere, konut kredisi alacaklarına dayalı menkul kıymetleştirme bütün menkul kıymetleştirme uygulamalarının öncüsü durumundadır. Ancak konut kredisi alacaklarına dayalı menkul kıymetleştirmeden bazı yönlerden farklılık gösteren diğer bir tür de 1990 lı yıllardan beri giderek yaygınlaşan ticari gayrimenkul kredisi alacaklarına dayalı menkul kıymetleştirmedir (commercial mortgage backed securitization/CMBS). Ticari gayrimenkullere dayalı menkul kıymetlerin hacmi Amerika Birleşik Devletlerinde 1992 yılında 2 milyar ABD Doları iken, 1998 yılında 80 milyar ABD Dolarına ulaşmış; bu yıldan sonra artış trendi devam etmiş ve 2005 yılında 120 milyar ABD Doları civarında ihraç yapılmıştır. Avrupada da 2005 yılında 21,2 milyar Euro tutarında yeni ihraç gerçekleştirilmiştir (Kothari, 2006).

ii) Kredi Kartı Alacaklarına Dayalı Menkul Kıymetler

Gayrimenkul kredilerinin vadesine nazaran daha kısa vadeli olan kredi kartı alacakları da menkul kıymetleştirmeye konu olmaktadır. İlk olarak 1986 yılında yatırım bankası Saloman Brothers tarafından Bank One adlı bankanın kredi kartı alacaklarının satın alınması ve menkul kıymetleştirilmesi ile uygulanmaya başlamıştır. Kredi kartı alacaklarına dayalı menkul kıymetler hacmi ABD de 1995 yılında 153,1 milyar dolar iken, 2005 yılının ikinci çeyreğinde 365,2 milyar dolar seviyesine ulaşmıştır. Bu tutar toplam varlığa dayalı menkul kıymetler içinde % 19,6 ya karşılık gelmektedir (Kothari, 2006).

iii) Otomobil Kredilerine Dayalı Menkul Kıymetler

Pek çok ülkede otomobil satışları tüketicilerin özkaynaklarından çok taksitli satış yoluyla finanse edilmektedir. Sözgelimi İngiltere’de taksitli satış yoluyla finansman toplam satışların % 57 sine karşılık gelmektedir (Kothari, 2006). Varlığa dayalı menkul kıymetler piyasasının başlangıcından beri, otomobil alacaklarına dayalı menkul kıymetleştirme

toplam hacmin en önemli parçalarından biri olmuştur (Fitch Ratings, 2002). ABD piyasalarında otomobil alacaklarına dayalı menkul kıymetler % 11.8 oranındaki pay ile ipotēge dayalı menkul kıymetlerden sonra ikinci en büyük grubu oluşturmaktadır (Kothari, 2006).

iv) Finansal Kiralama Alacaklarına Dayalı Menkul Kıymetler

Menkul kıymetleştirme finansal kiralama şirketlerinin önemli bir fonlama aracıdır ve finansal kiralama hacmi büyüdükçe menkul kıymetleştirme de önemli ölçüde büyümüştür. Finansal kiralama alacaklarına dayalı menkul kıymetler kendi içinde tüketiciye yapılan kiralamar, küçük ekipman ve küçük makine parçaları için yapılan kiralamar ve son olarak da yüksek maliyetli endüstriyel ekipmanlar ile tıbbi gereçler için yapılan kiralamalardan oluşmak üzere üç kategoride ihraç edilmektedir.

2.1.2. Menkul Kıymetleştirmenin Sağladığı Faydalar

Menkul kıymetleştirmenin kredi verenlere ve yatırımcılara sağladığı çeşitli faydalar bulunmaktadır. Aşağıda bu faydalar ele alınmaktadır.

2.1.2.1. Riskin Devri ve Likiditenin Artması

Menkul kıymetleştirme, kredi veren kurumla tüketici arasında karşılıklı olarak finansal hak ve yükümlülük içeren sözleşmelerden, çok taraflı alım satımı yapılabilen ve piyasası bulunan likit bir araç yaratmış olmaktadır. Sözelimi, banka bir tüketiciye ipotek kredisi verdiğinde, banka bu kredinin faiz ve anaparasını alma hakkı, tüketici de faiz ve anaparayı ödeme yükümlülüğü altına girmekle bir sözleşme yapılmış olmaktadır. Menkul kıymetleştirilmemesi halinde bu finansal hak ve yükümlülük iki taraf arasında kalmakta ve sözleşmeden kaynaklanan faiz ve geri ödememe riskine banka katlanmakta, ayrıca sözleşmenin alım satımı yapılamadığı için likiditesi bulunmayan bir varlık taşınmış olmaktadır. Hâlbuki menkul kıymetleştirilmesi halinde bankanın alacak hakkı sahibi olduğu varlıklar devredilmektedir.

Varlık havuzunun oluşturulduğu kreditor kurum, devrettiği alacaklarının ödenmesine ilişkin hiçbir teminat vermediği takdirde, menkul kıymetleştirme neticesinde alacaklarının riskini tümüyle üçüncü kişilere tamamen devretmiş olmaktadır. Kreditor,

alacakların bir kısmının ödenmesine ilişkin güvence vermiş ise bu sefer, ödenmesini garanti ettiği kısmın dışında kalan alacakların riskini devretmiş olmaktadır. Ayrıca, menkul kıymetleştirme neticesinde bilançoda duran alacaklar nakde dönüşmekte, böylece, kaynak şirketin aktiflerinde yer alan varlıklar likit hale gelmiş olmaktadır. Bu şekilde, kreditor şirket, menkul kıymetleştirme sayesinde hem alacaklarının geri ödenmeme riskini devredebilmekte hem de daha likit bir bilançooya sahip olabilmektedir (Doğru, 2007).

Bu süreçte, sadece kreditorün bilançosu açısından değil, menkul kıymetleştirildiği ölçüde tüm sistemin, bir başka deyişle tüm kreditorlerle ipotek kredisi almış tüketiciler arasındaki sayısız iki taraflı sözleşmenin likiditesi sağlanmış olmaktadır.

Kredi verenler finansal haklarını menkul kıymetleştirdiklerinde, bu finansal haklardan vazgeçmiş olmaktadır. Bu noktada kredi kurumu hakların doğurduğu varlıkların sahibi olmadan, varlıkların bundan böyle sahibi olan yatırımcıların bir çeşit emanetçisi veya yöneticisi durumuna gelmektedir (Kothari, 2006). Böylece büyük bir hızla menkul kıymetleştirmenin fonlama kaynağı olarak kullanılması, kredi veren kurumların kredi ve faiz oranı riski üzerinde odaklanmamalarına yol açmaktadır. Ayrıca bunun sonucunda kredi kurumları gelirlerini daha çok ipotek kredilerine verilen hizmetler üzerinde yoğunlaştırarak faaliyet, likidite ve itibar risklerini daha çok dikkate almaya başlamışlardır (BIS, 2006).

2.1.2.2. Sermaye Piyasasından Kaynak Sağlama İmkânı ve Fonlama Maliyetinin Düşmesi

Çalışmanın ilk bölümünde temas edildiği üzere, konut finansmanında mevduat geleneksel fon kaynaklarından biridir. Diğer bir önemli kaynak ise ipotek kredilerinin başka kuruluşlara devridir. Üçüncü ve en hızlı gelişen fon kaynağı ise sermaye piyasalarından menkul kıymetleştirme yoluyla sağlanan kaynaklardır.

Uzun vadeli kaynakların harekete geçirilmesi için kritik bir faktör olan bir varlığın makul bir zamanda ve değerinde elden çıkarılabilmesi yeteneği, bankacılık sistemlerinin tersine sermaye piyasalarının sağlayabildiği bir servistir. Kurumsal yatırımcıların sahibi olduğu uzun vadeli fonlara erişim, uzun vadeli konut kredilerinin likidite riskini azaltmakta, böylece konut satın alanların ipotek kredilerine erişebilme oranı artmaktadır.

Sermaye piyasalarından fon sağlamanın diğerk bir yararı da kredi piyasasındaki rekabeti artırmasıdır. Sermaye piyasası fonlama kaynaklarının geliştirilmesi, borç verenleri kaynak sağlamak için şube ağıları ve bunların yönetimi ve pazarlaması gibi pahalı perakende (mevduat) fonlama kaynaklarının geliştirilmesi zorunluluğundan kurtarır. Ayrıca, sermaye piyasaları yolu ile finansman, kredi verme konusunda uzmanlaşmış küçük, zayıf sermayeli kreditorlerin piyasaya girmesini sağlamaktadır. Bu tür kreditorler, rekabeti artırmakta, düşük maliyetle çalışmakta ve pazara ürün ve teknoloji yeniliklerini daha iyi sunabilmektedirler. 1990'lardaki Avustralya tecrübesi sermaye piyasası tarafından fonlanan borç vericilerin pazarı değıştirme gücüne dramatik bir delildir. Bu piyasaya sermaye piyasasından fonlanan kreditorlerin girişı 1994 -1996 periyodunda ipotek kredisi marjlarında 200 baz puan kaybına yol açmıştır (Gill, 1997).

Yukarıda tanımında bahsedildiğı üzere, menkul kıymetleştirme mevduat kaynaklı finansal aracılığı ortadan kaldırma (disintermediation) eğilimde olduğundan finansal aracılık fonksiyonlarında uzmanlaşmaya yönelmektedir. Bu durumda, finansal aracılık maliyetlerinin hizmetlerle ilgili ve daha düşük olması nedeniyle tüketicilerin aracılık maliyetlerinden tasarruf etmesini sağlar. Yapılan bir başka çalışmada da (Todd, 2000) gerek sabit gerek değışken oranlı ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesiyle bu kredilerin faiz oranlarının azaldığı yönünde bir bulguya rastlanmamıştır. Ancak menkul kıymetleştirme ile kredinin verilmesi aşamasındaki alınan servis ücretleri arasında bir ilişki tespit edilmiş ve ödeme aktarmalı ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin her ay % 1 oranında artışıyla servis ücretlerinin yarım baz puan azaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Yapılan hesaplamada bu sonucun ipotek kredisi kullananlar yönünden ve sadece 1993 yılı için 2 milyar ABD Dolarından fazla tasarruf sağladığı ortaya konulmuştur.

İpoteğe dayalı menkul kıymetleştirme kredi verenlerin de fonlama maliyetini düşürebilmektedir. Şirketlerin ihraç edeceği borçlanma araçlarının faiz oranı, derecelendirme şirketlerinin verecekleri nota bağımlılık gösterir. Daha yüksek derecelendirme notu, daha düşük faiz oranına, bazı durumlarda risksiz faiz oranlarına yakın maliyet imkânı sağlar; daha düşük derecelendirme notunun karşılığı ise daha yüksek bir borçlanma maliyetidir.

Adi tahvil türü borçlanma araçlarının derecelendirilmesi şirketin normal faaliyetlerinin sonucu oluşan bilançosu üzerinden yapılır. Dolayısıyla bu faaliyet sonuçları yeterli olmayan bir şirketin derece notu düşük olacağından borçlanma maliyeti yüksek olacak veya hiç borçlanamayacaktır. Hâlbuki aynı şirketin alacak havuzlarının kredi kalitesi yüksek olduğunda, şirketin tüm faaliyetlerine göre daha yüksek bir derece notu alabilecektir. Bu durumda kredilerini menkul kıymetleştirerek kendisinin adi tahvil yoluyla borçlanmasına göre maliyet avantajı sağlamış olacaktır. Ayrıca ihraççı şirket menkul kıymetleştirme piyasasında bir kere ihraç yaptıktan sonra, ihraççının adıyla bir piyasa yaratılmış olacağından, bu itibara istinaden şirket diğer borçlanma aracı ihraçlarında da kolaylık görecektir ve bu andan itibaren maliyetine bakarak her iki tür menkul kıymetten birini rahatlıkla çıkarabilecektir (Fabozzi ve diğerleri, 2006).

Menkul kıymetleştirme işleminde, yatırımcılara ödenecek faiz dışındaki başlıca maliyet unsurları, yatırım bankaları, derecelendirme kuruluşları, denetim şirketleri, hukuk büroları, alacakların tahsili hizmetini veren kuruluşlar ve garanti veren kuruluşlar ile menkul kıymetlerin kayda alınması ve işlem görmesi için ilgili kamu kurumu ve borsalara ödenen ücret ve komisyonlardır (Doğru,2007). Bu ücret ve komisyonların önemli bir bölümü sabit olduğundan, ihraç edilecek ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin belirli bir hacme sahip olması gerekmektedir.

Diğer taraftan bir kere süreç başladıktan sonra, ihraç edilecek menkul kıymetlerin satışında yaşanacak başarısızlıklar da bu maliyeti önemli ölçüde artırabilmektedir. Özellikle kurumsal yatırımcı tabanının geniş olmadığı sermaye piyasalarında menkul kıymetlere yönelik talep seviyesi düşük olabileceğinden, çok sayıda yatırımcıya ulaşım ayrı bir maliyet unsuru olarak değerlendirilmelidir. Uluslararası piyasalarda yapılacak ihraçlar ise beraberinde getireceği döviz kuru riski nedeniyle öngörülemeyen maliyetler doğurabilecektir.

2.1.2.3. Finansal Kurumun Bilânçosuna Etkisi

Finansal kurumun bilânçosunda verilen konut kredileri ölçüsünde aktif artışı oluşmakta ve ilgili sermaye yeterliği düzenlemeleri uyarınca bu kredilerden karşılık ayrılmakta, dolayısıyla aktifteki diğer varlıkların kompozisyonuna bağlı olarak da yeni özsermaye girişine ihtiyaç duyulmaktadır. Hâlbuki menkul kıymetleştirme yoluyla krediler

bilanço dışına çıkarıldığında, satıştan elde edilecek hasılat kadar aktif, kredi yerine nakde dönüşmüş olmaktadır. Ayrıca konut kredileri türünden uzun vadeli alacak yapısı, bu alacakların fon kaynağı kısa vadeli mevduat olduğu takdirde vade uyumsuzluğu sorununu da doğuracaktır. Aşağıda XYZ finansal kurumu üzerinde verilen örnekte menkul kıymetleştirmenin bilanço üzerine etkileri gösterilmektedir (Davidson ve diğerleri, 2003'den uyarlanmış ve geliştirilmiştir).

XYZ finansal kurumunun bilançosu aşağıdaki gibidir.

Aktif	YTL		Pasif
Nakit	10.000	Kısa Vadeli Borçlar	45.000
Krediler	200.000	Uzun Vadeli Borçlar	225.000
Menkul Kıymetler	50.000	Özkaynaklar	30.000
Maddi Duran Varlıklar	40.000		
Toplam	300.000	Toplam	300.000

XYZ finansal kurumu ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini aşağıdaki şekilde hesaplamaktadır (Hesaplama vergi etkisi dikkate alınmamıştır).

		Ağırlık (%)	Sermaye Maliyeti (%)
Kısa Vadeli Borçlar	45.000	15	4
Uzun Vadeli Borçlar	225.000	75	7
Özkaynaklar	30.000	10	25
Borçlar ve Özkaynaklar Toplamı	300.000	100	
		Ortalama Sermaye Maliyeti	8.35

XYZ finansal kurumu ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini düşürmek için kredilerini menkul kıymetleştirmek istemektedir. Bu durumda 200.000 YTL olan kredilerini devrederek, 190.000 YTL hâsılat elde ettiği ve menkul kıymetleştirme sonucu çıkarılan ipoteye dayalı menkul kıymetlerin maliyeti % 6,5 olarak belirlendiği varsayılmaktadır. Bu maliyet finansal kurumun ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinden düşük olduğu için amaç gerçekleşmiştir.

Menkul kıymetleştirme için kurulan özel amaçlı yapıda, krediler sınıflara ayrılmıştır ve ikinci sınıf veya düşük kaliteli kredilerin temsil ettiği menkul kıymetler (sınıflara ayırma/tranche bu çalışmada aşağıdaki bölümlerde anlatılmaktadır) finansal kuruma kalmıştır. (Bu yapılanmalarda düşük kaliteli kredilerin temsil ettiği menkul kıymetler satılmayarak kreditora kalmakta ve kreditor kurumun özkaynağı olarak değerlendirilmektedir.) Bu menkul kıymetlerin değeri de 15.000 YTL'dir. Sonuçta kurum 200.000 YTL tutarındaki varlıklarını satarak 190.000 YTL nakit ve 15.000 YTL tutarında menkul kıymete sahip olmuş ve 5000 YTL kazanmış olmaktadır. Elde edilen nakitle de borçların ödenmesi halinde, menkul kıymetleştirme sonrası bilanço aşağıdaki gibi olacaktır.

Aktif	YTL		Pasif
Nakit	10.000	Kısa Vadeli Borçlar	30.000
İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler	15.000	Uzun Vadeli Borçlar	50.000
Menkul Kıymetler	50.000	Öz Sermaye	35.000
Maddi Duran Varlıklar	40.000		
Aktif	115.000	Pasif	115.000

XYZ menkul kıymetleştirme sonucunda, elde ettiği nakitle borçlarını ödemezse bilançosu aşağıdaki gibi olacaktır.

Aktif	YTL		Pasif
Nakit	200.000	Kısa Vadeli Borçlar	45.000
İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler	15.000	Uzun Vadeli Borçlar	225.000
Menkul Kıymetler	50.000	Öz Sermaye	35.000
Maddi Duran Varlıklar	40.000		
Toplam	305.000	Toplam	305.000

Böylece XYZ finansal kurumu menkul kıymetleştirme yapmadan önceki duruma göre 190.000 YTL fazladan nakde kavuşacak ve bu nakitle kredi portföyünü genişletebileceği gibi sermaye maliyeti de ilk duruma göre aynı kalacaktır.

XYZ finansal kurumu yeni krediler vermek için ihtiyacı olan 190.000 YTL'yi uzun vadeli borçlanma ile (söz gelimi, normal tahvil ile) sağlasaydı, bilançosu aşağıdaki gibi olacaktır.

Aktif	YTL		Pasif
Nakit	200.000	Kısa Vadeli Borçlar	45.000
Krediler	200.000	Uzun Vadeli Borçlar	415.000
Menkul Kıymetler	50.000	Özkaynaklar	30.000
Maddi Duran Varlıklar	40.000		
Toplam	490.000	Toplam	490.000

Bu durumda XYZ finansal kurumunun bilançosu büyümüş olmaktadır. Kurumun sermaye maliyeti de aşağıdaki şekilde hesaplanacaktır.

		Ağırlık (%)	Sermaye Maliyeti (%)
Kısa Vadeli Borçlar	45.000	9	4
Uzun Vadeli Borçlar	415.000	85	7
Özkaynaklar	30.000	6	25
Borçlar ve Özkaynaklar Toplamı	490.000	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	8.40

2.1.3. Menkul Kıymetleştirmeye Yöneltilen Eleştiriler

Varlık transferi ve menkul kıymetleştirme, finansal sistemin etkinliğini geliştirir ve borçlanana son yatırımcılara doğrudan ulaşım imkânı sağlayarak kredi bulunabilirliğini artırırken, diğer taraftan bankaların finansal aracılık sürecindeki önemini azaltmaktadır. Bunun sonucunda da bankalar tarafından tutulan finansal varlık ve yükümlülükler

azalmakta ve Merkez Bankaları değişken minimum rezerv ihtiyaçları ile çalışan ülkelerde para politikasının uygulaması daha zor hale gelmektedir (Kothari, 2006).

Ayrıca, banka dışı finansal kurumlar menkul kıymetleştirme sürecinde bankalara göre bir rekabet avantajı kazanıp bankaların krlılığı üzerinde etki yapabilmektedir.

Bankacılık sisteminde borç verme işlemi belirli bir sermaye tabanı gerektirmektedir. Menkul kıymetleştirme borç vermenin bankacılık sisteminin sermaye tabanının kısıtlarının ötesinde gerçekleşmesine imkân verse de, bankacılık sistemindeki toplam sermayenin düşmesine neden olarak, hem ulusal hem de uluslar arası kırılganlığını arttırabilmektedir. Hâlbuki kredi kayıpları sağlam bir sermaye tabanıyla bankacılık sistemi tarafından engellenebilir (Kothari, 2006).

Finansal riskleri ölçmek temel yöntem bilanço analizi yapmaktır. Menkul kıymetleştirme bilanço dışı bir finansal işlem olduğundan, risk lme yöntemi bilanço dışına kaymaktadır. Böylece bilançoda yer almayan riskleri ölçmede problemler ortaya çıkmaktadır.

Sonuç olarak menkul kıymetleştirme bankaların, düşük kaliteli kredilere yöneltip daha fazla borç vermeyi ve bu borçları bilânço dışına çıkarmayı ve menkul kıymetler ile tezgh üstü türev araçların alım satımına odaklanmalarına yol atığından, düzenleyici otoriteler açısından Şeffaf olmayan (opak) bir yapıya bürünmelerine neden olabilmektedir (Kothari, 2006).

2.1.4. Menkul Kıymetleştirme ve İDMK'ların İşleyişi ve Süreçleri

Menkul kıymetleştirme yapılıp İDMK ihraç edilirken özel amaçlı yapılar kurulmakta ve bu yapılar farklı mekanizmalarla farklı özelliklerde menkul kıymetler oluşturulmaktadır. Aşağıda bu yapılar ve mekanizmalar incelenmektedir.

2.1.4.1. Özel Amaçlı Yapılar/ Kuruluşlar (Special Purpose Vehicles/ SPV)

Özel amaçlı yapılar, krediyi veren, dolayısıyla aktifindeki varlıkları aktaran kurumlar tarafından özel ve sınırlı bir faaliyeti veya işlemleri yürütmek üzere kurulmuş

olan hukuki yapılardır (Gorton ve Souleles, 2005). Özel amaçlı yapılar herhangi bir personel istihdam etmediği gibi, faaliyet gösterdiği bir mekânı da bulunmaz.

Özel amaçlı yapıların kurulma amacı temelde krediyi yaratan kurumun iflas riskinden yatırımcıların korunmasıdır. (Bankruptcy remoteness). Varlığa dayalı menkul kıymetler kurgusu itibariyle teminatlı borçlara benzer; teminatlı borçlarda firmalar mevcut bir alacağı borcun teminatı olarak kullanırlar. Benzer şekilde varlığa dayalı menkul kıymet yatırımcıları da firmanın tüm varlıklarının kalitesini değerlendirmek yerine alacaklarının teminatı olarak gösterilen varlıkların kalitesine bakarlar. Bunu sağlayan da krediyi yaratan kurum tarafından oluşturulmuş özel amaçlı yapılardır (Ayotte ve Gaon, 2005). Varlıkların, sahipliğinin olduğu kurumdan ayrı bir hukuki yapıya transfer edilmesi, kurumun iflas riskinden korunmasını sağlar.

Özel amaçlı yapılar, oluşturulduğu ülkenin kendi mevzuatına göre malvarlığı havuzu (trust) şeklinde kurulabileceği gibi, bir şirket şeklinde de kurulabilir. Trust bir malvarlığına dair hakların üçüncü taraf lehdarlar için kullanılmasıdır. Çıkarılma amacına bağlı olarak farklı trust türlerinden bahsetmek mümkündür. Ayrıca özel amaçlı yapılar kurucusunun bir iştiraki olabileceği gibi, vergi, muhasebe ve diğer hukuki konularda kurucusuyla bağlantısı bulunmayabilir (Gorton ve Souleles, 2005).

Yatırımcılar ve kredi derecelendirme kuruluşları özel amaçlı yapıların esas sözleşme veya içtüzüklerinde aşağıdaki şartların bulunmasını gerekli bulurlar (Murray, 2002).

- Gayrimenkul işlemleri dışında diğer faaliyetlerde bulunma yasağı,
- Herhangi başka bir kuruluşla birleşme yasağı,
- Borçlanma yasağı,
- Kayıt ve belgelerinin, kurucunun kayıt ve belgelerinden ayrılması,
- Kurucunun diğer şirketleriyle sözleşme yapma yasağı,

- Kurucunun diğler şirketlerinin varlıklarıyla kendi varlıklarını birleştirme yasağı,
- Kurucunun diğler şirketlerinin borçlarına kefil olma yasağı,
- Özel amaçlı yapıyı temsile yetkili bağımsız bir yönetici istihdamı zorunluluğu.

Yukarıda belirtilen şartlar kurucu şirketten kaynaklanan riskleri bertaraf etmek yanında, özel amaçlı yapının kendisinin de iflas riskinden arındırılmasına yöneliktir. Temel amaç iflasa tabi olmayan bir hukuki form yaratmaktır. Yukarıda belirtildiği üzere, çoğu ülkedeki malvarlığı havuzları (ülkemizde yatırım fonları) iflasa tabi olmayan yapılardır; ancak özel amaçlı yapıların şirket formunda kurulanları iflasa tabi olabileceğinden mümkün olduğu kadar faaliyetleri ve borçları kısıtlanmaktadır. Böylece üçüncü kişilerin kurucu tarafından özel amaçlı yapıya devredilmiş ve menkul kıymetleştirilmiş varlıklar üzerinde hak iddia etmesi engellenmeye çalışılmaktadır.

Özel amaçlı yapılar oluşturulduğunda sadece kurucunun iflas riskinden arındırılmış bir hukuki form yaratılmış bulunmamakta; aynı zamanda, kurucunun kendi kredi derecesinden daha yüksek bir kredi derecesi alabilmesinin yapısı da kurulmuş olmaktadır. Daha yüksek bir kredi derecesi daha düşük bir kredi riskinin fonksiyonudur ve doğrudan doğruya kredinin maliyetini etkilemektedir. Özel amaçlı yapılar, kurucusunun kredi derece notundan daha yüksek bir kredi notuna sahip olmakta ve sonucunda da daha düşük maliyetle borçlanabilme imkânı yaratmaktadır.

Özel amaçlı yapıların kurulma sebeplerinden biri de vergi ile ilgili konulardadır. Trust şeklinde kurulan özel amaçlı yapıların çoğu vergi mükellefi değildir (tax transparent vehicle). Bu durumda vergileme menkul kıymet sahipleri seviyesinde yapılmaktadır. Özel amaçlı yapının vergi mükellefi olmaması, özellikle ödeme aktarmalı yapılarda bir teşvikten çok bir zorunluluktur. Yapı gelir veya kurumlar vergisine tabi olduğunda varlıkların getirisi vergi oranı kadar azalacağından çıkarılacak menkul kıymetin faiz oranı da piyasa faiz oranlarından vergi etkisiyle sapma gösterecektir. Bunun yerine menkul kıymet sahiplerinin faiz gelirlerinin vergilendirilmesi daha doğru bir yol olmaktadır. Ancak şirket şeklinde kurulan özel amaçlı yapılarda vergileme gene şirket seviyesinde olmaktadır.

Özel amaçlı kuruluşun faaliyetinin ve borçlanmasının sınırlanmasına rağmen yine de bazı risklerle karşılaşması söz konusu olabilir. Bunların en başında vergi gibi kamuya olan borçlardan doğan riskler gelmektedir. Herhangi bir sebeple özel amaçlı kuruluş bünyesinde vergi doğarsa, vergi idaresi menkul kıymetleştirilen alacaklara haciz koyabilecek veya özel amaçlı kuruluşun iflasını isteyebilecektir. Böylece, vergi idaresi, menkul kıymetleştirilen alacaklar üzerinde hak sahibi olacaktır (Doğru, 2007).

2.1.4.2. Gerçek Satış (True Sale)

Menkul kıymetleştirme işlemi, finansal kurumun varlıklarının satışıyla başlayan bir süreçtir. Ancak bu süreç bazı durumlarda finansal kurumun, vergi veya hukuki yükümlülüklerden kaçınma amacıyla transfer ettiği varlıklar üzerinde kredi desteğini veya benzer işlemleri devam ettirdiği finansal bir işlem mahiyeti kazanabilmektedir (Kothari,2007).

Alacağın bir bedel karşılığı devri, normal olarak bir alacak satışı olarak kabul edilmektedir. Ancak satış olarak görünmesine rağmen, özünde yapılan işlemin, teminat karşılığı ödünç verme işlemi olması mümkündür. Bu durumda, satış bedeli, ödünç olarak verilen para; alacaklar ise söz konusu ödünç için verilmiş teminat olacaktır. Menkul kıymetleştirmede özel amaçlı kuruluşa yapılan alacak temlikinin hukuken gerçek bir alacak satışı mı, yoksa ödünç işlemi için verilmiş bir teminat mı olduğu özellikle ABD’de menkul kıymetleştirmenin en önemli meselelerinden biridir (Doğru, 2007).

ABD’de bunun böyle önemli olmasının nedeni, alacağın devri ödünç için verilmiş teminat olarak kabul edildiğinde, menkul kıymetleştirmenin temelini tamamen çökmesidir (Wood, 1995). Çünkü devrin gerçek satış olarak kabul edilmesi, alacakların kreditorün risklerinden tecrit edilmesi anlamına gelirken, devrin, ödünç işlemini temin etmek için yapılmış bir teminat işlemi olarak kabul edilmesi ise bunun gerçekleşmediğini göstermektedir (Nasarre-Aznar, 2004). Devir gerçek satış olarak kabul edildiğinde, iflas durumunda alacaklar iflas masasına girmeyecek; özel amaçlı kuruluş alacakları tahsil etmeye devam edecek; dolayısıyla alacaklardan elde edilen nakit akışlarıyla menkul kıymet sahiplerine ödeme yapılmaya devam edilecektir (Doğru, 2007).

Menkul kıymetleştirmenin anavatani sayılan ABD’ de konuyla ilgili pek çok mahkeme kararı bulunmaktadır. Bu kararlara göre devrin gerçek satış veya ödünç olarak nitelendirilmesinde en temel faktörün, alacağa ilişkin risk ve getirilerin özel amaçlı kuruluşa geçip geçmediği olduğu anlaşılmaktadır. Eğer alacağa ilişkin risk, özel amaçlı kuruluşa geçmediyse, devirden sonra da kreditora ait olmaya devam ediyorsa, bu işlem gerçek satış değildir. Aynı şekilde, alacaklara ilişkin getiri, özel amaçlı kuruluşa ait değilse, bir başka deyişle getiriler kreditora iade ediliyorsa, bu devir de gerçek satış olarak nitelendirilmemektedir. Riskin özel amaçlı kuruluşa devredilmesinin en önemli göstergesi, alacakların borçluları tarafından ödenmesinin kredi veren tarafından garanti edilip edilmediği; garanti edildiyse ne kadarının garanti edilmiş olduğudur. Kreditorün garanti ettiği kısım arttıkça, mahkemelerin işlemi kredi olarak nitelendirme riski de artmaktadır (Doğru, 2007).

Devrin gerçek satış olup olmadığının belirlenmesinde dikkate alınan diğer bir faktör ise kreditorün, alacakların bedelini ödeme veya alacakları geri satın alma hakkına sahip olup olmadığıdır. Sözgelimi, ipoteğin paraya çevrilmesi için borçlulara karşı yürütülen takipte, gayrimenkul paraya çevrilmeden kredi verenin bedelini ödeyip gayrimenkulü ipotekten kurtarma hakkının bulunması, devrin ödünç olarak değerlendirilmesine yol açabilmektedir (Doğru, 2007).

Öte yandan, devredilen alacığın fiyatının belirlenme şekli de devrin hukuki nitelendirilmesi üzerinde etkili olabilmektedir. Menkul kıymetleştirmede fiyatlamının normal olarak, alacakların geçmişteki geri ödenme oranları göz önünde bulundurularak, vadelerine göre iskonto edilmesi suretiyle yapılması gerekir. Ancak, devir bedeli, alacakların vadelerine göre değil de kreditorün parayı kullanma sürelerine göre belirlenmiş ise bu, işlemin kredi olarak nitelendirilmesine yol açabilmektedir. Benzer şekilde, başta yapılan fiyatlamının sonradan borçluların yaptığı ödemelere göre değiştirilmesi de işlemin ödünç olarak nitelendirilmesine sebep olabilmektedir. Buna karşılık, fiyatlamının, alacaklardan yapılacak tahsilât tahminleri ile alacakların vadelerine göre yapılmış ve bu şekilde hesaplanan fiyatın gerçekleşen alacak tahsilâtına göre sonradan değiştirilmemiş olması, devrin gerçek satış olduğunu göstermektedir (Doğru, 2007).

2.1.4.3. Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetleştirme Mekanizması

Menkul kıymetleştirme sürecinin sonunda ihraç edilen menkul kıymetler yatırımcıya bir mal varlığına katılma veya alacak hakkı sahipliği sağlamasına göre ödeme aktarmalı/ doğrudan aktarımlı (pass through) veya aktif yönetimli/nakit aktarımlı (pay through) olarak adlandırılmaktadır.

