



SERMAYE PİYASASI KURULU
ORTAKLIKLAR FİNANSMANI DAİRESİ

BASEL III'TE ŞARTA BAĞLI SERMAYE VE
TAHVİL SAHİPLERİNİN HAKLARI

YETERLİK ETÜDÜ

Bedia YOKUŞ
Uzman Yardımcısı

Kasım, 2011

Ankara

YÖNETİCİ ÖZETİ

Son yaşanan küresel finansal kriz, bankaların minimum özkaynak ile maksimum özkaynak karlılığı elde etme çabalarının, düşük ya da yetersiz sermaye ve likidite oranları ile faaliyet göstermelerine, kredi temerrütlerinden ve diğer yatırımlardan kaynaklanan olası zararlarla karşılaştığında da iflas etmelerine neden olabileceğini göstermiştir. Ayrıca riskler için ayrılan ihtiyati rezervlerin yetersizliğini ve küreselleşme ile herhangi bir ülkenin finansal sistemindeki zayıflığın diğer ülkelere hızla yayılabileceğini de göstermiştir.

Basel düzenlemeleri sadece bankacılık sistemini ve bu sistemin baş aktörleri olan bankaları etkileyen bir değişim süreci değil aynı zamanda bankalarla ilişki içerisinde olan bütün firmaları etkilemesi ve genel ekonomi ile finans sistemine önemli yansımaları olması beklenen bir uygulamalar bütünüdür.

Yaşanan küresel ekonomik kriz sonrasında, Ülkemizin de üyesi olduğu Basel Bankacılık Denetim Komitesi, bankaların olası şoklara karşı dayanıklılığını artırmak ve sermayelerini daha güçlü hale getirmek amacıyla düzenleme çalışmalarına başlamıştır. Söz konusu çalışmalar sonucunda Basel III olarak adlandırılan dokümanlar yayımlanmış olup, Basel III ile esasen, sermayenin niceliği ve kalitesinin artırılmasını, sermayenin ekonomideki döngüsellliği azaltıcı etkisinin güçlendirilmesini, risk bazlı olmayan kaldıraç oranı geliştirilmesini ve likidite riskinin küresel ölçekte uyum ve sağlamlılığını destekleyici likidite oranlarının hesaplanmasını sağlayacak uygulamaların yürürlüğe konulması amaçlanmaktadır.

Bu kapsamda, şarta bağlı sermaye, gelecekte yaşanabilecek ekonomik krizlere karşı bankacılık ve finans sisteminin daha dirençli olabilmesini sağlamak, menkul kıymetleştirme yaklaşımlarından kaynaklanan problemleri ve piyasa riskindeki aksaklıkları gidermek amacıyla Basel III kapsamında sunulan önerilerden biridir.

Şarta bağlı sermaye ile bir ortaklık; bir veya birden çok belirli risklerden kaynaklanan kayıpların gerçekleşmesinden sonra ikinci derece teminatlı borç, imtiyazlı hisse veya adi özkaynak gibi geleneksel menkul kıymetleri ihraç etme hakkına sahip olmakta veya ödemelerin kendi riskinden kaynaklanan kayıplar üzerine dayandığı menkul kıymetler ihraç edebilmektedir. Her iki durumda da, şarta bağlı sermaye, finansal sıkıntının maliyetinin sınırlanması, yetersiz yatırım probleminin azaltılması, rezervlerin ve yasal sermayenin daha uygun maliyetli yöntemlerle sağlanması, sermaye artırımını gereken zamanlarda sermaye artırımını işlemlerini karmaşıklaştıran bilgi maliyetinin düşürülmesi suretiyle şirketlerin toplam sermaye maliyetlerinin azalmasına yardım edebilmektedir.

Sermaye oranı, hisse senedi fiyatları, CDS fiyatları gibi daha önceden belirlenen dayanak göstergelerin seviyesinin belli bir eşik değerini geçmesi halinde otomatik olarak özkaynağa dönüşebilecek şarta bağlı sermaye ve benzeri enstrümanların, Ülkemizdeki bankalar ve reel sektör şirketlerinin sermaye yapılarının güçlenmesine katkı yapabilecek araçlar arasında yer alabileceği düşünülmektedir.

Ayrıca söz konusu enstrümanların, bankaların ve reel sektör şirketlerinin finansal açıdan zor duruma düşmelerine neden olabilecek gelişmelere ilişkin öncü göstergelere veya risk büyüklüklerine endeksli tetikleyiciler içermesi, bu tetikleyicilerin çalışması ile sermaye gereksiniminin otomatik olarak karşılanmasına ve dolayısıyla ortaklıkların esas faaliyetlerine odaklanmalarına katkı sağlayacak, ortaklık yatırımlarının finansmanında uzun dönemde süreklilik ve güven elde edilecektir.

Bu itibarla, şarta bağlı sermaye enstrümanlarının, olası sermaye açıklarının otomatik olarak kapatılması ve bilanço yapılarının yeni finansman araçlarıyla çeşitlendirilmesi suretiyle gerek ekonomik krizleri önleyebilecek gerekse oluşabilecek olası finansal çalkantıların etkisini ve yaygınlığını azaltabilecek yeni bir finansal araç olabileceği düşünülmektedir. Dolayısıyla da şarta bağlı sermaye enstrümanlarının düzenleme otoriteleri tarafından olumlu ve olumsuz yönlerinin kapsamlı bir şekilde incelenmesi ve söz konusu enstrümanların uygulamaya konulabilmesi için gerekli yasal düzenlemelerin yapılması ihtiyacı bulunmaktadır.

İÇİNDEKİLER

YÖNETİCİ ÖZETİ	I
İÇİNDEKİLER.....	III
ŞEKİLLER ve TABLO LİSTESİ.....	IV
KISALTMALAR	V
1. GİRİŞ.....	1
2. BASEL UZLAŞILARININ TARİHSEL GELİŞİMİ	2
3. BASEL III	5
3.1. Son Yıllarda Yaşanan Küresel Ekonomik Kriz ve Basel III'ün Ortaya Çıkış İhtiyacı.....	5
3.2. Basel III'ün Kapsamı ve Getirdiği Yeni Düzenlemeler.....	7
3.3. Basel III Uzlaşısının Ekonomiye Olası Etkileri	13
4. ŞARTA BAĞLI SERMAYE	18
4.1. ŞARTA BAĞLI SERMAYENİN TÜRLERİ.....	21
4.1.2. Şarta Bağlı Özkaynak.....	24
4.1.3. Koşullu Uzun Dönem Sermaye Çözümleri.....	24
4.1.4. Ters Konvertibl'lar	28
4.1.5. Şarta Bağlı İhtiyat Akçesi Senetleri	29
4.1.6. Satılabilir Felaket Tahvilleri	30
5. BASEL III'TE ŞARTA BAĞLI SERMAYE	32
5.1. Şarta Bağlı Sermayeden Beklenen Faydalar	33
5.2. Şarta Bağlı Sermayenin Tasarımı.....	35
5.3. Şarta Bağlı Sermaye Önerileri.....	38
5.3.1. Basel Komitesi'nin Sürdürülemezlik Önerisi	38
5.3.2. SIFI'lar için Şarta Bağlı Sermaye	39
6. ŞARTA BAĞLI SERMAYEDE TAHVİL SAHİPLERİNİN HAKLARI.....	42
7. YENİ TTK İLE GETİRİLEN ŞARTA BAĞLI SERMAYE ARTIRIMI	45
8. SPK MEVZUATI'NDA YER ALAN HİSSE SENEDİNE DÖNÜŞTÜRÜLEBİLİR TAHVİL	46
9. SONUÇ VE ÖNERİLER	49
KAYNAKLAR.....	51

ŞEKİLLER ve TABLO LİSTESİ

Tablo 1: Türk Bankacılık Sistemi Özkaynak Kalemleri, Eylül 2011	16
Tablo 2: 2002-2011/09 Ülkemizdeki Bankaların Ortalama Sermaye Yeterlilik Oranları	17
Şekil 1: Basel II ve Basel III Uzlaşlarının Yapısal Blokları.....	8
Şekil 2 : Basel'in Asgari Sermaye Standartlarındaki Güncellemeler	10
Şekil 3 : Bir Bariyer Satım Opsiyonu	21
Şekil 4: Şarta Bağlı İhtiyat Akçesi Senetleri	29
Şekil 5 : İsviçre Şarta Bağlı Sermaye Önerisi	40

KISALTMALAR

ABD (Amerika Birleşik Devletleri)

Basel Komitesi (Basel Bankacılık Denetim Komitesi)

BDDK (Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu)

BIS (Bank for International Settlements, Uluslararası Ödemeler Bankası),

CDS (Credit Default Swap, Kredi Temerrüt Swapı)

CLOCS (Committed Long-Term Capital Solutions, Koşullu Uzun Dönem Sermaye Çözümleri)

CoCo (Contingent Convertible, Şarta Bağlı Hisse Senedi Değiştirilebilir Tahviller)

ECN (Enhanced Capital Notes, Yükseltilmiş Sermaye Senedi)

FSB (Financial Stability Board, Finansal İstikrar Kurulu)

GSMH (Gayrisafi Milli Hâsıla)

GSYH (Gayrisafi Yurtiçi Hâsıla)

HDT (Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller)

LOC (Letters and Lines of Credit, Akreditif ve Kredi Limiti)

MAC (Material Adverse Change, Önemli Ters Değişim)

MDG (Macroeconomic Assessment Group, Makroekonomik Değerlendirme Grubu)

RBC (Royal Bank of Canada)

SIFI (Systemically Important Financial Institutions, Sistemik Olarak Önemli Finansal Kuruluşlar)

SPK (Sermaye Piyasası Kurulu)

SPKn (Sermaye Piyasası Kanunu)

ŞBSA (Şarta Bağlı Sermaye Artırımı)

USA (United States of America)

USD (United States Dollar)

TTK (Türk Ticaret Kanunu)

1. GİRİŞ

2008 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) konut piyasasında başlayan ve tüm dünyaya yayılan ekonomik kriz ile ilgili olarak bankalar tarafından açıklanan zararlar 2 trilyon Amerikan Dolarına yaklaşmaktadır. Bankaların minimum özkaynak ile maksimum özkaynak karlılığı elde etme çabalarının, düşük ya da yetersiz sermaye ve likidite oranları ile faaliyet göstermelerine, kredi temerrütlerinden ve diğer yatırımlardan kaynaklanan olası zararlar karşısında da iflas etmelerine neden olabileceği son yaşanan kriz ile görülmüştür. Ayrıca riskler için ayrılan ihtiyatların ne kadar yetersiz olduğu ve küreselleşme ile herhangi bir ülkenin finansal sistemindeki zayıflığının diğer ülkelere hızla yayılabileceği de görülmüştür. Finansal sistem ve bankacılık sistemi hâlihazırda tekrar istikrara kavuşuyor olsa da krizin maliyeti çok ciddi boyutlara ulaşmış, küresel finansal kriz reel sektörü de etkilemiş, refah seviyesinde ciddi düşüşler görülmüş, yüksek seviyede kayıplar yaşanmıştır.

Basel Bankacılık Denetim Komitesince gelecekte yaşanabilecek ekonomik krizlere karşı bankacılık ve finans sisteminin daha dirençli olabilmesini sağlamak amacıyla Temmuz 2009'da piyasa riskindeki aksaklıkların giderilmesine ilişkin çalışma başlatılmıştır. Aralık 2009'da ana unsurları, sermayenin nitelik ve niceliğinin artırılması, risk kapsamının genişletilmesi, bir kaldıraç oranı tesis edilmesi ve ters döngüsel bir sermaye çerçevesinin oluşturulması hususlarına odaklanan bankacılık sektöründe kırılğanlığın azaltılması ve uluslararası bir likidite riski ölçüm ve izleme mekanizması oluşturulması olan ve genel olarak Basel III olarak adlandırılan kapsamlı bir reform paketi açıklanmıştır. Bu reform paketi ile Basel II'de yer alan özkaynakların kapsamını indirim kalemlerini artırmak suretiyle tanımları daraltarak ana sermaye ve katkı sermaye daha gerçekçi ve kuvvetli hale getirilmiştir. Ayrıca bu paket, karlılığı etkileyecek, iş modellerinde dönüşümü, süreç ve sistem değişikliklerini gerektirecek şekilde bankacılık sektöründe yeniden şekillendirmeye çalışmaktadır.

Basel III düzenlemeleri sadece bankacılık sistemini ve bu sistemin baş aktörleri olan bankaları etkileyen bir değişim süreci değil aynı zamanda bankalarla ilişki içerisinde olan bütün firmaları etkilemesi ve genel ekonomiye ve finans sistemine önemli yansımaları olması beklenen bir uygulamadır.

Kriz sonrasında eleştirilen noktalardan birisi de kriz öncesinde bankaların finansal sistem ve reel ekonomi üzerinde oluşturabilecekleri risklerin yasal düzenlemelere yansması yönünde yeterli politikaların geliştirilmemesidir. Bu sebepten Finansal İstikrar Kurulu (FSB) ve Basel Komitesi teminat olarak verilen borç, şarta bağlı sermaye ve fazla sermayenin birleşimlerinden oluşan önemli finansal araçlar geliştirmektedir.