Eğer bir özel amaçlı kuruluş, ABD ve Fransa uygulamasında olduğu gibi malvarlığı havuzu yapısında, varlığa dayalı menkul kıymetler sahiplerine alacak hakkı değil, bu mal varlığına payları oranında katılma hakkı verir. ABD’de, alacak hakkı değil, bir alacak havuzuna katılma hakkı sağlayan bu tür varlığa dayalı menkul kıymetler ödeme aktarmalı olarak adlandırılmaktadır (Doğru, 2007).

Ödeme aktarmalı menkul kıymetlerin yapısı, konut finansman amacıyla düzenlenmiş birçok türdeki ipotek kredisinin menkul kıymetleştirilmesi için uygun bir araçtır. Başlangıçta klasik ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi için başlayan bu uygulama daha sonra artan tutarlı ipotek kredilerinin de menkul kıymetleştirilmeleriyle genişlemiştir (Fabozzi ve Modigliani (Capital Markets), 1992).

Yatırımcılar, ipotek kredilerini satın alıp bunlara yatırım yapmaları halinde geri ödeme, faiz, likidite ve erken ödeme risklerine maruz kalırlar. Bu risklerin en azından bazılarında kaçınabilmek için ipotek kredilerine yatırım yapmanın daha etkin bir yolu, ödeme aktarmalı menkul kıymetlere yatırım yapmaktır. İDMK’ ların dayanmış olduğu ipotek kredisi grupları çok fazla sayıda ipotek kredisinden bir araya gelebileceği gibi, birkaç ipotekten de bir araya gelebilir. Fakat sonuçta her durumda portföy çeşitlendirilmiş olmaktadır (Fabozzi ve Modigliani (Capital Markets), 1992).

Ödeme aktarmalı menkul kıymetler, ipotekle ilgili menkul kıymetlerin en önemli şekli olup hacim bakımından da en büyük paya sahiptir (Hartl, 1993). Ödeme aktarmalı menkul kıymetlerin en yaygın bir şekilde kullanıldığı ülke olan ABD’de piyasa, 1980’lerde oldukça büyük bir gelişme göstermiş ve sabit getirili menkul kıymetler içinde yatırımcı tercihi ve işlem hacmi bakımından, en önemli konuma gelmiştir (Alp, 2000).

İkinci el ipotek piyasasında büyük bir ağırlığı olduğundan, çoğu kez ipoteğe dayalı menkul kıymetlerle ipotek ödeme aktarmalı menkul kıymetler aynı anlamda veya biri diğerinin yerine kullanılmaktadır (Alp, 2000). ABD’de son on yıldır toplam ipotek kredilerinin yüzde kırkı ödeme aktarmalı ipoteğe dayalı menkul kıymetler ile fonlanmış bulunmaktadır (Kothari, 2006).

Ödeme aktarmalı yöntem menkul kıymetleştirme en basit ve en kolay formudur. Deyim menkul kıymetleştirme sürecinin tabiatından doğmuştur. İhraççı, yani özel amaçlı yapı varlık havuzunun tüm nakit akışlarını doğrudan yatırımcıya aktarmaktadır. Böylelikle yatırımcılar özel amaçlı yapı tarafından çıkarılmış menkul kıymetle ifade edilen pay oranında, özel amaçlı yapıya aktarılmış varlıkların sahibi veya lehdarı konumundadır (Kothari, 2006).

Bu yöntemde, özel amaçlı yapı, nakit akışlarını yeniden yapılandırma, yeniden yatırıma yönlendirme veya varlıklarla yükümlülükler arasında vade uyumsuzluğuna sebep olacak işlemlerde bulunmaz.

Ödeme aktarmalı menkul kıymetlerin oluşturulması süreçleri aşağıdaki gibidir:

Yapının kurulması safhası

— Kreditor kurum menkul kıymetleştirmeye konu olacak alacakları belirler.

— Kreditor kurum özel amaçlı yapıyı kurar ve alacakları özel amaçlı yapıya transfer eder.

— Özel amaçlı yapı sertifika (pass through certificate) ihraç eder ve ihraç ettiği menkul kıymetleri kreditor kuruma satar. Bazan özel amaçlı yapıların, kreditor kurum yerine doğrudan halka arz ettiği yöntemler de uygulanabilmektedir.

—Kreditor kurum özel amaçlı yapıdan aldığı menkul kıymetleri halka arz ederek satar.

Alacakların ödenmesi safhası

—Vadeleri doldukça alacaklar kreditor kurum veya hizmet saglayici tarafından toplanir.

— Hizmet için ücret düfüldükten sonra kalan tutar, payları oaranında yatırımcılara ödenir. Yatırımcıya ödenen tutarlar, hizmet için ödenen ücret ihmal edilirse, özel amaçlı yapı tarafından toplanan tutara eşittir.

— Herhangi bir erken ödeme olduğunda, bu ödemeler de aynen yatırımcıya aktarılır.

— Borçluların taksit ödemelerinde herhangi bir temerrüt olması halinde, özel amaçlı yapı kreditor kurumla yapılan sözleşmede hüküm olması halinde kreditor kurumdan likidite talebinde bulunur. Eğer sözleşmede hüküm yoksa hizmet saglayici gerekli hukuki işlem ve süreçleri başlatır. Bu hukuki işlemler sonucunda borçludan tahsilât yapılabilirse yatırımcıya ödemede bulunulur (Kothari, 2006).

Ödeme aktarmalı yapılarda menkul kıymetleştirmeye konu varlık havuzundaki bazı alacakların erken ödenmesi veya ödenmemesi hallerinin yolaçtığı nakit akışlarının düzensizliği doğrudan menkul kıymet yatırımcısını etkilemektedir. Dolayısıyla nakit akışlarının tüm riskleri yatırımcıya aktarılmış olmaktadır. İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin nakit akışlarının, bir başka deyişle faiz ve anapara ödemelerinin miktarı ve zamanı ile dayandıkları ipotek kredileri grubunun nakit akışlarının miktarı ve zamanı arasında fark vardır. Bu menkul kıymetlerin aylık nakit akışları servis ve benzeri ücretlerden dolayı dayandıkları ipotek grubunun nakit akışından daha azdır.

ABD’de uzun vadeli ipotekli kredilerin çoğunluğu, çeşitli sebeplerle vadesinden önce (erken) ödenerek kapatılmaktadır. Erken ödeme riski, beklenen ve programlanandan daha fazla alacağın borçluları tarafından vadesinden önce geri ödenmesi ve bunun neticesinde ipoteye dayalı menkul kıymet sahiplerine erken ödeme yapılması veya ipoteye dayalı menkul kıymetlerin getirisinin düşmesi durumu ile karşı karşıya kalınmasıdır (Doğru, 2007).

Erken ödeme sebeplerinden birincisi, faiz oranlarının düşmesi durumunda borçluların, daha düşük faizli kredi almak için mevcut kredilerini kapatma yoluna

gitmeleridir. Erken geri ödenen alacaklardan elde edilen fon, piyasadaki daha düşük faiz oranlı araçlara yatırılacağından, bu durum, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin getirisinin de düşmesine neden olacaktır. Erken ödeme sebeplerinden bir diğeri ise, alacakların borçluları tarafından ödenmemesi sebebiyle takip yapılarak taşınmazın satışı yolu ile alacağın tamamının vadesinden önce tahsil edilmesidir. Ayrıca sel veya deprem gibi doğal afetler nedeniyle hasar gören konutlara ilişkin ipotekli krediler, sigorta şirketlerinin yaptıkları ödemelerle tamamen kapatıldığından, bu tür doğa olayları da erken ödeme riskinin ortaya çıkmasına sebep olabilmektedir (Pavel, 1989).

Ödeme aktarmalı menkul kıymetleştirme yöntemi doğrudan tahvil ihracı ve pay through yöntemine göre daha etkin sayılmaktadır. Bu yöntem esas olarak nakit akımlarının aylık ve düzenli olduğu durumlarda kullanılmaktadır. Sözgelimi aylık geri ödemelerin bulunduğu ve geri ödemelerin büyük ölçüde düzenli bir yapı arzettiği bir varlık havuzu, ödeme aktarmalı yapı için idealdir. Bu yapıda aylık ödemeler aynen yatırımcıya aktarılabilir.

Ancak pek çok kredi sözleşmesinin ödeme planında anapara artan oranlıdır, dolayısıyla geri ödemeler düzensizdir. Üstelik pek çok alacak havuzunda erken ödeme tahmin edilmesi güç ve yüksek bir oranda olabilmektedir. Bu tür kredilerden oluşan havuzlar menkul kıymetleştirildiği takdirde, yatırımcı için geri ödemeler belirsiz bir form izlemekte ve yatırım yapılan alan sabit getirili menkul kıymetlerden uzaklaşmaktadır. Menkul kıymetlerin belirsiz bir geri ödeme yapısı içermesi, yatırımın net bugünkü değer hesabını yapmayı da imkânsız hale getirmektedir (Kothari, 2006).

Erken ödeme riskleri nedeniyle İDMK lar bazı finansal kurumlar açısından cazip bulunmamaktadırlar. Bunun nedenleri aşağıda verilmektedir (Alp, 2000).

— Uzman konut finansman kurumları ve ticari bankalar, yapmış oldukları plasmanlarından fon maliyetlerinin üzerinde, belirli bir kâr marjını garanti etmek isterler. Bu kurumlar, genellikle fonlarını kısa vadeli olarak toplamaktadır. Toplamış oldukları fonları sabit oranlı ipoteğe dayalı menkul kıymetlere yatırırlarsa, bu menkul kıymetler uzun vadeli bir yatırım olduğu için bu kurumlar vade uyumsuzluğu sorunuyla karşılaşılırlar.

Ayrıca satın alınmış olan menkul kıymetlerin erken ödenmesi halinde finansman kurumlar bu kez de yatırım planlarının bozulması sorunu ile karşı karşıya kalırlar.

— Sigorta şirketleri için, fon yönetimi yaparken belirli yükümlülükler ortaya çıkması halinde, ödeme aktarmalı menkul kıymetler uygun bir yatırım aracı olmayabilirler. Kısa vadede bir takım finansal yükümlülükleri doğacak olan bir sigorta şirketi, eğer elinde bulundurduğu fonları değerlendirmek için ipoteye dayalı menkul kıymetlere yatırım yaparsa, bu menkul kıymetlerden sağlanacak nakit akışlarındaki belirsizlikler ve erken ödemelerin yavaşlaması nedeniyle bu yatırım aracı uzun dönemli hale gelecek ve çekiciliğini kaybedecektir. Sigorta şirketleri, esas itibariyle uzun vadeli fonlar toplamalarına rağmen, yükümlülükleri ortaya çıktığında aniden fona ihtiyaç duymaktadırlar. Bu nedenle yapmış oldukları yatırımların en azından belirli bölümü ipoteye dayalı menkul kıymetlerden daha likit, hazır değer niteliğinde olmalıdır.

— Bir emeklilik fonunun belirli bir süreyle, örneğin 10 yıl vadeli olarak, elinde bulundurduğu fonları yine bu sürenin uzunluğuna paralel olarak yatırıma dönüştürmek istediğini ve uzun vadeli olan ipoteye dayalı menkul kıymetlere yatırım yaptığını varsayalım. Yatırımın başlamasından sonra elde buldurulan İDMK ile ilgili erken ödemelerin başlaması halinde, şirketin finansman pozisyonu olumsuz etkilenecektir. İDMK ilgili erken ödemelerin genellikle faiz oranlarındaki düşmeden kaynaklandığı dikkate alındığında, emeklilik şirketi erken ödeme şeklinde kendisine dönen fonlarını daha düşük faiz oranlarıyla yeniden yatırıma dönüştürme durumu ile karşı karşıya kalacaktır. Doğal olarak bu sonuç ve karşılaşılan risk, İDMK lara yatırım talebini olumsuz etkileyen faktörlerdir.

2.1.4.4. Aktif Yönetimli (Pay Through) Menkul Kıymetleştirme Mekanizması

Özel amaçlı kuruluş bir mal varlığı havuzu (trust) değil de bir şirket ise, varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerine bu kez alacak hakkı tanır. Bu menkul kıymetler ihraççı özel amaçlı yapı açısından borçluluğu temsil eder. ABD’de sahibine alacak hakkı tanıyan ve ihraççısı açısından da borç niteliğinde olan bu tür menkul kıymetler pay through olarak adlandırılmaktadır (Pavel, 1989) .

Aktif yönetimli/nakit aktarımlı mekanizma, özel amaçlı yapı içinde tüm nakit akışlarının yeniden yapılandırılıp, belirli bir vadede yatırımcıya ödendiği menkul kıymetleştirme yöntemidir. Bu yöntemde nakit akışlarıyla temsil edilen varlıkların ve yükümlülüklerin vade uyumsuzluğu giderilmiş olmaktadır (Kothari,2006).

Sabit getirili menkul kıymet yatırımcıları, bir şirket tahvilindeki gibi faiz ve anapara ödeme dönemleri ile tutarlarının belirli olduğu bir yapıya alışık olduklarından, ödeme aktarmalı yöntemindeki, anaparanın aylık itfa edildiği ve erken ödemelerden dolayı belirsiz olduğu yapıyı benimsemeyebilmektedirler.

Ödeme aktarmalı yöntemin bu olumsuzluklarından dolayı, aktif yönetimli mekanizmada alacakların menkul kıymet sahiplerine aynen aktarılması yerine, özel amaçlı yapı tarafından tahvil benzeri sabit getirili menkul kıymet ihraç edilmekte, bu menkul kıymetin teminatı da özel amaçlı yapının varlık havuzu olmaktadır.

Aktif yönetimli mekanizmada da kreditor kurum alacak havuzunu özel amaçlı yapıya devretmekte; özel amaçlı yapı alacakların vadeleri geldikçe tahsil etmekte; tahsil edilen nakitlerle vadeli mevduat ve diğer para piyasası araçları gibi düşük riskli alanlara yatırım yapmakta ve nihayetinde bu yatırımların geliri ve devam eden nakit akışlarıyla ihraç ettiği menkul kıymetlerin faizlerini ödemektedir. Tüm bu işlemlerle ödeme aktarmalı yapının aksine özel amaçlı yapılar aktif olarak yer almakta, bir başka deyişle varlık havuzu aktif olarak yönetilmektedir (Kothari, 2006).

Bu yöntemde, ödeme aktarmalı yöntemden farklı olarak, alacak havuzundaki varlıkların vadelerinin benzer olmasına gerek yoktur. Böylece kredi veren kurum alacaklarından elde ettiği nakit akımlarını istediği gibi yapılandırarak farklı vadelerde, farklı getirilere sahip değişik menkul kıymet tipleri yaratabilmekte ve bunların pazarlanabilirliğini arttırmaktadır. Dolayısıyla, alacak havuzunda yer alan varlıkların vadeleri ile bunlara dayanılarak ihraç edilen menkul kıymetlerin vadelerinin uyumlu olması zorunlu değildir.

Aktif yönetimli menkul kıymetleştirmenin oluşturulma süreci aşağıda verilmektedir.

Yapının kurulması safhası

— Kreditor kurum menkul kıymetleştirmeye konu olacak alacakları belirler.

— Kreditor kurum özel amaçlı yapıyı kurar ve alacakları özel amaçlı yapıya transfer eder. Özel amaçlı yapı genellikle şirket formunda kurulur.

— Özel amaçlı yapı menkul kıymet ihraç eder ve ihraç ettiği menkul kıymetleri kreditor kuruma satar. Bazan özel amaçlı yapıların, kreditor kurum yerine doğrudan halka arz ettiği yöntemler de uygulanabilmektedir. Bu menkul kıymetler özel amaçlı yapının kendi borcunu temsil eder ve özel amaçlı yapının sahip olduğu alacak havuzu borcun teminatını oluşturur.

— Kreditor kurum özel amaçlı yapıdan aldığı menkul kıymetleri halka arz ederek satar.

Alacakların Ödenmesi Safhası

—Vadeleri dolduğunda alacaklar kreditor kurum veya hizmet sağlayıcı tarafından toplanır.

— Hizmet için ücret düşüldükten sonra kalan tutar, özel amaçlı yapıya aktarılır.

—Özel amaçlı yapı toplanan nakitleri mevduat veya para piyasası araçlarında değerlendirir. Herhangi bir erken ödeme olduğunda, bu ödemeler de aynen yatırımcıya aktarılır.

—Yatırımcıya yapılacak anapara ve faiz ödemelerinin işleyici aynen bir tahvilinki gibidir (Kothari, 2006).

2.1.4.5. Teminatlı İpotek Yükümlülükleri

Teminatlı ipotek yükümlülükleri (TİY) ipotek teminatlı menkul kıymet türlerinden biridir. Teminatlı ipotek yükümlülükleri (Collateralized Mortgage Obligation/ CMO) ilk olarak 1983 yılında Freddie Mac tarafından ipotek piyasasında denendikten sonra, farklı

varlık gruplarında da uygulanmaya başlanmıştır. Sözelimi teminatlı borç yükümlülükleri (Collateralized Debt Obligation/ CDO) bu yapı üzerine kurulmuştur. Bununla birlikte, pek çok piyasa profesyoneli tarafından TİY'lere CDO tanımı içinde yer verilmemektedir (Tavakoli, 2003).

Aktif yönetimli mekanizma, ödeme aktarmalı yapının vade uyumsuzluğu sorununu çözmekle birlikte, farklı haklar, vadeler ve ödeme yapıları isteyen yatırımcıların taleplerine uygun değildir (Kothari, 2006). Bu nedenle, teminatlı ipotek yükümlülükleri pay through mekanizmasının özel bir hali olarak ortaya konulmuştur.

Bu modelde tek bir kredi havuzu üzerine birçok menkul kıymet ihraç edilmektedir. Nakit akışlarının parçalanarak değişik menkul kıymet ihracı finansmanın sağlanmasında sayısız kolaylıklar sağlamakta ve değişik yatırımcıların ihtiyaçlarına yönelik ihraç yapılabilmesi yatırımcı tabanının genişlemesine yol açmaktadır. Örneğin kısa vadeli yatırım yapmak isteyenlere nakit akışlarının kısa vadeli parçası, muhafazakâr yatırımcılara kredi derecesi yüksek menkul kıymet ihracı mümkün hale gelmektedir.

Sözelimi, bu mekanizma içinde A serisi menkul kıymet sahiplerine ödeme önceliği tanındıysa, kredi borçlularının erken ödemeleri dâhil tüm ödemeleri bu seriye yönlendirilir. Genellikle, standart bir TİY yapısında, A, B ve C serileri olarak ifade edilen 3 tür menkul kıymet yer almaktadır. Bu gruplar, anapara ödemeleri yönünden bir önceki grup itfa edildikten sonra bir sonraki grup itfa edilecek şekilde sıralı bir ödeme planına bağlıdır. Faiz ödemeleri yönünden ise, tüm menkul kıymet gruplarına genellikle aynı faiz oranı üzerinden yılda 4 defa veya 6 ayda bir faiz ödemesi yapılmaktadır. Belirtilen menkul kıymet grupları içerisinde en kısa vadeli olanı A grubu menkul kıymetlerdir. İpotek havuzuna ilişkin nakit akışlarının anapara ödemelerine karşılık gelen kısmı öncelikle A grubuna aktarılmaktadır. Dolayısıyla, B ve C tahvil grubu yatırımcılarına A grubuna ilişkin anapara ödemeleri bitinceye kadar ödeme yapılmamakta, ancak faiz ödemelerini düzenli olarak almaya devam etmektedirler. Tüm A grubu itfa edildiğinde, sıra B grubunun anapara ödemelerine gelmektedir. Bu grup da itfa edilince, en uzun vadeli tahvil grubu olan C itfa edilir. Burada belirtilen menkul kıymet grupları aynı zamanda “çabuk ödemeli”, “orta hızda ödemeli” ve “yavaş ödemeli” diye de adlandırılmaktadır. (Fabozzi, 1995). A grubu menkul kıymetler genellikle 2 ile 3 yıl, B grubu 5 ile 7 yıl, C grubu ise 10 ile 12 yıl

arasında değişen vadelere sahiptir. Uygulamada kullanılan TİY'ler çoğunlukla 3 ile 10 yıl arasında seriye sahip olmakla birlikte, seri sayısı bazen 50'ye kadar çıkabilmektedir. CMO yapısı içerisinde seri sayısının artması durumunda, nakit akışlarına ilişkin belirtilen süreç bütün menkul kıymet sahiplerine yapılan ödemeler tamamlanıncaya kadar devam etmektedir (Heşşen, 2005).

Son seri genellikle kredİtöre ait olur ve ödemelerle ilgili tüm riskleri bu seri taşır (Kothari, 2006). Ayrıca, nakit akışlarının sadece anaparaları bir grup yatırımcıya, sadece faiz kısmı bir grup yatırımcıya aktarılabilmektedir.

Teminatlı ipotek yükümlülüklerinin kredi riski, dayarılan ipotek teminatının kalitesi ve TİY yapısı içinde yer alan tahvil gruplarının dayarılan ipotek kredilerinin anapara ve faiz şeklindeki geri ödemelerinden ne şekilde pay alıp itfa edileceklerine göre belirlenmektedir. (Fabozzi ve Fabozzi, 1989).

TİY'ler nakit akışlarını esas olarak dayanak oluşturan havuzdan almakla beraber, getirileri dayarılan havuzdan farklıdır. Yukarıda bahsedildiği üzere TİY'ler farklı vadelerdeki serilere ya da menkul kıymet gruplarına ayrılmıştır. ABD'de TİY'lerin % 80'e yakın bir kısmı Ginnie Mae, Fannie Mae ve Freddie Mac gibi devlet destekli kurumlar vasıtasıyla ihraç edilmekte olup, en yüksek kredi derecesi almaktadırlar. TİY'lerin ödeme aktarmalı menkul kıymetlere göre daha kısa vadeli olmaları, erken ödeme riskine karşı korumalı olmaları ve yüksek kredi derecesi ile ihraç ediliyor olmaları nedeniyle bunlar, ödeme aktarmalı menkul kıymetlere yatırım yapmak istemeyen kurumsal yatırımcılar için cazip bir menkul kıymet türüdür (Heşşen, 2005)

Gayrimenkul ipotek yatırım kanalları (Real Estate Mortgage Investment Conduits /REMICs) TİY'lerin yeni bir türüdür ve çoğu zaman TİY ve REMIC yapıları birbirlerinin yerine kullanılabilir. REMIC kavramı ilk kez 1986 yılında çıkartılan ABD Vergi Reformu Yasasında kullanılmıştır⁵.

⁵ Securities Industry and Financial Markets Association. Mayıs 2008.
http://www.sifma.org/services/publications/pdf/an_investors_guide_to_mortgage_securities.pdf

İpotek kredilerinden alınan faizlerin, borç olarak nitelendirilen CMO'ların yatırımcılarına aktarılması sırasında ihraççı kurum vergilendirme sorunu ile karşılaşmış ve REMIC olarak adlandırılan araçlar ile bu soruna çözüm getirilmiştir. Yeni yasa ile birlikte, ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi sürecinde portföyünde sahip olduğu ya da devraldığı ipotek kredilerinden oluşan bir ipotek havuzu bulunan kurumlar tarafından ihraç edilen TİY'ler ödeme aktarmalı yapıda olduğu gibi varlıkların satışı olarak nitelendirilmiştir. Dolayısıyla REMIC bir kurumdan ziyade bir varlık havuzu fonksiyonu görmektedir ve vergi açısından şeffaf bir yapı kurulmuş olmaktadır. Böylece, REMIC yapısıyla ihraç edilen TİY'lerde sadece yatırımcı düzeyinde vergilendirme yapılmakta, ihraççı kurum vergiye tabi olmamaktadır (Hepşen, 2005).

REMIC bu şekliyle birden fazla sınıf içeren ödeme aktarmalı menkul kıymetlerin ihracını kolaylaştırmıştır. REMIC ile ilgili düzenlemeler 2005 yılında değiştirilerek, ipotek kredileri, ödeme aktarmalı menkul kıymetler ve diğer REMIC'lerin faizlerinin alınmasına imkân tanınmıştır (Kothari, 2006).

2.1.4.6. Menkul Kıymetleştirmede Kredi Değerliliğinin Artırılması

Kredi değerliliğinin artırılması (credit enhancement) sadece menkul kıymetleştirme işleminde değil, tüm borç işlemlerinde görülen bir süreçtir. Sözelimi herhangi bir borç işleminde borç alanın özkaynakları kredi değerliliğinin artırılması fonksiyonunu görür.

Menkul kıymetleştirme işleminde, varlıkların kredi kurumundan ayrılması yatırımcıları kredi kurumunun diğer yükümlülüklerinden uzaklaştırır. Ancak bu işlem aynı zamanda varlıklara menkul kıymet vasıtasıyla sahip olan yatırımcıları kredi verenin desteğinden de mahrum bırakır. Eğer kredi değerliliğini artırıcı mekanizmalar yaratılmazsa, yatırımcı varlıklarla ilgili her türlü riske maruz bir risk sermayedarına dönüşür (Kothari, 2006).

Kredi değerliliğinin artırılması, yatırımcının beklediği derece notu ile menkul kıymetlerin dayandığı varlık havuzu arasında bir köprü fonksiyonu görmektedir. Her yatırımcının en iyi derece notunu talep etmesi beklenmemekle birlikte, varlıklar sınıflara ayrılarak her sınıfın talep edilen derece notuna ulaşması için kredi değerliliğinin artırılmasına başvurulmaktadır.

Kredi değerliliğinin artırılmasını ve boyutunu, kredi havuzlarının çeşitli olasılıklar içinde beklenen kayıpları, beklenen kayıpların standart sapması, kayıp durumlarında varlıkların eski durumuna nasıl kavuşturulacağı ve çeşitli varlık gruplarının birbiriyle korelasyonu etkilemektedir (Kothari, 2006).

Aşağıda kredi değerliliğinin artırılması ile ilgili çeşitli mekanizmalar verilmektedir.

Kreditör Kurum Tarafından Sağlananlar

Menkul kıymetleştirme işlemlerinin çoğunda, öncelikle kreditör kurum tarafından verilen güvencelere başvurulmaktadır. Kreditör şirket tarafından verilen güvenceler yeterli olmadığında, üçüncü kişilerce sağlanan güvenceler devreye girmektedir. Bunun en önemli nedeni, kreditör şirket tarafından sağlanan güvencenin bir maliyetinin olmaması, buna karşılık üçüncü kişilerce sağlanan güvencelerin bir maliyetinin olmasıdır.

Ancak, kreditör kurum tarafından güvence sağlanmasında, üzerinde önemli durulan bir konu, kreditör kurumun menkul kıymetleştirilen alacakların ödenmesine ilişkin verdiği güvenceler arttıkça menkul kıymetleştirme işleminin gerçek satış değil teminatlı kredi kabul edilmesi riskinin artmasıdır. Menkul kıymetleştirmenin “gerçek satış” değil, “teminatlı kredi” işlemi olarak kabul edilmesi ise, özellikle ABD’de menkul kıymetleştirmeden beklenen faydaların tamamen ortadan kalkması ve iflas durumunda menkul kıymetleştirilen alacakların, iflas masasına dâhil olması gibi önemli olumsuz neticeler doğurabilecek bir risk olarak görülmektedir (Doğru, 2007).

Kreditör şirket tarafından sağlanan teminatlar, özel amaçlı yapıya devredilen alacakların tamamının veya bir kısmının geri ödenmesinin garanti edilmesi şeklinde doğrudan olabileceği gibi, teminat sağlayanlara teminat nedeniyle uğradıkları zarar tutarı için kreditör şirkete başvurma hakkı tanınması yoluyla, dolaylı da olabilir (Schwarcz, 2002).

Menkul kıymetleştirmede en sık kullanılan kredi değerliliğinin artırılması türü İTMK ların değerinden fazla tutarda alacağıın, özel amaçlı kuruluşa devredilmesidir (over collateralization). Fazla teminatlandırma özellikle gelişmekte olan piyasalarda sık

kullanılan bir yöntemdir (Kothari, 2006). Bu işlem hukuki açıdan alacakların gerçek anlamda özel amaçlı yapıya satışından çok teminat fonksiyonu icra etmektedir.

Kreditör şirketin hizmet sağlayıcı olarak tahakkuk ettireceği ücretlerden ve menkul kıymetlerin maliyetinden arta kalan tutar (bakiye kâr/excess profit) kredi değerliliğinin artırılması yöntemi olarak kullanılabilir. Sözelimi bir menkul kıymetleştirme işleminde alacak havuzunun getirisi % 12, yatırımcıya ödenecek oran % 7 ve kreditörün hizmet ücreti % 2 ise, bakiye kâr % 3 olmaktadır. Bu örnekteki bakiye kâr ile hizmet ücreti havuzun beklenmeyen bir kaybı olduğunda güvence mekanizması olarak çalıştırılmaktadır.

Bakiye kâr yöntemi, İDMK'lar da dahil olmak üzere tüm menkul kıymetleştirme işlemlerinde en çok kullanılan kredi değerliliğini artırıcı mekanizmadır. Diğer mekanizmalar, kreditörün sermaye yeterliliği oranlarını doğrudan etkilerken; bakiye kâr yönteminde kreditörün sadece karı azalmaktadır (Kothari, 2006). Kredi değerliliğinin artırılması mekanizmaları yumuşak (soft) ve sert (hard) olarak ikiye ayrılmakta, bakiye kar yumuşak mekanizmalar içinde sayılmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşu Standart and Poors yumuşak ve sert mekanizmalar arasında fark bulunduğunu, nakit teminat ve fazla teminatlandırma gibi mekanizmaların menkul kıymetleştirme sürecinin başlangıcından sonuna kadar işletildiğini; hâlbuki bakiye kâr mekanizmasının sadece aylık bazda faiz ve anapara ödemelerinde problem çıktığında işletildiğini belirtmektedir (Kothari, 2006).

Kreditör şirket tarafından sağlanan öteki güvenceler, alacakların geri ödenmesinin garanti edilmesi veya ödenmeyen alacakların başka alacaklarla değiştirilmesi ya da ödemelerde bir aksama olması durumunda özel amaçlı kuruluş tarafından kullanılmak üzere bir karşılık hesabına para yatırılmasıdır (Doğru, 2007). Bu para yatırma işlemine nakit teminat, nakit yedek veya nakit blokajı da denilmekte ve özel amaçlı yapının kredi değerliliği ile likiditesini artırarak yatırımcıların lehine kullanılması amaçlanmaktadır (Kothari, 2006).

Üçüncü Kişiler Tarafından Sağlananlar

Üçüncü kişiler tarafından sağlanan güvenceler, banka, sigorta şirketi ve diğer mali kurumlarca sağlanan, menkul kıymetleştirilen alacakların veya varlığa dayalı menkul kıymetlerin anapara ve faizlerinin geri ödenmesi ile ilgili garantiler, krediler ve sigortalardır (Doğru, 2007). Bu türler menkul kıymetleştirme hacmi arttıkça gelişmeye ve büyümeye devam etmektedir.

Üçüncü kişiler tarafından sağlananlardan ilki olan banka garantisi veya teminat mektubu ile varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerine yapılacak anapara ve faiz ödemeleri veya menkul kıymetleştirilen alacakların özel amaçlı kuruluşa ödenmesi garanti altına alınabilir (Mansson, 1993). Birinci durumda garanti, menkul kıymet sahiplerine verilir. Böylelikle, garanti veren banka, sadece alacakların borçlular tarafından ödenmemesi riskini değil, aynı zamanda hukuki riskler de dahi olmak üzere tüm riskleri garanti etmektedir. İkinci durumda ise, garanti özel amaçlı kuruluşa verilir ve menkul kıymetleştirilen alacakların borçluları tarafından ödenmesi garanti edilir. Bu durumda garanti, sigorta şirketlerinin menkul kıymetleştirmeye uyguladıkları sigorta poliçesine benzer. Ancak, bu bir sigorta değil, garanti olduğundan aralarında bazı farklar bulunmaktadır: Banka garantisi, alacaklardan yapılacak tahsilâtın belirli bir oranda olmasını garanti eder. Sigorta poliçesi ise alacakların ödenmemesi riskini teminat altına alır. Bu nedenle, ödenmeyen alacağın, bankanın garanti ettiği tutarın altında kalması veya fazla teminatlandırma nedeniyle havuzda toplanan nakdin, bankanın garanti ettiği tutara eşit veya daha fazla olması durumunda teminat mektubuna başvurulamaz (Wenman, 1991).