Kurumsal finansman ve risk yönetimi kararlarının altında yatan teori artarak entegre hale geldikçe, modern kurumsal finansçılar için kullanılabilir olan ürünlere, özellikle de firmalara risk yönetimlerinde ve sermaye yapısına dair kararlar almalarında yardım etmek için dizayn edilen şarta bağlı sermaye enstrümanlarına yönelim artmaktadır.

Şarta bağlı sermaye, finansal sıkıntının maliyetinin sınırlanması, yetersiz yatırım probleminin azaltılması, rezervlerinin ve yasal sermayesinin daha maliyet-etkin yönetimlerle sağlanması, sermaye artırımının gerekli olduğu zamanlarda sermaye artırımını vazifesini karmaşıklaştıran bilgi (veya ters seçim) maliyetinin azaltımı suretiyle şirketlerin toplam sermaye maliyetlerinin azalmasına yardım edebilmektedir. Şarta bağlı sermaye, finansal kurumların mali açıdan sıkıntıda oldukları zamanlarda özkaynaklarının artışı ve borçlarının düşüşü için otomatik bir mekanizma sağlamaktadır. Hem elverişsiz piyasa koşullarından, hem de bunların hissedarlar için cazip olmamasından dolayı diğer seçeneklerin kısıtlı olduğu zamanlarda sermaye artırımına olanak sağlamaktadır. Basel III uzlaşısının uygulamaya sokulması ile bankaların sermaye gereksinimleri artarak, aynı ekonomik aktivitelerin sürdürülmesi için daha fazla sermaye gereksinimi doğacağından şarta bağlı sermaye ve benzeri enstrümanlara ihtiyaç giderek artmaktadır.

Bu çalışmanın konusu, genel olarak şarta bağlı sermaye enstrümanı ile Basel III uzlaşısı ile getirilen düzenlemeler kapsamında gündeme gelen şarta bağlı sermaye enstrümanının incelenmesi ve Ülkemizdeki bankalar ve şirketler açısından değerlendirilmesidir.

Bu kapsamda bu çalışmada, öncelikle Basel uzlaşmaları, Basel III ile genel olarak şarta bağlı sermaye enstrümanları tanıtılmıştır. Sonrasında ise Basel III kapsamında şarta bağlı sermaye enstrümanı ile Ülkemiz mevzuatında benzer olabileceği düşünülen şarta bağlı sermaye artırımını (ŞBSA) ve hisse senedine dönüştürülebilir tahviller (HDT) incelenmiştir. Son olarak da Ülkemizde yer alan bankalar ve şirketler açısından öneriler sunulmuştur.

2. BASEL UZLAŞILARININ TARİHSEL GELİŞİMİ

17 Mayıs 1930 tarihinde kurulan ve ülkelerin merkez bankalarının bir araya gelerek oluşturdukları Uluslararası Ödemeler Bankası (Bank for International Settlements, BIS) dünyanın en eski uluslararası finansal kuruluşlarından biri olup günümüzde uluslararası merkez bankaları birliğinin başlıca merkezi durumundadır. Bankaların dünya genelinde ortak standartlarda çalışmalarını sağlamak amacıyla 1975 yılında BIS bünyesinde G-10 ülkeleri tarafından “Basel Bankacılık Denetim Komitesi” (Basel komitesi, Komite) oluşturulmuştur. Basel Komitesi'nin amacı dünya genelinde üye ülkeler arasında bankacılık denetim, gözetim ve düzenleme kalitesinin artırılması, uluslararası bir denetim sisteminin geliştirilmesi ve denetim

konularında çözüm yollarının sağlanmasıdır. Komite bu amaçlara ulaşmayı, ulusal denetim yaklaşımları, teknikleri ve konularında bilgi alışverişi ile gelişen yaygın bir anlayış ile sağlamaya çalışmaktadır. Aynı zamanda Komite, bu yaygın anlayışı, istenilen bölgelerde denetim standartları ve ana hatlar geliştirmek için kullanmaktadır. Bu doğrultuda Komite, en çok sermaye yeterliliği üzerine uluslararası standartlar, etkin banka denetimi için esas prensipler ve sınır ötesi banka denetimlerinin uyumlaştırılması konularında bilinmektedir.

Basel Komitesi'nin üyeleri Arjantin, Avustralya, Belçika, Brezilya, Kanada, Çin, Fransa, Almanya, Hong Kong, Hindistan, İtalya, Japonya, Kore, Lüksemburg, Meksika, Hollanda, Rusya, Suudi Arabistan, Singapur, Güney Afrika, İspanya, İsveç, İsviçre, Türkiye, İngiltere ve ABD'nin bankacılık denetim otoriteleri ve merkez bankalarının üst düzey temsilcilerinden oluşmaktadır. Ülkemizde ise, Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu (BDDK), kriz sonrası süreçte 25.05.2009 tarihli davet mektubu ile Komite üyeliğine kabul edilmiş olup Komite'de Ülkemizi temsil etmektedir.

Genel olarak Basel düzenlemeleri sadece bankacılık sistemini ve bu sistemin baş aktörleri olan bankaları etkileyen bir değişim süreci değil aynı zamanda bankalarla ilişki içerisinde olan bütün firmaları etkilemesi ve genel ekonomiye ve finans sistemine önemli yansımaları olması beklenen bir uygulamadır. 1988 yılında Basel Komitesi tarafından yayınlanan "Basel I Standartları" ile bankaların uymaları gereken uluslararası bankacılık kriterleri tespit edilerek uluslararası faaliyet gösteren bankaların uygulayacağı sermaye yeterliliği standartları belirlenmiştir. Basel I ile finansal sağlamlığın artırılması amacıyla taşıdığı riskler oranında yeterli sermaye bulundurulması ilkesine dayanan "Sermaye Yeterliliği Rasyosu" olarak bilinen oran, minimum %8 olarak öngörülmüş olup, aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır:

$$\text{Banka Sermaye Katsayısı} = \frac{\text{Toplam Sermaye}}{\text{Kredi Riski} + \text{Piyasa Riski}}$$

(minumum %8)

Söz konusu oran hesaplanırken bankanın temel olarak maruz kaldığı riskleri daha doğru bir şekilde yansıttığı düşünülen toplam kredi riski ile piyasa riski hesaplanmaktadır.

Basel I düzenlemelerinin uygulanması sırasında, daha sağlam ve istikrarlı bir finansal sistemin sadece asgari olarak belirlenen sermaye yeterliliği rasyosunun sağlanması ile gerçekleştirilemeyeceği aynı zamanda etkin bir denetim ve gözetim sisteminin oluşturulması gerektiği açıkça görülmüştür.

Zamanla finansal piyasaların daha da gelişmesi, finansal piyasalarda işlem gören enstrümanların çeşitlenmesi, işlemlerin karmaşıklaşması ve Basel I

düzenlemelerinin uygulanması sırasında çok sayıda bankacılık krizinin yaşanmış olması ile Basel I standartlarının yetersiz kaldığı görülmüş, Basel I'in yetersizlikleri tespit edilerek yeni düzenlemeler için çalışmalar başlatılmış ve Basel II standartları ortaya çıkmıştır. Bu çalışmada Basel I'de yer alan sermaye yeterliliği rasyosunun hesaplanmasında baz alınan bileşenler yeniden değerlendirilmiştir. Bu yüzden Basel II tamamen yeni bir düzenleme olmayıp Basel I'in devamı niteliğindedir.

Basel Komitesi tarafından Haziran 2004 yılında yapılan sayısal etki çalışması ile son şekli verilen Basel II standartlarının esasları "Risk odaklı sermaye yeterliliği" temeline dayanmakta ve etkin risk yöntemini koşul olarak getirmektedir. Yeni düzenleme bankaların bulunduracakları asgari sermaye tutarının bankanın maruz kalacağı riske göre belirlenmesini öngörmektedir. Bu durumda bankaların alacağı her türlü riskin hesaplanmasına ayrı önem yüklenmiştir. Bankaların ana faaliyet konusu olan kredilendirme işleminden doğan riskler belirlenirken riske göre kredi fiyatlaması temel alınmakta ve kredi talepleri kredinin riskine göre değerlendirilmektedir.(Aras, 2007)

Basel II, esasen üç yapısal blok üzerine oturtulmuştur. Bu bloklar: Minimum sermaye yeterliliği, banka ve denetim otoritesinin incelenmesi ile piyasa disiplinin sağlanmasıdır.

a) Minimum sermaye yeterliliği:

Basel I'de yer alan minimum %8 oranı korunmuş ancak risk kalemlerinde değişiklikler yapılmıştır.

Basel II'de sermaye yeterliliği hesaplaması aşağıda yer alan şekilde yapılmaktadır:

$$\text{Banka Sermaye Katsayısı} = \frac{\text{Toplam Sermaye}}{\text{Kredi Riski + Piyasa Riski + Operasyonel Risk}} \geq \text{(minimum \%8)}$$

Söz konusu riskler hesaplanırken standart ve içsel derecelendirme/modeller yaklaşımları öngörülmektedir. Basel II'deki Standart yaklaşımın Basel I'e göre getirdiği en önemli yenilik, ilgili risk ağırlıklarının belirlenmesinde bağımsız derecelendirme kuruluşları tarafından ülke, bankalar ve şirketlere verilen derecelendirme notlarının kullanılmasıdır.(Yayla ve Kaya, 2005)

İçsel derecelendirme yaklaşımı bankalara, resmi otorite tarafından gözden geçirilmiş ve uygulanabilirliğine onay verilmiş kendi derecelendirme modellerini kullanma imkanı tanımaktadır.

b) Denetim Otoritesinin İncelenmesi:

Risklere karşı sermaye yeterliliği değerlendirilmeli aynı zamanda düzenleyici otorite tarafından da bankanın risk değerlendirmesi gözden geçirilerek daha fazla sermayeye ihtiyaç olup olmadığı değerlendirilmeli ve bankanın kendi risk yapısına uygun olarak sermayesinin asgari oranın altına düşmemesi için gerekli tedbirlerin alınması sağlanmalıdır. Ayrıca bankanın yönetsel yapısı ve kurumsal yönetim ilkelerine uyumu açısından denetimi yapılmalı, iç kontrol sistemi gözden geçirilmelidir.

c) Piyasa Disiplini:

Bu blok tamamlayıcı olarak ortaya konulmuştur. Bankaların sahip oldukları sermaye yeterliliği, kredi riski, risk değerlendirme yöntemleri, kredi riskini azaltma teknikleri gibi önem arz eden bilgileri bankalara arasında karşılaştırma yapılmasını ve şeffaflığı sağlayacak, ulusal muhasebe standartları ile uyumlu bir şekilde kamuya açıklanması sağlanmalıdır.

Ülkemizde BDDK, Basel II uygulanmasına ilişkin çalışmalar yürütmekte olup 2007 yılında operasyonel riske ilişkin sermaye gereksinimi ile Basel II kısmi olarak uygulanmaya başlanmıştır. Haziran 2012 itibarıyla ise sektörde faaliyet gösteren tüm bankaların bahse konu düzenlemeleri eksiksiz olarak uygulayabilecek düzeye gelmeleri beklenmektedir.

3. BASEL III

3.1. Son Yıllarda Yaşanan Küresel Ekonomik Kriz ve Basel III'ün Ortaya Çıkış İhtiyacı

2000 yılının sonlarında dünya ekonomilerinde yavaşlama belirtilerinin ortaya çıkması ile birlikte, başta ABD olmak üzere Avrupa ve Japonya merkez bankaları, uyguladıkları para politikalarında önemli bir gevşemeye giderek faiz oranlarını düşürmüşlerdir. Bu dönemde izlenen gevşek para politikaları, bir yandan varlık fiyatlarında şişme yaratırken, diğer yandan bankaların kısa vadeli ve düşük faizle borçlanarak, başta konut kredisi olmak üzere uzun vadeli kredi plasmanı yapmalarını teşvik etmiştir. Gelişmekte olan ülkelerde kredi hacmindeki genişleme ise daha belirgindi. Bankaların, konut kredilerine olan talebi artırmak amacıyla kredi çeşitlendirmesine gitmesi ve kredi koşullarını esnekletmesi de özellikle geri ödeme olasılığı düşük olan tüketicilerin kredi kullanım oranının hızla artmasına neden olmuştur. Bu dönemde genişleyen global likidite arzı ile birlikte uzun dönemli faizlerin düşük seviyelerde seyretmesi, yüksek getiri sunan riskli varlıklara olan talebi artırmıştır.

Bu tip varlıklardan biri de yüksek riskli ipoteğe dayalı konut kredileriydi. Bu varlıklar, menkul kıymet haline getirilip tekrar pazarlanarak global finans sistemi

içinde yaygın olarak işlem görmeye başlamıştı. Ancak, bu tür menkul kıymetlerin likit bir ikincil piyasaya sahip olmaması ve yeterince denetlenememesi, risklerin doğru olarak fiyatlanmasını engellemiştir. Finans sektöründe denetim, düzenleme ve bilgilendirme faaliyetleri ile özel sektörün risk yönetiminin, iş dünyasındaki hızlı değişimin gerisinde kalması da, aşırı risk alma, vade uyumsuzlukları ve varlık fiyatları enflasyonu gibi sorunlara zemin hazırlamıştır. 2004 yılının ikinci çeyreğinden itibaren Amerikan Merkez Bankası, enflasyonist baskıları kontrol altına almak amacıyla faiz artırımlarına başlamış ve faiz oranları %1'den %5,35'e yükseltilmiştir. Konut talebinin 2005 yılı ortalarından başlayarak yavaşlaması ve konut fiyatlarındaki artışın yerini durgunluğun alması ile başta değişken faizli konut kredileri olmak üzere tüm konut kredilerinde ödeme zorlukları ortaya çıkmıştır. Konut fiyatlarındaki yükseliş eğiliminin tersine dönmesi de müşterilerin konutlarını satarak kredi borçlarını kapatma imkanını sınırlamıştır. Ev satın almada kullanılan kredinin geri ödenmesinde yaşanan başarısızlık bankalarda likidite krizini başlatarak, bankaların "batık kredi" veya "kayıp kredi" adıyla bilinen bu borçların zararını taşımaya neden olmuştur. "Sub-prime" ismiyle bilinen müşterinin finansal geri ödeme gücü tetkik edilmeksizin kolaylıkla verilen bu krediler batılı piyasalarda hızlı bir şekilde yayılıp gelişmiştir. 2006 yılından itibaren konut kredilerinde ortaya çıkan ödeme zorlukları, kredi dönüşlerine bağlı olarak ihraç edilen menkul kıymetlerde de fiyatlandırma güçlüğüne yol açmıştır. Yatırımcılar, güven kaybı nedeniyle varlığa dayalı menkul kıymetlere ve ticari kağıtlara olan taleplerini azaltarak ve daha az riskli olan hazine kağıtlarına yönelmişlerdir. Finansal kuruluşlar, kısa vadeli likidite ihtiyaçlarını karşılamak için sahip oldukları varlığa dayalı menkul kıymetleri teminat göstermek konusunda problemler yaşamaya başlamışlardır. Piyasalarda önceleri likidite sıkışıklığı olarak ortaya çıkan problemler, bir süre sonra finansal kuruluşların bilançolarında yüksek miktarda zarar yazmaları ile birlikte bu kuruluşları iflas tehlikesi ile karşı karşıya getirmiştir. Piyasalarda yaşanan güven kaybının etkisiyle, finans kuruluşlarının pozisyonlarını kapatarak nakde dönmeye çalışmaları, kredi koşullarında sert bir sıkılaştırmanın yaşanmasına neden olmuştur. Lehman Brothers ve Merrill Lynch gibi yatırım bankalarının iflas etmeleri, büyüklüğü ne olursa olsun her finans kuruluşunun iflasın eşiğine gelebileceğini ve hatta iflas edebileceğini göstermiştir. Bunun neticesinde piyasalardaki gerginlik tırmanmış, risk algılamalarındaki bozulmanın etkisiyle finans kuruluşları birbirlerine borç vermede isteksiz davranma eğilimine girmiş ve daha yüksek risk primi talep etmeye başlamışlardır. Karmaşık menkul kıymetlerin ihracı durma noktasına gelmiş ve özel sektör tahvil piyasasında risk primi önemli ölçüde yükselmiştir.(Yılmaz, Aralık 2008)

Kriz durumları için yeterince önlemin alınmadığını ve mevcut sistemin ciddi eksikliklerinin bulunduğunu gösteren Lehman Brothers'ın iflası, ABD'deki büyük yatırım bankalarının banka holding şirketlerine dönüştürülmesi, Fannie Mae ve Fredi Mac'in ulusallaştırılması, AIG'in çöküşün eşiğine gelmesi, Fortis'in parçalanması ve

satılması, İzlanda'nın en büyük ticari bankasının ardından ülkenin bankacılık sisteminin çökmesi, birçok ülkenin bankalarına ciddi destekler vermesine yol açması gibi bir kısım olaylar meydana gelmiştir. Sonuç olarak, finansal sistemin ve bankacılık sisteminin istikrarı korunarak krizin maliyeti çok ciddi boyutlara ulaşmış, küresel finansal kriz reel sektörü de etkilemiş refah seviyesinde ciddi düşüşler görülmüş, yüksek seviyede kayıplar yaşanmıştır.

Gelecekte yaşanabilecek krizlere karşı bankacılık ve finans sisteminin daha dirençli olabilmesini sağlamak amacıyla Temmuz 2009'da piyasa riskindeki aksaklıkların giderilmesine ilişkin çalışma ile menkul kıymetleştirme yaklaşımlarından kaynaklanan problemleri gidermeye odaklı yaklaşımlar Basel Komitesince krize ilk tepki olarak ortaya çıkan dokümanlar durumundadır. G-20 tarafından verilen görevler dikkate alınarak da Aralık 2009'da kapsamlı bir reform paketi açıklanmıştır. Bu paketin ana unsurları bankacılık sektöründe kırılmanın azaltılması ve uluslararası bir likidite riski ölçüm ve izleme mekanizması oluşturulmasıdır. Bankacılık sektöründe kırılmanın azaltılması çalışması, sermayenin nitelik ve niceliğinin artırılması, risk kapsamının genişletilmesi, bir kaldıraç oranı tesis edilmesi ve ters döngüsel bir sermaye çerçevesi oluşturulması hususlarına odaklanmaktadır.(Delikanlı, Mayıs 2011)

3.2. Basel III'ün Kapsamı ve Getirdiği Yeni Düzenlemeler

Krizin ortaya çıkardığı eksiklikleri gidermek amacıyla yakın zamanda Basel III olarak adlandırılan düzenleme değişiklikleri gündeme gelmiştir. Aralık 2009'da kapsamlı bir reform paketi açıklanmış ve görüş alma süreci tesis edilmiştir. Yüzlerce kuruluş tarafından gönderilen görüşlerin değerlendirilmesi neticesinde ana paket nihai hale gelmiştir. Ancak bu süreçte pek çok gelişmiş ülkenin bankacılık sektörünün getirilen düzenlemelere uyum konusunda sıkıntılar yaşayacağı görülmüş ve asgari oranlarda gevşemeye gidilmiş ve geçiş süreleri öngörülmüştür. Basel III olarak adlandırılan düzenleme değişiklikleriyle ulaşılmak istenen hedefler şu şekilde özetlenebilir;

- Kaynağı ne olursa olsun finansal ve ekonomik şoklara karşı bankacılık sisteminin dayanıklılığının artırılması,
- Kurumsal yönetim ve risk yönetimi uygulamalarının geliştirilmesi,
- Bankaların şeffaflığının ve kamuya bilgi verme özelliklerinin artırılması,
- Mikro bazda yapılan düzenlemelerle bireysel olarak bankaların dayanıklılığının artırılması,
- Makro bazda düzenlemelerle finansal sistemin şoklara karşı direncinin artırılması.

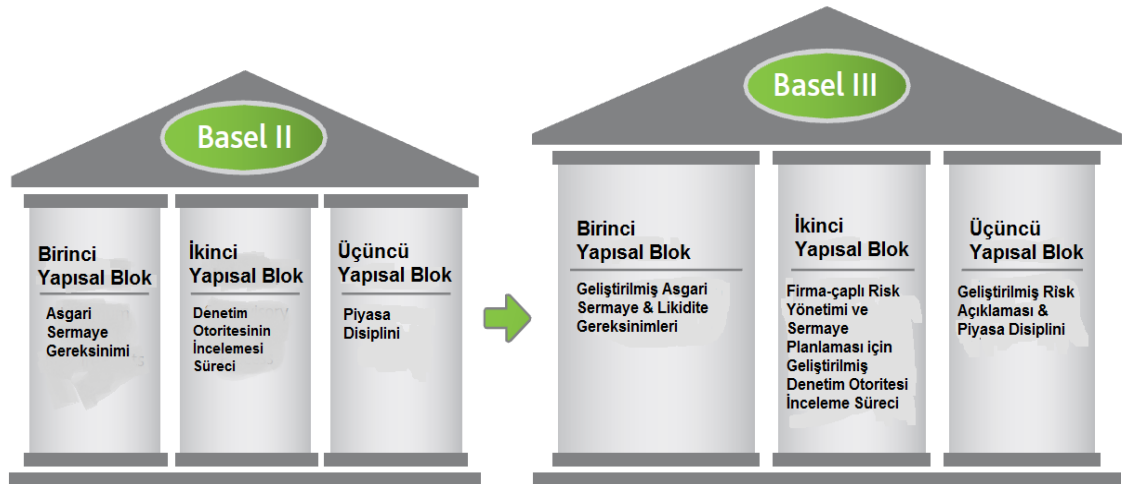
Yukarıda yer verilen amaçların gerçekleştirilmesi için;

- Hâlihazırda kullanılan asgari sermayenin nicelik olarak artırılması, niteliğinde değişiklikler yapılması ve mevcut uygulamaya ilaveten risk bazlı olmayan, diğer bir ifadeyle muhasebesel bazlı bir asgari sermaye gerekliliği standardının getirilmesi,
- Tutulması gereken sermaye ihtiyacının ekonominin konjonktür dönemlerine (cyclical) göre artırılabilmesi ya da azaltılabilmesi,
- Asgari likidite oranlarına yönelik düzenlemeler yapılması,
- Alım-satım hesaplarına (Trading Book) ilişkin sermaye yeterliliği hesaplamalarında değişiklik yapılması,
- Karşı taraf kredi riskinin (Counterparty Credit Risk) hesaplanmasına ilişkin değişiklik yapılması

yönünde çalışmalar yapılmıştır. (Cangürel, Aralık 2010) Basel III, Basel II'den tamamen farklı hesaplamalar ve gereksinimler içermemekte olup, son yaşanan finansal krizdeki eksikliklerin değerlendirilmesi neticesi Basel II'nin revize edilmiş şekli olduğu söylenebilir. Kasım 2011'de Seul'de yapılacak olan G-20 toplantısında söz konusu Basel III kuralları onaya sunulacaktır.

Basel II ile Basel III uzlaşılarının temellerini oluşturan yapısal bloklar aşağıdaki şekilde gösterilmektedir.

Şekil 1: Basel II ve Basel III Uzlaşılarının Yapısal Blokları



Kaynak: www.moodysanalytics.com

Basel III olarak adlandırılan düzenleme ile değiştirilmek istenen hususlar aşağıda ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

a) Özkaynaklar:

Son yaşanan küresel finansal krizde, bankaların Tier 1 ve Tier 2 rasyolarını otoriteye raporlamaları aşamasında makyajlamalarla yüksek gösterebildikleri ve yasal sermayenin zararları istenildiği ölçüde absorbe etmeyi başaramadığı görülmüş ve Basel II’de yer alan özkaynakların kapsamı indirim kalemlerinin artırılması suretiyle tanımların daraltılarak ana sermaye ve katkı sermaye daha gerçekçi ve kuvvetli hale getirilmiştir. Ayrıca katkı sermayenin ana sermayenin %100’ünü geçemeyeceği hükmü ve üçüncü kuşak sermaye (Tier 3) uygulaması kaldırılmıştır. Ana sermaye (Tier 1) içinde yer alan ve zararları karşılama potansiyeli yüksek olan unsurlar, çekirdek sermaye (common equity) olarak adlandırılmıştır. Çekirdek sermaye ise ödenmiş sermaye, dağıtılmamış karlar, kar (zarar), diğer kapsamlı gelir tablosu kalemleri ile bu toplamdan düşülecek değerlerden oluşmaktadır.