Banka garantisi, ülkemizde de 1994 yılına kadar yoğun olarak ihraç edilmiş olan özel sektör tahvil ve finansman bonolarının vadelerinde faiz ve anapara ödemelerini teminat altına almak için ihraççılarca kullanılmıştır.

Üçüncü kişiler tarafından yapılan diğer teminat artırma mekanizması sigortaları kapsar. ABD'de sadece finansal işlemlere garanti veren sigorta şirketleri (monoline insurance) oluşturulmuştur. Bu şirketler ABD de doğmuş olmakla birlikte, faaliyetleri Avrupa ve bazı Asya piyasalarına yayılmış bulunmaktadır. Bu sigorta şirketlerinin, varlığa

ve ipoteye dayalı menkul kıymetlere yaptığı sigortanın toplam değeri 800 milyar ABD dolarına ulaşmıştır⁶.

Menkul kıymetleştirme işlemlerinde sigorta ile kredi değerliliğinin artırılması daha ziyade, gelişmekte olan piyasalarda yapılan ihraçların sınır ötesinde satışlarında uygulanmaktadır (Kothari, 2006).

Farklı Sınıflarda Menkul Kıymet Yaratılması

Farklı sınıflarda menkul kıymet yaratılması esas itibariyle teminatlı ipotek yükümlülüklerinin bir özelliğidir. Ancak, ödeme aktarmalı yapı pasif bir varlık yönetimi öngördüğünden kredi borçlularının erken ödemesi veya ödemede temerrüde düşmesi durumlarının yarattığı varlık ve yükümlülük uyumsuzluğunun çözümü için farklı sınıflar yaratılmaktadır.

Ödeme aktarmalı yapıda esas olarak alt ve üst (junior/senior) oluşturulmakta ve kredi borçlularının faiz ödemeleri önce üst sınıfa inhisar ettirilmekte, ardından alt sınıfın faiz ödemeleri yapılmaktadır. Anapara ödemelerinde de aynı sıra izlenmekte, üst sınıfa düşen ödendikten sonra alt sınıfa olan yükümlülükler karşılanmaktadır. Bu sürecin sonucu olarak da eğer tüketicilerin kredi ödemelerinde temerrüt gerçekleşirse alt sınıfın yükümlülüğü karşılanmadığından zarar ortaya çıkmaktadır (Kothari, 2006).

Ödeme aktarmalı yapıda geliştirilen bir başka yöntem de getirisi veya anaparası ayrılan menkul kıymet sınıfı yaratmaktır.

Ödeme aktarmalı yapının maruz kaldığı en önemli riskler, kredi alanların kredilerini erken itfa etmesi, kredi ödemelerini geciktirmesi veya kredi faiz ve anaparalarını hiç ödememesidir. Kredi ödemelerinin geç yapılması halinde likidite artırıcı mekanizmalarla problem çözülmekte, kredi ödemelerinin hiç yapılmadığı temerrüt halleri için farklı sınıflarda menkul kıymetler yaratılmaktadır. Bu durumda çözülmesi gereken risk unsuru olarak kredilerin erken ödemesi kalmaktadır. Bu sorunu çözmek için de getirisi veya anaparası ayrılan menkul kıymet sınıfları oluşturulmaktadır.

⁶ (Association of Financial Guarantee Insurers, Haziran 2008. <http://www.afgi.org/products-assetsec.htm>)

Sadece faiz ödemeli menkul kıymet sahipleri kredi boçlularından periyodik olarak tahsil edilen faiz ödemelerini, sadece anapara ödemeli menkul kıymet sahipleri periyodik olarak tahsil edilen anapara ödemeleri üzerinde hak sahibi olmaktadır. Böylece faiz oranlarının düşmesini ve dolayısıyla kredi kullananların borçlarını erken itfa edeceğini bekleyen yatırımcı grubu sadece anapara ödemeli menkul kıymetlere yatırım yapmaktadır. Bu durumda faiz oranları düştüğünde anapara ödemeli menkul kıymetlerin piyasa fiyatları yükselmiş olmaktadır. Sadece faiz ödemeli menkul kıymet sahipleri de faiz oranlarının beklenene göre yükseleceği öngörüsüyle yatırımı yapmaktadırlar (Kothari, 2006).

Türev Ürünlerin Kullanılması

Menkul kıymetleştirmede, menkul kıymet ve menkul kıymetleştirilen alacakların farklı para birimine veya faiz esasına dayanması durumunda, öteki risklerden hiçbiri ortaya çıkmasa dahi, faiz veya para birimlerinden birindeki aşırı bir artış neticesinde alacaklardan tahsil edilen nakit, varlığa dayalı menkul kıymetlerin anapara ve faizlerinin tamamının ödenmesinde yetersiz kalabilir.

Finansal risk olarak tanımlanan bu riski ortadan kaldırmak için, bir üçüncü kişi ile swap veya başka bir türev anlaşmasına girilmektedir. Böylece, kur veya faiz oranı değişikliklerinden ortaya çıkabilecek risklerden arındırılarak, varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerine ödeme yapılmaktadır (Doğru, 2007).

2.1.4.7. İTMK Piyasası ve İkinci Piyasa Kurumları

ABD’de İDMK piyasasında devlet destekli ikinci piyasa kuruluşlarının (Fannie Mae, Ginnie Mae, Freddie Mac) ihraç ettikleri veya garanti verdikleri (agency) ve bunların dışında ihraç edilenler (non-agency veya private label) olmak üzere iki grup İTMK bulunmaktadır.

İkinci piyasa kurumları kendi belirledikleri şartlara uyan ipotek kredilerini, krediyi veren kurumlardan satın almaktadırlar. Daha sonra bu kurumlar ödeme aktarmalı veya teminatlı ipotek yükümlülükleri yoluyla menkul kıymetleştirme işlemi yürütmektedirler.

İkinci piyasa kurumlarının satın aldığı ipotek kredilerinin özellikleri aşağıdadır:

— İpotek kredilerinin müstakil veya dört konuta kadar olan yapılarda bulunan konutlara verilmesi,

— İpotek kredilerinin tamamı itfa edilen ve 15–30 yıl vadeli krediler olması (ancak değişken faizliler de satın alınabilmektedir),

— İpotek kredilerinin taksitlerinin aylık olması,

—İpotek kredilerinin erken ödenmesi halinde, kredi sözleşmelerinde erken ödeme ücretinin yer almaması,

— İpotek kredisinin konut satın almak için alınması,

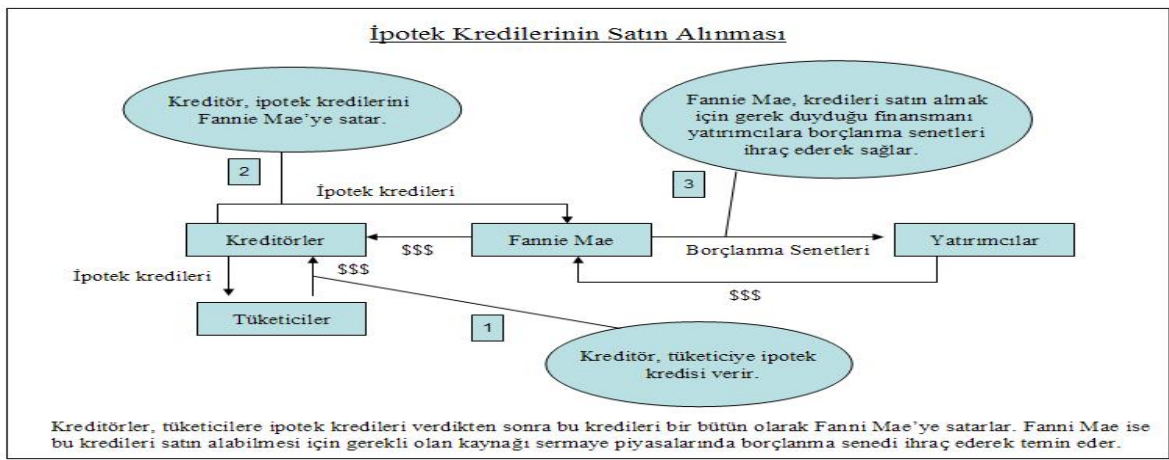
— İpotek kredisi tutarının belirlenen limitler içinde olması (2006 yılı için 417.000 ABD Doları),

— Kredi verilirken hazırlanan sözleşme, kredi tipleri, konut özellikleri ve diğer özelliklerin belirlenen kriter ve standartlara uygun olması (Kothari, 2006).

Devlet destekli ikinci piyasa kurumlarından en büyüğü olan Fannie Mae ipotek kredisi veren kuruluşlardan, yukarıda belirtilen özelliklere sahip kredileri satın almakta, devraldığı ipotek kredilerini kendi portföyünde tutabilmekte ya da birleştirerek kredi havuzları oluşturabilmekte, bu ipotek kredisi havuzlarına dayalı menkul kıymet ihraç ederek topladığı fonlarla yeni ipotek kredileri devralabilmektedir. Fannie Mae ipotek kredilerini satın aldığı anda kredi riskini de üzerine almakta, ancak bu riski ihraç ettiği menkul kıymetlere aktarmamaktadır. Diğer bir deyişle krediyi ilk veren kuruluşun geri ödemeleri garanti etmemesine karşın, Fannie Mae ihraç ettiği kıymetlerin anapara ve faiz ödemelerini yapmayı garanti etmektedir. Bu garanti karşılığında Fannie Mae belirli oranda bir garanti ücreti almaktadır. Krediyi ilk veren kuruluşlar ise, kredinin açılması, geri ödemelerin müşterilerden alınarak Fannie Mae'ye aktarılması ve benzeri konulardaki hizmetleri karşılığında bir servis ücreti elde etmektedirler. Böylece ihraç edilen menkul kıymetler için yatırımcılara ödenen faiz oranına, Fannie Mae'nin aldığı garanti ücreti ve kredi veren birincil kuruluşun aldığı servis ücreti eklenerek, krediyi kullanan tüketicinin ödemesi gereken faiz oranına ulaşılmaktadır (Tekere ve diğerleri, 2004).

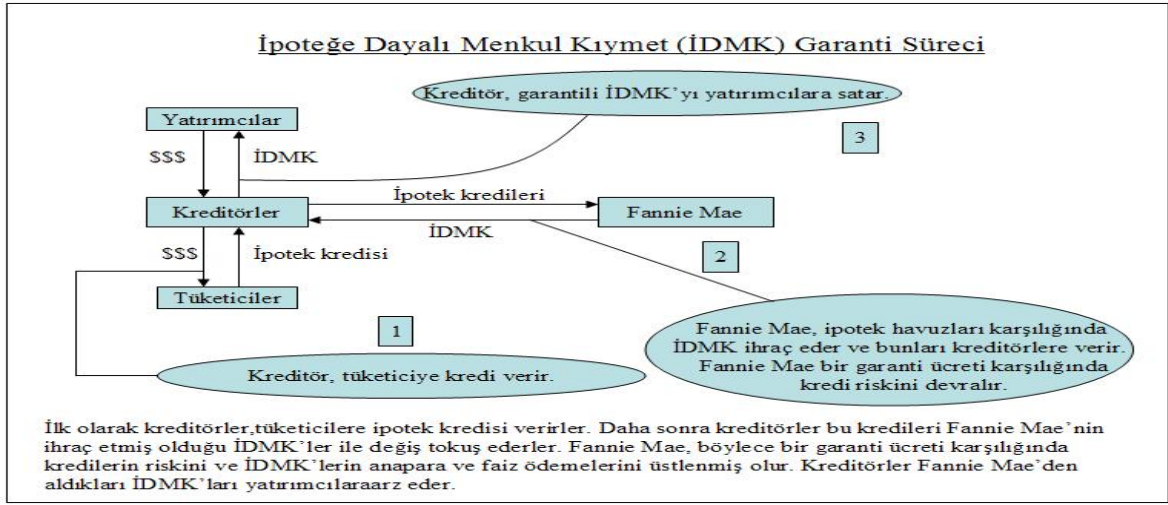
Fannie Mae tarafından çoğunlukla ihraç edilen menkul kıymetler, yukarıda belirtildiği üzere tüketicilerin faiz ödemelerinin, yapılan kesintiler sonrasında yatırımcılara aktarıldığı ödeme aktarmalı menkul kıymetlerdir. Söz konusu kıymetlerin ödeme aktarmalı olmasının bir diğer sonucu ise, erken kapatılan kredilerin karşılığında ihraç edilen menkul kıymetlerin de erken itfa edilmesidir. Fannie Mae'nin kredi devralma ve menkul kıymet ihracı süreci aşağıdaki şemada özetlenmiştir (Tekere ve diğerleri, 2004).

Şekil 4. Fannie Mae Menkul Kıymet İhraç Süreci



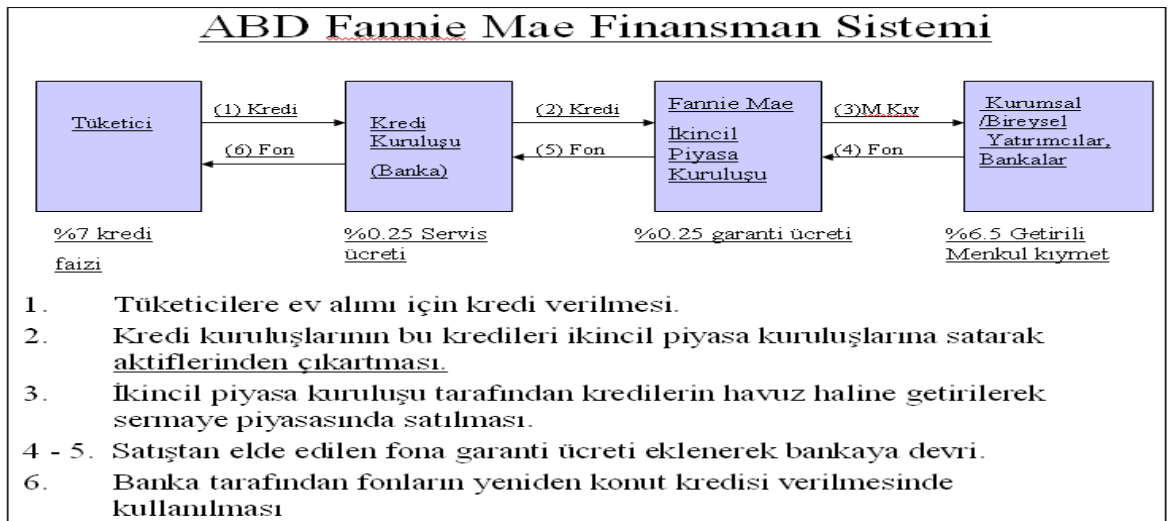
Yukarıda yer alan şemada Fannie Mae devraldığı ipotek kredileri karşılığında yatırımcılara ipoteğe dayalı menkul kıymet satışı gerçekleştirmektedir. Buna alternatif olarak aşağıdaki şemada verildiği üzere; Fannie Mae'nin kredi veren kuruluşlara nakit aktarmak yerine bu kuruluşlara devraldığı krediler karşılığında çıkardığı menkul kıymetleri vermesi ve ilgili kıymetlerin kredi veren kuruluşlarca yatırımcılara arz edilmesi de mümkündür (Tekere ve diğerleri, 2004).

Şekil 5. Fannie Mae Garanti Süreci



Fannie Mae'nin ihraç ettiği kıymetler malvarlığı havuzu/fon yapısını içermekte, Fannie Mae tarafından oluşturulan fonlar, yine Fannie Mae'nin garantisi altında menkul kıymet ihracını gerçekleştirmektedir. Böylece Fannie Mae'nin iflası gibi bir durumda kredi alacakları fona devredilmiş olduğundan yatırımcıların zarar görmesi önlenecektir. Diğer yandan ilgili kredi alacaklarının ödenmemesi gibi bir durumda, Fannie Mae gerekli ödemeyi yatırımcılara yapacaktır. Aşağıdaki şemada sistemin işleyişi özetlenmektedir (Teker ve diğerleri, 2004).

Şekil 6. Fannie Mae Genel Sistemi



Fannie Mae tarafından ihraç edilen ipoteğe dayalı menkul kıymetler ikincil piyasalarda işlem görmekte ve bu şekilde yatırımcılara likidite imkanı sağlanabilmektedir. Söz konusu kıymetlerin geri ödemeleri devlet güvencesi altında bulunmamaktadır. Ancak ihraç ettiği ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin ikincil piyasalarda işlem görmesi, Fannie Mae'nin ilgili kıymetlerin geri ödemelerini garanti etmesi ve Fannie Mae'nin geri ödemeleri gerçekleştirememesi ihtimali karşılığında söz konusu ipoteklerin teminat unsuru oluşturması, Fannie Mae'nin düşük maliyetli fon toplayabilmesine ve kredi veren kuruluşlara ve dolayısıyla kredi kullanıcılarına düşük maliyetli kaynak aktarmasına imkân tanımaktadır (Teker ve diğerleri, 2004).

Fannie Mae faaliyet alanında tekel olmayıp, Freddie Mac ve bu alanda faaliyet gösteren tüm özel sektör kuruluşları ile rekabet halindedir. Freddie Mac, Fannie Mae'ye benzer şekilde yasal düzenleme ile kurulan, sosyal bir misyonu ve bazı imtiyazları olan, sermayesinin tamamı özel sektöre ait olan, Fannie Mae ile aynı yasal düzenlemeye ve denetime tabi olan, aynı alanda faaliyet gösteren ve Fannie Mae ile rekabet eden bir şirkettir.

Ginnie Mae ise ABD Konut ve Kentsel Gelişim Kurumu (Department of Housing and Urban Development) bünyesinde faaliyet gösteren bir kamu kuruluşu olup, herhangi bir ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç etmemekte; FHA ve VA tarafından sigortalanan kredilere dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemelerini garanti etmektedir. ABD'de sadece Ginnie Mae'nin garanti ettiği ipoteğe dayalı menkul kıymetler ABD hazinesinin garantisini taşımaktadır.

İkinci piyasa kurumlarının satın almadığı ipotek kredilerine dayanılarak ihraç edilmiş özel menkul kıymetlere “private label” denilmektedir.

İkinci piyasa kurumları dışında ihraç edilen İDMK'ların dayandığı ipotek kredileri birinci sınıf veya kaliteli krediler (prime), Alt A (Alternatif A) krediler ve ikinci sınıf veya kalitesiz (subprime) krediler olmak üzere üç gruba ayrılmaktadır.

Birinci sınıf (prime) krediler, kredi değerliliğine ve gerekli dokümantasyona sahip olmakla birlikte, ikinci piyasa kurumlarının diğer şartlarına uygun değildir. Bu krediler

büyük tutarlı (jumbo) karakterde veya değişken faizlidir ve “jumbo” ve değişken faizli krediler ikinci piyasa kurumlarının standartlarına uygun değildir.

Alt-A kategorisi ise, tüketicilerin gerekli bilgileri temin etmediği ve dolayısıyla dokümantasyonu eksik olan kredilerden oluşmaktadır. Diğer taraftan bu krediler, kredi/konut değeri oranı % 80’i aşmakla birlikte sigortalanmamış ve sahibi tarafından iskân edilmemiş konutlara verilmiş kredi gruplarından oluşmaktadır.

İkinci sınıf (subprime) kredilerde ise, tüketicinin ya kredi değerliliği çok düşüktür veya tüketicinin kredi kullanımı ile ilgili geçmiş hiçbir kaydı bulunmamaktadır (Kothari, 2006).

Konutla ilgili kredi imkânlarının artırılması ve ipotek piyasasına fon aktarılması amacıyla ipoteye dayalı menkul kıymetler piyasası merkezi hükümet tarafından da teşvik edilmiştir. Piyasada çalışan 3 kamu destekli kuruluş, ikinci el ipotek piyasasına istikrar, güven ve yüksek işlem hacmi sağlamış sonuçta yatırımcıların bu piyasaya ilgisi artmıştır (Alp, 2000).

Yatırım risklerini azaltmak isteyen yatırımcılar, tek bir ipoteye yatırım yapmak yerine, İDMK satın alarak, ipotek kredilerinden oluşturulan grupların bir bölümüne yatırım yapmayı tercih ederler. Bu durum yatırımcıların tek bir hisse senedine yatırım yapmak yerine portföy çeşitlendirmesi yapmalarına benzemektedir. Tek bir ipoteye yatırım yapmak yatırımcıyı sistematik ve sistematik olmayan riskle karşı karşıya bırakır. Bu durumdaki riskler, kredi alan kişilerin ipotek kredisini beklenmedik bir zamanda geri ödemesi riski ve kredi alan kişinin almış olduğu krediyi geri ödeyememesi riskidir (Alp, 2000).

Kurum (agency) menkul kıymetleştirme türünde, devlet destekli bu kurumlar aynı zamanda ödeme aktarmalı ipotek teminatlı menkul kıymetlerin en büyük yatırımcısıdır. Bu kurumların kendi ipotek portföylerini büyütme yönelik resmi hedefleri bulunmaktadır. Bankalar da ipotekli konut kredilerinin toptan satışı yanında ipoteye dayalı menkul kıymetlerin en büyük yatırımcısıdır (Kothari, 2006). Diğer taraftan bankaların yanında portföy yöneticileri de büyük yatırımcılar arasındadır. Sözelimi bankalar 30 yıl vadeli ipoteye dayalı menkul kıymetlerin belirgin yatırımcısı olarak, bu menkul kıymetleri fiyat

marjları ve likiditelerinden yararlanmak için erken ödeme riskine rağmen almaktadırlar (Kothari, 2006) .

Diğer yatırımcılar ise sigorta şirketleri ile emeklilik fonlarıdır. Yatırımcıları daha ziyade kurumsal büyük yatırımcı olmasına rağmen ipoteye dayalı menkul kıymetlerin piyasası son derece likittir. ABD’de ortalama bir işlem gününde bu menkul kıymetlerin işlem hacmi 100 milyar ABD Doları seviyesindedir (Kothari, 2006).

2.1.4.8. İkinci Sınıf İpotek Kredilerine Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Sonuçları

İkinci sınıf veya kalitesiz (subprime) ipotek kredileri, kredi değerliliği düşük, dolayısıyla ödeme gücü şüpheli kişilere verilen veya kredi kullanacak kişilerle ilgili bilgileri içeren dokümantasyonun yetersiz olduğu veya hiç bulunmadığı kredileri kapsamaktadır.

ABD’de ikinci sınıf ipotek kredileri 1990’lı yıllarda gelişmeye başlamıştır ve bu gelişmede başlangıçta Fannie Mae ve Freddie Mac adlı ikinci piyasa kuruluşlarının bir katkısı olmamıştır. 2001 yılından itibaren, bu kurumlar kalitesiz kredilere dayanan birinci sınıf (senior) İDMK’ları satın almaya başlamışlardır (BIS, 2006).

Son derece rekabetçi bir yapıdaki bu piyasada kalitesiz ipotek kredilerinin artışı, risklerin artmasına yol açmıştır. Yeni tüketicilerin ipotek kredilerine ulaşımı kısa dönemde konut fiyatlarının artmasına, konut fiyatlarının yükselmesi de tüketicinin kredi sözleşmesindeki teminatının ve dolayısıyla öz kaynağının artmasına ve kredi geri ödemelerinde temerrüt oranlarının düşmesine ve sonucunda da daha fazla kredi verilmesine yol açan bir döngüye ulaşmıştır. İkinci sınıf ipotek kredisi türünde tüketiciler daha çok değişken faizli türlere rağbet göstermişlerdir. Pek çok ülkede finansal kurumların risk modellemeleri faiz oranlarında hızlı bir yükseliş ve konut fiyatlarında sert bir düşüşün etkileri açısından test edilmemiştir (BIS, 2006).

Uzun bir süredir ekonomistler ABD’de gayrimenkul fiyatlarının şişkinliğe ve şişkinliğin patlamayla sona erebileceğine işaret etmişlerdir. Bankaların verdikleri kredilerin konut değerine oranı pek çok kredi türünde % 120 oranına ulaşmıştır. Ancak faiz oranlarının 2004 yılından sonra sürekli artışına paralel olarak, değişken faizli konut

kredilerinin maliyeti artmış ve kredi kullananların ödeme gücünü aşmıştır. Bunun sonucunda da bu kredilere dayalı olarak ihraç edilen bazı İDMK'lar faiz ve anapara ödemelerini yapamaz hale gelmiştir (Davidson, 2008).

İpotek kredilerinin büyümesi bankalar ve bankaların düzenleyici otoriteleri için finansal istikrarın devamı konusunda daha dikkatli olmaya yol açmaktadır. Düşük faiz oranları, bankaların mevduat toplamalarını güçleştirmekte ve mevduat dışı alternatif fon kaynaklarına ihtiyacı artırmaktadır. Bankaların varlıklarının ortalama vadesi ipotek kredileri nedeniyle uzamakta ve vadenin uzaması likidite ve vade riskini ortaya çıkarmaktadır. Küçük bankalar için mevduat dışı kaynaklara ulaşmak daha zor olduğu için fonlama riski büyümektedir. Likidite ve vade riskleri yanında, düzenleyici otoriteler ipotek kredileri nedeniyle kredi riskini daha önemsemeye başlamıştır (Avesani ve diğerleri, 2007).

Ülkelerin konut finansmanı sistemleri arasında farklılıklar olmakla birlikte, hepsinin ortak özelliği, sermaye piyasası gelişmemiş ülkelerde bile ikinci sınıf ipotek kredilerinin fonlama kaynağının menkul kıymetleştirme olmasıdır. İkinci sınıf ipotek kredilerini temin eden kredi kurumları çoğunlukla mevduat toplamayan kurumlardır ve bunların arasında yoğun bir rekabet bulunmaktadır.

ABD'de toplam ikinci sınıf kredilerin % 55'i menkul kıymetleştirilmiştir. Avustralya'da bu tür kredilerin tamamına yakını menkul kıymetleştirilmiştir. İngiltere'de standart olmayan tüm ipotek kredileri menkul kıymetleştirilmiştir ve ikinci sınıf ipotek kredisi veren kurumların tek fon kaynağı sermaye piyasalarıdır.

Bütün bunların sonucu olarak, yatırımcıların ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesine olan güveni azalmıştır. Birinci sınıf ipotek kredilerine dayalı menkul kıymetleştirme hacmi de bu gelişmelerden etkilenerek düşüş göstermiştir. Bu nedenle yatırımcı güveninin tekrar sağlanması için menkul kıymetleştirme sürecinde değişiklikler yapılması tartışılmaya başlanmıştır.

Kurallara uygun olmayan ve düşük standartlarda açılan ipotek kredilerinin, menkul kıymetleştirme sürecini yöneten kurumlar, düzenleyici otoriteler ve yatırımcılar tarafından görmezden gelindiği ve ayrıca çok sayıda konut kredisinin açılmasından, kredi kuruluşları

dışında aracılardan (mortgage broker) fayda gördüğü ve bu aracılardan kredi standartlarını çok fazla önemsemediği belirtilmekte ve düşük kredi standartlarının gözden geçirilmesi önerilmektedir. Öncelikle kredi verme aşamasında, kredi kalitesinin artırılması gerektiği belirtilmektedir. Kredilerin vadesi boyunca ekonomik belirsizliklerin yol açtığı riskler yönetilebilmekte, ancak bunların dışında kurallara uygun verilmemiş kredilerin riski ortadan kaldırılamamakta ve bu tür kredilerin tüm riski menkul kıymetleştirme yoluyla yatırımcılara aktarılmaktadır. Hâlbuki bu risklerin kreditede kalması gerekmektedir (Davidson, 2008).

Menkul kıymetleştirme sürecinde yapılan bazı uygulamalar hatalı sonuçlar doğurabilmektedir. Sözgelimi kredi değerliliğinin artırılması mekanizmaları menkul kıymetleştirme için kurulan yapıları etkinleştirmekle beraber, bu uygulamanın yatırımcılara yeterli ölçüde anlatılmaması risklerin anlaşılmasına yol açmaktadır. Ayrıca, daha önce ihraç edilmiş olan İTMK'ların, daha karmaşık bir yapı öngören ipotekli teminat yükümlülüklerinin içine alınarak yeniden menkul kıymetleştirilmesi, risklerin ölçülmesini imkânsız hale getirmektedir.

Getirilen önerilerden bir diğeri de menkul kıymetleştirme sürecinde dayanak varlıkların sınıflara ayrılması (kaliteli/kalitesiz veya birinci sınıf/ikinci sınıf şeklinde) uygulamalarının gözden geçirilmesi, basitleştirilmesi ve hatta ortadan kaldırılmasına yöneliktir. İpotek varlıkları özel amaçlı yapılar içinde sınıflara ayrıldığında, kredi değerliliğinin artırılması için üçüncü tarafların garantisini taşımamaktadır. Hâlbuki çeşitlendirilmiş bir kredi havuzu yüksek kredi değerliliğine sahip üçüncü bir tarafın garantisini altında daha güvenli bir yapıya sahip olmaktadır. Diğer taraftan ikinci sınıf varlıkların temsil ettiği menkul kıymetlere, ancak birinci sınıfın menkul kıymetlerine faiz ve anaparatları ödendikten sonra sıra geldiğinden, ikinci sınıfın ödemelerinin erken yapılması için gerçek hayata uymayan çeşitli senaryo yaklaşımlarıyla karmaşık mekanizmalar kurulmaktadır. Bu nedenle de daha az karışık sınıflara ayırma mekanizmalarının geliştirilmesi önerilmektedir (Davidson, 2008).

Geçmiş dönemde yeterli kamuyu aydınlatma yapılmadan çok fazla sayıda ihraç yapılmıştır. Menkul kıymetleştirme sürecinin son aşamasında yatırımcıların kararlarını oluşturduğu tek gösterge derecelendirme notu olmaktadır. Bu araçların ilk ihracının

yanında daha sonra ikincil piyasada verilen alım satım kararlarında daima derecelendirme notu esas alınmaktadır. Bu nedenle üçüncü olarak, yatırımcıların derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar dışında, kendilerinin analiz kabiliyetlerinin geliştirilmesi önerilmektedir.

Son olarak, menkul kıymetleştirme süreci, içinde çok sayıda taraf, ihraççı, yapı ve tanım yer aldığından fazla karmaşık bulunmaktadır. Bu karmaşıklık ve standardizasyon eksikliği maliyetleri artırmaktadır. Bu nedenle sürecin içinde yer alan yapılar, kurumlar ve mekanizmaların yarattığı hukuki, operasyonel ve pazarlama maliyetlerinin düşürülmesi önerilmektedir.

2.2. İPOTEK TEMİNATLI MENKUL KIYMETLER

İpotek teminatlı menkul kıymetler kıta Avrupasında yaygın olarak kullanılan bir araçtır. Bu menkul kıymetlerin kapsamı ve işleyiş mekanizmaları aşağıda verilmektedir.

2.2.1. Kapsamı ve Gelişimi

Menkul kıymetleştirme uygulamalarını ABD ile başlatmak, Almanya ve Danimarka'da yaklaşık 200 yıldır uygulanan sistemlere haksızlık olurdu. Mekanizmaları arasında önemli farklılıklar olmakla birlikte, bu ülkelerin teminatlı menkul kıymet (covered bond) uygulamaları da genellikle menkul kıymetleştirme başlığı altında incelenmektedir.

Almanya'da ipotek kredisi üzerine uzmanlaşmış ilk banka 1862 yılında kurulmuştur (Aziz,2005). İpotek bankaları mevduat toplamadıkları için verdikleri ipotek kredilerin teminatı karşılığında "Phandbrief" adı verilen menkul kıymetleri, 1769 yılında yapılan düzenlemelerden beri ihraç edilmektedir (Deacon, 2004). Danimarka'da ilk ipotek bankası 1797 yılında kurulmuştur (Tekere ve diğerleri, 2004). Bu ipotek bankaları da 1800'lü yıllardan beri ipotek kredilerinden oluşan havuzları teminat göstererek günümüze kadar menkul kıymet ihracına devam etmişlerdir. Fransa ve İspanya'da da 1800'lü yıllardan beri teminatlı menkul kıymet düzenlemeleri bulunmaktadır (Deacon, 2004).

Avrupa'da bu menkul kıymetler, niteliğine göre kamu sektörü borçları ve ipotek kredileri olmak üzere iki farklı teminata göre ihraç edilmektedir.