Ana sermaye (Tier 1 Capital) = Common Equity (Core capital) [Ödenmiş sermaye + dağıtılmamış karlar + kapsamlı gelir tablosu kalemleri – Çıkarılacak değerler] + Ana sermayeye eklenecek diğer kalemler

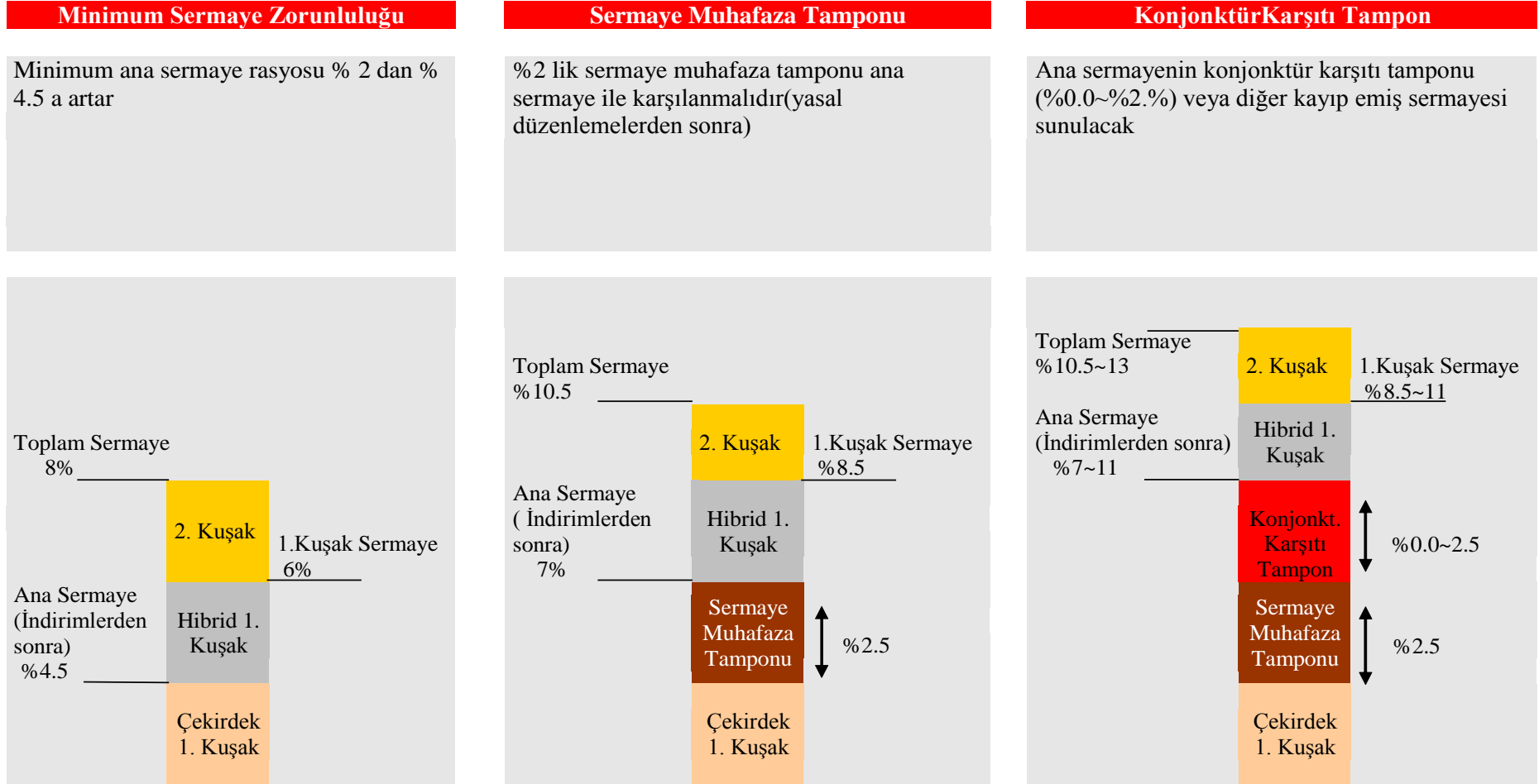
Çekirdek sermaye’den çıkarılacak değerler ise azınlık hakları, ertelenmiş vergi aktifleri, maddi olmayan duran varlıklar gibi kalemlerdir.

Katkı sermaye (Tier 2 Capital) (İkincil sermaye benzeri borçlar)

Basel III uygulamaları ile ana sermaye ve katkı sermaye içerisinde değerlendirilmeyecek olan bileşenler 10 yıl içerisinde sermaye bileşeni olmaktan çıkarılacaktır.

Basel III ile birlikte çekirdek sermayenin risk ağırlıklı varlıklara oranlanması ile elde edilen asgari çekirdek sermaye oranı, 2013 ile 2015 yılları arasında kademeli olarak %2’den %4,5’e çıkarılacaktır. Aynı dönemde birinci kuşak sermaye (çekirdek sermaye ve ana sermayeye dahil edilecek diğer kalemler) oranı da %4’ten %6’ya çıkarılacaktır. Nihai olarak ta çekirdek sermaye oranı %7’ye; Tier 1 %8,5’e kademeli olarak yükseltilecektir. Ancak %8,5’lik birinci kuşak sermaye oranı, bir asgari seviye olmaktan ziyade kar dağıtımını gibi bazı konularda bankaların rahat hareket edebilmeleri için gerekli düzey olarak tespit edilmektedir.

Şekil 2 : Basel'in Asgari Sermaye Standartlarındaki Güncellemeler



Kaynak: An Overview of Basel III, An Evolving Framework for Banks, Sean McNelis, HSBC
<http://www.euromoneyconferences.com/downloads/Asia/2010/China10/HSBC.pdf>

b) Kaldıraç Oranı:

Sayısal ve risk ağırlıklı ölçüm modellerinin yeterli olamamasından dolayı bu modelleri desteklemek amacıyla daha basit, muhasebe kuralların ve bunlar arasındaki farklılıkları da dikkate alan, istisna ve muafiyetlerin minimum düzeyde olduğu, anlaşılır, şeffaf ve risk bazlı olmayan kaldıraç oranına ihtiyaç duyulmuştur. Yapılacak olan çalışmalarla 2017 yılına kadar %3 oranı test edilecek ve öngörülecek orana kademeli bir geçiş hedeflenmektedir.

c) Döngüsellik (Procyclicalıty):

Basel II'nin en eleştirilen yönlerinden biri olan döngüsellik etkisini düzeltmek için önerilen tekliflerden oluşmaktadır. Kısaca "İyi dönemde sık, kötü dönemde gevşet" olarak ifade edilebilecek tekliflerden en önemlisi olarak, ileriye yönelik karşılık ayırma (forward looking provision), kötü durum temerrüt olasılığı hesaplaması (downturn PD) ve asgari sermayenin üzerinde "tampon sermaye (buffer)" ayırma öne çıkmaktadır.(Cangürel, 2010) Komite'nin, döngüsellığı işaret etmek ve bankacılık sektörünün dayanıklılığını artırmak için önerdiği önlemler aşağıdaki dört hususu amaçlamaktadır:

- ✓ Minimum sermaye gereksiniminin aşırı döngüsel hareket etmesinin engellenmesi,
- ✓ İleriye yönelik daha fazla karşılık ayırmaya dayanan yapının kurulması,
- ✓ Her bir banka ve bankacılık sektörünün stres ortamlarında kullanılmak üzere tampon etkisi yapacak sermaye korunması,
- ✓ Bankacılık sektörünün aşırı kredi büyümesi dönemlerinden korunması amacıyla daha geniş makro bazda ihtiyati (macroprudential) hedeflere ulaşılması.

Basel III ile ülke şartlarına ve tercihlerine bağlı olarak %0 ilâ %2,5 arasında değişen piyasaların iyi olduğu dönemlerde minimum sermayenin üzerinde sermaye ayırması ve kötü dönemlerde bu yedek sermayeyi kullanması amacıyla döngüsel sermaye tamponu uygulaması getirilmektedir. Oluşturulmak istenilen sermaye koruma tamponu, çekirdek sermayeye, birinci kuşak sermayeye ve toplam sermayeye kademeli olarak eklenecektir. Söz konusu oranın 2016 yılından kademeli olarak artırılarak 2019 yılında %2,5 olarak nihai şeklini alması planlanmaktadır. Sermaye koruma tamponunun sağlanamaması veya otorite tarafından belirlenen standart orandan (%2,5) düşük olması halinde bankaların kar dağıtımına değişen oranlarda kısıtlamalar getirilmesi ile banka çalışanlarına veya üst yönetimine ödenecek olan primlerin kısıtlanması planlanmaktadır.

Basel Komitesi daha güçlü karşılık ayrılmasını üç alternatif ile geliştirmektedir: İlk olarak, hissedarlar için finansal raporlamanın faydasını ve ilgisini artırmak amacıyla muhasebe standartlarının beklenen zarar yaklaşımı

doğrultusunda değiştirilmesidir. İkinci olarak denetim rehberini beklenen zarar yaklaşımı doğrultusunda güncellenmesidir. Üçüncü olarak sermaye yapısı düzenlemesinde daha güçlü karşılık uygulamasını teşvikidir.

Ayrıca Komite, daha önce belirtilen sermaye koruma mekanizması kapsamında kurulan kredinin aşırı seviyede arttığını gösteren işaretler olduğu zaman sermaye tamponu oranını ayarlayan bir rejim ortaya koymaktadır. Bu döngüsel tamponun amacı, bankacılık sektörünün aşırı kredi büyümesi dönemlerinden korunması amacıyla daha geniş makro hedeflere ulaşılmasıdır.

d) Likidite:

Likidite riskinin denetimine ilişkin olarak uluslararası standartlar geliştirmek amacıyla likidite karşılama oranı ve istikrarlı fonlama oranı isimli iki adet oran düzenlemelere dâhil edilmektedir. Likidite karşılama oranı, bankanın likit varlıklarının, 30 gün içerisindeki nakit çıkışları ile 30 gün içerisindeki nakit girişleri arasındaki fark olan net nakit çıkışına bölünmesi ile hesaplanır ve minimum oranın %100 olması gerekmektedir. 2011-2015 yılları arası gözlem periyodu olarak belirlenmiş olup asgari oran gözlem periyodunun sonrasında ilan edilecektir. Orta ve uzun vadede bankaların pasif yapılarını güçlendirerek daha istikrarlı ve güvenilir bir fonlama sağlamak amacıyla düzenlenen istikrarlı fonlama oranı ise mevcut istikrarlı fonlama tutarının, ihtiyaç duyulan istikrarlı fonlama tutarına bölünmesi suretiyle bulunmaktadır. Bu oranın da en az %100 olması gerekmektedir. 2012-2018 yılları arası yine gözlem periyodu olarak belirlenmiş olup asgari oran gözlem periyodunun sonrasında ilan edilecektir. İstikrarlı fonlama tutarı, birinci ve ikinci kuşak sermaye de dâhil olmak üzere bankanın pasifinde yer alan kalemlerin vade ve kalitelerine göre belirlenirken; ihtiyaç duyulan istikrarlı fonlama tutarı ise bankaların aktifinde yer alan kalemlerin vadelerine ve kalitelerine göre belirlenmektedir.

e) Sistemik Risk ve Bağımlılık:

Döngüsellik, şokların boyutunu yükseltirken bankaların birbirine karşılıklı bağımlı olmaları (interconnectedness) dolayısıyla, karşılaşılan olumsuz şoklar zaman içinde diğer kuruluşlara, tüm finansal sisteme ve ekonomiye yayılabilmektedir. Belirli bir finansal kuruluşun batışı, diğerlerini de etkileyebilmekte, bir bankanın batışı banka ile kredi/fon ilişkisi içerisinde bulunan tarafların da zarara uğramalarına yol açabilmektedir. Kriz sonrasında eleştirilen noktalardan birisi de kriz öncesinde bankaların finansal sistem ve reel ekonomi üzerinde oluşturabilecekleri risklerin yasal düzenlemelere yansımaları yönünde yeterli politikaların geliştirilmemesidir. Bu sebepten FSB ve Basel Komitesi teminat olarak verilen borç, şarta bağlı sermaye ve fazla sermayenin birleşimlerinden oluşan önemli finansal araçlar geliştirmektedir. Sistemik önemi olan bankaların batışının etkileri ve batma olasılığının azaltılmasına yönelik olarak politika seçenekleri tartışılmaktadır. Söz konusu bankalara getirilebilecek ilave sermaye maliyetinin olumlu ve olumsuz etkileri

değerlendirilmektedir. Ayrıca, ilave likidite maliyeti vb. seçenekler üzerinde de durulmaktadır. Bu konuda FSB ve Basel Komitesi ortak çalışmalar sürdürmektedirler.

Transfer kanallarındaki dışa bağımlılıktan dolayı sistemik risk artmakta ve şoklar sistemin geneline hızla yayılmaktadır. Ödeme sistemleri ve kredilendirmedeki yayılma etkisi ve piyasa fiyatlarının birbirine bağlantılı olması gibi hususların şokları artırıcı etkisini daha iyi anlayabilmek için söz konusu transfer mekanizmalarının anlaşılmasına çalışılmaktadır.

“Sistemik önem”in ölçülmesinin “bir bankanın batması halinde küresel finansal sistem ve ekonomi üzerinde oluşacak etki”nin ölçülmesiyle gerçekleştirilebileceği ifade edilmektedir. Sistemik önemin ölçülmesi ile sistemik bankalara karşı uygulanacak politika seçeneklerinin farklı olduğu vurgulanmaktadır. Yani, bir banka sistemik olarak önemli addedildikten sonra bu bankanın temerrüde düşme olasılığının azaltılması ve/veya batması karşısındaki etkinin azaltılması amaçlanmaktadır.

24-25 Eylül 2009 tarihlerinde Pittsburgh’da gerçekleştirilen toplantıda, FSB tarafından G-20 ülkelerinin maliye bakanlarına gönderilmek üzere “Sistemik Önemi Haiz Finansal Kuruluşların Neden Olduğu/Ortaya Attığı Ahlaki Tehlikeyi Azaltma (Batmayacak Kadar Büyük Projesi) Çalışma Programı” oluşturularak, Ekim 2010’un sonuna kadar sistemik önemi haiz finansal kuruluşlar açısından “batmayacak kadar büyük (too big to fail)” hususuna ilişkin tedbirlerinin neler olduğunu iletmeleri istenilmiştir.

3.3. Basel III Uzlaşısının Ekonomiye Olası Etkileri

2008 yılında ABD’de konut piyasasında başlayan ve tüm dünyaya yayılan kriz dönemine ilişkin olarak bankaların açıkladığı zararlar 2 trilyon USD’ye yaklaşmaktadır. Bankaların minimum özkaynak ile maksimum özkaynak karlılığı elde etme çabaları, düşük ya da yetersiz sermaye ve likidite oranları ile faaliyet göstermelerine, kredi temerrütlerinden ve diğer yatırımlardan kaynaklanan olası zararlar karşısında da iflas etmelerine neden olabileceği son yaşanan kriz ile görülmüştür. Ayrıca riskler için ayrılan ihtiyati rezervlerin ne kadar yetersiz olduğu ve küreselleşme ile herhangi bir ülkenin finansal sistemindeki zayıflığının diğer ülkelere hızla yayılabileceği de görülmüştür. Basel III, karlılığı etkileyecek, iş modellerinde dönüşümü, süreç ve sistem değişikliklerini gerektirecek şekilde bankacılık sektörünü yeniden şekillendirmeye çalışmaktadır. Ancak Basel III’ün, 2013 yılında tam olarak uygulamaya konulmayacak olması nedeniyle etkileri tam olarak geçiş periyodunun sona ereceği 2019 yılından sonra hissedilecektir. Yine de, bankaların iş modellerini şimdiden yeni sermaye ve likidite standartlarına adapte etmek için yeniden düzenlemeye başlamaları önem taşımaktadır. Yeni çerçeve:

- (Çekirdek) Tier 1 sermayeye dahil edilecek enstrümanların uygunluğu konusundaki daha sıkı kurallar getirerek sermaye tabanının kalitesini, tutarlılığını ve şeffaflığını artırmaktadır.

- Türevlerden, repo işlemlerinden ve menkul kıymet finansmanından dolayı artan karşı taraf kredi riski için gerekli olan sermaye gereksinimlerini güçlendirerek risk teminatı geliştirmektedir.

- Risk tabanlı olmayan kaldıraç oranını ekleyerek risk tabanlı sermaye gereksinimlerine takviye edilmektedir.

- İleriye dönük karşılık ayrılması ve sermaye tamponları sayesinde döngüsellik (procyclicality) azaltılmakta ve konjonktürel hareketlere karşı (countercyclical) sermaye tamponlarını artırılmaktadır.

- Daha duyarlı bir likidite karşılama oranı ve uzun dönem yapısal likidite oranını içeren yeni global likidite standartlarını sunulmaktadır.

- Henüz geliştirilecek olmakla birlikte daha spesifik öneriler içeren sistemik risk ve karşılıklı bağımlılık üzerinde durulmaktadır.

Reformlar, daha çok kısıtlayıcı sermaye tanımları, daha yüksek risk ağırlıklı varlıklar, ek sermaye tamponları ve asgari sermaye oranları için daha fazla gereksinimler ile en ağır olarak bankalar üzerinde etki edecektir. Boston Consulting Group tarafından 32 banka (21'i Avrupa, 6'sı Kuzey Amerika ve 5'i Gelişmiş Asya) üzerinden yapılan çalışmada, ilave Ana Sermaye (Tier 1) gereksiniminin global bazda 280 ile 650 milyar USD arasında olacağı tahmin edilmektedir. Aynı çalışmada, aynı türdeki sermaye gereksinimi Kuzey Amerika orijinli bankalar için 100 ile 210 milyar USD arasında iken; bu tutarın Avrupa orijinli bankalar için 140 ile 350 milyar USD düzeyine çıktığı görülmektedir. Söz konusu etkinin daha kesin ve resmi olarak belirlenebilmesi için Komite tarafından yürütülmekte olan Sayısal Etki Çalışması'nın sonuçlanması gerekmektedir.(Cangürel, 2010)

Basel III aynı zamanda likit olmayan varlıkları sınırlamak için bankaların bilanço kompozisyonlarında değişikliğe yol açarak, fonlamanın toptan veya stabil olmayan kaynaklarını sınırlayarak yüksek fonlama maliyetlerini idare edecek yeni likidite standartlarını getirmektedir. Basel III uzlaşısında yer alan ilave sermaye ve likidite gereksinimlerini karşılamak bankaların kredi maliyetlerini yükseltecek ve kredi verme kabiliyetlerini ciddi oranda düşürecektir. Aynı zamanda bankaların riski daha düşük kredilere ve yatırım araçlarına yönelmeleri, daha yüksek risk ağırlığında sınıflandırılan orta ve küçük ölçekli firmalara tahsis edilen kredilerin azalmasına veya bu firmalara verilecek olan krediler için faiz oranlarının artmasına ve dolayısıyla da ekonomiyi ve büyüme rakamlarını olumsuz etkilemesi beklenmektedir. Daha fazla sermaye gereksimi ve fonlama maliyetlerinin artması

bankaları farklı iş modellerine yöneltecektir. Bu kapsamda bazı beklenen değişiklikler ve fırsatlar şunlardır:

- Sekürütizasyon piyasası ve yapılandırılmış kredi işlerinde daralma,
- OTC türev işlemlerin hacminde düşüş ve takas odalarına yönelim,
- Ticari takas, ticari işlem ve hizmete dayalı işlerde genişleme,
- Mülkiyete dayalı ticaretten, korunma fonlarına doğru yönelim,
- Daha az hukuki düzenleme altındaki firmalara karşı rekabet artışı,
- Şarta bağlı sermaye gibi bankalar için yeni yapılanma fırsatları,
- Orta vadede kabul edilebilir getiri sağlanamayan işlerde fiyatlama stratejilerinde değişim.

Ayrıca bankalar, bilgi teknolojileri altyapılarına, raporlama sistemlerine ve veri yönetimine daha fazla yatırım yapmak zorunda olacaklardır. (De La Mora ve başk. Aralık 2010)

Finansal kriz olasılığının azaltılması beklentisi, Komite tarafından açıklanan daha yüksek sermaye ve likidite oranlarından beklenen en önemli faydadır. BIS Ağustos 2010'da, yaklaşık 24 ulusal otorite ve uluslararası kuruluşun yetkililerinden oluşan FSB/BCBS Makroekonomik Değerlendirme Grubu (FSB/BCBS Macroeconomic Assessment Group, MDG) tarafından hazırlanan "Güçlü Sermaye ve Likidite Gereksinimlerine Geçişin Makroekonomik Etkilerinin Değerlendirilmesi" ve "Güçlü Sermaye ve Likidite Gereksinimlerinin Uzun Dönem Etkilerinin Değerlendirilmesi" isimli iki ara rapor yayımlanmıştır. Bahsi geçen bu raporlarda, güçlü sermaye ve likidite gereksinimlerinin uygulanmasının makroekonomik etkilerinin uygulamaya geçiş sürecinde ve tam uygulamaya geçildiği aşamadaki olası sonuçlarının faydaları ve uzun dönem maliyetleri sayısal olarak belirlenmeye çalışılmıştır.

Söz konusu çalışmalarda, sermaye ve likiditeye ilişkin asgari oranların artırılmasının kriz olasılığının azaltılmasında ne kadar etkili olacağı belirlenebilmesi amacıyla bazı modeller uygulanmıştır. Yapılan çalışmada kriz öncesi çekirdek sermaye/risk ağırlıklı varlıklar oranının uzun vadeli küresel ortalamasının %7 olduğu, bu oranın %1 oranında yükseltilmesinin ve Basel Bankacılık Komitesi tarafından getirilen likidite standartlarının uygulanması halinde kriz olasılığının %4,6'dan %2,3'e gerileyeceği tahmin edilmektedir. Söz konusu çalışmalarda ayrıca dört yıllık zaman dilimi dikkate alınarak sermaye yeterliliğinde yapılacak bir puanlık artışın, aynı zaman diliminde Gayrisafi Milli Hâsıla'da (GSMH) en fazla yaklaşık %0,19'luk bir gerilemeye neden olacağı sonucuna ulaşılmıştır. MDG yaptığı çalışmada sermaye ve likiditeye ilişkin ilave gereksinimler nedeniyle ilk dört buçuk yılda 10 büyüme oranını beklenen trendin %0,04 altında,

takip eden yıllarda ise beklenen trendin %0,02 üstünde bir oranda gerçekleşmesini beklemektedir. Söz konusu zaman dilimini iki yıla indirildiğinde GSMH'ya ilişkin gerileme %0,19'dan %0,22'ye yükselmekte, tam tersi olarak uygulama süresi altı yıla yükseltildiğinde GSMH'daki gerileme azalmaktadır. MDG tarafından yürütülen çalışmalarda ayrıca likiditeye ilişkin getirilen yeni standartların ekonomiye olan etkisinin sermaye standartları ile karşılaştırıldığında göreceli olarak daha düşük olacağı tahmin edilmektedir. (Cangürel ve başk. Aralık 2010)

Sermaye ve likiditeye ilişkin getirilen yeni standartların yayılma etkisine bağlı olarak döviz kurlarında, emtia fiyatlarında ve küresel arz talep dengesinde de değişikliklere neden olması beklenmektedir. MDG tarafından yapılan çalışmalar sonucunda sermaye yeterliliği oranında yapılacak %1'lik artışın kredi risk primlerinde ortalama 15 baz puanlık bir artışa neden olacağı tahmin edilmektedir. Bu çalışmalarda üretilen tahminlerde, sermaye ve likiditeye ilişkin getirilen yeni standartların etkilerinin gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde gelişmiş ülkelerin ekonomilerine göre daha çok olacağı beklenmektedir.

Türk Bankacılık sisteminin Eylül 2011 tarihi itibarıyla özkaynakları oluşturan kalemlerin dağılımı aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Tablo 1: Türk Bankacılık Sistemi Özkaynak Kalemleri, Eylül 2011

Özkaynak Kalemleri (Eylül 2011)	Tutar (Bin TL)	Oran
Ana Sermaye	136.713,00	90,56%
<i>Ödenmiş Sermaye</i>	49.490	32,78%
<i>Yedek akçeler</i>	79.296	52,52%
<i>Diğer</i>	7.927	5,25%
Katkı Sermaye	15.381,00	10,19%
Üçüncü Kuşak Sermaye	0,00	0,00%
Sermayeden İndirilen Değerler(-)	1.122,00	0,74%
Özkaynaklar	150.972,00	100,00%

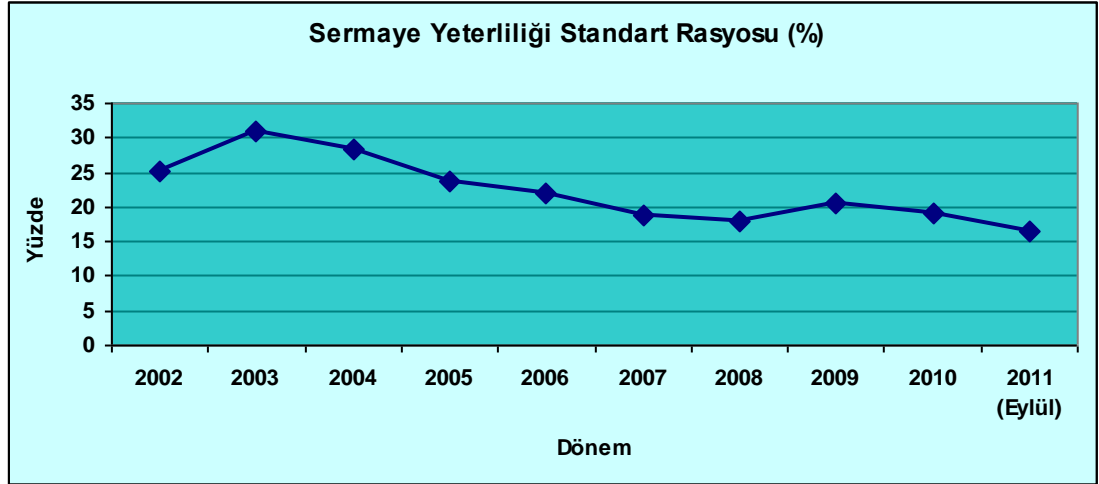
Kaynak: <http://ebulten.bddk.org.tr/AylikBulten/Gelismis.aspx>

Özkaynaklar içerisindeki katkı sermaye oranının düşük olduğu, buna karşılık ödenmiş sermaye, kar yedekleri ve dağıtılmamış karlar gibi çekirdek sermaye kalemlerinin daha yüksek olduğu görülmektedir. Tablodan da anlaşılacağı üzere ana sermaye kalemi toplam özkaynakların %90,56'sını, katkı sermaye ise %10,19'unu oluşturmaktadır. Ana sermayenin en önemli kalemleri olan ödenmiş sermaye ve yedek akçeler sırasıyla toplam özkaynakların %32,78 ve %52,52'sini oluşturmakta olup sektörün yüksek kalitede sermaye ile çalıştığına işaret etmektedir.