İTMK'ların kıta Avrupa'sında büyük ölçüde popüler olması tarihi gelişmesinden kaynaklanmaktadır. Ancak 1990'lı yılların ortasına kadar, İTMK'lar büyük ölçüde Almanya ile sınırlı kalmıştır. Almanya, bu ülkede kullanılan terminoloji olan "Phandbriefs" ile hâlâ en büyük ihraççı konumundadır. Phandbriefs, rehin anlamına gelmektedir ve bu rehlin hukuken İngilizce terminolojide kullanılan "mortgage" ibaresinden farkı bulunmamaktadır. İTMK'lar Avrupa'da çeşitli ülkelerde özel kanunlarla düzenlenmiş durumdadır. Bu düzenlemeler, bilanço içinde iflas riskinden arındırılmış bir yapı öngörmektedir. Bu yapı da aslında İngiliz hukukundaki teminatlı borçtan (secured lending) başka bir şey değildir (Kothari, 2006).

İTMK piyasasının gelişiminde en dikkat çekici nokta 1995 yılının büyük tutarlı (jumbo) ihracının yapılmış olmasıdır. Bu tarihten önce ihraçlar ulusal piyasada yapılmaktaydı. "Jumbo" İTMK'ların ihracıyla birlikte, ihraççı kurumlar iki taraflı alım veya satım kotasyonları vermek suretiyle likiditeyi önemli ölçüde artırmışlardır. 1996'da Almanya'da İTMK ihraç eden bankaların birliği bazı standartlar belirlemiştir. Bu standartlara göre ihracın büyük tutarlı sayılması için en az 1 milyar Alman Markı olması ve en az üç bankanın piyasa yapıcı olması gerekmektedir. Daha sonra "jumbo" İTMK'lar için standartlar biraz değiştirilmiştir.

İTMK'lar özellikleri itibariyle menkul kıymetleştirme ile diğer borçlanma araçları arasında bir yerde bulunurlar. Aşağıda İTMK'ların temel özellikleri verilmektedir.

—İTMK'lar borçlanmayı temsil eden bir araç olarak finansal kurumlar tarafından ihraç edilirler. Bu noktada özel sektör borçlanma araçlarından farkı İTMK'nın ihraççısının sadece finansal kurumlar olmasıdır.

—İTMK ve ihraçla ilgili diğer konular, bu araca münhasır bir mevzuatla düzenlenmektedir. Denetim ve gözetiminden bankacılık ve/veya sermaye piyasası otoritesi sorumludur.

—İhraççı ile kreditor aynı finansal kurumdur. Bir başka deyişle ihraççı varlık havuzlarına sahip olan kurumdur.

—İhraçcının bilançosundaki varlıklar tanım ve amaca uygun olarak ayrılır ve ihraç edilecek menkul kıymetin teminatını oluşturur.

—İTMK sahipleri, ihraçcının iflas riskinden ve ödemeleri yerine getiremeyeceği finansal şartlardan korunmuştur. İhraçcının iflasa gitmesi halinde, teminat için ayrılan varlıklar, bilanço içinde yer almasına rağmen iflas masasına konu edilemez. Böylece varlıklar herhangi bir özel amaçlı yapıya transfer edilmeksizin bilanço içinde iflas riskinden arındırılmış bir yapıya kavuşmuş olmaktadır.

—İhraçcının ödeme güçlüğü içine düşmesi ve yükümlülüklerini yerine getirememesi halinde de İTMK sahipleri teminat varlıklar üzerinde öncelikli tasarruf hakkına sahiptir. İTMK'nın anapara ve faiz ödemeleri, aynı zamanda teminat varlıklardan bağımsız olarak ihraçcının genel yükümlülüğü altında bulunduğundan, teminat varlıklarının bu ödemeleri karşılamaması halinde İTMK sahipleri ihraççıya başvurabilmektedir.

İpoteğe dayalı menkul kıymetler ile ipotek teminatlı menkul kıymetlerin farkları aşağıdaki tabloda özetlenmektedir (Dönmez, 2005; Kothari, 2006)

Tablo 3. Menkul Kıymetleştirme ve İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlerin Farkları

	Menkul Kıymetleştirme ve İDMK	İTMK
Hukuki Yapı	Varlık havuzlarının iflas riskinden arındırılmış yapıya transferi	Varlıklar bilanço içinde kalır
İhraççılar	Varlıkların transfer edildiği yapılar	Varlıklara sahip olan finansal kurum
Bilanço Durumu	Varlıklar finansal kurumun bilançosundan çıkar	Varlıklar bilançoda kalır
Yükümlülük	Kredi değerliliğinin artırılması (credit enhancement) dışında kreditorün yükümlülüğü bulunmaz	Finansal kurumun genel yükümlülüğüdür
Kredi Değerliliğinin Artırılması Yöntemleri	Bakiye kâr, garanti sözleşmeleri, sınıflara ayırma	Bakiye kâr, finansal kurumundur. Kredi değerliliğinin artırılmasında finansal kurumun öz kaynakları kullanılır.
Kredi Kalitesi	Varlıkların kendi yapısından kaynaklanan kalite ve özel amaçlı yapının hukuki özellikleri	Teminat varlıklarının kendi kalitesi ve finansal kurumun kendi mali gücü

2.2.2. İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlerin İşleyişi ve Süreçleri

İpotek teminatlı menkul kıymetlerin işleyişindeki ana unsurlar aşağıda verilmektedir.

2.2.2.1. Teminat Varlıkların Özellikleri

Teminata alınacak ipotek kredilerinin anapara ve faiz geri ödemelerinin kreditor tarafından ipotekle teminat altına alınması, ipotek varlığının (konut) piyasa değerinin

hesaplanmış olması ve doğal afetler nedeniyle oluşabilecek zararlara karşı sigortalanması gerekmektedir. Ayrıca ipotek kredilerinin teminata alındığı tarih itibariyle tüm ödemelerinin yapılması, bir başka deyişle kredi alanın temerrüdünün bulunmaması aranmaktadır. İpotek kredilerinin konutun piyasa değerinin belirlenmiş bir oranını aşan kısmı teminatın hesaplanmasında dikkate alınmamaktadır. Bu oran % 60 ila % 80 arasında değişmektedir.

Kredinin teminatı olan konutun piyasa değerinin tespitinde, her ne kadar AB düzeyinde standartlaşmış bir düzenleme olmamakla birlikte uzman kişi ve kurumlardan yararlanılması da önemli bir şarttır.

Teminat havuzuna, varlıkların kredi değerini artırmak için ikame varlık alınabilmektedir. Bu varlıkların likiditesi yüksek ve geri ödeme riski düşük menkul kıymetlerden oluşturulması beklenmektedir. Ancak bu varlıkların en fazla alınabileceği oran düzenlemelerde açıkça tanımlanmaktadır.

Teminat havuzuna alınabilecek diğer varlık türü de konut ipoteği dışında diğer gayrimenkullerin ipotekleri karşılığında verilmiş kredilerdir. Özellikle ticari gayrimenkullerin ipoteği karşılığı verilmiş krediler, teminat havuzunun kredi değerliliğini artırmak ve uygun çeşitlendirme yapmak için tercih edilmektedir. Ancak bu varlıklarda kredi/gayrimenkul değeri oranı konut kredilerine göre çok daha düşük belirlenmektedir.

Ayrıca teminat havuzunun faiz ve kur riskinden korunması için türev sözleşmeleri de yapılmakta ve sözleşmeler de teminat havuzunun bir parçası sayılmaktadır

Varlıklarının açıklanan bu niteliklere sahip olması, kredi riskini düşürmek açısından son derece yüksek kaliteli bir teminat havuzunu oluşturma amacına yöneliktir. Teminat havuzunun bu ölçüde kaliteli olması yüksek bir dereceleme notunu garanti etmekte, yüksek bir derecelendirme notu da düşük maliyetli borçlanmayı sağlayabilmektedir.

2.2.2.2. Teminat Varlıklarının Kreditörün İflas Riskinden Korunması

Menkul kıymetleştirme sürecinde İDMK'ların ihracından önce, ipotek kredileri kreditör tarafından özel amaçlı yapıya satılarak transfer edilmekte, böylece dayanak varlıklar kreditörün iflas riskinden arındırılmış olmaktadır.

İTMK sürecinde ise, ipotek kredileri kreditorün bilançosunda kalmakta, buna rağmen bu varlıklar yapılan kanuni düzenlemelerle İTMK'ler itfa edilinceye kadar teminat amacı dışında tasarruf edilememekte, rehnedilememekte, teminat gösterilememekte, haczedilememekte ve iflas masasına dâhil edilememektedir.

Dolayısıyla ipoteğe dayalı menkul kıymetlerde bulunan özel amaçlı yapının kreditorün iflas riskine karşı yürüttüğü kalkan görevi, ipotek teminatlı menkul kıymetlerde yapılan düzenlemelerle kreditorün bilançosu içinde sağlanmaktadır.

2.2.2.3. Uyum ilkeleri

İTMK'ların ihracından vadelerinin sonuna kadar, ihraçcının faiz ve anapara ödeme yükümlülükleriyle, teminat varlıkların değerleri arasında uyumu sağlayacak çeşitli kriterler bulunmaktadır. Bu kriterlerin tamamı herhangi bir zaman diliminde yükümlülüklerinin teminatlarla birebir örtüşmesini temine yöneliktir. AB düzeyinde uyum ilkelerininin tamamının uygulanması yönünde bir standardizasyon bulunmamakta, varlık ve yükümlülük uyumu, kredi değerliliğinin artırılmasına yönelik mekanizmalar ve özellikle fazla teminatlandırma ve türev sözleşmeleri yoluyla sağlanabilmektedir.

Uyum ilkelerinden birincisi faiz geliri uyumunun sağlanmasına yöneliktir. Bu ilke uyarınca teminat varlıklardan elde edilmesi beklenen faiz geliri ile İTMK sahiplerine ödenecek faizler hesaplanır ve faiz gelirinin ödemelerden yüksek olması amaçlanır.

Faiz geliri ilkesinde yükümlülüklerin nominal değeri dikkate alınmaktadır. Bu nedenle ilke, net bugünkü değer uyumuyla desteklenmektedir. Net bugünkü değer ilkesinde, varlıklar ve yükümlülüklerin net bugünkü değerleri hesaplanır ve hesaplama sonucunda varlıkların net bugünkü değerinin yükümlülüklerin net bugünkü değerinden fazla olması hedeflenir.

2.2.2.4. Teminat Sorumlusu

İpoteğe dayalı menkul kıymetlerde varlıkların devredildiği özel amaçlı yapının yönetiminden sorumlu yediemin (trustee) fonksiyonu teminat sorumlusu (cover monitor) tarafından yürütülmektedir. Dolayısıyla İTMK'ların ihraç sürecinde ve vadesi boyunca teminat varlıklarının niteliklerinin uygunluğunun gözetimini yapmak için tecrübeli ve

muteber kişilerin görevlendirilmesi zorunluluktur. Teminat sorumlusunun, temel görevleri aşağıdaki gibidir:

—Teminat defterindeki kayıtların, ihraççı tarafından gerçeği yansıtacak şekilde tutulmasını ve muhafaza edilmesini sağlar.

— Teminat defterine ihraççı tarafından yapılan eklemelere ilişkin olarak yapılan kayıtları, kredi dokümanlarını, saklama hesaplarının dökümlerini ve türev araçlara ilişkin sözleşme metinlerini teyit eder ve düzenlemelere uygun olmayan varlıkların teminat, varlıklar arasından çıkartılmasını sağlar.

—Teminat uyum ilkelerini inceler.

— İhraççının varlıkları teminat varlıklar arasından çıkarmasına onay verir.

Teminat havuzu yapılan sıkı düzenlemelerle İTMK sahiplerinin hakları adına korunmuş olmakla birlikte, teminat sorumlusuna verilen görevlerle bu koruma sürekli denetlenmiş olmaktadır.

2.2.3. İpotek Teminatl  Menkul Kıymetler Piyasasının Gelişimi

İpotek teminatl  menkul kıymet stokları 2003 – 2007 yılları arasında sırasıyla 596,418 milyar Euro; 664,139 milyar Euro; 777,201 milyar Euro; 956,180 milyar Euro ve 1.155.689 milyar Euro seviyesindedir⁷. Bu gelişim İTMK'ların AB düzeyinde konut finansmanında önemli bir alternatif araç haline geldiğini göstermektedir. Ayrıca Euro dışında diğ er dövizler bazında da ihraçlar yapılmaktadır. Hatta ABD'de ipoteğ e dayalı menkul kıymetlerin baskın konumuna rağmen Dolar bazlı ihraç denemeleri yapılmaktadır. Arjantin, Meksika ve Avustralya gibi ülkelerde de düzenleme ve ihraç çalışmaları bulunmaktadır. Türkiye de AB dışında olup İTMK düzenlemesini gerç ekleştirmiş bir ülke olarak İTMK'ların globalleşmesine örnek mahiyetinde gösterilmektedir.

İTMK'ların yatırımcılarına bakıldığında, % 43 pay ile bankalar en büyük paya sahip bulunmaktadır. Bankaları sırasıyla % 26 pay ile yatırım fonları; %12 pay ile de

⁷ European Covered Bond Council. Haziran 2008. <http://ecbc.hypo.org/Content/Default.asp>

merkez bankaları izlemektedir. Geriye kalan % 7 'şer pay sigorta şirketleri ile emeklilik şirketlerine ve % 5 pay da diğer yatırımcılara ait bulunmaktadır. Bireysel yatırımcıların payı ihmal edilebilecek boyuttadır (ABN-AMRO, 2006).

İpotek teminatl  menkul kıymetler piyasasının gelişiminde yatırımcı ve ihraççı tercihleri ile bu tercihleri şekillendiren düzenlemeler ile diğer unsurların değerlendirilmesi gerekmektedir.

2.2.3.1. Yatırımcılar Yönünden Değerlendirme

Avrupa Birliğinde ipotek teminatl  menkul kıymetlerle ilgili tek düzenleme kolektif yatırım kurumlarına ilişkin direktifte (Directive on Undertakings of Collective Investment in Transferable Securities/UCITS) yer almaktadır. UCITS direktifi, yatırım fonları gibi kolektif yatırım kurumlarının AB düzeyinde tek pasaport ilkesi çerçevesinde pazarlanması ve satışı için çeşitli kurallar belirlemekte, bu kurallar portföye alınabilecek menkul kıymetlerin türlerini, oranlarını, saklanması, değerlendirme ve yönetim esaslarını düzenlemektedir. Böylece AB düzeyinde kolektif yatırım kuruluşlarının harmonizasyonu sağlanmakta ve üye bir ülkedeki sermaye piyasası otoritesinden izin almış bir yatırım fonunun üye olan başka bir ülkede başkaca bir izne gerek kalmaksızın satışı sağlanmaktadır.

Direktife göre yatırım fonu portföylerine alınacak İTMK'ların aşağıdaki özellikleri taşıması gerekmektedir (European Covered Bond Fact Book, 2007).

- İTMK, AB'de mukim bir kredi kuruluşu tarafından ihraç edilmelidir.
- Teminat varlıklar kanunla belirlenmelidir.
- İTMK sahiplerinin haklarının korunması için, İTMK ve ihraççıları bir kamu otoritesinin denetim ve gözetimi altında olmalıdır.
- İTMK'ların vadelerine kadar, faiz ve anapara ödemelerini karşılayacak ölçüde teminat varlık bulundurulmalıdır

— İTMK'lar, ihraçcının iflası halinde teminat varlıklardan öncelikli başvuru hakkına sahip olmalıdır.

Direktif yatırım fonlarının portföy değerlerinin % 25'ine kadar olan bölümünün yukarıda sayılan niteliklere sahip ipotek teminatlı menkul kıymetlere yatırılabilceğini hükme bağlamıştır. Yatırım fonu portföylerinde herhangi bir menkul kıymet için standart olarak % 5 oranı kabul edildiğinden, Direktifin getirdiği imkân ile İTMK'lara yatırım yapılması teşvik edilmiş olmaktadır. Benzeri şekilde, hayat ve hayat dışı sigortalar ile ilgili Direktif uyarınca da sigorta şirketlerinin ipotek teminatlı menkul kıymetlere % 5 yerine % 40 oranına kadar yatırım yapabilme imkânı getirilmiştir (European Covered Bond Fact Book, 2007).

Bankaların sermaye yeterliliğine ilişkin AB düzenlemeleri de, bankaların İTMK'lara yatırım yapmalarını teşvik edici mahiyettedir.

AB sermaye yeterliliği düzenlemelerindeki standart yaklaşımda, UCITS Direktifindeki tanıma uygun olarak ihraç edilmiş İTMK'lar için bankalar % 50 yerine % 20 risk ağırlığı uygulamaktadır. Hatta en üst derece almış İTMK'lar için bu oran % 10'a düşmektedir.

Sermaye yeterliliği ile ilgili düzenlemelerde, varlıkların risk ağırlıklarının tespitinde, standart yaklaşımın alternatifi olan içsel derecelendirme yaklaşımı da bulunmaktadır. İçsel derecelendirme yaklaşımında ise menkul kıymetlerin alabileceği derecelendirme notuna bağlı olarak risk ağırlıkları % 4-11 arasında değişmektedir. Düzenleyici kurumların, İTMK'ları satın alan bankaların içsel derecelendirme yaklaşımını kullanmalarına izin vermeleri halinde, İTMK'ların risk ağırlıkları % 4 seviyelerinde bulunacak ve bu düşük risk ağırlığı İTMK'ların pazarlanabilirliğini artıracaktır (Avesani ve diğerleri, 2007).

İTMK'ların gelişiminde Alman İpotek Bankaları Birliğinin 1995 yılında büyük tutarlı (Jumbo) İTMK'larla ilgili standartlar geliştirmesi de etkili olmuştur. Getirilen standartlar daha sonra günün şartlarına göre yeniden düzenlenmiş ve AB düzeyinde kullanılmaya başlamıştır.

Bu standartlara göre bir İTMK ihracının jumbo sayılabilmesi için,

—İhraç tutarının minimum 1 milyar Euro olması,

—Faiz ödemelerin yıllık ve sabit oranlı olması,

—Geri alım programlarına izin verilmesi,

—İhraç yapıldıktan sonra menkul kıymetlerin bir borsaya kote edilmesi,

—En az 3 piyasa yapıcı finansal kurumun sürekli alım ve satım kotasyonu vermesi,

gerekmektedir. Bu şartları taşıyan menkul kıymetlere aynı zamanda ölçüt (benchmark) İTMK da denilmektedir (Avesani ve Diğerleri, 2007).

Getirilen bu kurallar ve özellikle en az 3 piyasa yapıcının bulunması zorunluluğu İTMK'lara önemli bir likidite kazandırmıştır. Artan bu likiditeyle birlikte yatırım fonlarında yükseltelen yatırım sınırlamaları ve yatırımcı bankalar için elde tutmayı teşvik edici sermaye yeterliliği düzenlemeleri İTMK'ların gelişiminde önemli bir rol oynamıştır.

İTMK'ların performansı da yatırımcılar için çekici bulunmaktadır. İTMK'ların performanslarını ölçmek için swap marjları (asset swap spread) kullanılmaktadır. Kısaca ifade etmek gerekirse swap işlemi ile yatırımcılar faiz oranı riskinden korunmak için satın aldıkları sabit getirili menkul kıymetin faizi ile değişken oranlı Libor faizini takas etmekte ve takas sonucunda yatırımcı piyasada oluşan marjlara göre ya karşı tarafa göre ek bir ödeme yapmakta veya karşı taraf yatırımcıya ödeme yapmaktadır. Piyasada oluşan bu marjlar ilgili menkul kıymetin kredi riskini temsil etmekte ve yatırımcıya bir ödeme yapılırsa pozitif bir swap marjı yatırımcı ödeme yaparsa negatif bir swap marjı ortaya çıkmaktadır. Kamu kesimi menkul kıymetlerinde marjlar pozitif olmaktadır. İpotek teminatlı menkul kıymetlerin swap marjı + 2 ile - 10 bandında bulunmakta (Avesani ve Diğerleri, 2007) ve bu aralığın benzeri borçlanma araçlarına göre düşük olduğu belirtilmektedir (ABN-AMRO, 2005).

2.2.3.2. İhraççılar Yönünden Değerlendirme

İTMK'lar kredi veren kuruluşlar için aşağıdaki avantajları taşımaktadır (Avesani ve diğerleri, 2007).

— İTMK'lar mevduat kaynaklı fonlama yerine, kreditoörlere görel olarak düşük maliyetli ve istikrarlı bir fon kaynağı oluşturmaktadır.

— Küçük boyutlu kredi kurumları, ortak ihraçlarla uluslar arası sermaye piyasalarından fon sağlama imkânını elde etmektedirler. Böylece, oluşturulan ortak ipotek kredi değerliliğini artırıcı bir fonksiyon görmüş olmaktadır.

— İTMK'lar, yükümlülükler ve varlıklar arasında vade uyumunu temin ederek, kredi veren kuruluş için, uzun vadeli likidite yönetimine imkan sağlamaktadır.

Diğer taraftan gelişmekte olan piyasalardaki finansal kurumların diğer borçlarının kredi derecesi ile ipotek kredilerinin kalitesi arasındaki önemli fark, bu ölkelerdeki finansal kurumlara ipotek kredilerini teminat göstererek daha iyi şartlarda bir borçlanma alternatifini de yaratmaktadır.

İpotek kredisi veren bir finansal kurum İTMK veya İDMK ihraç alternatiflerinden birini seçmesi için İTMK'ların yukarıda sayılan avantajlarından başka unsurların da değerlendirilmesi gerekmektedir.

İDMK ihracında varlıklar kredi kurumunun bilançosu dışına çıkarıldığından, sermaye yeterliliği düzenlemeleri uyarınca bu varlıklar için belirlenmiş risk ağırlığı ölçüsünde sermaye yeterliliği rasyosunda iyileşme olmaktadır. Hatta elde edilen nakitle, bu çalışmanın "Finansal kurumun bilançosuna etkisi" bölümünde verilen örnekte olduğu gibi borçların ödenmesi halinde bilanço küçülmüş olmaktadır. İpotek teminatlı menkul kıymet ihracında ise ipotek kredileri bilanço dışına çıkarılmadığından kredi kurumunun sermaye yeterliliğine bir etkisi olmayacaktır. Bu durumda sermaye kısıtıyla çalışan bir kredi kurumunun tercihi ipotek teminatlı menkul kıymet olmayacaktır.

Diğer taraftan karşılaştırma analizini her zaman bu basitlikte yapmak mümkün bulunmamaktadır. Kredi kurumlarının sermaye yeterliliği ile ilgili Basel II kuralları uyarınca ipotek kredilerinin risk ağırlığı % 50'den % 35' e düşebilmektedir. Basel II kredi kurumlarına varlıklarının risk ağırlıklarını belirlemek için içsel derecelendirme yöntemini kullanabilme imkânını da getirmiş olduğundan, bu yaklaşımı kullanan kredi kurumlarında ipotek kredilerinin risk ağırlıkları % 15-% 25 arasında değişmektedir (ABN-AMRO, 2006). Böylece, risk ağırlıklarının düşmesinin kredi kurumlarının sermaye kısıtını kısmen ortadan kaldırması ile ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirme yerine bilançoda tutulup ipotek teminatlî menkul kıymet ihracında bulunma imkânı da artmış olmaktadır.

İTMK yapısında ipotek kredileri bilanço içinde kaldığından daha dinamik bir teminat yönetimi mümkün olmakta ve bunun sonucunda düzenli bir faiz ödeme yapısı ile daha uzun vadeli menkul kıymet ihracı yoluyla uzun vadeli varlıkların fonlanması daha kolay olmaktadır. Karşılaştırıldığında ipoteye dayalı menkul kıymetlerde 10 yılı aşan vadeli işlemler nadiren görülmektedir. (ABN-AMRO, 2006) Bununla birlikte ipotek kredilerinin kalitesi konusunda İTMK kriterleri daha yüksek olduğundan, kalitesine bakılmaksızın her türlü ipotek kredisi için ipoteye dayalı menkul kıymet ihracı daha uygun bir alternatif oluşturmaktadır.

Ancak bu tercihlerde finansal kurumun içinde bulunduğu ülkenin konut finansman sisteminin yapısı da etkili olacaktır. ABD piyasasında devlet destekli ikinci piyasa kurumlarının çıkardığı veya garanti ettiği ipotek teminatlî menkul kıymetler baskın konumda bulunmaktadır. Uzun vadeli ve yüksek bir kredi riskine maruz olan bu ürünlerde açık veya örtük devlet desteği yüksek bir derece notunu getirmekte ve bu derece notu bir taraftan borçlanma maliyetlerini azaltmakta, diğer taraftan yatırımcı tabanını olumlu etkilemektedir. Avrupa'da ipotek kredilerini devralarak bunları menkul kıymetleştiren gelişmiş ikinci piyasa kurumları olmadığı gibi, çıkarılacak menkul kıymetleri destekleyen veya garanti veren devlet politikaları da bulunmamaktadır. Bu durumda Avrupa sistemi içinde, uzun vadeli ve kredi riskine maruz ipotek kredilerinin olduğu kurumda teminat gösterilerek, gene olduğu kurumun kendi mali gücünün de arkasına alındığı yüksek bir derece notuyla teminatlî menkul kıymet ihracı yapılması bir çözüm olmakta, böylece hem borçlanma maliyeti azaltılmakta hem de yatırımcı tabanı geliştirilmektedir.

2.3. İDMK VE İTMK'LARIN DERECELENDİRİLMESİ

İpotek teminatlı menkul kıymetler ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin derecelendirilmesi (Rating), dünyaca ünlü derecelendirme kuruluşlarının yapılandırılmış finansman (structured finance) bölümlerinin temel faaliyetlerini oluşturmakla kalmayıp, bu kuruluşların en önemli gelir kalemlerinden de biridir. Derecelendirme kuruluşu Moody's için yapılandırılmış finansman ürünlerinden elde edilen gelir, toplam gelirlerinin % 44'üne karşılık gelmektedir (Portes, 2008).

İTMK ve İDMK'lara yatırımcı ilgisinde ve dolayısıyla bu menkul kıymetlerin fiyatlamasında derecelendirme kuruluşlarının vereceği derecelendirme notu çok önemli bir yer teşkil etmektedir. Öyle ki, derecelendirme notu bu menkul kıymetlere yatırım yapan emeklilik ve yatırım fonlarının portföy sınırlamalarına, kredi kuruluşlarının ise sermaye düzenlemelerine uyum kapsamında risk ağırlıklarının belirlenmesinde çok önemli bir yer tutmaktadır. Bu nedenle sermaye piyasalarında bir marka haline gelmiş ipotek teminatlı ve ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraçlarında yatırımcılar mutlaka bir derecelendirme notu talep etmekte ve genelde de bu derecelendirme notu tüm dünyada bilinen 3 büyük derecelendirme kuruluşu tarafından verilmektedir.

Geleneksel kredi derecelendirmesi ile menkul kıymetleştirme derecelendirmesi arasında önemli farklar bulunmaktadır. Bu farklar ve benzerlikler aşağıda verilmektedir (Kothari, 2006).

Tablo 4. Menkul Kıymetleştirme Derecelendirmesi İle Geleneksel Kredi Derecelendirmesi Arasındaki Farklar ve Benzerlikler

Analiz Konuları	Menkul Kıymetleştirme Derecelendirmesi	Kredi Derecelendirmesi
Derecelendirme Süreci	Analist Değerlendirmesi, Kredi Komitesi	Aynı Esaslar
Derecelendirme Esası	Beklenen Kayıp veya Geri Ödememe Olasılığı	Benzer Esaslar
Yapısal Özellikler Kredi Riski Analizi	Daha karmaşık ve yoğun analiz Varlık havuzlarının modellenmesi ve sayısal analizleri; varlık havuzlarının yarattığı nakit akışlarının analizi	Analiz daha az karmaşık Daha sınırlı sayısal analizler, özellikle bilanço üzerinde ve devam eden faaliyetlerin yarattığı nakit akışlarının analizi
Çıkar Çatışmaları	Kreditör kurum, yatırımcılar ve üçüncü taraflar arasında (Ancak bunlar arasındaki çıkar çatışmaları şeffaf ve kontrolü kolaydır)	Pay sahipleri, çeşitli alacaklılar ve yönetim arasında (kontrolü zordur)
Derecelendirmenin Yapısı	Sürecin başında alınacak derece belirlenir. (Ex ante) Not hedeflenir, bu nota uygun olarak deneme / yanılma ve modelleme ile hedeflenen nota ulaşılır	Sürecin sonunda ortaya çıkar (Ex post) İhraçcının hedeflenen not için esnekliği sınırlıdır.

Menkul kıymetleştirmeye konu olan varlıkları bilançolarının dışına çıkararak bu varlıkların risklerinin yatırımcılara aktarılmasını mümkün kılacak olan ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracında, ihraççıların derecelendirme kuruluşlarına menkul kıymetleştirmeye konu olan varlıklarının nitelikleri ve performansı hakkında sürekli bilgi sağlaması beklenmektedir.

Derecelendirme kuruluşları menkul kıymetleştirmelerde genellikle aşağıdaki dört alanda analizlerini yaparlar.

2.3.2. Menkul Kıymetleştirmeye Teminat Olan Varlıkların Analizi

Bu analizin amacı bazı stres senaryoları altında menkul kıymetleştirmeye teminat olan varlıkların performansını ölçebilmektir. Bu amaçla en az 3-5 yıllık tarihsel bir süreç için sağlanması gereken bilgiler şunlardır:

- Geç ödenme oranı (delinquencies),
- Kayıp oranı (default),
- Erken ödeme oranı (prepayment),
- Kayıplarda borcun nakde dönüştürülmesinde geçen süre (recoveries),
- Borçluların çeşitlendirilmesi ve coğrafi dağılımlarına ilişkin bilgiler,
- Borçluların kredibilitesine ve bunun ölçülmesine ilişkin bilgiler,
- Kredilerin faiz oranlarına, kalan bakiyelerine ve vadesine ilişkin bilgiler,
- İlgili varlığın (örneğin konut) yerine ve niteliğine ilişkin bilgiler.

İpotek kredilerinde erken ödeme, borcu erken kapatmak için tüketiciye verilen bir opsiyondur. Bu opsiyon kredi sözleşmesinde bulunabileceği gibi, kanunen tüketiciye verilmiş bir hak da olabilir. Tüketici tarafından erken ödeme yapıldığında, ödenen tutar doğrudan yatırımcıya aktarılabilir gibi, özel amaçlı yapı tarafından yeniden yatırıma yönlendirilebilmektedir. Ancak yatırımcı için, gerek doğrudan aktarıldığında gerekse de yeniden yatırıma yönlendirildiğinde sahip olduğu menkul kıymetin getirisi ve vadesi için önemli bir risk oluşturur. Bu nedenle derecelendirme şirketleri, tarihi verileri ve erken ödemeye yol açan faktörleri değerlendirerek erken ödeme riskini ölçmeye çalışırlar (Kothari, 2006).

Geç ödenme, hiç ödenmeme ve erken ödeme oranları uluslararası standartlar ve alacakların özel durumu dikkate alınarak derecelendirme kuruluşları ve ihraççı tarafından belirlenen formül doğrultusunda hesaplanmaktadır.

Bu aşamada yapılacak değerlendirmede genellikle ihraççı kuruluşların normal raporlama sistemlerinde olmayan statik havuz analizi (static pool analysis) nin de yapılması gerekmektedir. Söz konusu analiz ilgili varlık veya alacakların oluştuğu anda aylık, 3 aylık veya yıllık olarak oluşturulan havuzlara alınmasını ve bu havuzlardaki

alacakların performansının izlenmesini gerekli kılmaktadır. Örneğin 2006 yılının ilk çeyreğinde verilen konut kredilerinin hepsinin bir havuzda toplandığını ondan sonraki dönemler için de havuzlar oluşturulduğunu düşündüğümüzde derecelendirme kuruluşları 2006 yılının ilk çeyreğinde verilen kredilerin o tarihten bugüne her bir dönem itibariyle ve kümülâtif olarak toplam kayıplarını izleyebilecek, böylece bu kredilerin performansındaki dalgalanmaları (seasoning) ve kredinin verilme tarihinden itibarenki performans gelişimini ve değişimini analiz edebilecektir. Statik havuz analizlerinin kredi borcunun temerrüdü halinde nakde dönüşüm süresi için de yapılması gerekmektedir.

Menkul kıymet sahipleri, özel amaçlı kuruluş aracılığıyla alacaklarını temin etmekte güçlüğe düştüklerinde, gene özel amaçlı kuruluş aracılığıyla doğrudan borçluya başvurma hakkına sahiptir. Borçlunun takibi, pek çok ülkenin hukuk sisteminde şirket formunda kurulmayan özel amaçlı yapılar için güçlükler taşımaktadır. Bundan dolayı özel amaçlı yapıların alacakları takip hakkı ve kabiliyeti derecelendirme için değerlendirilmesi gereken önemli bir konu olagelmıştır. Diğer bir önemli konu da alacakların takibi yapılırken, bu alacaklar üzerinde üçüncü kişilerin haklarından dolayı takip önceliğinin ortaya çıkarılmasıdır (Kothari, 2006).