Türkiye'nin %8 olarak kabul edilen sermaye yeterlilik oranına ilave olarak 2006 yılında asgari %12'lik hedef oran belirlemesi kriz sürecinde Türk bankalarının sermaye sıkıntısı çekmemesinde en etkili proaktif önlemlerden biridir. Yıllara göre Ülkemizdeki bankaların ortalama sermaye yeterlilik oranları aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Tablo 2: 2002-2011/09 Ülkemizdeki Bankaların Ortalama Sermaye Yeterlilik Oranları

Dönem	Sermaye Yeterliliği Standart Rasyosu (Yüzde)
2002	25,12
2003	30,93
2004	28,24
2005	23,73
2006	21,9
2007	18,94
2008	17,99
2009	20,62
2010	18,97
2011 (Eylül)	16,42



Kaynak: <http://ebulten.bddk.org.tr/AylikBulten/Gelismis.aspx>

Ülkemiz bankacılık sektörünün diğer ülkelerle karşılaştırıldığında yüksek sermaye yeterlilik rasyosu ve düşük kaldıraç oranlarıyla çalıştığı dikkat çekmektedir. Avrupa Birliği ülkeleriyle karşılaştırıldığında bankacılık sektörünün yeterli sermayeye sahip olduğu ve borçluluk oranının düşük olduğu görülmektedir. Ülkemiz bankacılık sektörü gerek sermaye yeterlilik rasyosu gerekse özkaynakların toplam aktiflere oranı açısından yüksek oranlara sahip ülkeler arasında olması Ülkemiz

banka ve şirketlerinin Basel III düzenlemelerinden olumsuz değil dolaylı olarak olumlu etkileneceği kanaatini oluşturmaktadır. Gelişmiş ülkelerin günümüzde kredi arzında yaşanan sıkıntılar mevcutken ülkemizdeki hızlı kredi büyümesi de göstermektedir ki uluslararası alanda rekabet içinde olunan şirketlerin faaliyet gösterdikleri ülkelerdeki bankaların Basel III düzenlemelerinden olumsuz etkilenecek olmaları nedeniyle yaşayabilecekleri krediye ulaşmadaki güçlükler ülkemiz şirketlerinin bu alanda mukayeseli üstünlük elde etmesini sağlayacaktır.

Ülkemizde BDDK tarafından kriz öncesi dönemde ve kriz sürecinde yürürlüğe konulmuş olan likidite rasyoları, %12'lik hedef sermaye yeterliliği rasyosu, kar dağıtımının izne bağlanması, karşılıklara ilişkin değişiklikler gibi düzenleme ve uygulamalar, Basel Komitesince kararlaştırılan ve 2013 sonrasında uygulamaya konulacak olan kurallar ile paralellik taşımaktadır. (Delikanlı, Mayıs 2011)

4. ŞARTA BAĞLI SERMAYE

Sermayenin güçlendirilmesinde, özkaynak benzeri fonların daha aktif olarak kullanılabilmesi, sermaye ihtiyacının süratle ve kolayca sağlanması amaçları şirketleri, yeni sermaye türleri yaratmaya ve değişik sermaye artırımı yöntemleri aramaya yöneltmiştir.

Finansal sermaye, girişimciler veya işletmeler tarafından faaliyetlerinin yer aldığı ekonomik sektörde üretim yapmak ya da hizmet sağlamak için gerekli olan ihtiyaçları satın almada kullanılan para olarak tanımlanabilir. Ödenmiş sermaye ise, yatırımcının işlemin ihraç tarihi başlangıcındaki net nakit akışı üzerinde oransal değişim elde etmek için şimdiden ödediği bir finansal sermaye işlemidir. Ödenmiş sermayenin aksine şarta bağlı sermaye ile bir şirket, yatırımcısına, daha sonra ödenmiş sermaye ihraç etme hakkı için sabit bir fiyat veya prim ödemektedir. Diğer bir deyişle, şarta bağlı sermaye temelde ödenmiş sermaye üzerinde bir çeşit opsiyondur. Önceden belirlenmiş olan olay gerçekleştiği zaman borç enstrümanı özkaynağa dönüşmektedir.

Herhangi bir opsiyon gibi, şarta bağlı sermaye birkaç temel özelliğe sahiptir:

- * Sözleşmeye konu varlık (ya da sadece “dayanak”),
- * Opsiyonun kullanım stili (Avrupa ya da Amerika veya diğer),
- * Opsiyonun zaman periyodu (veya tenor),
- * Kullanım fiyatı.

Diğer opsiyonlardaki bu standart vasıflara ek olarak, şarta bağlı sermaye enstrümanı, risk yönetimindeki rollerine bağlı olarak bariyerler veya ikinci bir tetikleyici ihtiva etmektedir.(Culp, 2002)

Sözleşmeye Konu Varlık:

Şarta bağlı sermaye firmaya, opsiyon işleminin dayanak varlığı olarak düşünülebilecek ödenmiş borç, özkaynak veya sabit oranlı imtiyazlı hisse senetleri gibi hibrid sermaye ihracı opsiyonu vermektedir. Pek çok durumda, pek çok firma ihraç edilebilecek menkul kıymetlerin şartları, menkul kıymet ihraç edilmeden önce, şarta bağlı sermaye opsiyonun kullanım süresinin başında belirlendiği için bu gibi enstrümanlara kayıp öncesi finansman sağlamanın bir yöntemi olarak başvurmaktadır. Bu sebeple yüksek miktarda zarar açıklanması akabinde şarta bağlı sermaye enstrümanlarını kullanan bir firma temelde şirket lehine olan bir finansman opsiyonu kullanmaktadır.

Tenor:

Bir firma tarafından şarta bağlı sermaye olarak ihraç edilebilecek finansal sermaye hakkının vadesine bakılmaksızın şarta bağlı sermaye ihraç etme opsiyonu, sınırlı bir efektif vadeye sahiptir. Örneğin; bir şarta bağlı özkaynak enstrümanı, ihraççıya belirlenmiş bir zaman periyodu için ve önceden belirlenmiş olan ihraç şartları üzerinden bu daimi hakları ihraç hakkı verir ve eğer enstrüman kullanılırsa, yalnızca sınırlı zaman periyodunda yeni daimi hakların ihracıyla sonuçlanabilir.(Culp, 2009)

Kullanım Stili:

Ödenmiş sermayeye potansiyel dönüşümün zamanlaması üzerinde yer alan şartlar şarta bağlı sermaye enstrümanının kullanım şeklini belirlemektedir. Normal bir opsiyon gibi, bir şarta bağlı sermaye enstrümanı alıcısına, Bermuda stilinde olduğu gibi sadece belirli bir tarihte veya Avrupa stilinde olduğu gibi sadece şarta bağlı sermaye enstrümanının süresi dolduğunda enstrümanı kullanma ve ödenmiş sermayeyi elde etme hakkı vermektedir. Fakat pek çok şarta bağlı sermaye enstrümanı, Amerikan stilidir ve başlangıç kullanım süresi olmayan opsiyonlar istisna olmak üzere sahiplerine opsiyonun kullanım süresi boyunca kullanma izni vermektedir.

Kullanım Fiyatı:

Bir şarta bağlı sermaye enstrümanı aynı zamanda, söz konusu enstrümanı satın alanın bu enstrümandan yararlanma hakkını kullanması durumunda ihraç edilecek ödenmiş sermaye üzerine önceden belirlenmiş şartlarda yansıtılan bir kullanım fiyatı içermektedir. Daha önce bahsedildiği üzere, kullanma fiyatı sıklıkla kayıplar oluşmadan ihraç şartlarını yansıtacak şekilde belirlenir. Yeni ihraç fiyatının, belirlenmiş bir riskten kaynaklanan kaybın realize edilmesinden önce tespiti durumunda başlangıç zamanında enstrümanının başabaş noktasında olması

muhtemeldir. Bununla beraber, bazı şarta bağlı sermaye enstrümanları kullanılması durumunda işleme konu olan menkul kıymetlerin şartları kullanım zamanında başabaş noktasında olacak şekilde yeniden belirlenebilir olarak oluşturulmaktadır. Bunlar kayıp sonrası finansman enstrümanları olarak adlandırılmaktadır.

Enstrümanın Çeşidi:

Şarta bağlı sermaye, enstrümana sahip olanın yeni finansal sermaye ihraç etme veya yeni ihraç edilen bir menkul kıymeti satın alma haklarının ikisini de taşıyabilir. Önceki benzerleri ödenmiş sermaye üzerinde bir satımken, sonrakiler alım sunar. Bu açıdan belki de şarta bağlı sermayenin en açık örneği varanttır. Bir varant sahibi, belirli bir fiyattan, belirli bir tarihte veya öncesinde firma tarafından ihraç edilen genellikle adi hisse senedinden bakiye satın alma hakkına sahiptir. Böylece varantlar şarta bağlı hisse satın alma anlaşmaları olarak görülebilir. Gömülü varant içeren dönüştürülebilir borç ve imtiyazlı senetler de aynı zamanda şarta bağlı sermayenin birer formu olarak görülebilir.

Fakat varant ve dönüştürülebilir menkul kıymetler için kullanım kararının ihraç eden şirkette değil de yatırımcının elinde olması sebebiyle, söz konusu menkul kıymetler büyüme fırsatları yükseldiği zaman (başarısızlık ihtimali gösteren) risk yönetim aracı olarak görev yapmaktan daha ziyade özkaynak artışı için maliyet etkin bir alternatif olarak görev yapar. Bu çalışmada, kullanım kararının firmanın kontrolünde olan satış yapılı şarta bağlı sermaye enstrümanları üzerinde yoğunlaşılacaktır.

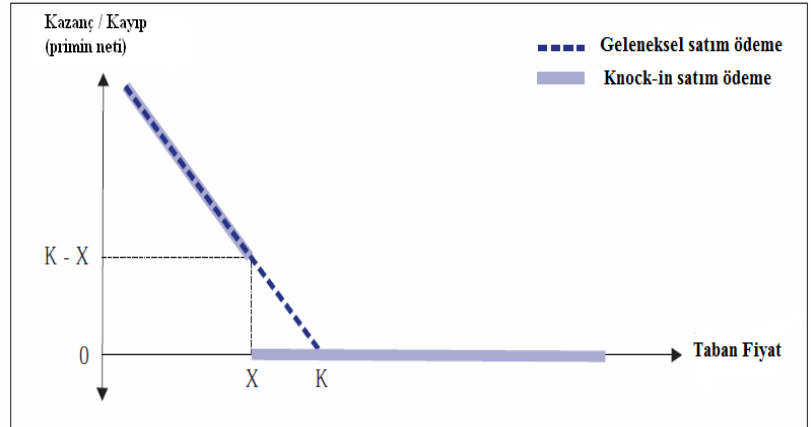
İkinci Tetikleyici:

Bütün opsiyon kontratlarında yer alan standart özelliklere ek olarak, şarta bağlı sermaye bazen opsiyon kullanılmadan önce oluşması gereken ikinci tetikleyici olarak da bilinen ek bir şartı içerir. İlk tetikleyici, enstrümanın, piyasadan elde edilebilir sermayeden daha ucuz veya daha cazip olması nedeniyle sermayenin ulaşılabilir olduğu opsiyonun lehte olması halinde kullanılır. Bu anlamda, şarta bağlı sermaye enstrümanları “knock-in” opsiyon olarak adlandırılan bir çeşit bariyer opsiyonuna benzer görünür. Örneğin knock-in satış, bir kullanım fiyatını içeren normal bir satış opsiyonunun tüm özelliklerine sahiptir, fakat aynı zamanda opsiyonun yazıldığı aynı dayanak varlığın fiyatı açısından tanımlanan kullanımın gerçekleşmeyeceği bir fiyata da sahiptir. Knock-in satış durumunda, eğer opsiyon lehte olsa bile, satış opsiyonu, işleme konu fiyat, kullanımın gerçekleşmeyeceği fiyatın altına düşene kadar kullanılamaz. Fakat bariyer aşıldığında, opsiyonun kullanım değeri, kullanımın gerçekleşmeyeceği fiyata değil orijinal kullanım fiyatına dayanır. Şekil 3, geleneksel satış (kesikli çizgi) ve kullanımın gerçekleşmediği X ile knock-in satış (koyu siyah çizgi) üzerinde ödeme (herhangi bir pirim ödemesinin netini) gösterir.

Geleneksel bariyer opsiyonlarının aksine, bir şarta bağlı sermaye enstrümanının ikinci tetikleyicisi, sadece ilk tetikleyiciyi aktive eden aynı değişkenler açısından değil, daha ziyade bazı açıkça belirlenmiş riske bağlı kayıplar açısından tanımlanır. Bu gibi kayıp tecrübeleri, enstrümanın dayanak menkul kıymetlerinin piyasa değerini etkileyecektir. Fakat her iki tetikleyici de enstrümanların kullanılabilir olması için aktive edilmelidir. Enstrümanın dayanak menkul kıymetleri firmaya, piyasadan elde edebileceğinden daha iyi şartlar önermelidir ve firma anlaşmada belirlenen risklerden dolayı artan kayıpları tecrübe etmelidir. (Culp, 2002)

Bazı durumlarda, ikinci tetikleyici, potansiyel “ahlaki riziko”¹ problemlerini sınırlamak için firmanın etkisinin ötesinde bir değişkene (örneğin GSYH’deki bir gerileme) bağlıdır. Diğer durumlarda, ikinci tetikleyici, bir yere kadar yönetimin kontrolünde olan firmaya özgül riskler veya kayıplar açısından belirlenebilmektedir.²

Şekil 3 : Bir Bariyer Satım Opsiyonu



Kaynak: Culp, Christopher L., “Contingent Capital: Integrating Corporate Financing And Risk Management Decisions”

4.1. ŞARTA BAĞLI SERMAYENİN TÜRLERİ

Bu bölümde şirketlere yeni ödenmiş sermaye ihraç hakkı (zorunluluk değil) veren şarta bağlı sermaye enstrümanlarının önde gelen türlerinden bazıları incelenecektir. Daha önce de değinildiği gibi, bu enstrümanlar, ihraççı firmaların sahip oldukları menkul kıymetler üzerindeki satımlara eşittir.