2.3.2. Kredi ve Hizmet Veren Kurumların Analizi

İhraççının ödeme gücü, alacakların transferinde ve bu transferlerden sonraki belirli ödeme anlarında kritik bir hukuki konu olarak ortaya çıkmaktadır. Özellikle aktarımın gerçek satış olarak değerlendirilmesi ihraççının ve kredi verenin iflas riskinin bertaraf edilmesi için önem arz etmektedir. İhraççının ödeme gücü ve iflas riskinin bulunmaması ise derecelendirme notunu belirleyen en önemli konudur (Kothari, 2006). Özellikle iflas riskinin ölçülmesi, kurulan hukuki yapının çok iyi değerlendirilmesini gerektirmektedir. Bu değerlendirmede menkul kıymetleştirilenin kalitesinin devamını sağlamak için gerekli olan kredi verme ve kredi sonrası hizmet verme süreçlerindeki prosedürler analiz edilmektedir. Bu kurumların,

- Uzun bir süredir ve çok istikrarlı bir ortaklık yapısıyla faaliyet gösteriyor olması,
- Mali gücünün yeterli ve mali ihtiyaçları için kesin stratejilerinin olması,

—Faaliyet gösterdikleri alanda piyasadaki ağırlıklarını koruyabilmeleri,

—Yöneticilerinin yetkin kişiler olması ve menkul kıymetleştirme için güçlü bir motivasyona sahip olmaları,

—Yönetim bilgi sistemlerinin menkul kıymetleştirme sürecinde üretilmesi gereken tüm verileri hızlı ve etkin bir biçimde üretebiliyor olmaları,

—Kredi verme kriterlerinin çok açık, objektif ve kesin olması,

—Menkul kıymete dayanak olan varlıkların değerlemesinin gerçeği yansıtması,

—Kredi dosyasının açılması, kredi taksitlerinin tahsili ve yatırımcılara aktarılması süreçlerinin belirli olması,

gerekmektedir (Kothari, 2006).

Genellikle derecelendirme kuruluşları menkul kıymetleştirmelerde bir yedek hizmet sağlayan kurumun (back-up servicer) da olmasını istemektedirler.

2.3.3. Hukuki Çerçeve ve Dokümantasyon Analizi

İflas riskinin değerlendirilmesi yanında, değerlendirilmesi gereken ve görüş oluşturulması zaman alıcı ve maliyetli olan başka hukuki konular da bulunmaktadır. Bu konular, ipotek kredilerinin oluşumu anında yapılan sözleşmelerde karşılıklı hak ve yükümlülüklerin açık ve tartışmasız bir şekilde belirlenmiş olması; menkul kıymetlerin sahip olduğu hakların açık olması ve özel amaçlı yapıların hukuki yükümlülük ve risklere maruz kalıp kalmadığının belirlenmesidir. Derecelendirme kuruluşları bu konular hakkında konuyla ilgili uzman hukukçulardan görüş temin ederler (Kothari, 2006).

Ayrıca söz konusu analiz, menkul kıymetleştirme sürecindeki varlıkların transferi ve iflas riskinin ölçülmesi yanında, vergilendirme ve diğer düzenlemelere ilişkin hususları değerlendirmek amacıyla yapılmaktadır.

Derecelendirme şirketleri menkul kıymetleştirmenin vergi ile ilgili konularına da özel önem atfederler. Özellikle alacakların menkul kıymet yatırımcısına aktarılması noktasında dolaylı ve dolaysız vergilerin bu aktarımı tehlikeye düşürme riskini ölçmek isterler. Bu ölçüm için de vergi uzmanlarından görüş temin ederler (Kothari, 2006).

İpotek kredileri verilirken tüketici ile kredi kuruluşları arasında imzalanan sözleşmede yeralan ve taraflara verilen haklar ve yükümlülükler, menkul kıymet sahiplerinin haklarını etkileyebileceğinden, derecelendirme şirketleri bu sözleşmeler için de hukuki görüş alırlar (Kothari, 2006). Bu nedenle kredi kuruluşunca menkul kıymetleştirme hedefi bulunuyorsa, kredi tiplerinin ve sözleşmelerinin standardizasyonu önem taşımaktadır

2.3.4. Ülke Riski Analizi

Bu analizde, menkul kıymetleştirmenin yapıldığı ülkenin borcunu ödeme riski (sovereign rating) ve yurtdışına yabancı paranın çıkmasını engelleme riski (country ceiling) değerlendirilmektedir.

Menkul kıymetleştirme sonucunda yapılacak ihraç sadece yerli yatırımcılara yapılacaksa, derecelendirme ulusal düzeyde yapılır ve derecelendirme notları da yerli şirketler bazında karşılaştırılır. İhraç uluslar arası piyasalarda yapılacaksa, derecelendirme faaliyeti ihracın yapıldığı ülkenin değerlendirmesini de kapsar. Bu şekilde yapılan derecelendirmelerde verilen notlar genellikle, ülkenin genel şartları ihraççının faaliyeti ve ödemelerini etkilemesinden dolayı ülkenin notundan yüksek olmaz.

Derecelendirme kuruluşları, yukarıda belirtilen dört analizin sonucunu değerlendiren ve menkul kıymetleştirmenin yapısını belirleyecek nakit akımları analizi yapmakta ve bu değerlendirme sonunda menkul kıymetleştirmenin derecelendirme notu için gerekli yapıları ve kredi değerliliğinin artırılması mekanizmalarını ihraççı kuruluşa önermektedir. Uygun yapılar ile ihraççı kuruluşun bulunduğu ülkenin derecelendirme notundan daha yüksek bir derecelendirme notu alabildiği gözlemlenmektedir.

İpotek teminatlı menkul kıymetlerin derecelendirilmesi bazı konularda ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin derecelendirmesinden farklılık göstermektedir.

Ekonomik ve mantıksal açıdan bakıldığında gerekli olmamakla birlikte, yazılı olmayan kurallara göre İTMK'ların yüksek bir not alması beklenmektedir (ABN-AMRO, 2006).

İTMK derecelendirmesinde teminat varlıklarının analizinde İDMK ile benzer konular değerlendirilmektedir. Değerlendirmede önem atfedilen konulardan biri de teminat varlıkları ile İDMK'lardan kaynaklanan yükümlülüklerin birbiriyle uyumudur.

Faiz ve anapara ödemeleri teminat varlıklardan bağımsız bir şekilde ihraççının genel yükümlülüğünde olduğundan, İTMK'ların derecelendirilmesinde teminat varlıklarının yanında ihraççının kredi riski de değerlendirilmektedir. Derecelendirme kuruluşu Moody's hem varlıkların hem teminatların derecelendirmesinde ortak kredi riski yaklaşımı (joint default approach) geliştirmiş bulunmaktadır. Ancak her durumda ihraççının iflası halinde teminat varlıklarının iflas masasına dahil olmayacak hukuki bir rejimin bulunması ve bu varlıkların başkaca bir işleme gerek kalmaksızın yükümlülükleri karşılaması değerlendirilmektedir (ABN-AMRO, 2006). Derecelendirme kuruluşlarının teminat varlıklarına verdikleri bu önem nedeniyle, AB'de pek çok ülke düzenlemesinde teminat varlıklarının iflas riskine karşı korunmaları güçlendirilmiştir.

2.3.5. Menkul Kıymetleştirmede Derecelendirme Kuruluşlarına Yöneltilen Eleştiriler

Derecelendirme şirketlerinin menkul kıymetleştirme sürecindeki rolleri uzun süredir tartışılmakta ve eleştirilmektedir.

Bu eleştiriler derecelendirme kuruluşlarının sadece not vermek yerine, sürecin içinde kalarak işlemlerin yapılandırılması için danışmanlık faaliyetinde buldukları yönündedir. Menkul kıymetleştirme sürecinde derecelendirme işlemin başında yapılmakta; bir başka deyişle işlemin yapılandırılması verilen notun arkasından gelmektedir. Bu yöntem önemli bir çıkar çatışması konusu olarak ortaya çıkmaktadır (Kothari, 2006). Dolayısıyla süreçteki iyileştirmeler derecelendirme şirketlerinin gösterdiği şekilde yapılmakta, böylece derecelendirme kuruluşu hem danışman hem de not veren olarak sistemin sağlığını sorgulayacak faaliyetler dizisi içinde bulunmaktadır.

Derecelendirme kuruluşlarının kullandığı veri seti ve derecelendirme metotları da eleştiri almaktadır. Sözgelimi birinci sınıf olmayan (subprime) ipotek kredilerine dayalı menkul kıymetleştirilmenin derecelendirilmesinde, konut fiyatlarının hızlı bir şekilde arttığı ve dolayısıyla kredi alanların özkaynağının yüksek olduğu dönemin verileri kullanılmıştır. Ayrıca kullandıkları simülasyon yöntemlerinin de piyasaların düzensiz olduğu dönemlerde işe yaramayabildiği belirtilmektedir. En önemlisi de derecelendirme kuruluşlarının herhangi bir değer yaratmadığı ve sağladıkları bilginin iyi bir analist tarafından kamuya açıklanmış bilgilerden çıkarılabileceğinden daha fazlası olmadığı iddia edilmektedir (Portes, 2008).

BÖLÜM III. İPOTEĞE DAYALI VE İPOTEK TEMİNATLI MENKUL KİYMETLERİN TÜRKİYE UYGULAMASI

3.1. HUKUKİ VE KURUMSAL ALTYAPI

Çalışmamızda aşağıda ayrıca inceleneceği üzere, ülkemizde yüksek enflasyon ve yüksek faiz oranlarından dolayı kurumsal bir konut finansman sistemi kurulamamıştır. Enflasyon oranlarının düşmeye başlaması ve ekonomik istikrarın sağlanmasıyla beraber ipotek kredileri artmaya başlamış ve piyasanın ihtiyaç duyduğu kurum, araç ve diğer gerekliliklerin tamamlanmasına ihtiyaç duyulmuştur.

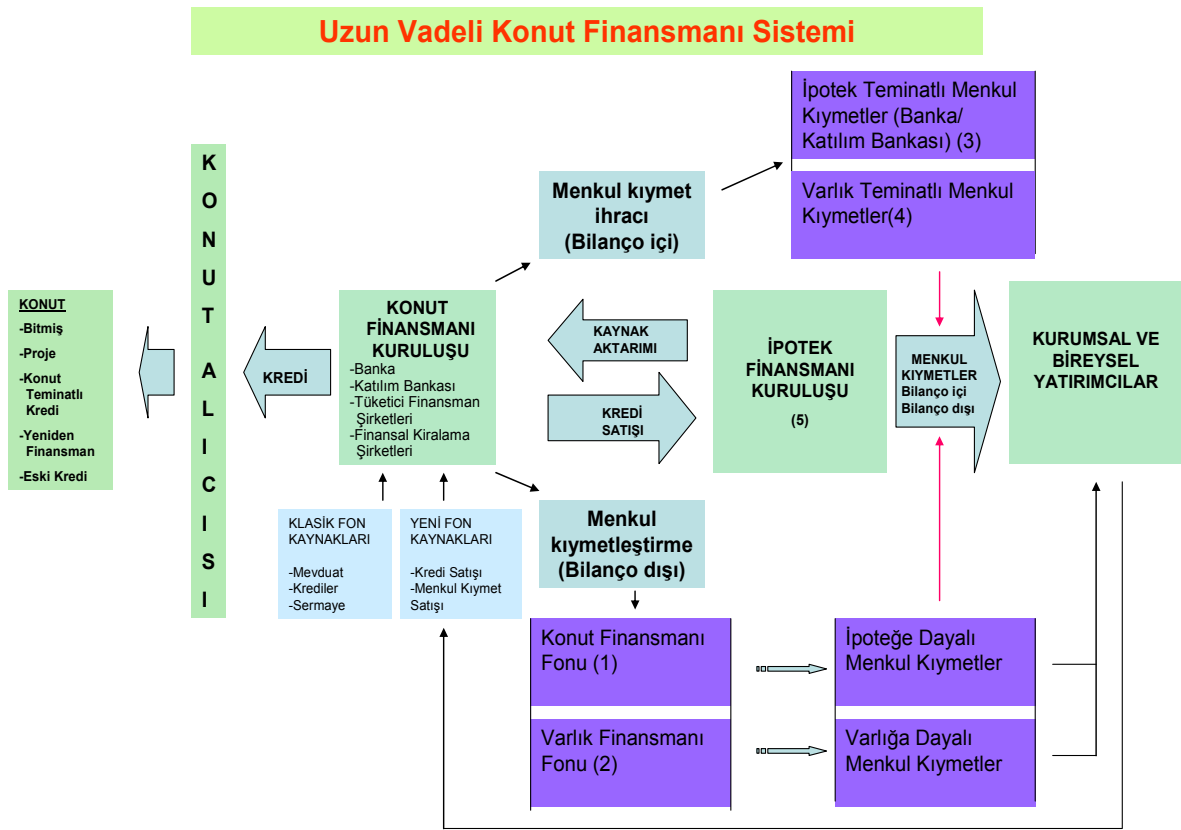
Bu amaçla 6.3.2007 tarih ve 26454 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan Konut Finansman Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun konut finansman sistemiyle ilgili pek çok yeni düzenleme yapmaktadır. Kanunun genel gerekçesinde, etkili bir konut finansman sisteminin oluşturulabilmesi çok farklı alanlarda uyumlu bir çalışma yapılmasını gerektirdiği belirtilerek, konut finansman sistemi, temel olarak tasarruf sahiplerinden sağlanan kaynakların konut alıcılarına aktarılmasını sağlayacak bir mekanizma olarak tanımlanmakta, bu mekanizmanın sağlıklı bir şekilde çalışması, başta makroekonomik koşulların belirli bir istikrar arz etmesi olmak üzere, tapu kayıtlarının güvenilir ve kolay erişilebilir olması, ipoteklerin hızlı bir şekilde tesis edilebilmesi, gayrimenkullerin değer tespitinin doğru yapılması, kredilerin geri ödemelerin aksaması durumunda takip prosedürünün çabuk sonuçlanması, konut finansmanı alacaklarının menkul kıymetleştirilmesini sağlayacak sermaye piyasası kurumlarının ve araçlarının bulunması, tüketiciye kaynak sağlanmasından ilgili alacakların menkul kıymetleştirilmesine kadar olan süreçteki işlem maliyetlerinin düşürülmesi ve sistemin vergisel olarak desteklenmesi gibi önkoşulların yerine getirilmesine bağlı olduğu ifade edilmektedir.

Kanun ipotek kredisinin verilmesi safhası olan birinci piyasanın geliştirilmesinde eksik olan kurum, kural ve esasları belirlediği kadar, nihai olarak ipotek kredisinin fonlomasında ipoteye dayalı ve ipotek teminatlı menkul kıymetlerin esas ve kurallarını

belirlemede ve ekonomik ve finansal gelişmeler gerektirdiğinde sözkonusu çağdaş enstrümanların hukuki altyapısının hazır olmasını hedeflemektedir. Kanunda Sermaye Piyasası Kanunu, İcra ve İflas Kanunu, Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun, Toplu Konut Kanunu ve çeşitli vergi kanunlarında değişiklikler ve ilaveler yapılmıştır.

Kanunun hedeflediği sistem aşağıdaki tabloda özetlenmektedir (Dönmez, 2005).

Şekil 7. Türkiyede Uzun Vadeli Konut Finansman Sistemi



Aşağıda özellikle ipoteye dayalı menkul kıymetler ile ipotek teminatlı araçların oluşturulması yönünden ve bu çalışmanın ikinci bölümündeki anlatılan gereklilikler de dikkate alınarak kurumsal altyapı incelenmektedir.

3.1.1. Konut Finansmanı ve Konut Finansmanı Kurumları

Kanunda öncelikle konut finansmanının tanımı yapılmıştır. Bu tanıma göre, aşağıdaki işlemler konut finansmanı kapsamındadır:

Tamamlanmış Konutlar İçin Verilen Krediler: Yapı kullanma izni olan konutları satın almaları için ipotek karşılığında tüketicilere verilen kredileri kapsamaktadır. Satın alınan konutun yeni veya eski (kullanılmış) olması önemli değildir, yapı kullanma izni olması yeterlidir.

Tamamlanmış Konutların Finansal Kiralanması: Yapı kullanma izni olan konutların finansal kiralama yoluyla tüketicilere kiralanması da konut finansmanı tanımına dahil edilmiştir. Bu durumda kira ödemeleri tamamlanana kadar evin mülkiyeti kiralayan kuruluştaki kalmakta, tüm taksitler ödendiğinde mülkiyet tüketiciye geçirilmektedir.

Proje Kredileri: Konut finansmanı tanımı henüz proje veya inşaat halindeki konutların alınması için verilen kredileri de kapsamaktadır. Bu tür kredilerin de sisteme alınması yeni konut üretimini de teşvik ederek konut arzının artmasında önemli bir rol oynayacaktır.

Konut Teminatlı Krediler: Mevcut durumda konut sahibi olan ancak krediye ihtiyaç duyan kişilerin konutlarını ipotek vererek kullandıkları krediler de tanım kapsamında dahil edilmiştir. Böylece hâlihazırda konut sahibi olan kişiler konutlarını yenilemek ve güçlendirmek için ihtiyaç duydukları kaynağı da bu yolla sağlayabileceklerdir.

Yeniden Finansman Kredileri: Özellikle faiz oranlarının azalmakta olduğu piyasalarda mevcut bir krediyi ödemekte olan tüketiciler, daha düşük faizle yeni bir kredi alıp, mevcut kredilerini kapatılabilmekte, böylece daha az faiz öder duruma gelebilmektedir. Bu durum konut finansmanı kapsamındaki krediler için de geçerli olup, kapsam dahilindeki kredilerin yeniden finansmanı için alınan krediler de yine kapsama alınmıştır (Dönmez, 2005).

Yukarıda sayılan kredileri verecek kurumlar da Kanunda düzenlenmiş bulunmaktadır. Bu tanım doğrudan tüketiciyle işlem yapan mali kuruluşların kimler olabileceğini belirlemektedir. Kanunda bu kuruluşlar bankalar (katılım bankaları dahil) ile Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu tarafından konut finansmanı faaliyetinde bulunması uygun görülen finansal kiralama şirketleri ve finansman şirketleri olarak belirtilmiştir. Bu düzenleme ile bankalar yanında konut finansmanında uzmanlaşmış ve mevduat toplamayan finansman şirketleri ile finansal kiralama şirketlerinin sisteme girişi

ile rekabetin artırılması hedeflenmektedir. Pek çok ülkede mevduat toplamayan finansal kurumlar ipotek piyasasında faaliyet göstermektedir. Ayrıca finansal kiralama yoluyla konut edinimi de uygulanan bir yöntemdir ve finansal kiralama alacaklarına dayalı menkul kıymetleştirme de önemli bir araç olmaya başlamıştır.

İpotek kredileri piyasasında gerek tüketiciler gerek kredi verenler açısından her finansal ihtiyaca uygun ürünün yer alması, en azından yasal altyapının bulunması gerekmektedir. Kanunun yürürlüğe girdiği tarihe kadar hukuki düzenlemelerimiz değişken faizli kredi vermeye imkân tanımamaktaydı. Değişken faizli ipotek kredileri istikrarsız ekonomik ortamlarda tüketici aleyhine olabilmekte, faiz değişimleri önceden belirlenmiş bir endekse bağlanmadığı takdirde de tüketicinin maruz kalacağı riski tahmin etmesi mümkün olmamaktadır. Ancak tüketicilerin gelecekteki faiz oranlarına ilişkin öngörülerini farklılık gösterebilmekte ve düşük faiz oranı öngören tüketiciler için değişken faiz oranlı ipotek kredisi cazip olmaktadır. Üstelik yeni geliştirilen ipotek kredisi türlerinde sabit ve değişken faiz unsurları bir arada bulunabilmektedir. Ayrıca, değişken faizli kredilerde sözleşmenin başında belirlenen faiz oranları, aynı vadedeki sabit faizli kredilere göre düşük olmaktadır.

Kanunda getirilen diğer bir düzenleme de ipotek kredilerinin erken itfa edilmesi halinde erken ödeme ücretinin tüketicilerce ödenmesidir. Düzenleme ile konut finansman kurumları tarafından sabit faiz oranı içeren kredi ve finansal kiralama sözleşmelerinde kalan anaparanın %2'sine kadar erken ödeme ücreti alınmasına imkân tanınmaktadır. Dolayısıyla konut finansman kurumları borcun erken ödenmesi durumunda, gerekli faiz ve komisyonun indirilerek erken ödeme tarihinde ödenmesi gereken anapara tutarını hesaplayarak, bu tutarın % 2'sine kadar erken ödeme ücreti tahsil edebileceklerdir. Bu değişikliklerle, sabit faiz oranı içeren sözleşmelerde, tüketicilerin piyasada faiz oranlarının düşmesi sonucunda sözleşmelerini sona erdirip yeni bir sözleşme yapmak suretiyle elde edecekleri kar ile konut finansmanı kuruluşunun bu işlemde göreceği zararın dengelenmesi amaçlanmıştır. Değişken faiz oranı içeren kredi ve finansal kiralama sözleşmelerinde ise erken ödeme ücreti uygulanması mümkün değildir.

Erken ödeme ücreti uygulanamaması faiz oranları düştüğünde kullanıcıların her hangi bir yaptırımla karşılaşmaksızın daha düşük faiz oranında kredi kullanarak önceki

kredilerini kapatabilmelerine imkân tanımaktadır. Ancak buna karşın faiz oranları yükseldiğinde kredi verenlerin sözleşmedeki faiz oranını artırma imkânı bulunmamaktadır. Bankaların mevduatlarının ortalama vadesinin birkaç ay olması ve sabit faiz zorunluluğu konut kredilerinin vadelerini sınırlamaktadır. Ayrıca bu durum esas itibariyle konut finansman kurumlarının erken ödeme ve faiz oranlarının düşmesi riskini, daha sözleşmenin başında teklif ettikleri faiz oranına yansıtılmalarına ve konut kredisi faiz oranlarının yüksek düzeylere ulaşmasına yol açmaktadır.

3.1.2. Gayrimenkul Değerlemesi

Çalışmanın ilk bölümünde konut finansmanında gayrimenkul değerlemesine üç farklı aşamada ihtiyaç duyulduğu belirtilmişti. Bu doğrultuda Kanunda kredi açılması ve finansal kiralama sözleşmelerinin imzalanması aşamasında konut değerlemesinin bu alanda yetkili kişi ve kuruluşlar tarafından yapılmasının Sermaye Piyasası Kurulu tarafından zorunlu tutulabileceği öngörülmüştür. Söz konusu kişi ve kurumlara ilişkin şartları belirlemek ve bu şartlara uyan kişi ve kurumları listeler halinde ilan etme yetkisi Sermaye Piyasası Kuruluna verilmektedir.

Gayrimenkul değerlemesine ihtiyaç duyulan ikinci süreç ise takip aşamasıdır. Ödenmeyen ve takibe geçilen bir kredide ilgili gayrimenkulün satışı için ihaleye çıkılması öncesinde kıymet takdiri yapılmakta ve bu değer doğru belirlenmesi ihale ve satış sürecinde büyük önem taşımaktadır. Gayrimenkulün tespit edilen değeri İcra ve İflas Kanunu uyarınca satışta ulaşılması gereken asgari tutarı belirlemekte, ayrıca bu değer doğru belirlenmemesine karşı borçluya tanınan şikâyet hakkı yeniden değerlendirilmesine yol açarak süreci uzatabilmektedir. Kanunda, kıymet takdirlerinin Sermaye Piyasası Kurulu tarafından listeye alınmış şirketler veya Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemelerine göre lisans almış kişiler tarafından yapılması öngörülmüştür. Böylece verilen hizmetin kalitesi artacak, kıymet takdirine itirazlar azalacak, takip süreci kısılacak ve konut finansman sistemine olan güven artacaktır (Dönmez, 2005).

Gayrimenkul değerlemesine ihtiyaç duyulan üçüncü süreç ise, ipotek kredilerinin konut finansman fonu portföyüne alınması ya da ipotek teminatlı menkul kıymetlere dayanak oluşturan teminat havuzuna dahil edilmesi veya fon portföyüne alınan ya da teminat havuzuna dahil edilen alacakların yeniden değerlendirilmesidir. Özellikle

İDMK ihracından önce kredilerin teminatı olan konut ipoteklerinin, uluslar arası değerlendirme standartlarına uygun değerlendirme yapan, sorumlulukları ve davranış kuralları bu standartlara uygun; bilgi ve tecrübelerini sınav ve sertifikasyonla ispatlamış kişi ve kurumlarca yapılması, uygun derecelendirme notu alınmasında önemli bir konu olarak ortaya çıkmaktadır.

Bu sebeplerle Kanunda değerlendirme uzmanlığı faaliyetinin yaygınlaşabileceği öngörülerek, mesleki gelişmenin sağlanabilmesi, değerlendirme ilke ve kurallarının belirlenmesi, standartların oluşturulması ve lisanslamaya ilişkin faaliyetlerin tamamının veya bir kısmının yürütülebilmesi amacıyla, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği düzenlenmiş ve gayrimenkul değerlendirme uzmanlığı lisansına sahip olanların bu birliğe üye olmaları zorunlu tutulmuştur.

Diğer taraftan bu çalışmanın yapıldığı tarih itibarıyla SPK tarafından listeye alınmış 40 gayrimenkul değerlendirme şirketi bulunmaktadır. SPK ayrıca uluslar arası standartlara uygun gayrimenkul değerlendirme standartlarını da yayımlamış bulunmaktadır.

3.1.3. Tapu Sicili, İpotek Tesisi ve İpoteğin Paraya Çevrilmesi Süreci

Tapu sicili, taşınmaz mal ve üzerindeki hakların durumlarını göstermek üzere Devletin sorumluluğu altında tescil ve açıklık ilkelerine göre tutulan sicildir. Tapu sicilinde, taşınmaz malların yüzölçümü, cinsi, maliki gibi özellikleriyle beraber, irtifak, rehin, şerh, beyanlar hanesinde taşınmaz mala ilişkin hak ve yükümlülükler gösterilmektedir. Ülkemizde tapu sicilleri devletin gözetim ve sorumluluğunda 160 yıllık geçmişi olan bir sistem ile tutulmaktadır.

Diğer taraftan ülkemizde Tapu ve Kadastro Genel Müdürlüğü tarafından yürütülen “Takbis projesi” kapsamında, gayrimenkullerle ilgili kayıtların tutulması ve gayrimenkullerin üzerindeki her çeşit hakkın izlenmesi amacıyla bilgisayar ortamında bir sistem oluşturulmuş durumdadır.

Tapu sicilinde ipoteklerin tesis edilmesi, devredilmesi ve kaldırılması konut finansman sisteminin geliştirilmesinde önemli bir konu olarak karşımıza çıkmaktadır. Konut kredisi verilme aşamasında tapu siciline banka lehine ipotek tesis edilmekte, verilen

konut kredilerin menkul kıymetleştirilmesi aşamasında özel amaçlı yapılara veya menkul kıymetleştirme işlemi yapacak ikinci piyasa kurumuna yapılacak ipotek devirlerinde tapu sicilinde kayıtların yenilenmesi zorunluluğu doğmaktadır. Menkul kıymetleştirme aşamasında çok fazla sayıda kredinin ipoteğinin devri gerekeceğinden, bu sürecin düşük maliyetli yapılması gerekmektedir. Bu bakımdan ülkemizde “takbis” sisteminin tamamen uygulanır hale gelmesi menkul kıymetleştirme sürecinin altyapısı açısından önem kazanmaktadır.

İkinci bölümde belirtildiği üzere, konut kredilerinin geri ödeme riski, benzer tüm kredilerden teminatı nedeniyle farklılık göstermektedir. Kredinin geri ödenmemesi halinde, değerlendirme uzmanlarınca piyasa değeri belirlenen ipoteğin paraya çevrilebilme süresi ve maliyeti doğrudan doğruya ipotek kredilerinin maliyetine yansımaktadır. İpoteğin paraya çevrilmesini düzenleyen mevzuatın da hem kredi veren konut finansman kuruluşu hem de tüketicinin hakları arasında bir denge oluşturarak, basit ve düşük maliyetli bir süreç öngörmesi gerekmektedir.

Ülkemizde 2005–2007 yılları arasında kredi ödemelerinde temerrüde düşülerek bankalarca kanuni takibe geçilmiş kredilere ilişkin bilgiler aşağıda verilmektedir⁸.

Tablo 5. Kanuni Takipteki İpotek Kredileri

Yıl	Takipteki İpotek Kredileri (Bin YTL)	Toplam İpotek Kredileri (Bin YTL)	Takipteki Krediler/İpotek Kredileri (%)
2005	10.649	12.388.716	0,09
2006	46.724	22.136.700	0,21
2007	179.991	30.735.007	0,59

⁸ TBB. Haziran 2008. <http://www.tbb.org.tr/net/donemsel/default.aspx?dil=TR>

Tablo verilerine göre, ülkemizde konut kredisi kullanan tüketicilerin geri ödememe oranlarında konut kredilerinin artışına bağlı olarak yükselme eğilimi görülmektedir. Bununla birlikte her üç yılda da takibe geçilmiş alacakların oranı, toplam kredilerin % 0,6 sının altındadır. Bu sonuçlar, kredi hacmi daha da büyüdüğünde veya ekonomik şartlar ve gayrimenkul piyasasındaki gelişmeler doğrultusunda değişiklik gösterebileceğinden, daha iyi bir değerlendirme yapabilmek için daha uzun dönemli gözlemlere ihtiyaç bulunmaktadır. Ancak krediler menkul kıymetleştirildiğinde, gelecekte de oranların bu seviyelerde bulunması halinde, ihraççının geri ödeme riskini azaltmak için başvuracağı kredi değerliliğinin artırılması yöntemlerinin maliyeti düşük olacaktır.

Ülkemizde ipoteğin paraya çevrilmesi ile ilgili hususlar İcra ve İflas Kanununda düzenlenmektedir. İcra ve İflas Kanunu, Konut Finansman Sistemine İlişkin Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun ile değiştirilmeden önceki halinde, ipoteğin paraya çevrilmesi ile ilgili olarak uzun, maliyetli ve tahmin edilmesi güç bir süreç öngörmekteydi. Kanunun genel gerekçesinde, ülkemizde icra dairelerinin ve ilgili mahkemelerin yoğun bir iş yükü bulunması ve icra prosedüründe borçlulara tanınan bazı hakların kötüye kullanılması, ipoteklerin paraya çevrilmesi sürecini zorlaştırdığı ve gelişmiş ülkelerde 2-3 ayda biten bu sürecin, ülkemizde 2-3 yıla kadar uzayabildiği ifade edilmektedir. Bu çalışmanın yapıldığı tarihte, ülkemizde ipoteğin paraya çevrilmesi süresiyle ilgili herhangi bir çalışmaya rastlanmamıştır. Ancak konuyla ilgili hukukçular bu sürenin 6-36 ay arasında değiştiğini ifade etmektedirler.

Kanun, İcra ve İflas Kanununda yaptığı değişikliklerle ipoteğin paraya çevrilmesi süresini kısaltmayı ve maliyetlerini azaltmayı hedeflemiştir. Ancak bu değişikliklerin etkinliğinin incelenmesi için zamana ve olguların birikmesine ihtiyaç bulunmaktadır.

3.1.4. Tüketici Hakları

Kanun, Tüketicuyu Koruma Hakkında Kanunda da bazı değişiklikler yapmıştır. Öncelikle konut finansman sözleşmelerinde yer alacak hükümler yeniden ele alınmış; kredi tekliflerinin sözleşme öncesi bilgi formu ile yapılmasını öngörmüş ve kredi vadesi boyunca sözleşme şartlarının tüketici aleyhine değiştirilemeyeceğini hükme bağlamıştır. Ayrıca Kanun, tüketicinin ödemede temerrüde düşmesi halinde konut finansman kurumuna tüketiciye bilidirimde bulunma yükümlülüğü getirmiş ve en az iki ödeme dönemi boyunca

tüketicinin temerrüdü halinde kalan borcun tümünün ifasını talep hakkı doğabileceği de düzenlemiş bulunmaktadır.

Kanun değişken faizli kredi verme imkânını da sağlamıştır. Ancak, tüketicinin korunmasını teminen de faiz oranının, tüketicinin dönemsel geri ödeme tutarını aşmamak koşuluyla ve sözleşmede belirlenecek yurt içinde veya yurt dışında genel kabul görmüş ve yaygın olarak kullanılan bir endeks baz alınarak değiştirilebileceğini hükme bağlamıştır. Ayrıca oranların değişken olarak belirlenmesi halinde bu yöntemin, muhtemel etkileri konusunda tüketicilerin bilgilendirilmesi şartı getirilmiştir. Son olarak, Kanuna göre kullanılacak referans faizler ve endeksler Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından belirlenecektir. Merkez Bankası sözkonusu endeksi belirlemiş olup konut finansmanı kuruluşlarınca değişken faizli konut finansmanı sözleşmeleri düzenlenirken veya sözleşmede belirtilen dönemlerde faiz oranı ayarlaması yapılırken, içinde bulunulan aydan iki önceki ayda Türkiye İstatistik Kurumu tarafından açıklanan Tüketici Fiyat Endeksi yıllık yüzde değişim oranının esas alınması gerekmektedir.

3.1.5. İpotek Sigortaları

Kanunda konut finansmanı ile ilgili sigortaların Hazine Müsteşarlığı tarafından düzenleneceği hükme bağlanmıştır.

Konut finansman kuruluşlarının tüketiciye kredi verdikleri aşamada tüketiciden hayat sigortası yaptırmalarını talep etmeleri ülkemizde yaygın bir uygulamadır.

Hazine Müsteşarlığınca borç ödeme sigortası genel şartları da düzenlenmiş bulunmaktadır. Bu sigorta ile sigortacı, işsiz kalma ya da kaza veya hastalık nedeniyle geçici iş göremezlik hâllerinin gerçekleşmesi sonucu sigortalının poliçede belirtilen ve sözleşmeye istinaden yapması gereken ödemelerini azami tazminat tutarı ve süresi ile sınırlı olmak üzere teminat altına almaktadır. Dolayısıyla borç ödeme sigortasının yaygınlaşması ile uzun vadeli ipotek kredisi alan tüketici kaza, hastalık ve işsiz kalma nedeniyle yükümlülüklerini yerine getiremediğinde sigorta devreye gireceğinden sistemdeki kredi riski azalmış olacaktır.

Ülkemizde ipotekle ilgili diğer sigorta ürünleri henüz bulunmamaktadır. Bu sigortalardan tapu sicil sigortasının gerekliliği de hep tartışılmıştır. Tapu sicillerinin merkezi ve devlet gözetiminde olmadığı ülkelerle gayrimenkullerin mülkiyetinin devletin elinden özel mülkiyete yeni geçtiği ülkelerde mülkiyet kayıtlarında hukuki problemler çıkabilmektedir. Ülkemizde tapu kayıtları devletin kontrolünde merkezi olarak tutulmaktadır. Bu durumda mülkiyet kayıtlarının güvenilirliğinden dolayı tapu sicil sigortalarının yararları tartışmalıdır. Bununla birlikte kadastral kayıtlar ile istimlak ve benzeri konularda çıkan problemlerin çözümünün uzun hukuki süreçlere yol açtığı da bilindiğinden tapu sicil sigortalarına ihtiyaç doğabileceği söylenecektir.

3.1.6. Konut Finansman Fonu ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler

Kanunun getirdiği en önemli yeniliklerden biri konut finansmanı fonunun (fon) düzenlenmiş olmasıdır. Bu çalışmanın ikinci bölümünde ayrıntılı olarak açıklandığı üzere, özel amaçlı yapı kurulmadan menkul kıymetleştirme mümkün olmamakta; kredi kurumu kendi oluşturduğu varlıkları kendi iflas riskinden arındırılmış bu özel amaçlı yapılara devretmekteydi. Özel amaçlı yapı, ilgili ülkenin kendi mevzuatına ve menkul kıymetleştirmenin yapısına bağlı olarak malvarlığı havuzu (fon) veya şirket şeklinde olabilmekteydi.

Yurtdışı uygulamalarında malvarlığı havuzu şeklinde organize edilen yapıya en uygun form, ülkemizde halen menkul kıymet yatırım fonlarında uygulanmaktadır. Menkul kıymet yatırım fonlarının mevcut yapısı özel amaçlı yapılara benzerlik göstermekle beraber, bu fonksiyonu yürütmek için eksiklikler taşımaktadır.

Ülkemizde 1990 lı yılların başında önemli ölçüde menkul kıymetleştirme yapılmış ve özellikle tüketici kredilerine dayanarak varlığa dayalı menkul kıymet ihraçları yapılmıştır. Bu ihraçlarda menkul kıymetler “varlığa dayalı menkul kıymet” olarak isimlendirilmiş olmakla beraber, bankaların aktifindeki alacaklar herhangi bir özel amaçlı yapıya devredilmemiş ve bankaların aktifinde kalmaya devam etmiştir. Zaten o dönemde mevzuatımızda alacakların devredilebileceği bir özel amaçlı yapı formu da bulunmamaktaydı. Bu nedenle çıkarılan menkul kıymetler ekonomik ve finansal yapısı itibariyle varlık teminatlı menkul kıymet niteliği taşımaktaydı.

Kanunda konut finansman fonunun temel esasları belirlenmiş ve pek çok konuda da SPK'ya düzenleme yetkisi verilmiştir. SPK, Konut Finansmanı Fonlarına ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliği 4.9.2007 tarihli ve 26603 sayılı Resmi Gazetede yayımlayarak konuyla ilgili düzenlemeleri tamamlamıştır. Aşağıda düzenlenen yapı ana başlıklar halinde verilmektedir.

—Kurucunun (Kreditörün) İflas Riskinden Korunma: Yapılan düzenlemelerde konut finansmanı fonunun tüzel kişiliği bulunmayan bir görev kurumu yapısında bir mal varlığını temsil ettiği, bu mal varlığının kurucusunun malvarlığından ayrı olduğu ve ihraç edilen ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin tamamı itfa edilinceye kadar, başka bir amaçla tasarruf edilemeyeceği, rehin ve haciz işlemlerine konu olamayacağı, teminat gösterilemeyeceği ve iflas masasına dâhil edilemeyeceği hükme bağlanmıştır. Böylece fona devredilmesi ile kredi alacaklarının kredi verenle mülkiyet bağı tamamen koparak gerçek satış ile tüm hakları fona geçmekte ve kredi verenin iflas veya ödeme güçlüğü hallerinde fonun malvarlığına rücu imkanı ortadan kalkmaktadır. Diğer taraftan, fonun kendisinin de iflası sözkonusu değildir.

—Fonun kurucuları: Konut finansman fonunu, ipotek kredilerini veren bankalar ve finansman şirketleri kurabileceği gibi, bankalar ve finansman şirketlerinin kredilerini devredebileceği ikinci el kurumu olan ipotek finansman kuruluşu ve aracı kurumlar da kurabilmektedir. Bankalar ve finansman kuruluşları aynı zamanda kredi veren kurumlar olduğundan doğal kurucu durumundadır. Diğer taraftan, ekonomik ve finansal açıdan kredi veren her bankanın konut finansman fonu kurarak İDMK ihraç etmesine gerek bulunmayabilir. Bu durumda yapının oluşturulması, kredi değerliliğinin artırılması ve diğer prosedürler yönünden uzmanlaşmış bir banka, diğer bankalardan devraldığı alacakları konut finansman fonuna aktarabilecektir.

—Fona devredilecek varlıkların niteliği: Fona devrolunacak tüm kredi alacaklarının ipotekle teminat altına alınması, teminat konutun yapı kullanma izninin bulunması, ipoteğin fon hesabına, kurucu adına tapu siciline tescil ettirilmesi zorunludur. İpotekli konut kredilerinin teminatı olan konutlara ilişkin tapu sicilinde beyanlar hanesine, ilgili kredinin fona devredildiği hususu kaydedilecektir. Yapı kullanma izninin bulunmaması halinde teminatın değeri belirsiz olacağından yüksek bir kredi riskine maruz

kalabilmektedir. Ayrıca ipotek altına alınmış konutun deprem, yangın ve her türlü doğal afete karşı sigortalanması şartı da getirilmiş bulunmaktadır. Kredi alacakları bir sözleşme ile devredilip tüm hakları fona geçmesine rağmen, kredinin teminatı olan ipotekler fonun tüzel kişiliği bulunmadığından fon adına tescil ettirilememektedir. Bu durumda, fonun yönetimi ve gözetimi konusunda sorumluluklar getirilmiş olmakla birlikte, ipotek üzerinde tasarruf yetkisi kurucuda kaldığından, öngörülen mekanizmanın güvenilirliği konusunda sorular ortaya çıkabilecektir.

Fona ayrıca İDMK ve İTMK, nakit ve benzerleri, türev araçlardan kaynaklanan haklar ve teminatlar alınabilmektedir.

Diğer taraftan, fon portföyünde yer alan varlıklardan elde edilen, ödeme planına bağlı olan veya olmayan nakit akışlarının gerekli kesintiler yapıldıktan sonra İDMK sahiplerine aktarılması ve fonun sınıflara ayrılması halinde ancak alt sınıfları temsil eden menkul kıymetlerin kurucu tarafından satın alınabileceğine ilişkin düzenlemeler, varlıkların fona devrinin gerçek satış kapsamında olması gerektiğini ifade etmektedir. Ancak bu çalışmanın yapıldığı tarih itibarıyla ihraç edilmiş herhangi bir İTMK bulunmadığından, devrin gerçek satış olup olmadığına yönelik bir ihtilaf da bulunmamaktadır.

—Fonun ve İTMK ‘nın yapılandırılması: Bu çalışmanın ikinci bölümünde incelendiği üzere, ödeme aktarmalı yapılanmada, fona devredilen kredilerden kaynaklanan nakit akışları başkaca bir işleme gerek bulunmaksızın doğrudan İDMK sahiplerine aktarılmaktaydı. Düzenlemelerimiz bu konuda esneklik sağlamakta, istendiği takdirde ödeme aktarmalı bir yapının kurulmasına imkân vermektedir. Ancak, ülkemizde ipotek kredilerine garanti veren ve kamu tarafından desteklenmiş (Fannie Mae ve benzerleri gibi) kurumlar bulunmadığından, dayanak ipotek kredilerinin geri ödemelerinde oluşabilecek temerrütler dikkate alındığında, bir başka deyişle kredi riski nedeniyle ödeme aktarmalı menkul kıymetlerin ihracında satış başarısı düşük olacaktır.

Düzenlemelerimiz fon bünyesindeki varlıkların vadesi ve bu varlıkların anapara ve faiz ödeme zamanları ile farklı faiz türü, anapara ve faiz ödemelerindeki öncelikler, fonun

tasfiyesi halinde öncelikler ve kredi risklerine göre sınıflara ayrılmasına da imkan sağlamaktadır. Buna göre örnek verecek olursak,

-Fona aktarılan ipotek kredilerinin 5 yıl vadeli olanları birinci sınıfı, 10 yıl vadeli olanları ikinci sınıfı temsil edebilir;

-Oluşturulacak A sınıfı faiz geri ödemelerini önce alır, B sınıfı riskli olarak A sınıfından kalan faiz ödemelerini, C sınıfı daha riskli olarak A ve B'den arta kalan faiz ödemelerini ve nihayetinde Z sınıfı anaparadan en son kalana sahip olabilir;

-A sınıfı kredi değerliliği en iyi olan kredi gruplarının faiz ve anaparaları, B sınıfı kredi değerliliği daha düşük olan kredi gruplarının faiz ve anaparalarını, Z sınıfı kredi değerliliği dahi bulunmayan en riskli kredi gruplarının faiz ve anapara ödemelerini alabilir;

-Fonun tasfiyesi halinde A sınıfına olan yükümlülükler önce karşılanır, B sınıfına A'dan arta kalanlar ödenir.

Görüldüğü üzere, hedeflenen derece notuna ve ihracın hedef kitlesine göre sayısız opsiyon bulunmakta, düzenleme tüm opsiyonların gerçekleştirilmesine imkan tanımaktadır.

Ayrıca, fonun içindeki ipotek kredilerinin kalan anapara tutarlarının, ihraç edilen İDMK'ların anaparalarından ve faiz ödemelerinin de İDMK'lara yapılacak faiz ödemelerinden az olmaması gerekmektedir.

—Fonun kredi değerliliğinin artırılması: Düzenlemelerde kredi değerliliğinin artırılmasına yönelik çeşitli mekanizmalar öngörülmüştür. Bu mekanizmalar aşağıda verilmektedir:

- kredi veren, oluşturulan daha alt sınıf varlıkları temsil eden menkul kıymetleri satın alabilmekte,

- kurucu ve/ veya üçüncü bir tarafla sigorta, garanti, teminat mektubu veya diğer bir garanti yöntemi kullanılmasını teminen sözleşme yapılabilenkte,

- yukarıda anlatıldığı şekilde fon malvarlığından, farklı haklara sahip farklı sınıflar oluşturulabilenkte,

- ipotekli konut kredilerinin fonun toplam yükümlülüklerini aşan kısmı, hizmet sözleşmesi ile belirlenecek oran veya miktarda bu amaçla oluşturulacak yedek hesaplara aktarılabilenktedir.

Kredi değeriğinin artırılmasına yönelik bu düzenlemeler de uluslar arası uygulamalarla tamamen uyumlu bulunmaktadırdır.

—Fonun yönetimi: Fonun yönetiminin kurucu tarafından atanmış, bilgili, tecrübeli ve muteber kişilerden oluşmuş 3 kişilik bir fon kurulu tarafından sağlanması gerekmektedir. Fon kurulu, fonun kuruluşu ve İDMK'ların halka arzıyla ilgili tüm yasal dokümanları hazırlamakla; fon portföyünün oluşturulması, değeriğlenmesi ve fon varlıklarının saklanması, kaydedilmesi, kayıtların doğru olarak tutulması ve izlenmesi, bunlara ilişkin belge düzeninin kurulması; fonun, İDMK sahiplerinin hak ve menfaatlerini koruyacak şekilde, temsili, yönetimi ve denetiminin gözetiminden sorumlu bulunmaktadırdır.

—Hizmet sağlayıcı: Hizmet sağlayıcı, ipotekli konut kredilerinin günlük idaresinden sorumlu olan, kurucu veya kurucu niteliğini haiz diğer bir kuruluş olarak tanımlanmaktadır. Hizmet sağlayıcı, ipotekli konut kredilerine ait anapara ve faiz ödemelerinin zamanında tahsil edilmesi ve fon hesabına aktarılması, konutlara ilişkin sigorta primlerinin ödenmesi, kullanılan krediye ilişkin sözleşmede bu yönde bir hüküm bulunması halinde, konutlara ilişkin vergilerin borçludan zamanında tahsil edilmesi ve vergi otoritelerine ödenmesi, borçluların ödeme kabiliyetlerinin gözetimi ve denetimi ile ödemelerin geç yapılması veya hiç yapılmaması halinde borçluya gerekli ihtarların yapılması konularında görevlendirilmiştir.

3.1.7. İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler

Kanunda ipotek teminatlı menkul kıymetler, ipoteğe dayalı menkul kıymetlere göre daha ayrıntılı düzenlenmiştir. İDMK'lar tüm uluslar arası uygulamalarda çok daha esnek

ve çeşitli ihtiyaçlara uygun alternatif yapılar içinde ihraç edildiğinden, Kanunla verilen yetki çerçevesinde düzenlemelerinin ayrıntılarının SPK tarafından belirlenmesi öngörülmüştür. Buna karşılık tüm kıta Avrupasında “covered bond” markasıyla tanındığından ve düzenlemelerinin de büyük ölçüde harmonizasyonu yoluna gidildiğinden, İTMK’lar Kanun metnine ayrıntılı olarak taşınmıştır. Diğer taraftan SPK, 4.9.2007 tarihli ve 26603 sayılı Resmi Gazetede İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Tebliğini de yayımlayarak konuyla ilgili düzenlemeleri tamamlamıştır. AB düzeyinde İTMK’lar önemli ölçüde yaygınlık gösterdiğinden, düzenlemeleri sürekli geliştirilmekte ve ülkeler bu düzenlemeleri kendi iç hukuklarına büyük bir hızla uyarlamaktadırlar. Düzenlemelerin yakın zamanda tamamlanması, konuyla ilgili tüm gelişmelerin ve tartışmaların mevzuata yansıtılması avantajını sağladığından, ülkemiz İTMK yapısı Avrupada en iyi standartlardan birini oluşturmaktadır. Aşağıda düzenlenen yapı ana hatlarıyla verilmektedir.

—İTMK’ nın niteliği: İTMK, ihraççının genel yükümlülüğünde bulunan ve teminat varlıklar karşılık gösterilerek, sabit veya değişken faizli, iskontolu veya primli olarak ihraç edilebilen bir menkul kıymet olarak tanımlanmaktadır.

—İhraççıların nitelikleri: İpotek kredisi veren veya başka bankalardan ipotek kredilerini devralan bankalar ile banka ve finansman şirketi dahil tüm ipotek kredisi verenlerden bunları devralan ikinci piyasa kuruluşları olan ipotek finansman kuruluşları İTMK ihraç edebilmektedir.

—İhraççının iflas riskinden korunma: İTMK ihracında, ipotek kredileri ihraççının aktifinde kalmaktadır. Bununla birlikte düzenlemelerimiz uyarınca, İTMK’ların ihracından itfa edildiği ana kadar teminat gösterilen konut kredileri ve diğer teminat varlıklar, teminat amacı dışında tasarruf edilememekte, rehnedilememekte, teminat gösterilememekte, kamu alacaklarının tahsili amacı da dâhil olmak üzere haczedilememekte, iflas masasına dâhil edilememekte, ayrıca bunlar hakkında ihtiyati tedbir kararı verilememektedir. Ayrıca teminat varlıklarla ilgili her türlü nakit akışı için bir banka nezdinde ihraççının diğer hesaplarından ayrı olarak bir hesap açılması zorunlu bulunmaktadır. Dolayısıyla varlıklar ihraççının aktifinde kalmakla beraber, yasal olarak İTMK sahiplerinin lehine tam bir koruma sağlanmış olmaktadır.

—Teminat varlıklarının niteliği: Teminat varlıklardan konut kredilerinin anapara ve faiz geri ödemelerinin ihraççı tarafından ipotekle teminat altına alınması, konutun piyasa değerinin hesaplanmış olması, değerlemesinin SPK tarafından lisanslanmış değerlendirme uzmanlarınca yapılmış olması, ipotek edilen konutun deprem ve diğer doğal afetlere karşı sigorta edilmiş olması gerekmektedir. Ayrıca kamu borçlanma araçlarıyla nakit de ikame varlık olarak teminata dâhil edilebilmekte ve teminat varlıklarının döviz ve faiz kuru riskine karşı türev araçları da bulundurabilmektedir. Kredi değerliliğinin artırılması amacıyla ipotekli ticari krediler de teminat varlıklar arasına alınabilmekte, ancak bu kredilerin gayrimenkul değerine olan oranının en fazla % 50 si teminat olarak hesaplanmaktadır.

Benzer şekilde, ipotekli kredilerin konut değerine oranının % 75'ine kadar bölümü teminat kabul edilerek, ipotek değerindeki değişmelere karşı korunma sağlanmış olmaktadır.

İpotekli ticari kredilerle diğer ikame varlıkların fon portföyüne oranı % 15 ile sınırlandırılmış bulunmaktadır.

—Uyum ilkeleri: Uyum ilkeleri, İTMK sahiplerine yapılacak faiz ve anapara ödemeleriyle, teminat varlıklarının değeri arasında karşılaştırma yapmak amacını taşımaktadır. Bu ilkelerden birincisi, teminat varlıkların nominal değeri ile İTMK ların toplam nominal değerlerini karşılaştırmakta ve sonucunda teminat varlıkların nominal değerinin fazla olması amaçlanmaktadır. İkinci ilke, teminat varlıklardan elde edilecek faiz gelirinin İTMK sahiplerine ödenecek faizleri karşılaştırmakta, faiz gelirlerinin ödeneceklerden fazla olmasını zorunlu tutmaktadır. Nihayet üçüncü ilke de, teminat varlıklardan elde edilecek faizlerin vadeleriyle, İTMK'lara ödenecek faizlerin dönemleri arasında fark bulunacağından, her iki grubun net bugünkü değerinin hesaplanmasını ve faiz gelirlerinin net bugünkü değerinin ödeneceklerden % 2 daha fazla olmasını gerektirmektedir.

Teminat varlıklarının net bugünkü değerlerinin hesaplanmasında, bu varlıklardan beklenen nakit akımlarının, kamu borçlanma araçlarının getirilerinden hesaplanan getiri eğrileri (yield curve) dikkate alınarak iskonto edilmesi gerekmektedir. Ancak 5 yıldan daha

uzun vadeli ipotek kredilerine uygun hâlihazırda bir getiri eğrisi bulunmadığından, bu vadelerde İTMK ihracında problem yaşanabilecektir.

Diğer taraftan ipotek kredilerinin net bugünkü değer hesaplamalarında, kredilerin erken ödeme oranlarının tahmin edilerek, beklenen faiz kaybına varsa erken ödeme ücretinin eklenmesi gerekmektedir. Aksi halde teminat varlıklarla yükümlülükler arasında uyumsuzluk doğabilecektir. Bununla birlikte İTMK sahiplerine yapılacak faiz ve anapara ödemeleri, teminatların varlığından bağımsız olarak aynı zamanda ihraççının genel yükümlülüğü olduğundan, erken ödeme veya temerrüt/kredi riski yatırımcı açısından sorun yaratmayacaktır.

—Teminat sorumlusu: İTMK ihracıyla ilgili kural ve esaslara uygunluğun gözetiminin, ihraççı dışında yeterli bilgi ve tecrübeye sahip üçüncü bir kişi tarafından yapılması tüm İTMK düzenlemelerinde genel bir prensip olarak yer almaktadır. Bu kapsamda düzenlerimizde de teminat sorumlusu yer almakta ve teminat sorumlusunun bağımsız denetim kuruluşları arasından seçilmesi gerekmektedir. Teminat sorumlusu, teminat varlıklarının mevcudiyetini, varlıkların aranan şartları taşıdığını incelemekle ve teminat uyum ilkelerinin uygunluğunu denetlemekle sorumlu bulunmaktadır.

3.1.8. İpotek Finansman Kuruluşu

Konut finansman kurumları, kimi zaman kredi portföylerinin düşük hacmi nedeniyle menkul kıymetleştirme maliyetlerini karşılayacak ölçek ekonomilerine sahip bulunmamaktadır. Ayrıca bu maliyetler karşılanırsa bile çıkarılacak menkul kıymetin toplam tutarı piyasa beklentilerinin altında kalabilmektedir. Son olarak da kredi veren kurum menkul kıymetleştirme için yeterli tecrübe ve bilgi birikimine sahip olmayabilmektedir. Bu nedenlerle krediler olduğu konut finansman kurumunun aktifinden çıkararak, menkul kıymetleştirme işini yürütecek başka bir kuruma devredilmektedir. Devir, bazı durumlarda menkul kıymetleştirme amacı taşımamakta, krediyi oluşturan kuruma kredi teminatları karşılığında likidite desteği sağlanması ve belirlenen vade sonunda kredilerin olduğu kuruma iade edilmesi veya kredilerin satın alınarak likidite sağlanması amaçlarından birine yönelik de olabilmektedir.

Menkul kıymetleştirme yoluyla İDMK ihracı dışında, ipotek teminatlı menkul kıymet ihracında, teminat varlıkların kalitesi ve kredi değeri yanıda, ihraççı kuruluşun tüm faaliyetlerinden kaynaklanan riskler de dereceleme faaliyeti için önemli olduğundan, daha düşük bir derece notuna sahip kredi veren, alacaklarını daha yüksek derece notuna sahip bir ihraççıya devrederek kendisini fonlama imkânına sahip bulunmaktadır.

Bu ihtiyaçlara yönelik olarak bu çalışmanın birinci ve ikinci bölümünde bahsedildiği üzere bazı ülkelerde ipotek piyasasında ikinci piyasa kurumları oluşturulmuş bulunmaktadır. Bu kurumlar ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi için kanal (conduit) fonksiyonu görmenin yanıda, devralacakları kredilerin şartlarını belirleyerek konut finansman sisteminin standardizasyonunu da sağlamaktadır.

Tüm bunların yanıda, ABD gibi bazı ülkelerde varolan devlet destekli ikinci piyasa kurumları kendi ihraç ettikleri menkul kıymetlere çeşitli garantilerle destek verebilmekte, bu kurumların ihraç ettiği menkul kıymetler en yüksek derece notuna sahip olabilmektedir.

Kanun, yukarıda ifade edilen ve piyasa gelişmeleri çerçevesinde duyulacak ihtiyacın hukuki altyapısını oluşturmak maksadıyla ikinci piyasa kurumu olarak ipotek finansman kuruluşlarını tanımlamış bulunmaktadır. İpotek finansman kuruluşları, ipotek kredilerinin devralınması, devredilmesi, yönetilmesi ve bu kredilere dayanılarak veya teminat gösterilerek İDMK ve İTMK ihracı yapmaya yetkili bulunmaktadır. İpotek finansman kuruluşlarının, mevduat toplamayan bir finansal kurum olarak örgütlenmesi amaçlanmıştır. Nitekim bu kurumların sermayelerinin Bankalar Kanununda kalkınma ve yatırım bankaları için belirlenmiş sermayeden az olmaması gerekmektedir. Ancak ipotek finansmanı kuruluşlarının kuruluş ve faaliyetlerinde, devletin açık veya örtülü herhangi bir desteği veya garantisi verilmemiş bulunmaktadır.

Ekonomik ve toplumsal maliyetleri ile kaynak tahsisine etkisi ayrıca incelemeye değer bulunmakla beraber, ABD'deki sisteme benzer şekilde bu kurumların faaliyetlerine açık veya örtük devlet desteği veya garantisi verilmesi halinde, gayrimenkul sektörü hızla büyümekte, kredi hacmi artmakta ve menkul kıymetleştirme yolunda önemli bir mesafe katedilmiş olmaktadır. Bu tür kurumlar devralacakları kredilerin standartlarını belirleyerek

konut finansman sistemine disiplin getirmektedir. Çalışmanın ilk bölümünde verilen Güney Kore, Meksika, Malezya ve Kolombiya örneklerinde de ikinci piyasa kurumları konut finansman sisteminin geliştirilmesinde önemli bir rol oynamışlardır.

Hukuki altyapısı kurulmuş olmakla birlikte, ipotek finansman kurumlarına ihtiyaç duyulup duyulmayacağı ve ihtiyaç halinde faaliyetlerinin boyutu konusunda bu aşamada bir tahmin yürütülmesi mümkün bulunmamaktadır. Kanun uyarınca, bankalar dâhil konut finansman kurumları ipoteğe dayalı menkul kıymet ihracı için konut finansman fonu kurabilmekte ve bankalar da ipotek teminatlı menkul kıymet ihracında bulunabilmektedir. Bu durumda, ipotek kredisi portföy hacimleri menkul kıymetleştirme veya İTMK ihracının maliyetlerini karşılayamayacak ölçüde düşük olan ve mevduat dışında yeni kaynak arayan konut finansman kurumlarının ipotek finansman kuruluşlarına ihtiyacı bulunacaktır. Ayrıca konut finansmanı konusunda yetkilendirilmiş tüketici finansman şirketlerinin, mevduat toplama imkânları bulunmadığından yeni kaynaklara ulaşmak için kredi portföylerini devredecekleri kurumlar gerekebilecektir. Diğer taraftan ipotek kredisi hacmi yüksek olmakla birlikte, faaliyetlerini sadece kredi verme işlemlerine odaklamak isteyen ve mevduat, İDMK veya İTMK yoluyla kaynak sağlamayı ve bunların yönetimini maliyetli bulacak konut finansman kurumlarının da ipotek finansman kuruluşlarına ihtiyacı olabilecektir.

Diğer taraftan, çoğunlukla sosyal amaçlarla imal ettiği konutları taksitle satmakta olan Toplu Konut İdaresinin (TOKİ) bir menkul kıymetleştirme kanalı olarak bu kurumlara ihtiyacı olabilecektir. TOKİ taksitle konut satmakta, bu taksitlerden kaynaklanan nakit akışlarını, kendisi bir finansal kurum olmadığından yeni fon kaynakları yaratmak üzere menkul kıymetleştirilememektedir. Bu alacak havuzlarının yurt içinde ve yurt dışında menkul kıymetleştirilmek üzere bir finansal kuruma devredilmesi sözkonusu olduğunda, ipotek finansman kuruluşları uygun bir çözüm olarak ortaya çıkmaktadır.

Devletin ipotek finansmanı kuruluşuna ve bu kuruluşun ihraç edeceği menkul kıymetlere açık veya örtük desteği ve garantisi bulunmadığından, ipotek finansman kuruluşunun kurucu ve ortaklarının güçlü ve muteber finansal kurumlardan teşekkül etmesi ve risk yönetimi dâhil yönetim sistemlerinin yüksek kalitede olması gerekmektedir. Sadece menkul kıymetleştirme işlemi yapacak ipotek finansmanı kuruluşunun yüksek bir

özsermayeye ihtiyacı bulunmamaktadır. Ancak İTMK'ların faiz ve anapara ödemeleri ihraççının genel yükümlülüğünde olduğundan, İTMK ihraç edecek ipotek finansmanı kuruluşunun, iyi bir derece notu için yüksek özsermayeye sahip olması gerekebilecektir. Bu durumda ipotek finansmanı kuruluşuna ortak olacak finansal kurumlar, tahsis edecekleri sermayenin maliyeti ile menkul kıymetleştirme veya İTMK ihraçları için kendilerinin katlanacakları maliyetleri mukayese edecekler ve bunun sonucunda ipotek finansman kuruluşuna ortak olma kararına ulaşacaklardır.

3.1.9. Vergi ve Teşvikler

Konut finansman sisteminde, kredi sözleşmesinin imzalanması ve ipotek tesisinde, kredi geri ödemelerinde, temerrüt halinde ipoteğin paraya çevrilmesi sürecinde, konut finansman fonunda, İDMK ve İTMK ihracında ve bu araçlardan faiz geliri elde edilmesi ile alım satımlarında çeşitli tarifelerde vergi doğmaktadır. Bu işlemlerin bazılarında vergiyi doğuran olay ve konusu vergi kanunlarında düzenlenmiş olmakla birlikte ek maliyetler getirebilecek tarifeler de olabilmektedir. Bazı işlemlerde ise vergi konusu ve vergiyi doğuran olay vergi kanunlarında yer almadığından düzenlenmesi gerekmektedir. Ayrıca vergi istisna ve muafiyetleri ile tarife değişiklikleri yoluyla sistemin tamamının veya belirli unsurlarının teşvik edilmesi mümkün bulunmaktadır. Diğer taraftan tüm uluslar arası alanda menkul kıymetleştirme işlemlerinde vergi cenneti denilen ve finansal işlemlerde herhangi bir vergi yükümlülüğü ve sorumluluğu bulunmayan ülkeler tercih edilmektedir.

Bazı ülkelerde konut edinimini kolaylaştırmak ve konut finansman sistemini geliştirmek amacıyla devlet politikası olarak benimsenmiş olan kredi faiz ve/veya anaparasının gelir vergisinden indirilmesi şeklindeki sübvansiyon, Kanun tasarısında da yer almaktaydı. Tasarıda tüketicilerin konut alımı için kullandıkları kredilerin en fazla 100.000 YTL tutarına kadar bölümünün faizlerinin gelir vergisinden indirilebilmesi imkanı bulunmaktaydı. Ancak tasarının kanunlaşması aşamasında bu imkan kaldırılmıştır. Hâlihazırda ülkemizde konut alımını teşvik eden herhangi bir sübvansiyon bulunmamaktadır.

Vergi ile ilgili Kanunda düzenlenmiş ve açıklığa kavuşturulmuş konular aşağıda verilmektedir.

Vergi kanunlarımızda herhangi bir özel amaçlı yapı tanımlanmamıştır. Bir özel amaçlı yapı olarak oluşturulan konut finansmanı fonu ilk defa olarak Kanun ile vergi mevzuatımıza girmiş bulunmaktadır. Özel amaçlı yapılar genellikle vergisiz (tax transparent) yapıda oluşturulmakta ve vergi yükümlülükleri doğrudan ihraç edilen menkul kıymet aracılığıyla yatırımcıya aktarılmaktadır. Yapılan düzenlemede konut finansman fonu gelir ve kurumlar vergisi yönünden vergiye tabi tutulmamış, ancak ihraç edilecek ipoteye dayalı menkul kıymetlerin faiz gelirleri ile alım satım kazancı arasında oluşan fark üzerinden % 10 oranında stopaj öngörülmüştür.