¹ Moral hazard ya da ahlaki riziko; sözleşmenin taraflarından birisinin, diğer taraf aleyhine sözleşmeden yararlanacak biçimde, davranışını değiştirmesi durumunda ortaya çıkan sorundur. Örneğin yangına karşı evini sigorta eden ev sahibinin yangını önlemede daha az dikkatli davranması, sağlık sigortası olan bir kimsenin ilaç kullanımı konusunda savurganca hareket etmesi vb. gibi.

² Örneğin Swiss Re, kesin bir eşikten daha yukarıda kayıplarla sonuçlanan iş kesintileri devam eden Telekom firmalarına, yeni menkul kıymetleri arz etme imkanı veren şarta bağlı sermaye enstrümanları sunmaktadır.

4.1.1. Akreditif ve Kredi Sınırları

Muhtemelen, şarta bağlı borç işlemlerinin en yaygın örneği akreditif ya da kredi sınırlandırmasıdır. Bu tür sözleşmelerde, genellikle banka olan borç verici şirketten bir ücret kabul eder ve firmanın borç veren tarafından belirlenen şartları sağlaması durumunda, kuruluşlarca seçilen sonraki bir zamanda, şirkete borç para verme karşılığında anlaşılır. Eğer kuruluş daha sonra krediden (LOC) çekim yaparsa, şarta bağlı hak, firmanın bankaya anapara ve faiz borçlusu olduğu sabitlenmiş bir işlem haline gelir. Kredi sınırları hem koşullu hem de koşulsuz olabilir.

Koşullu Kredi Sınırları: Koşullu kredilerde, faiz oranı, enstrüman ilk defa düzenlendiği zaman belirlenmektedir. Genellikle Koşullu LOC açıkça bir ikinci tetikleyici içermemesine rağmen, bir firma, sıklıkla çok ciddi bir finansal kayıp nedeniyle likiditesinde önemli sıkıntı yaşamamasından sonra tipik olarak bir LOC kullanacaktır. Eğer kayıp, firmanın kredi kalitesi hakkındaki endişeleri artıracak kadar büyükse, kayıp sonrası fonlamanın maliyeti muhtemelen kayıp öncesi fonlamanın maliyetini aşacaktır.

Bir LOC'un fiyatına gelecekteki bir kayıp olasılığı yansıtılmasına rağmen bir Koşullu LOC, firmanın finansal sıkıntısının beklenen maliyetinin azaltılmasına yardım edecek bir kayıp öncesi finansman kaynağı olarak, firma için mantıklı olacaktır. Varsayalım, bir AAA kredi notuna sahip firma LIBOR üzerinden 30 baz puanla borçlanıyor. Hem firma hem de banka, firmanın %90 olasılıkla AAA derecede kalacağını ve %10 olasılıkla AA derecesine düşmekle sonuçlanan bir kayba maruz kalacağına inansın. Eğer not indirimi gerçekleşirse, firmanın yeni fonlama maliyetinin Libor+60'a çıkacağı beklensin. Bu durumda, firmanın beklenen kredi spreadi 33 baz puandır.(= $30 \times 0.9 + 60 \times 0.1$)

Örneği basitleştirmek için, varsayalım banka, üç baz puandan bir prim ödemesi karşılığında, firmaya AAA derecesinde Libor+30 den borçlanma hakkı veren bir Koşullu LOC önersin. Eğer firma Koşullu LOC kullanırsa fonlama maliyeti Libor+33'tür.

Bu örnekte, firmanın beklenen fonlama maliyeti, firma LOC'u kullansa da kayıp sonrası şartlar üzerinden borçlansa da her iki durumda da aynı olmaktadır. Fakat LOC'la firma, bütün senaryolarda fonlara ulaşmayı garantilemeye çalışmış olur. Varsayalım ki firma yetersiz yatırım durumunda olsun, eğer nakit akışlarındaki eksiklik firmaya maliyetler yüklerse 33 baz puana sabitlenmiş prim, aynı beklenen primle (33 baz puan) riskli bir borçlanma stratejisinden daha yüksek bir firma değeri ile sonuçlanabilir.

Bir Koşullu LOC'un açık bir ikinci tetikleyici ihtiva etmemesine rağmen, koşullu LOC'ların en çok ihtiyaç duyuldukları zamanda genelde mevcut olmadığı yönünde eleştirilere yol açan belirli koşullar olduğu durumlarda, sermaye sağlayıcısının koşullu LOC'un şartlarında yer alan kredi taahhütlerinden kaçmasına

müsaade eden önemli bir kısıt ihtiva etmektedir. Özellikle, LOC'lar "önemli ters değişim" (MAC) şartları olarak bilinen kısıtlamalar içerir. Tipik bir MAC şartı, firmanın finansal durumunda veya kredi kalitesinde ciddi bir ters değişim yaşamadıkça herhangi bir zamanda akreditifini veya kredi limitini kullanabileceğini ifade eder. Maalesef bu, firmanın en çok ihtiyaç duyduğu zaman, yani bir ters olayın mevcut ödenmiş sermayenin çoğunu yok ettiği zaman, LOC'ların fon sağlamada sıklıkla başarısız olduğu anlamına gelmektedir.

Koşullu Olmayan LOC: Bir Koşullu Olmayan LOC, kullanım fiyatının enstrümanın kullanıldığı anda başabaş noktasında olacak şekilde belirlenmesi dışında, daha çok koşullu LOC'a benzemektedir. Diğer bir deyişle, kredi borç verenin seçeceği bir zamana kadar limitin kullanılacağı zamanda borç verenin finansal durumuna bağlanmış cari faiz oranlarında uzatılır.

Genel olarak Koşullu Olmayan LOC'lar, piyasa oranlarından fiyatlamalarının ihraççıya belirgin olmayan finansman faydaları sağladığı göz önüne alındığında Koşullu LOC'lardan daha ucuzdur. Fakat kayıp sonrası finansmanın bir kaynağı olarak, Koşullu Olmayan LOC'lar zor zamanlarda sermaye artırımı konusunda endişeli olan şirketler için açıkça bir çekiciliğe sahiptirler. Borç verenlerin diğer piyasa katılımcılarının sahip olmadıkları bilgiye sahip olduklarında Koşullu Olmayan LOC'lar firmaların fonlarını arttırmak için kullandıkları nadir yollardan biri olabilir.

Önceki bölümdeki örnekle devam edersek, banka ve firmanın, AA'ya bir not düşüşü ihtimalinin %10 olduğu üzerinde anlaştıklarını varsayalım. Eğer banka Koşullu Olmayan bir LOC önerirse, pazarlığın beklenen değeri, eğer banka tüm enstrümanlar için herhangi bir şeye maliyet yüklerse negatiftir. Fakat ilave varsayım, firma LIBOR+60dan fonlama maliyetine eşit ve aşırı yüksek bir pozitif net şimdiki değer ile bir yatırım fırsatı beklesin. Eğer firma nakit kısıtı içerisinde bulunmaktaysa, LOC için Koşullu Olmayan bazdan denk ödeme yapmak, firma için tamamen bir fonlama kısıtından dolayı yatırım projesinden vazgeçtiğinde katlanılacak olan maliyetten kaçınmak anlamında mantıklı olabilir.

Bankalar, MAC şartlarına benzer açık kısıtlar kullanan LOC'lardaki ahlaki riziko endişelerine hitap etmesine rağmen, şarta bağlı sermaye enstrümanlarını öneren sigorta şirketleri ahlaki rizikoyu idare etmek için biraz farklı bir yaklaşım sergileme eğilimindedirler.

Bu bölümde daha sonra belirtilecek olan şarta bağlı sermaye ürünlerinde, istenilmeyen risklerin ana caydırıcısı MAC şartlarından ziyade enstrümanın ikinci tetikleyicisidir. İlaveten, şarta bağlı sermaye enstrümanları, sıklıkla kontrolün değişimine ait olan sözleşmeler, firmanın yatırım kararları üzerinde sınırlamalar ve finansal oranları hakkında minimum net değer gereksinimleri gibi spesifik hedefler içermektedirler. (Culp, 2002)

4.1.2. Şarta Bağlı Özkaynak

Bir şarta bağlı özkaynak (Contingent Equity) enstrümanı, ihraççısının mutabık kaldığı kendi adi veya imtiyazlı hisse senetleri üzerinde satım opsiyonu sunmakta ve tetikleme olayı ortaya çıktığında kullanıcıya nakit karşılığında yeni özkaynak payları ihraç imkanı vermektedir. Bu ürün özkaynak ve pek çok şarta bağlı özkaynak yapıları “kayıp özkaynak satımları” bölümünün altında yer almaktadır. Tipik bir kayıp özkaynak satımında, firma ikinci tetikleyicinin aktif olması halinde (ilk tetikleyici ile tekrar firmanın yeni hisse ihracı isteğinin olması) yeni hisse ihracı ve karşı tarafa satma imkanı veren bir tek taraflı anlaşma veya sendikasyon anlaşması ile temelde özkaynak özel plasmanı önsözleşmesi yapar. Sözleşmeye konu olan varlık, imtiyazlı veya adi hisseler olabilir. Eğer hisse imtiyazlıysa, kar dağıtım oranı, diğer imtiyazlı hisselerine ödenen oranla karşılaştırılabilir veya sabitlenmiş olabilir.

Kayıp özkaynak satımları, bazıları sermaye satın alıcılarının kontrolü altındaki değişkenlere diğerleri ise sözleşmelerde yer alan ikinci tetikleme olaylarının pek çok türü ile ihraç edilmişlerdir. Pek çok ikinci tetikleyiciler belirli bir risk tipini yönetmek için dizayn edilmiştir.³ Benzer şekilde, ikinci tetikleyicilerinin bir doğal afet veya bir felaketten kaynaklanan kayıplar olan imtiyazlı hisseler üzerine sözleşme yapılan kayıp özkaynak satım opsiyonları “CatEPut” olarak da bilinir. Chicago temelli sigorta brokırı Aon tarafından dizayn edilen CatEPuts, aşırı reasürans kapasitesi veya birincil reasürans ve iade piyasalarına alternatif arayışı içindeki felaket kredileriyle reasürans şirketleri tarafından ihraç edilmiştir.

İkinci tetikleyici olarak vazife yapan kayıp olayı, genellikle ihraççının hisse fiyatıyla oldukça ilişkilidir. Eğer deprem sonrası ortaya çıkan bir mülkiyet kaybı ikinci tetikleyici ise, örneğin, hisse fiyatlarında bir düşmenin beklenildiği satım opsiyonunu, harekete geçirmek için yeterli genişlikte ise mantıklı bir kayıp seviyesi olacaktır. Bu provizyon ihtiyaç duyulduğu zamanda, tercih edilebilir şartlarda sermayeye ulaşabilmeyi sağlayan opsiyonu garanti etmeye yardımcı olur, böylece şirketin opsiyon için ödemek zorunda olduğu pirim düşer. (Culp, 2002)

4.1.3. Koşullu Uzun Dönem Sermaye Çözümleri

Diğer bir şarta bağlı sermaye formu, Swiss Re'nin Koşullu Uzun Dönem Sermaye Çözümleri ya da kısaca adıyla CLOCS (Committed Long-Term Capital Solutions)'tur. Bahsedilen kayıp özkaynak satımlarının aksine, CLOCS şarta bağlı borçlu şarta bağlı özkaynak olarak inşa edilebilir. Bu güne kadar, Swiss Re CLOCS'a ekonominin üç önemli sektöründe yer vermiştir, bunlar ticari bankacılık, mali olmayan kuruluşlar ve sigorta endüstrisidir. Üç endüstri grubundan her birini temsil eden üç CLOCS ihracına aşağıda kısaca yer verilmiştir. (Culp, 2002)

³ Daha önceden bahsedildiği üzere, Swiss Re iş kesintileri ve diğer operasyonel risklerle ilgili kayıplar tarafından tetiklenen kayıp özkaynak satımları sunmaktadır.

Royal Bank of Canada:

Ekim 2000'de, Swiss Re, Royal Bank of Canada (RBC) ile CLOCS pazarlığının yapıldığı 27 Ekim 2000 tarihinde geçerli olan Swiss Re'nin finansman spreadinden RBC'nin imtiyazlı hisselerine karşılık RBC'ye 200 milyon Kanada Doları (133 milyon ABD Doları) sağlamak için şarta bağlı sermaye enstrümanı anlaşması yapmıştır.