Benzer şekilde ipotek teminatlı menkul kıymetlerden elde edilecek faiz gelirleri ile bu araçların alım satım farkından elde edilecek kazanç da % 10 stopaja tabidir.

Diğer taraftan hisse senetleri dahil kamu ve özel sektör borçlanma araçlarının alım satımı arasındaki farktan yapılan gelir vergisi stopajı dar mükelleflerin üzerinden kaldırıldığından, ülkemizde ihraç edilecek İDMK veya İTMK ihraçlarında yabancı yatırımcıların vergi yükümlülüğü bulunmayacaktır.

Kanun, Harçlar Kanununda yaptığı değişiklik ile konut finansmanı kuruluşları ve ipotek finansmanı kuruluşları tarafından konut finansmanı kapsamında tesis olunacak ipotek işlemlerini harçlardan; Gider Vergileri Kanununda yaptığı değişiklikle de ipotek finansmanı kuruluşlarının, konut finansmanı kuruluşlarının ve konut finansmanı fonlarının, konut finansmanı kapsamında yaptıkları tüm işlemler dolayısıyla lehe alınan paralardan alınan Banka ve Sigorta Muameleleri vergisinden müstesna tutmuştur. Bu şekilde konut finansman sistemindeki işlem maliyetleri önemli ölçüde azaltılmıştır.

3.2. EKONOMİK VE FİNANSAL ALTYAPI

Yukarıda ülkemiz konut finansman sisteminin hukuki ve kurumsal altyapısının incelendiği bölümde, yapılan düzenlemelerin büyük ölçüde gerek birinci ipotek piyasası gerek ipotek teminatlı ve ipoteye dayalı menkul kıymetlerin çıkarılacağı ikinci piyasa açısından yeterli olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Sistemin gelişmesi ile çıkabilecek problemlerin yeni düzenlemeler ile çözümü mümkün bulunmaktadır. Nihayetinde günümüze kadar gözden geçirilip ele alınmamış olan konut finansmanı, kamuoyunun gündemine gelerek tartışılmış Kanun ile bir sisteme kavuşmuştur. Ancak sistemin tüm

unsurlarıyla çalışmaya başlaması için gereken şartların, ülke ekonomisi ve bankacılık kesimi ile sermaye piyasasının mevcut yapısı ve ihtiyaçları ile doğrudan ilişkisi bulunmaktadır. Aşağıda bu şartlar değerlendirilmektedir.

3.2.1. Enflasyon ve Faiz Oranları

Türkiye’de yıllık konut ihtiyacı hızlı nüfus artışı, genç nüfusun yüksekliği, hızlı şehirleşme ve iç göçler nedeniyle her yıl artış göstermektedir. Konut ihtiyacının 2006 yılı için 600.000 civarında olduğu belirtilmektedir (Gürlel, 2006). Ancak kaç kişinin konut ihtiyacı olduğundan çok, kaç kişinin konut edinme imkânlarına sahip olduğu daha önemlidir. Hane halkı gelirleri ile bu gelirlerden yapılacak tasarrufların boyutu konut edinimi için bir ölçü oluşturmaktadır. Hane halkı gelirleri ise ülkenin milli gelirine bağlı olduğu gibi gelir dağılımının da bir fonksiyonudur. Dolayısıyla kişi başına gelirin artışı ve gelir dağılımının düzelmesi ile birlikte hane halkının yapacağı tasarrufları artırması sonucunda konut kredilerinin artması beklenmelidir. Ancak belirli kişi başına gelir ve gelir dağılımı içinde de kişilerin konut edinimini etkileyen faktörler bulunmaktadır. Bunlardan birincisi faiz oranlarının seviyesidir. Göreli olarak düşük faiz oranı konut kredilerinde geri ödeme tutarlarının tüketiciler için katlanılabilir olmasını sağlamaktadır. İkincisi ise tüketicilerin katlanılabilir geri ödeme yapmasını temin eden uzun vadeli konut kredileridir. Üçüncüsü ise konut fiyatlarının seviyesidir. Yeterli bir konut arzı ve bu arzı destekleyen ekonomik ortam konut fiyatlarına yansıtacağından, belirli kişi başına gelir ve gelir dağılımı seviyesinde konut edinimi kolaylaşmaktadır.

Ülkemiz ekonomisinin en belirgin özelliği uzun yıllar süren yüksek enflasyon olmuştur. Bu yüksek enflasyonist ortamda ve eşlik eden yüksek faiz seviyelerinde ipotek kredisi gibi uzun vadeli yükümlülük gerektiren finansal işlemler ve araçlar cazibesini yitirdiğinden ülkemizde kurumsal bir konut finansman sistemi kurulamamıştır.

Aşağıdaki tabloda 1997 – 2007 yılları arasında ülkemizdeki enflasyon oranları verilmektedir⁹.

⁹ Hazine Müsteşarlığı. Haziran 2008.

<http://www.hazine.gov.tr/irj/portal/anonymous?NavigationTarget=navurl://ca8a5b252efea63752b1cb4e1cc81997&InitialNodeFirstLevel=true>

Tablo 6. Tüketici Fiyat Endeksi

Yıl	Oran (%)
1997	99,09
1998	69,73
1999	68,79
2000	39,03
2001	68,53
2002	29,75
2003	18,36
2004	9,32
2005	7,72
2006	9,65
2007	8,39

Tablodan görüleceği üzere, enflasyon oranları 2003 yılına kadar yüksek oranlarda seyretmiş, bu yıldan itibaren dramatik düşüşler yaşanmış ve nihayet 2004 yılından itibaren tek haneli rakamlara ulaşılmıştır.

İpotek kredilerinin hacmi de enflasyon oranlarındaki düşüşe bağlı olarak 2004 yılından itibaren artış trendindedir.

Aşağıda 2001- 2007 yılları arasında kullanılan ipotek kredisi hacimleri ve konut kredilerinin gayrisafi milli hâsılaya (GSMH) oranları verilmektedir¹⁰.

¹⁰ TBB ve Hazine Müsteşarlığı. Haziran 2008.

<http://www.hazine.gov.tr/irj/portal/anonymous?NavigationTarget=navurl://ca8a5b252efea63752b1cb4e1cc81997&InitialNodeFirstLevel=true>

Tablo 7. Yıllar İtibariyle Konut Kredileri ve GSMH

Yıl	Konut Kredileri (Milyar YTL)	GSMH (Milyar YTL)	Konut Kredileri/GSMH (%)
2001	1,31	240,22	0,55
2002	1,35	350,47	0,39
2003	1,58	454,78	0,35
2004	3,52	559,03	0,63
2005	12,3	648,93	1,90
2006	22,1	758,39	2,91
2007	30,7	856,38	3,58

Ülkelerin konut finansman sistemlerinin gelişmişlik ölçüsünün en önemli göstergelerinden bir konut kredisi/ GSMH oranıdır. Ülkemizde bu oran 2004 yılına kadar çok düşük kalmış; 2004 yılından itibaren enflasyon oranlarının düşüş trendine girmesiyle artmaya başlamıştır. Öyleki konut kredilerinin 2003- 2006 yılları arasındaki artış oranı GSMH 'nin artış hızından büyüktür.

Ancak bu oranın diğer ülkelerle mukayesesi gerekmektedir. Aşağıda AB ülkelerinde konut kredileri/ GSMH oranları verilmektedir¹¹.

¹¹ EMF. Mayıs 2008. <http://www.hypo.org/Content/Default.asp?PageID=202>

Tablo 8. AB Ülkelerinde Konut Kredileri/ GSMH Oranları

Ülkeler	İpotek Kredileri Hacmi (Milyon Euro)	İpotek Kredileri/GSMH
Romanya	2,276	2,3
Bulgaristan	1,745	7
Polonya	22,514	8,3
Macaristan	10,215	11,4
İtalya	276,102	18,7
Yunanistan	57,145	29,3
Fransa	577,8	32,2
Belçika	114,105	36,3
Almanya	1,183,834	51,3
İspanya	571,746	58,6
Portekiz	91,895	59,2
İngiltere	1,583,372	83,1
Hollanda	525,874	98,4
Danimarka	221,97	100,8
AB27	5,713,615	49

AB ülkeleri ile karşılaştırıldığında ülkemizde konut finansman sisteminin gelişmemiş olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Ancak, konut ediniminin finansal sistemden sağlanmasının tüketici alışkanlıkları ile ilgisi de bulunmaktadır. Aşağıda Devlet İstatistik Enstitüsü tarafından 1999 yılında yapılan ve hane halklarının konut edinme yöntemleri ile ilgili araştırmasının sonuçları verilmektedir (Gürlesel, 2006).

Tablo 9. Konut Edinme Yöntemleri

Yöntem	% Pay
Birikim	61.9
Daha Önceki Evin Satılması	8.0
Diğer Taşınmazların Satılması	4.5
Ailenin Katkısı	10.3
Akraba/Yakınların Katkısı	13.6
Yurtdışından Birikim	1.1
Diğer	0.6

Konut edinme yöntemleri arasında % 61,9 ile en yüksek payı tasarruflar almaktadır. Bu oranın yüksek olmasında, uzun yıllar süren yüksek enflasyondan dolayı

tüketicilerin ipotek kredisi yoluyla uzun vadeli yükümlülük altına girmeyi istememeleri kadar, finansal kurumların tüketicilerin ihtiyaçları doğrultusunda yeterli ipotek kredisi ürünü sunmamaların da etkili olduğu sonucuna varılabilir. Böylece, hane halkı konut sahibi olabilmek için yıllar boyunca beklemekte, ayrıca konut fiyatlarının değişimi riskine katlanmakta; konut edinimi için yaptığı tasarrufların yatırıldığı araçların etkinliğinin sonuçları saklı kalmak kaydıyla, konut kredileri yoluyla kaynak aktarılmadığından finansal sistemin gelişmesi de olumsuz yönde etkilenmektedir.

Ancak ekonomik istikrarın devam edeceği varsayımı altında tüketicilerin alışkanlıklarının değişeceği ve konut alımında finansal sistemin etkin rol oynayacağı da beklenmelidir. Nitekim aşağıdaki tabloda verilen Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Derneği (GYODER) tarafından 2006 yılında yapılan bir çalışmanın tahminlerine göre 2015 yılında konut kredilerinin tutarı 118,5 milyon YTL'ye ulaşacaktır (Gürlesel, 2006).

Tablo 10. Konut Kredisi Öngörülleri (2005 – 2015)

	BÜYÜME	GSMH (MİLYAR YTL)	SENARYO A		SENARYO B	
			KONUT KREDİSİ/ GSMH	KONUT KREDİSİ (MİLYAR YTL)	KONUT KREDİSİ/ GSMH	KONUT KREDİSİ (MİLYAR YTL)
2005	5.0	485.0	2.5	12.0	2.5	12.0
2006	5.0	509.3	4.0	20.4	4.0	20.4
2007	5.0	534.5	6.0	32.0	6.0	32.0
2008	5.0	561.2	8.0	44.9	8.0	44.9
2009	5.0	589.3	9.0	53.0	10.0	58.9
2010	5.0	618.7	10.0	61.9	12.0	74.2
2011	5.0	650.0	11.0	71.5	14.0	91.0
2012	5.0	682.5	12.0	81.9	16.0	109.2
2013	5.0	716.6	13.0	93.2	18.0	128.9
2014	5.0	752.5	14.0	105.4	19.0	142.9
2015	5.0	790.0	15.0	118.5	20.0	158.0

Çalışmada enflasyon oranlarının yıllık % 4–5 ve ipotek kredisi faiz oranlarının yıllık % 6–7 olacağı ve bu oranlara 2007- 2008 yıllarında ulaşılacağı öngörülmüştür. Çalışmada konut kredilerinin gelişimi GSMH'ya oranları itibari ile tahmin edilmektedir. GSMH'da büyüme % 5 olarak alınmış ve fiyat artışları (GSMH deflatörü) dikkate alınmamıştır. Buna göre GSMH'da 2005 yılı fiyatları ile 2015 yılına kadar olan gelişmeler öngörülmektedir.

Konut kredilerinin gelişimi için ise iki senaryo kullanılmaktadır. Bunlardan ilki olan A senaryosunda konut kredisi hacminin GSMH'ya oranının 2015 yılında % 15'e çıkacağı varsayılmaktadır. B senaryosunda ise bu varsayım yüzde 20'dir. Konut finansman sisteminin başlayacağı ilk yıllarda büyüme oranı her iki senaryoda da daha hızlı öngörülmüştür. A senaryosunda izleyen yıllarda konut kredilerinin büyüme hızı yavaşlamaktadır. B senaryosunda ise büyüme hızının 6 – 8 yıl daha devam edeceği öngörülmektedir.

Çalışmada yeralan enflasyon oranlarının % 4–5 civarında olacağı temel varsayımı tartışmaya açıktır. Nitekim 2007 yılında enflasyon oranı TÜİK verilerine göre % 8.39 olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca faiz oranları için yapılan varsayım da henüz gerçekleşmemiştir. Dolayısıyla daha ihtiyatlı varsayımların kullanıldığı A senaryosunun öngörülerinde bile önemli sapmalar görülebilecektir.

Diğer taraftan ekonomik istikrarın sürekli olması da konut kredilerine olan talebin artışında önemli bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır. Enflasyon oranlarındaki düşüşün belirli bir dönemde olması ve takip eden dönemlerde yükseliş yönünde belirsizlik eğilimleri kredi talebini düşürebilmektedir. Nitekim yukarıda verilen çalışma öngörülerinden daha fazla, ekonomik istikrar ile faiz ve enflasyon oranlarının konut finansman sisteminin gelişimini ne ölçüde etkileyebileceğini göstermesi açısından dikkat çekicidir.

Enflasyon oranının düşüşünü faiz oranlarındaki düşüş aynı oranda takip etmeyebilmektedir. Kamunun yüksek oranda borç ihtiyacında bulunması, genel olarak risksiz kamu borçlanma araçlarının enflasyonun çok üzerinde faiz getirisi vermesine yol açabilmektedir. Risksiz kabul edilen kamu borçlanma araçlarının reel faizinin yüksek olması, bu araçların likiditesinin yüksekliği de dikkate alındığında kreditorlerin benzer vadelerde ipotek kredisi kullandırma isteklerini azaltabilecek bir olgudur. Ayrıca kamu borçlanma araçlarındaki yüksek reel faizin alternatifi, ipotek kredilerinin maliyetinin artışı olabilecektir.

Ülkemizde konut edinimi ve dolayısıyla konut kredilerinin seviyesini belirleyecek son faktör konut arzı ve istikrarlı konut fiyatlarıdır. Verili bir faiz ve gelir yapısı içinde

konut ediniminin kolaylaşması için konut arzının artışını hedefleyen ekonomik ve sosyal politikalar gerekmektedir.

3.2.2. Bankacılık Kesimi

Bankacılık kesiminin finansal yapısı ve ihtiyaçları ile bu yapıyı düzenleyen hukuki çerçeve konut finansman sistemini doğrudan etkilemektedir.

Bankaların aktif varlıklarının dağılımında sermaye yeterliliği düzenlemeleri etkili olmaktadır. Sermaye yeterliliği düzenlemeleri çerçevesinde konut kredilerinin risk ağırlığının % 50 olduğu dikkate alındığında, verilen her bir konut kredisi % 4 oranında ek özkaynak gerektirdiğinden, kredi kurumunun özkaynaklarının yetersiz olduğu durumlarda yeni konut kredisi verme imkânı azalacak ve kaynaklar risk ağırlığı düşük finansal varlıklara yatırılacaktır. Bu durum aynı zamanda, konut kredilerinin bilanço dışına çıkarılarak menkul kıymetleştirilmesini teşvik edecek bir olgudur. Ancak bankalar risk ağırlıkları konut kredilerinden daha yüksek varlıklar yerine daha çok konut kredisi vermek suretiyle bu durumu bertaraf edebilirler.

BDDK verilerine göre bankacılık kesiminin 2003–2007 yılları itibariyle sermaye yeterliliği rasyoları sırasıyla % 30,9, % 28,8, %24,2, % 22 ve %18,9 olarak gerçekleşmiştir.

Sermaye yeterliliği rasyosu dikkate alındığında, yıllar itibariyle düşüş ve banka bazında farklılıklar bulunabilecek olmakla birlikte, sektörün tamamının özsermaye kısıtının bulunmadığı anlaşılmaktadır. Ancak konut kredileri birkaç büyük bankada temerküz etmiş ise, bu bankaların karşılaşılabileceği sermaye kısıtı bir taraftan konut kredisi hacmini etkileyebileceği gibi diğer taraftan da menkul kıymetleştirme yolunu açabilir.

Sermaye yeterliliği yanında konut kredileri açısından diğer önemli bir konu da bankacılık kesiminin aktiflerinin hangi yöntemlerle fonlandığıdır. Bankacılık kesiminde 2001-2007 yılları arasında mevduatın aktiflere oranı aşağıda verilmektedir¹².

¹² TBB. Mayıs 2008. <http://www.tbb.org.tr/net/donemsel/>

Tablo 11. Bankacılık Kesimi Mevduat/ Aktif Oranları

Toplam Mevduat / Toplam Aktifler						
2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
68,93	66,95	64,39	64,41	63,88	64,52	63,6

Tablo verilerine göre bankacılık sisteminin kaynak yapısında mevduatların önemli bir ağırlığı bulunmakta ve bu ağırlık yıllar itibariyle büyük bir değişim göstermemektedir. Değişim daha çok banka aktiflerinin dağılımında görülmektedir. Aşağıdaki tabloda da bankacılık kesiminin kredilerinin aktiflerine oranı verilmektedir¹³.

Tablo 12. Bankacılık Kesimi Kredi/ Aktif Oranları

Toplam Krediler / Toplam Aktifler						
2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
21,92	26,51	28,02	33,69	38,56	45	50

Tabloya göre banka aktiflerinde kredilerin payı 2001 yılından itibaren anlamlı ölçüde artış göstermektedir. Nitekim konut kredileri de bu artıştan önemli ölçüde payını almış bulunmaktadır.

Bu noktada mevduatın krediye dönüşüm oranlarının da incelenmesi gerekmektedir. Aşağıdaki tabloda bankacılık kesiminin toplam krediler/toplam mevduat oranları verilmektedir.

Tablo 13. Bankacılık Kesimi Kredi/ Mevduat Oranları

Toplam Krediler / Toplam Mevduat						
2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
31,79	39,59	43,52	52,3	60,36	69,7	78,6

Tabloya göre oran 2001 yılından sonra sürekli artış göstermektedir. Oranın artış göstermesinde aktifler içinde kredilerinin payının yükselmesi en önemli etken olmuştur.

¹³ TBB. Mayıs 2008. <http://www.tbb.org.tr/net/donemsel/>

Mevduatın krediye dönüşümündeki bu olumlu gelişime rağmen, mevduatın ortalama vadesi henüz düşük düzeydedir. Aşağıdaki tabloda 2007 yılı sonu itibariyle toplam mevduatın vade yapısı verilmektedir.

Tablo 14. Bankacılık Kesiminde Mevduatın Vade Yapısı

	Bin YTL	%
Vadesiz	56.817.566	15,93
7 Gün İhbarlı	47.602	0,01
1 Aya Kadar	104.521.099	29,30
1-3 Ay	160.335.251	44,95
3-6 Ay	17.688.474	4,96
6 Ay - 1 Yıl	7.940.667	2,23
1 Yıl ve Üstü	9.283.404	2,60
Birikimli Mevduat	78.545	0,02
Toplam	356.712.608	100,00

Tabloya göre toplam mevduatın % 45 civarında olan bölümünün vadesi 1-3 ay arasındadır. Bir aya kadar vadeli olan mevduat bu orana eklendiğinde, toplam mevduatın yaklaşık % 75'i son derece kısa vadeli.

Konuya orta ve uzun vadeli ipotek kredileri açısından baktığımızda, yaklaşık % 75'i son derece kısa vadeli mevduatla fonlanan bir yapının geleceğinin tartışmalı olacağı açıktır. Ancak bu tartışma mevduat sahiplerinin vade tercihlerinin uzamasıyla başka bir boyut kazanabilecektir. Diğer taraftan vadeleri dolduğunda mevduat sahiplerinin vadeleri yenileme ile ilgili alışkanlıkları, bir başka deyişle mevduatın döngüsü istikrarlı olduğu takdirde kredilerle mevduat arasında vade uyumsuzluğu sorunu dikkat çekici olmayacaktır. Ancak bu durum bankaları sürekli bir likidite riskine maruz bırakacaktır.

Mevduatların vade yapısının daha uzadığı durumda bile, ipotek kredilerindeki artış, GYODER'in yukarıdaki çalışmasında öngörülere yakın seyrettiği durumda, bankacılık kesiminin alternatif kaynaklara ihtiyaç duyacağı açıktır. Bu yeni kaynakların da menkul kıymetleştirme yoluyla ihraç edilecek ipoteye dayalı menkul kıymetler ve/veya ipotek teminatlı menkul kıymetler olması beklenmelidir. Bir başka deyişle kredi verenler açısından bakıldığında, enflasyon ve faiz oranlarındaki düşüşe bağlı olarak ipotek kredisi

hacminin yaratacağı kaynak ihtiyacının mevduat dışı alanlardan temin edilmesi düşünülecektir. Şu halde İTMK ve İDMK ihraçları için birinci şart, bankaların ipotek kredisi hacimlerinin artmasıdır.

Ayrıca mevcut şartlarda bile kaynak yapısını çeşitlendirmek isteyen bankaların İTMK veya İDMK ihracında bulunabilecekleri not edilmelidir.

3.2.3. Sermaye Piyasası ve Yatırımcılar

Menkul kıymetleştirme sermaye piyasalarına bağımlılık gösteren bir finansal faaliyettir. Menkul kıymetleştirme sonucunda ihraç edilecek İDMK ve İTMK için gerek hukuki gerekse kurum düzeyinde sermaye piyasalarının varlığı ve gelişmişliği gerekmektedir.

Ülkemiz sermaye piyasalarında gelişmiş ülkelerdeki benzerlerine göre hemen tüm kurumlar ve araçlar düzenlenmiş bulunmaktadır. Düzenlemeler büyük ölçüde uluslar arası ölçütlere yakındır ve ikinci piyasaları, menkul kıymet ve türev piyasaları, aracılık hizmetleri, takas ve saklama kurumları uluslar arası standartlarda faaliyet göstermektedir. Kurumsal yatırımcılar açısından da gerekli altyapı tamamdır ve yatırım fonları yanında 2003 yılından bu yana faaliyet gösteren bireysel emeklilik sistemi emeklilik yatırım fonlarıyla sistemin içinde yer almaktadır.

Sermaye piyasamızın başlangıcından itibaren hakim karakteri kamu kesiminin ağırlığı olmuştur. Yüksek enflasyon oranlarına eşlik eden kamu kesiminin yüksek borçlanma ihtiyacı ve kamunun ihraç ettiği menkul kıymetlere yüksek faiz vaat etmesinden dolayı özel kesim finansal araçları yeterli gelişim gösterememiştir.

Aşağıdaki tabloda 1997–2007 yılları arasındaki menkul kıymet stokları verilmektedir¹⁴.

¹⁴ Sermaye Piyasası Kurulu. Haziran 2008. www.spk.gov.tr

Tablo 15. Menkul Kıymet Stokları (2003 yılı sabit fiyatları ile (2003=100) ve 1997-2004 milyar TL, 2005-2007 milyon YTL)

YIL	ÖZEL SEKTÖR MENKUL KIYMETLERİ	KAMU KESİMİ MENKUL KIYMETLERİ	TOPLAM	ÖZEL SEKTÖR MENKUL KIYMETLERİNİN ORANI
1997	118.229,44	773.546,68	891.776,12	13,26
1998	156.264,78	970.151,88	1.126.416,67	13,87
1999	191.752,24	1.177.059,11	1.368.811,35	14,01
2000	261.537,69	1.401.455,22	1.662.992,91	15,73
2001	212.393,64	2.482.581,93	2.694.975,57	7,88
2002	203.383,60	2.329.729,67	2.533.113,28	8,03
2003	243.944,04	2.655.126,18	2.899.070,22	8,41
2004	21.142.425	189.723.550,36	210.865.975,91	10,03
2005	26.107,28	201.211,66	227.318,93	11,48
2006	30.088,34	184.940,68	215.029,02	13,99
2007	36.124,54	176.599,57	212.724,11	16,98

Tabloya göre, özel kesim menkul kıymet stoklarının payı 1997-2000 yılları arasında % 13-15 arasında seyretmiş; 2000 ve 2001 yıllarındaki ekonomik krizi takiben % 8 civarına düşmüş ve 2003 yılından itibaren ekonomik istikrarın sağlanmasıyla son olarak 2007 yılında % 17 civarına yükselmiştir.

SPK verilerine göre özel sektör menkul kıymet stoklarının içinde de tahvil, finansman bonusu, varlığa dayalı menkul kıymet gibi özel sektör borçlanma araçları ihmal edilecek hacimdedir ve 1998-2006 yılları arasında yeni ihraç yapılmamıştır. Özel sektör borçlanma araçları belirtilen dönemde vade, getiri ve likidite yönünden kamu kesimi borçlanma araçlarıyla rekabet edebilecek durumda değildir.

Hazine Müsteşarlığı verilerine göre Aralık 2004-Aralık 2007 dönemleri arasında, kamu kesimi araçlarının stoklarının ortalama vadesi sırasıyla 17,3, 27,4, 27,5 ve 33,3 ay olmuştur. Ekonomik istikrarın artışıyla birlikte kamu kesimi borçlanma araçlarının ortalama vadesi artmaktadır. Bununla birlikte kamunun vadeyi daha uzatamadığı bir finansal sistemde orta ve uzun vadeli İTMK ve İDMK ihracının başarılması güç görünmektedir. Finansal sistemin bu yapısı içinde, muhtemel İDMK veya İTMK ihraçlarının kamu kesimi borçlanma araçlarının mevcut vadelerine yakın ipotek kredilerine dayandırılması veya teminatlandırılması beklenmelidir. Daha uzun vadeye yayılan ihraçların kamu kesimi araçlarıyla rekabet şansı düşük görünmektedir. Ayrıca, 5 yıldan

daha uzun vadeli çıkarılacak İTMK veya İDMK için karşılaştırma ölçütü (benchmark) olabilecek getiri eğrisi de (yield curve) bulunmamaktadır.

Kamu borçlanma araçlarının likiditesi, mevcut stokunun büyüklüğü ve bu stoku taşıyan banka ve kurumsal yatırımcıların aktif alım satımları nedeniyle son derece yüksektir. SPK verilerine göre 2004–2007 yılları arasında bu araçların alım satımı için etkin bir ortam sunan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) tahvil ve bono piyasası işlem hacmi sırasıyla 755,2, 638,7 ve 603,9 milyar YTL'dir. Bu hacimler hisse senedi işlem hacminin aynı dönemler için yaklaşık iki misline karşılık gelmektedir. Dolayısıyla İTMK veya İDMK ihracının likiditesinin sağlanması yönünden de kamu kesimi araçları avantajlı konumdadır. Büyük tutarlı (jumbo) İTMK'ların Avrupa'da yapılan ihraçlarında, bu çalışmanın üçüncü bölümünde bahsedildiği üzere, en az üç piyasa yapıcının sürekli alım satım kotasyonu vermek suretiyle likiditesi artırılmaktadır. Ülkemizde yapılacak muhtemel bir İDMK ihracının da benzeri şekilde piyasa yapıcılarının bulunması likidite problemini azaltabilecektir. Ayrıca birbirini takip eden ihraçlar ile stok miktarının artması, özellikle kurumsal yatırımcıların bu araçlara talep göstermesi de gerekmektedir.

İhraç edilecek İDMK ve İTMK'ların getiri yönünden de kamu kesimi borçlanma araçlarıyla rekabet edebilmesi gerekir. Hazine Müsteşarlığı verilerine göre¹⁵ 2002–2007 yılları arasında iskontolu ihraç edilen kamu borçlanma araçlarının yıllık bileşik ağırlıklı ortalama faiz oranları sırasıyla ve yüzde olarak 62,7, 46, 24,7, 16,3, 18,1 ve 18,4 olmuştur. Aynı dönemin enflasyon oranları ile birlikte değerlendirildiğinde, kamu borçlanma araçlarının reel faizlerinin yüksek olduğu görülmektedir. Ülkelerin kendi sınırları içinde yapılacak İTMK ve İDMK ihraçlarında derece notu diğer borçlanma araçlarına göre daha yüksek ama kamu borçlanma araçlarına göre düşük olduğundan, Türkiye'de yapılacak İTMK veya İDMK ihraçlarının maliyeti kamunun risksiz faiz oranından daha yüksek olacaktır. Bununla birlikte bu maliyet alternatif kaynaklara göre düşük olmaktadır.

İTMK ve İDMK'ların sınır ötesi yapılan ihraçlarında ise kurulan yapıya ve dayanak veya teminat gösterilen ipotek kredilerinin kalitesine bağlı olarak, bu araçları ihraç eden finansal kurumun mukim ülkesinin notuna yakın derecelendirme notu alınabilmekte ve görece olarak borçlanma maliyeti düşülebilmektedir.

¹⁵ Hazine Müsteşarlığı. Haziran 2008. www.hazine.gov.tr

İTMK ve İDMK ihraçlarının başarısı sermaye piyasasındaki yatırımcıların yapısı ve özelliklerine de bağlı bulunmaktadır.

Bankalar İTMK ve İDMK'ların kurumsal yatırımcılar yanında en büyük yatırımcıdır. Bankalar İDMK için ipotek kredilerini aktiflerinden çıkartarak hem daha likit varlıklara sahip olmakta hem de ipotek kredilerinin sermaye yeterliliğine getirdiği ek yükten kurtulmuş olmaktadır. Bu durumda bankanın elde ettiği hasılatı kullanabileceği birkaç alternatif bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, yeni oluşturduğu nakit kaynaklarla konut kredisi hacmini genişletmek, ikincisi ise İTMK, İDMK veya kamu borçlanma aracı satın almak şeklindedir. Kamu borçlanma aracı satın aldığı anda bankanın sermaye yeterliliği rasyosu ipotek kredilerini aktifinde tuttuğu duruma göre daha yüksek; İDMK veya İTMK satın aldığı anda ise sermaye yeterliliği rasyosu düşük olacaktır. Bu durumda bankalar İDMK veya İTMK yatırımcısı olarak kamu borçlanma araçlarından daha yüksek bir getiri bekleyecektir.

İTMK veya İDMK ların diğer muhtemel kurumsal yatırımcıları, yatırım fonları ve emeklilik yatırım fonlarıdır. Ülkemizde yatırım fonlarının portföy değerleri 2001 yılından itibaren önemli ölçüde büyümüştür. Aşağıda 1997–2007 yılları arasında yatırım fonlarının portföy büyüklükleri ile portföyün yatırım araçları arasındaki dağılımı verilmektedir¹⁶.

Tablo 16. Yatırım Fonu Portföylerinin Dağılımı

Yıl	Toplam Portföy Değeri (Bin YTL)	Hisse Senetleri (%)	Kamu Borçlanma Araçları (%)	Ters Repo (%)	Yabancı Menkul Kıymetler (%)
1997	190.126	15,12	23,84	56,39	2,95
1998	347.064	8,45	35,07	56,08	0,29
1999	1.219.444	13,55	26,01	60,07	0,16
2000	1.937.611	12,40	12,72	74,63	0,18
2001	4.755.782	7,43	32,94	59,47	0,11
2002	9.346.672	2,56	49,28	48,04	0,10
2003	19.858.160	2,43	66,98	30,50	0,09
2004	24.443.774	2,22	67,17	27,77	0,02
2005	29.374.122	2,52	70,27	26,03	0,03
2006	22.011.576	2,70	38,27	57,53	0,09
2007	26.381.161	2,53	37,90	56,29	0,05

¹⁶ Sermaye Piyasası Kurulu.Haziran 2008. www.spk.gov.tr

Tablo verilerine göre yatırım fonları 2001 yılından itibaren önemli ölçüde büyümekle birlikte, portföy yapıları neredeyse tamamen kamu menkul kıymetlerinden oluşmaktadır. Yatırım araçları içinde görülen ters repolar yatırım fonlarının kamu menkul kıymetleri üzerinde İMKB repo/ters repo pazarında yaptıkları işlemleri ifade etmektedir. Yatırım fonları İMKB repo/ters repo pazarının en büyük müşterileridir. 2007 yılı sonu itibariyle kamu menkul kıymetleri ve bunların ters repoları yatırım fonu portföylerinin % 94 'üne tekabül etmektedir.

SPK verilerine göre, 2007 yılı sonu itibariyle yatırım fonlarının toplam portföylerinin % 78'i likit fonlara ait ve likit fonların portföylerinin ortalama vadesi de 20.77 gündür. Likit fonların 2.591.519 adet olan yatırımcı sayısı da toplam yatırım fonu yatırımcılarının % 86' sına karşılık gelmektedir. Tüm yatırım fonlarının ortalama vadesi de 84,5 gündür.

Yatırım fonları tüm dünyada en büyük kurumsal yatırımcılar arasında sayılmaktadır. Kurumsal yatırımcıların diğerleri yanında en önemli özelliklerinden biri de portföylerindeki varlıklarının uzun vadeli olmasıdır. Yukarıdaki sonuçlara bakıldığında ülkemizde yatırım fonlarının vade tercihlerinin son derece kısa olduğu görülmektedir. Likit fonların müşteri sayılarına bakıldığında bu tercihin büyük ölçüde yatırım fonu müşterilerinin vade tercihlerine bağlı olduğu anlaşılmaktadır. Son yıllarda yaşanan ekonomik istikrara rağmen kurumsal yatırımcıların vade tercihlerinin uzamaması dikkat çekicidir.

İDMK ve İTMK ihraçlarının potansiyel müşterisi olabilecek yatırım fonlarının, mevcut durumdaki bu yapısal özellikleri ile İDMK veya İTMK'lara yeterli talep gösterebilmeleri için bazı şartlar gerekecektir. Bu şartlardan birincisi, İTMK veya İDMK'ların kamu menkul kıymetlerine göre daha iyi getiri vaat etmeleridir. Aynı önemde ikinci şart ise İTMK ve İDMK'ların ikinci piyasada yüksek likidite sağlamalarıdır. Ayrıca bu menkul kıymetlerin, altyapısı gayet iyi işleyen İMKB repo ve ters repo pazarında aktif olarak işlem görmesi gerekmektedir.

Diğer önemli bir kurumsal yatırımcı da ülkemizde 2003 yılından bu yana faaliyet gösteren emeklilik yatırım fonlarıdır. Aşağıdaki tabloda 2003-2007 yılları arasında emeklilik yatırım fonlarının bilgileri yer almaktadır¹⁷.

Tablo 17. Emeklilik Yatırım Fonları Portföylerinin Dağılımı

Yıl	Toplam Portföy Değeri (Bin YTL)	Hisse Senetleri (%)	Kamu Borçlanma Araçları (%)	Ters Repo (%)	Yabancı Menkul Kıymetler (%)
2003	42.779,00	11,18	69,46	13,76	4,20
2004	296.124,83	13,32	72,44	9,07	1,84
2005	1.219.049,10	11,12	80,41	5,35	0,76
2006	2.821.384,52	8,59	73,03	14,43	0,69
2007	4.558.886,00	11,60	68,87	13,66	0,51

Bireysel emeklilik sistemleri tüm dünyada uzun vadeli bir yapı öngörmektedir. Vergi mevzuatı emeklilik sistemine aktarılan yatırımların uzun vadeli olmasını teşvik eder mahiyettedir. Nitekim ülkemizde de vergi mevzuatı, sisteme en az 10 yıl düzenli para yatırılmasına ve 56 yaşına kadar sistemde kalınmasına en büyük teşviği vermektedir. Dolayısıyla bireysel emeklilik sistemleri katılımcılarının vade tercihlerinden bağımsız bir şekilde portföy yönetimi ilkeleri belirleme konusunda yeterli esnekliğe sahip bulunmaktadır.

Tablo verilerine bakıldığında kuruluşundan günümüze kadar sistemin hızla büyüdüğü görülmektedir. SPK verilerine göre sistemde bulunan katılımcı sayısı 2007 yılı sonu itibariyle bir önceki yıla göre % 64 artış göstererek 4.384.501 adete ulaşmıştır. Aynı şekilde emeklilik yatırım fonları portföy değerleri de 2007 yılı sonu itibariyle bir önceki yıla göre % 62 oranında büyüyerek 4.558.886 YTL'ye ulaşmıştır. Bununla birlikte 2007 sonu itibariyle portföylerinin ters repolar dâhil % 81'i kamu menkul kıymetlerinden oluşmaktadır. SPK verilerine göre, emeklilik yatırım fonlarının 2007 yılı sonu itibariyle portföylerinin ortalama vadesi 532 gündür. Yatırım fonlarının 84,5 gün olan ortalama vadeleri ile mukayese edildiğinde, emeklilik yatırım fonlarının vade tercihlerinin bir hayli uzun olduğu görülmektedir. Bu yapılarını gelişme potansiyelleri ile birlikte değerlendirdiğimizde, emeklilik yatırım fonlarının İTMK veya İDMK ihraçlarının en önemli yatırımcısı olmaya aday olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

¹⁷ Sermaye Piyasası Kurulu, Haziran 2008. www.spk.gov.tr

Diğer taraftan muhtemel İDMK ve İTMK ihraçlarının yerli bireysel yatırımcı açısından da değerlendirilmesi gerekir. Aşağıdaki tabloda Türkiye Sermaye Piyasası aracı Kuruluşları Birliğinin verilerine göre 2007 yılı sonu itibariyle yurtiçi yerleşiklerin yatırım tercihleri verilmektedir¹⁸.

Tablo 18. Yurtiçi Yerleşiklerin Yatırım Tercihleri

Yatırım Aracı Türü	Tutar (Milyon YTL)	Oran (%)
YTL Mevduat	206.081	44,96
Döviz Tevdiat Hesapları	111.619	24,35
Kıymetli Maden Hesapları	152	0,03
Katılım Bankalarında Toplanan Fonlar	14.626	3,19
Kamu Borçlanma Araçları	56.852	12,40
Eurobond	4.309	0,94
Yatırım Fonları	26.381	5,76
Repo	2.733	0,60
Emeklilik Yatırım Fonları	4.558	0,99
Hisse Senedi	31.070	6,78
Toplam	458.381	100

Tabloya göre, YTL ve yabancı para mevduat % 70 pay ile yurtiçi yerleşiklerin yatırım tercihlerinde birinci sırayı almaktadır. Mevduatları % 12,4 pay ile kamu borçlanma araçları izlemektedir. Bu yapı, “Bankacılık Kesimi” başlıklı bölümde değerlendirildiği gibi, YTL mevduatın vade yapısı ile yabancı para mevduatın yarattığı döviz kuru dikkate alınmazsa, konut kredilerinin fonlanmasında mevduat yönünden bir sorun olmadığını ortaya koymaktadır. Diğer taraftan mevduat ve kamu kesimi araçlarına yönelmiş bireysel yatırımcı eğilimlerinin İTMK ve İDMK dahil herhangi bir özel sektör sermaye piyasası aracının gelişimini olumsuz yönde etkileyebileceğinin dikkate alınması gerekmektedir.

İDMK veya İTMK ihraçlarına olabilecek talebin yabancı yatırımcılar açısından da incelenmesi gerekir. Bir süredir yabancı yatırımcıların ülkemizdeki yatırımlarının oranı yüksek seviyelerdedir. Hisse senetleri açısından bakıldığında İMKB’de işlem gören hisse senetlerinin yaklaşık % 70 ‘i yabancı yatırımcıların elinde bulunmaktadır. Kamu kesimi menkul kıymetlerinin de yaklaşık % 14’ü yabancı yatırımcılara ait bulunmaktadır. Sermaye piyasasında gerek hisse senetlerinde gerek kamu borçlanma araçlarındaki yabancı payının sebepleri ayrıca tartışılabilir ve değerlendirilebilecek genişlikte bir konudur. Bununla birlikte sabit getirili kamu menkul kıymetlerine olan talep, büyük ölçüde izlenen

¹⁸ TSPAKB. Haziran 2008. www.tspakb.org.tr

ekonomi politikalarının bir sonucu olarak, döviz kuru riskine maruz kalmadan yüksek reel faizin ülkemiz içinde YTL cinsinden elde edilebilmesine bağlı bulunmaktadır. Benzer biçimde, ülke içinde uluslar arası standartlara uygun olarak yapılandırılarak yüksek derece notu almış İTMK ve İDMK, yabancı yatırımcıların ilgisini çekebilecektir.

Yabancı yatırımcılar sadece ülke içinde değil, sınır ötesinde yapılmış ihraçlar için de incelenmelidir. Sermaye piyasasında global ölçekte yapılan işlemlerin önemi son derece artmış bulunmaktadır.

Türk bankaları henüz ipotek kredilerine dayanarak veya teminatlandırarak henüz menkul kıymet ihracı yapmamış olmakla birlikte, gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirme (future flows securitization veya diversified payment rights/DPR) yöntemini geçmiş yıllarda uygulamışlar ve sınır ötesi ihraç yapmış bulunmaktadırlar. Türk bankalarının yaptıkları DPR ihraçlarının tutarı 2006 yılında 5,7 milyar ABD Doları, 2007 yılında da 2,3 milyar ABD Doları olmuştur. Bu araçların vadeleri 10 yıldır¹⁹.

Ancak DPR'ların dayandığı gelecekteki nakit akışları döviz cinsi ihraç edilen menkul kıymetin döviz cinsiyle aynı olduğundan, ihraççı banka herhangi bir döviz kuru riskine maruz kalmamaktadır. Hâlbuki ipotek kredileri YTL üzerinden verildiğinden, sınırötesinde yapılacak ihraçların döviz kuru riski bulunacaktır. Bu durumda ipoteye dayalı menkul kıymetlerde, özel amaçlı yapının sahip olduğu YTL nakit akışlarının diğer risklerinin yanı sıra döviz kuru riskini de hesaba katmak gerekecek ve bu riskten kaçınmak için yapılacak türev sözleşmeleri ihracın maliyetini artırabilecektir.

Buna karşılık ipotek teminatlı menkul kıymetlerin teminatı olan ipotek kredileri bankanın aktifinde kaldığından ve bu teminatlar yanında faiz ve anapara ödemeleri bankanın genel yükümlülüğü olduğundan, sınırötesinde İDMK ihracı daha muhtemel görünmektedir. Maruz kalınacak döviz kuru riski, bir yönüyle bu ihracı yapacak bankaların yabancı para nevdutlarının döviz kuru riskinden farklı değildir ve bankalar mevcut durumda bu riski nasıl yönetiyorlarsa aynı şekilde İDMK için de yönetebileceklerdir. Diğer taraftan Avrupa düzeyinde tanınan bir araç, bir anlamda “marka” olduğundan, İDMK ihracının sınır ötesinde yapılması daha kolay olabilecektir.

¹⁹ Ossa, F. Securitization Net. Haziran 2008.
<http://www.securitization.net/international/article.asp?id=219&aid=8187>

SONUÇ

İpotek kredilerinin menkul kıymetleştirilerek sermaye piyasalarına fon sağlanması önce ABD’de başlamış ve sağladığı esneklikler nedeniyle tüm dünyada hızla benimsenerek yaygınlık kazanmıştır. Ayrıca para ve sermaye piyasalarında yaşanan entegrasyon ve küreselleşme ile kurumsal yatırımcıların artan önemi ve sahip oldukları fon büyüklükleri, bu araçların talebini ve tedavülünü olumlu yönde etkilemiştir. Menkul kıymetleştirme, dünyanın herhangi bir yerindeki konut alıcısına verilen ipotek kredisinin, çok farklı bir yerdeki yatırımcı tarafından finanse edilmesi sonucunu ortaya çıkarmıştır. Ancak, bugünlerde yaşandığı üzere, bir ülkenin kredi piyasalarında çıkan herhangi bir olumsuzluk yine bu yolla diğer ülkelere bulaşıcı etki yapmaya başlamıştır.

Keza, Avrupa düzeyinde de ipotek teminatlı menkul kıymetlerin konut finansmanındaki rolü artış göstermiştir.

Son zamanlarda uluslar arası finansal sistemde yaşanan problemler ABD’deki konut piyasasına ve ipoteye dayalı menkul kıymetlere bağlanmaktadır. Bu gelişmeler sonucunda ipoteye dayalı menkul kıymetlere yatırımcı güveni azalmış ve bu araçların ihraçlarında azalmalar meydana gelmiştir. Bununla birlikte yaşanan sorunların kaynağı, menkul kıymetleştirmenin mekanizması kadar, hatta bu mekanizmadan daha çok, menkul kıymetleştirmenin dayanağı olan kalitesiz kredilerin artışıyla ilgili bulunmaktadır. Sağladığı pek çok avantaj ve uluslar arası fonların büyüklüğü dikkate alındığında, yapılabilecek ince ayarlamalarla menkul kıymetleştirme gelecekte de finansal sistemde popülaritesini kaybedeceğe benzememektedir.

Ülkemizde ipotek teminatlı menkul kıymetler ve ipoteye dayalı menkul kıymetlerle ilgili düzenlemeler 2007 yılında tamamlanmış bulunmaktadır. Ancak henüz gerek yurt içinde gerek yurt dışında yapılmış bir ihraç bulunmamaktadır.

İpotek kredileri ise 2003 yılından itibaren düşen enflasyon ve faiz oranlarına paralel olarak önemli ölçüde artmış bulunmaktadır. Ancak ülkemiz AB ülkeleri ile karşılaştırıldığında ipotek kredileri/ GSMH oranında hala en alt sıralardadır. 2006 yılı için konut ihtiyacının 600.000 civarında olduğu belirtilmekte ve genç nüfus, iç göçler ve şehirleşme nedeniyle konut ihtiyacı her yıl artmaktadır. Bununla birlikte, yılda kaç adet

konuta ihtiyacımız olduğundan çok, tüketicilerin ne kadarının konuta ulaşabildiği daha önemli bir soru olarak karşımıza çıkmaktadır.

Sorunun cevabı arandığında ve konut kredileri/ GSMH oranlarına mukayeseli olarak baktığımızda, konut finansman sisteminin henüz tam olarak fonksiyonunu görmediği ve daha gidilecek çok yolumuz olduğu sonucuna ulaşabiliriz.

Kişilerin konut kredisi talepleri, gelirlerinden ne kadarının tasarrufa ayrılabilceği ile yakından ilgilidir. Kişi başına gelir, milli gelirin büyüklüğü kadar gelir dağılımının da bir fonksiyonudur. Şu halde daha fazla konut kredisi talebi de, milli gelirin büyümesi ile kişi başına milli gelirin artışına ve gelir dağılımının düzelmesine bağlı olarak artacaktır.

Ancak her durumda, ekonomik istikrarın sürekli hale gelmesi ve enflasyon oranı yanında faiz oranlarının da tek haneli rakamlara inmesi gerekmektedir. Belirli bir kişi başına gelir seviyesinde ipotek kredisi talebi, kredi geri ödemelerinin büyüklüğüne bağlı bulunmaktadır. Katlanılabilir kredi geri ödemeleri ise, vade yanında faiz oranlarına çok duyarlı olduğundan, mevcut duruma göre daha düşük faiz oranlarının talebi hareketlendirmesi beklenmelidir.

Mevcut durumda ülkemizde ipotek kredileri mevduat ile fonlanmaktadır. Vade yapısının çok kısa olmasına rağmen, bunların vade sonlarında sürekli yenilenmesi sonucunda, mevduatla fonlamanın sorun yaratmadığı düşünülebilir. Ülkemiz özel tasarruflarının yaklaşık % 80'inin mevduatlarda değerlendirilmesi de bu sonucu desteklemektedir. Ancak ülkemizin mevcut potansiyeli dikkate alındığında, bugünkü ipotek kredisi hacmini taşıyan kısa vadeli mevduat yapısı orta ve uzun dönemde yeni fonlama arayışlarını ortaya çıkarabilecektir. Diğer taraftan belirli bir faiz seviyesinde konut kredisi talebinin artması halinde, tüketicilerin katlanabileceği tutardaki geri ödemelere vadelerin uzaması ile ulaşılacaktır. Daha uzun vadeli ipotek kredilerinin verilmesi daha uzun vadeli kaynaklara ihtiyaç gösterecektir. Bu kaynaklar ise ancak sermaye piyasasından temin edilebilmektedir.

Bu sonuçlar itibariyle ipoteye dayalı menkul kıymetler ile ipotek teminatlı menkul kıymet ihraçlarının yapılabilmesi için, bankaların ipotek kredisi hacimlerinin artması ve mevcut fonlama yapısının vadelerin uzaması ile yetersiz hale gelmesi beklenmelidir. Diğer

taraftan, sermaye yeterliliği ile ilgili bankacılık düzenlemeleri sonucunda, artan ipotek kredisi hacminin bilanço dışına çıkarılmasına ihtiyaç duyulması gerekmektedir.

Ancak, bankaların Kanununun tasarı aşamasında, İTMK ve İDMK düzenlemelerinin bir an önce hayata geçirilmesini talep ettikleri ve mevcut ipotek kredisi hacimlerinde dahi menkul kıymetleştirme yapmak istedikleri gözlenmiştir. Bankacılığın mevcut pasif yapısı ile tüm kredi faaliyetleri ve diğer yatırımlar fonlandığından, ipotek kredisi hacmine bağlı kalmaksızın yeni fonlama kanallarının İTMK ve İDMK gibi araçlarla temin edilmesi, bu isteklerinin nedenleri arasındadır.

Diğer taraftan, İDMK ve İTMK ihracı için uzun bir hazırlık dönemine ihtiyaç duyulmaktadır. Menkul kıymetleştirilmesi planlanan kredilerinin sınıflandırılması, derecelendirilmesi, gerekli dokümantasyonun sağlanması ve standartlaştırılması menkul kıymetleştirmenin ön şartıdır ve zaman alıcıdır. Ayrıca, ileride bir menkul kıymetleştirme planlanması halinde de bankaların tüm kredi verme süreçlerini gözden geçirmeleri gerekmektedir. İDMK ve İTMK ihraçlarında, dayanak veya teminat olan ipoteklerin sertifikalı değerlendirme uzmanlarınca fiyat takdirlerinin yapılması zorunluluğu bile, bu şartı taşımayan çok sayıda kredi için zaman alıcı bir faaliyettir.

Yukarıda belirtilen ekonomik ve finansal şartlar yerine geldiğinde, yapılacak İTMK ve İDMK ihraçlarına yönelik yatırımcı talebinin değerlendirilmesi gerekecektir. Halen kamu kesiminin yüksek borçlanma ihtiyacı ve kamunun olabilecek her türlü yöntem ve faizle sermaye piyasasından fonları çekmesi, İTMK ve İDMK ihraçlarının önündeki en büyük engel olarak görünmektedir. Bu durumda, İTMK veya İDMK'nın yüksek bir derecelendirme notunu alabilecek yapıyla ihraç edilmesi ve faizlerinin kamu borçlanma araçlarının verdikleriyle rekabet edebilmesi gerekecektir.

Ülkemizde uzun vadeli fonlara yatırım yapan kurumsal yatırımcı tabanının zayıflığı da yapılacak ihraçların başarısını etkileyecektir.

İhraçlardan sonra İTMK ve İDMK'ların ikinci piyasalarının oluşturulması ve yüksek bir likiditeye sahip olmaları gerekecektir.

Yüksek bir derecelendirme notuna eşlik eden ve kamunun verdiği faizle rekabet edebilen İDMK veya İTMK ihracına uluslar arası yatırımcının talep göstermesi de beklenmelidir. Yabancı yatırımcıların vergi açısından yerli yatırımcıya göre avantajlı durumu muhtemel bir talebi destekler görünmektedir.

Uluslar arası finansal piyasalarda yaşanan son gelişmeler çerçevesinde ipoteye dayalı menkul kıymetler üzerinde beliren şüpheler nedeniyle, bankalarımızın kısa dönemde bu araç yerine, ipotek teminatlı menkul kıymet ihracı yapması beklenmelidir. Avrupa'da bu aracın gelişim düzeyi ve olumsuz gelişmelerden fazla etkilenmiş görünmemesi bu düşüncüyü desteklemektedir.

İTMK ve İDMK ihraçlarının doğrudan uluslar arası piyasalarda yapılması alternatiflerden biridir. Özellikle ipoteye dayalı menkul kıymetler ihracı vergi cenneti denilen ülkelerde yapılarak, uluslar arası finansal sisteme servis edilmektedir. İpotek kredilerinin Avrupa'da herhangi bir bankaya devredilip, bu banka aracılığıyla ipotek teminatlı menkul kıymet ihracının yapılması da mümkündür. Bankalar uluslar arası piyasalarda yapılacak ihraçlarla ülkemizde yapacakları ihraçları öncelikle maliyetler açısından, daha sonra da yatırımcı talebi açısından değerlendireceklerdir. Ancak uluslar arası alanda yapılacak ihracın kur riskinin yönetimi başlıbaşına bir problem teşkil etmektedir. Ülke içinde YTL cinsi toplanan ipotek kredilerinin, yabancı bir döviz cinsinden menkul kıymetleştirilmesi halinde, döviz kuru riskinden korunmanın maliyeti dikkate alınması gereken bir konudur. Esasen ipotek teminatlı menkul kıymetlerin Avrupadaki başarısı Euro bölgesinin sağladığı avantaja bağlı bulunmaktadır.

Sonuç olarak, menkul kıymetleştirme ve ipotek teminatlı menkul kıymetler düzenlemelerimizin uluslar arası standartlarda olmasına ve Kanunla getirilen yeniliklerin kurumsal bir konut finansman sistemi yolunda eksikleri gidermesine rağmen, ekonomik ve finansal gelişmeler, genelde konut finansman sistemimizin özelde İTMK ve İDMK' lar yoluyla fon sağlama kanallarının gelişmesini etkileyecektir.

KAYNAKLAR

Abn Amro Bank N.V. 2006. **Liquid Covered Bonds**.

Alp, A. 2000. **Modern Konut Finansmanı**. Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları No:51.

Aziz, M. S. 2005. **İpotek Bankacılığı**. Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlik Etüdü.

Avesani, R.G., Pascual, A.G., Ribakoval, E. 2007. **The Use of Mortgage Covered Bonds**. IMF Working Paper. Haziran 2008.

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=961094

Avrupa Komisyonu. 2006. **Report of the Mortgage Funding Expert Group**. Şubat 2008.

http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/home-loans/mfeg/final_report-en.pdf

Ayotte, K. Ve Gaon, S. 2005. **Asset-Backed Securities: Costs and Benefits of Bankruptcy Remoteness**. Şubat 2008.

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=813847

Bank of International Settlements. 2006. **Housing Finance in the Global Financial Markets**. CGFS Working Group Report. Şubat 2008.

<http://www.bis.org>

Barbour, D. Norton, J ve Slover, T. 1997. **Asset Securitization in Emerging Market Economies: Fundamental Consideration**. Yearbook of International and Economic Law Rewiev.

Blood, R. 2001. **Mortgage Default Insurance: Credit Enhancement For Home Ownership**. Housing Finance International.

Boleat, M. 2004. **The Development of Mortgage Market in Turkey: Lessons from British Experience**. Şubat 2008.

<http://www.boleat.com/pdfs/DMMTLBE.pdf>

Boleat, M. 2005. **Housing Finance in Emerging Markets: A policy Framework**. Aralık 2007.

http://www.boleat.com/materials/housing_finance_2005.pdf

Buttler, S. 2003. **Housing Finance in Emerging Markets: Policy and Regulatory Challenges. Enforcement of Mortgage Rights in Housing Finance**. The World Bank. Şubat 2008.

<http://rru.worldbank.org/PapersLinks/housing-finance/>

Chiquer, L., Lea, M. ve Hassler, O. 2004. **Mortgage Securities in Emerging Markets**. The World Bank. Şubat 2008.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=625247

Chiquer, L., 1998. **Dual Index Mortgages: Lessons from International Practices and Condition of Development in Poland**. Housing Finance International. Wharton School. International Housing Finance Program Ders Notu

Coles, A., 2001. **Why US and EU Markets Are So Different**. European Mortgage Federation. Şubat 2008.
http://www.housingfinance.org/pdfstorage/Europe_coles_hardt.pdf

Davidson, A. 2008. **Reinventing Securitization: If It Ain't Broke, Don't Fix It. But What if It is Broken**. Haziran2008.
http://www.securitization.net/pdf/content/ADC_Securitization_13Feb08.pdf

Davidson, A., Sanders, A., Wolf, L.L. ve Ching, A. 2003. **Securitization: Structuring and Investment Analysis**. Published by John Wiley and Sons.

Doğru, H. 2007. **Menkul Kıymetleştirme ve Mortgage: Genel ve Hukuki Esaslar**. Doğru Hukuk Yayınları.

Dönmez, İ. 2005. **Konut Finansman Sistemine İlişkin Mevzuat Değişiklikleri**. İnaşaat Sanayi, Sayı: 92

Dönmez, İ. 2005. **Konut Finansmanı Kanun Taslağı**. GYODER Konut Finansmanı Konferansı. Haziran 2008.
<http://www.gyoder.org.tr>

European Covered Bond Council. 2007. **European Covered Bond Fact Book**. Haziran 2008.
<http://ecbc.hypo.org/Content/Default.asp>

European Mortgage Federation. **Annual Report 2007**. Haziran 2008.
<http://www.hypo.org/content/default.asp?PageID=217>

European Securitization Forum. 1999. **A Resource Guide**. Şubat 2008.
<http://www.europeansecuritization.com>

Fabozzi, F.J. 1995. **The Handbook of Mortgage Backed Securities**. Probus Publishing Company.

Fabozzi, F., Davis, A. H. ve Choudry, M. 2006. **Introduction to Structured Finance**. Published by John Wiley and Sons.

Fabozzi, F.J. ve Fabozzi, T.D. 1989. **Bond Markets: Analysis and Strategies**. Prentice Hall International Edition. New Jersey.

Fabozzi, F.J. ve Modigliani, F. 1992. **Capital Markets: Institutions and Instruments.** Prentice Hall. 1992

Fitch Ratings. **A Road Map to Rating Auto Loan Backed Securitization.** 2002. Şubat 2008.
<http://www.securitization.net/pdf/FitchMapAuto.pdf>

Frame W. S., Hancock D. ve Passmore W. 2007. **Federal Home Loan Bank Advances and Commercial Bank Portfolio Composition.** Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C. Mart 2008.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1004143

Galal, A. ve Razzaz, O. 2001. **Reforming Land and Real Estate Markets.** World Bank Working Paper No: 2616. Haziran 2008.
<http://www-wds.worldbank.org/>

Gill, A. 1997. **Housing Finance and the Secondary Mortgage Market in Australia,** Housing Finance International.

Gorton, G ve Souleles, N. 2005. **Special Purpose Vehicles and Securitization.** Mart 2008.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=713782

Gürlesel, C.F. 2006. **Gayrimenkul Sektörü ve İstanbul İçin Öngörüler.** Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Derneği.

Hardt, J. ve Lichtenberger, J.D. 2001. **The Economic and Financial Importance of Mortgage Bonds in Europe.** Housing Finance International. Şubat 2008.
<http://www.allbusiness.com/personal-finance/real-estate-mortgage-loans/1122744-1.html>

Hepşen, A. 2005. **Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Tükiye Uygulaması.** İstanbul Ticaret Odası. Yayın No: 2005-13.

Jobst, A. 2007. **A Primer On Structured Finance. Journal of Derivatives and Hedge Funds.** Vol. 13, No. 3, 199-213.

Karp, J. Ve Klayman, E. 2003. **Real Estate Law.** Fifth Edition. Chicago.

Kendal, L.T. ve Fishman, M. C.1996. **A Primer on Securitization.** The MIT Pres.

Kothari, V. 2006. **Securitization The Financial Instrument of the Future.** Published in 2006 by John Wiley and Sons.

Lea, M. 2000. **Overview of Housing Finance System.** International Housing Finance Sourcebook. International Union for Housing Finance. 2001.

Lumpkin, S. 1999. **Trends and Developments in Securitization**. Financial Markets Trends. OECD. No: 74.

Marja C. Hoek-Smit, C.M. ve Diamond B.D. 2003. **The Design and Implementation of Subsidies for Housing Finance**. The World Bank Seminar on Housing Finance.

Merrill, S.L., Mayo, K.S, Grabowski ve Grabowska, M.S.1999. **The Feasibility of Estimating Demand for Residential Mortgage Credit in Poland**. The Urban Institute. Şubat 2008.
<http://www.urban.org/publications/409111.html>

Nazarre-Aznar, S. 2004. **Securitization and Mortgage Bonds: Legal Aspects and Harmonization in Europe**. Gostick Hall Publication. Cambridge.

Oksay, S. ve Ceylantepe, T. 2006. **Mortgage ve Mortgage Sigortaları**. Türkiye Sigorta ve Reasürans Şirketleri Yayınları

Ossa, F. 2008. **Turkish Banks Play Coy with ABS**. Securitization Net. Report —Source Media. May 19, 2008. Haziran 2008.
<http://www.securitization.net/international/article.asp?id=219&aid=8187>

Önal, Y.B. ve Topaloğlu, M.2007. **İpotekli Konut Finansmanı ve Hukuku**. Karahan Yayınları:53

Pavel, C.A. 1989. **Securitization**. Probus Publishing. 1989

Renaud, B.M. 2004. **Mortgage Finance in Emerging Markets: Constraints on Feasible Development Paths**. Şubat 2006.
http://info.worldbank.org/etools/docs/library/156603/housing/pdf/renaud_intro.ppt

Ross, L.S. ve Tootel, G. 2004. **Redlining the Community Reinvesting Act and Private Mortgage Insurance**. Journal of Urban Economics 55

Sayman, A.ve Styger, P. 2003. **Securitization in South Africa: Historic Deficiencies and Future Outlook**. Working Paper. Potchefstroom University. South Africa.

Schnure, C. 2005. **Boom-Bust Cycles in Housing: The Changing Role of Financial Structure**. IMF Working Paper. Şubat2008.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=888069

Schwarzc, L.S. 2002. **Structured Finance: A Guide to the Principles Asset Securitization**. Practising Law Institute. New York.

Schwartz, E.S. ve Torous, W.E. 1992. **Prepayment, Default and the Valuation of Mortgage Pass Through Securities**. Journal of Business. April 1992.

Taff, L. 2002. **Investing In Mortgage Securities**. Washington, D.C. AMACOM.

Tavakoli, M.J. 2003. **Collateralized Debt Obligations ve Structured Finance**. Published by John Wiley and Sons

Teker, B. 1997. **Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı**. Sermaye Piyasası Kurulu Yayını No: 43.

Teker, B., Okat, Ö. ve Parmakçı, M. 2004. **İpoteğe Dayalı Konut Finansmanı**. Yayınlanmamış Araştırma Raporu. Sermaye Piyasası Kurulu, Kurumsal Yatırımcılar Dairesi.

Todd, S. 2000. **The Effects of Securitization on Consumer Mortgage Costs**. Haziran 2008.

http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=223585

Tootel, G. 1995. **Discrimination, Redlining and Private Mortgage Insurance**, Federal Reserve Bank of Boston. October 1995.

U.S. Department of Housing and Urban Development. **Evolution of US Housing Finance System**. 2006. Şubat 2008.

http://www.huduser.org/Publications/pdf/US_evolution.pdf

White, J.L. 2004. **Mortgage Backed Securities: Another Way to Housing Finance**. Joint Congress of UN-Habitat and European Federation of Building Societies.

<http://www.stern.nyu.edu/eco/wkpapers/mortgagebacked.pdf>

Wood, R.P. 1995. **Title Finance, Derivatives, Securitizations Set-Off and Netting**. Sweet and Maxwell

Resmi Gazeteler (4.9.2007 tarihli ve 26603 sayılı ve 6.3.2007 tarihli ve 26454 sayılı)

İnternet Kaynakları

Association of Financial Guaranty Insurers. <http://www.afgi.org/monoline.htm>

Association of German Pfandbrief Banks. <http://www.pfandbrief.de/>

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu. <http://www.bddk.org.tr/>

European Covered Bond Council. <http://www.ecbc.org/>

European Mortgage Federation. <http://www.hypo.org/>

European Securitisation Forum. <http://www.europeansecuritization.com/>

European Securitization Forum. <http://www.europeansecuritisation.com/>

Fannie Mae,. <http://www.fanniemae.com/>

Federal Home Loan Bank. <http://www.fhlbanks.com/>

Ginnie Mae <http://www.ginniemae.gov/>

Hazine Müsteşarlığı. <http://www.hazine.gov.tr/>

International Union for Housing Finance. <http://www.housingfinance.org/index.php>

Securities Industry and Financial Markets Association. <http://www.sifma.org/>

Securization.Net. <http://www.securitization.net/index.asp>

Sermaye Piyasası Kurulu. <http://www.spk.gov.tr/index.aspx>

Türkiye Bankalar Birliği. <http://www.tbb.org>

Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği <http://www.tspakb.org.tr/>