Pek çok banka gibi, RBC, kayıp sonrası finansman dönemlerinde tercih edilmeyen yeniden rezervleri artırma yükleniminden kaçınmak için aşırı rezerv (Basel Sermaye Uzlaşısı tarafından tanımlanan minimum sermaye gereklilikleri ile ilgili olarak) tutma uygulamalarını sürdürür. Bankalar, genel olarak kazancın ve nakit akışlarının yüksek olduğu zamanlarda fazla rezervlerini arttırma eğilimindedirler. Bu uygulamanın olumsuz yan etkilerinden biri ertelenmiş kazançların, gelecekteki kredi portföyünü finanse etme imkanından daha çok borç-kayıp rezervlerine ayrılarak saptırılmasıdır.

RBC CLOCS'ları, hem fazla rezervleri fonlamanın ve hem de borç-kayıp rezervleri ile minimum sermaye gereklilikleri arasındaki fon tamponunu sürdürmenin bir yolu olarak kullanmıştır. CLOCS'ları kullanma, RBC'ye halihazırdaki fazla rezerv gerekliliklerini finanse etmek için yeni menkul kıymet ihraç etmekten kaçınmaya olanak sağlamıştı. Aynı zamanda, CLOCS enstrümanı, bankanın istisnai olarak kredi kayıplarına maruz kaldığında harekete geçmesi nedeniyle bankaya, önemli kredi kaybı olması durumunda hala yeterli rezerve sahip olma rahatlığı vermektedir.

Bağlı sermaye enstrümanı, RBC'ye çeşitli yollardan yardım etmiş görünmektedir. Birincisi, RBC'ye borç-kayıp rezervlerini daha düşük maliyetli ön fonlama modeli sunmuştur.

CLOCS, RBC'nin finansal rasyolarının gelişmesine de yardımcı olmuştur. Şarta bağlı sermaye için bilanço rezervlerinin takası RBC'nin özkaynak getirisini arttırmaktadır. Örneğin, enstrüman, eğer kullanılırsa, Basel Uzlaşısı doğrultusunda yer alan Tier I yasal sermayeye dönüşebilmesine rağmen, enstrümanın şarta bağlı olan tabiatı, rezervler üzerinde sermaye fazlasını sürdürmenin RBC'ye olan maliyetini oldukça düşürmektedir.

Swiss Re perspektifinden, anlaşmanın riski, Kanada ekonomisinde meydana gelebilecek herhangi bir şokun, RBC'nin kredilerinde çok fazla kayıplara yol açmasıdır. Swiss Re, fiyatlamasının riskle orantılı olması için gereken itinaayı gösterme ve risk modellemesi eforuna katlanmıştır. Swiss Re, hiçbir RBC anlaşmasına sendikasyon veya reasürans yapmamıştır. (Culp, 2002)

Compagnie Financiere Michelin:

Societe Generale (SocGen) ile birlikte, Swiss Re, Fransız lastik üreticisi Michelin için finans ve holding şirketi olan İsviçre'nin Compagnie Financiere Michelin ile bir CLOCS anlaşması yapmıştır.

Aslında Michelin anlaşması, bir parça banka borcu bir parça da CLOC'dur. Anlaşmanın banka kısmında, Micheline beş yıla kadar (anlaşmanın başlangıcı olan 2000 yılının sonundan 2005 yılının bitimine kadar) SocGen'den bir banka kredi enstrümanı çekme hakkı verilmiştir. Bu hakkın karşılığında, Michelin her yıl için 35 baz puandan finansman ücreti ödemiştir. Temelde uzun vadeli borç üzerine bir koşullu kredi limiti (anlaşmanın SocGen kısmı) ikinci bir tetikleyici içermemekteydi.

Anlaşmanın CLOCs kısmı için, Swiss Re Micheline 2012'de vadesi gelen ikinci derece borç üzerine beş yıllık bir satım opsiyonu vermektedir. CLOCS opsiyonu bir ikinci tetikleyici ihtiva eder: Satım sadece Michelinin etkin olduğu Avrupa ve USA piyasalarındaki GSYH'nin kombine edilmiş ortalama büyüme oranlarının %1,5'un altında (2001 yılından 2003 yılına) ve %2'nin altında (2004 yılından 2005 yılına) olduğu zaman uygulamaya konabilecekti. Bu şekilde ikinci tetikleyicinin dış bir makro değişkene bağlantısı, herhangi bir potansiyel ahlaki riziko probleminin sınırlandırılması görevini görmektedir. Aynı zamanda, Michelin'in kazançlarının bu piyasalardaki GSYH ile büyük oranda ilişkili olması gerçeği, şirketin temel risklerinin sınırlanmasına yardım etmektedir. Çoğunlukla ikinci tetikleyicinin muhtevastından dolayı, Michelin'in Swiss Re'ye ödediği finansman ücreti SocGen'e ödediği banka kısmından yıllık beş baz puan daha aşağıdaydı.

RBC anlaşmasının aksine, Swiss Re Michelin anlaşmasını Credit Suisse'nin Winterthur'u gibi sigorta piyasalarına ve Avrupanın önemli bankacılık piyasalarına getirmek suretiyle sendike etmekteydi. Bu, anlaşmanın genel maliyetlerinin Şirkete oldukça cazip hale gelmesi sayesinde Michelin'in ulaşabileceği sermaye arzını artırmıştı. Michelin tarafından bir enstrümanın kullanılmasına müteakip ihraç edilen menkul kıymetlerin (muhtemelen) 12 yıllık tenorla karşılaştırıldığında, pek çok kurumsal borcun en uzun vadesi ihraç tarihinden itibaren 10 yıldır.

Michelin CLOCS anlaşması, bir şirketin şarta bağlı sermayeyi finansal artık veya değer artırıcı yatırım fırsatlarını fonlamak için rezervde tutulan likit sermaye olarak nasıl kullanabileceğinin güzel bir örneğidir. Eğer Michelin iyi dönemlerde genişleme veya iktisap etme fırsatlarıyla karşılaşırsa, bunun finansmanına muhtemelen iç fonların genişlemesi veya tercih edilebilir şartlarda yeni menkul kıymet ihracı sayesinde katlanabilir. Fakat bir kötü kazanç performansı döneminden sonra, Michelin stratejik yatırım programını tamamlamak için gereken fonlamada yetersizlik çekebilir. Bu durumda, CLOCS enstrümanı Micheline eksik yatırım problemlerine karşı nispeten daha verimli sigorta sağlayabilir ki muhtemelen bu

sigorta politikası, bilançoda daha fazla sermaye tutmaktan oldukça ucuz olacaktır. (Culp, 2002)

MBIA:

Swiss Re'nin, AAA/Aaa notuna sahip ABD'li monoline sigorta şirketi⁴ olan MBIA (Municipal Bond Insurance Association) ile yapılan üçüncü CLOCS işlemi, Aralık 2001'de sonuçlanmıştır. Eylül 2001 itibariyle, MBIA büyük çoğunluğu belediye tahvili ihraçları olmak üzere, 450 milyon USD tahvil garantisi sağlayan, en büyük monoline sigorta şirketi idi.

Anılan anlaşma ile özetle, Swiss Re CLOCS MBIA'ya 150 milyon USD sigorta kapsamı sağlamıştır. İkinci tetikleyici MBIA'nın mevcut garantileri üzerinde önemli kayıplara bağlanmıştır. Enstrüman kullanıldığı takdirde, Swiss Re zamanla daimi imtiyazlı hisseye dönüşen ikinci dereceli borç satın alır. Michelin anlaşmasında olduğu gibi, Swiss Re kredilerini diğer sigorta şirketlerine sendike eder.

MBIA'nın benzerlerinden kredi sigortası kapsamı satın alan tahvil ihraççıları ve yatırımcıları için en başta gelen risk yönetimi endişesi, sigorta şirketinin müflis ve bir temerrüt durumunda tahvilleri ödeyemez hale gelmesi değildir. En önemli risk MBIA'nın AAA/Aaa derecesini kaybetmesidir. Derece notunun öneminden dolayı, monoline'lar arz ettikleri sigortanın, sigorta paketçisinin notunu tehlikeye atmayacak seviyede, yeterince düşük beklenen kayba sahip olan sigortayı temin etmeye yardım etmek için sigorta paketi sağlamadan önce derecelendirme ajansları ile çok yakın çalışma içindedirler.

Aslında, monoline kapsama işi AAA/Aaa notuna, piyasa gözlemcisinin sigorta şirketinin notundaki bir harf kaybının onların işlerinin azalmasına ve neredeyse anında iflasa sürüklenmelerine sebep olacağına inanacak kadar çok bağımlıdır. Birkaç yıl önce, diğer büyük bir monoline sigorta şirketinin not indirimin eşliğinde olduğu söylentisi çıkınca, kredi sigorta paketi kullanıcıları benzer endişelerini ifade etmişler ve hatta sigorta şirketinin önde gelen yatırımcılarından ikisi not indiriminin gerçekleşmemesini temin etmek için yeni sermaye ile müdahalede bulunmuşlardır.

MBIA'ya CLOCS'un önemli bir faydası, garanti ettiği işlerde önemli bir darbe aldıktan sonra şirketin kayıp öncesi dönemde ek sermayeye ulaşabilmesidir.

⁴ Monoline sigorta şirketleri yalnızca bir sigorta işlemi yapan sigorta şirketleridir. Bu da borçlanmaya yönelik finansal varlıkların sigortalanmasıdır. Monoline sigorta şirketleri sermaye piyasalarına hizmet sunarlar ve bu piyasadaki müşterilerinin bekledikleri getiriyi elde etmeleri için güvence verirler. Başlangıçta belediyelerin çıkardığı tahviller için sigorta yapan bu şirketler, günümüzde mortgage dayalı menkul kıymetler, teminatlandırılmış borç yükümlülükleri gibi diğer tip tahviller için de hizmet vermektedirler

Bu sermayeye ulaşımın garantisi, bir not düşüşüne karşı sigorta şirketine önemli bir tampon sağlamasıdır. (Culp, 2002)

4.1.4. Ters Konvertibl'lar

Ters konvertibl temelde bir tahvile, şarta bağlı sermaye enstrümanının gömülmesinden oluşan hibrid menkul kıymetin bir tipidir. Kupon ödemesi olan bir borç enstrümanı ile eğer dayanak varlığın fiyatı önceden belirlenmiş fiyatın altına düşerse dayanak varlığın miktarında yatırımcıya anaparayı geri ödeme hakkını ihraççıya veren bir opsiyondan oluşur. Geleneksel konvertiblların aksine, ters konvertibllar tipik olarak ihraççı tarafından tutulan Avrupa tipi satım opsiyonu ihtiva etmektedirler. Yani, ihraççı tahvilin vadesinden önce borcu özkaynak payına çeviremez. Fakat vadede, eğer ihraççının adi senetlerinin fiyatı opsiyonda belirlenmiş kullanım fiyatının altındaysa, (genellikle tahvil ilk ihraç edilirken başabaş fiyattan belirlenir), tahviller, tahvilin muayyen anaparasının sabit nakit ödemesinden ziyade ihraççının paylarıyla itfa edilir.

Bu güne kadar ihraç edilen ters konvertible üzerindeki kuponlar, yatırımcıların önemli istenilmeyen özkaynak riskini taşımalarını telafi etmek için oldukça yüksekti. Bazı ters konvertiblarda, yatırımcılar için riski sınırlayan bir ikinci tetikleyiciyi içermesinden dolayı daha düşük kupon ödenmektedir. Buraya kadar incelenen diğer şarta bağlı sermaye enstrümanlarının aksine, pek çok ters konvertiblların ikinci tetikleyicisi, birinci tetikleyici gibi, ihraççının hisse fiyatına dayandırılmıştır, böylece gömülü özkaynak satımının knock-in bariyer satım opsiyonuna eşitliği sağlanmaktadır.

Örneğin, Beethoven şirketi tarafından ihraç edilen “down-and-in” ters konvertibllerin nominal değeri 10 USD, her payın uygulama fiyatı 10 USD ve her payın kullanıma izin verilmeyen fiyatı 8 USD olduğunu varsayalım. Farzedelim Beethoven’ın hisse fiyatının değerinin 6 USD olsun, sonra yatırımcılar bononun nominal değerinden 4 USD daha az olan değerde pay elde eder. Eğer Beethoven’ın hisse fiyatı vadesinde 9 USD olursa, yatırımcıların tahvilden elde edecekleri nominal değer 10 USD’dir. Fakat bunun yerine, Beethoven normal bir ters konvertible ihraç ettiğinde, 9 USD hisse fiyatı, hisselerdeki nominal değerden 1 USD aşağı şekilde nominal değerinin altında itfayı tetikleyecektir. Down-and-in ters konvertibl, başabaş kullanım fiyatının altında başabaştan paraya çevrilmesine müsaade ettiği için ödenen kupon daha düşük olacaktır. (Culp, 2002)

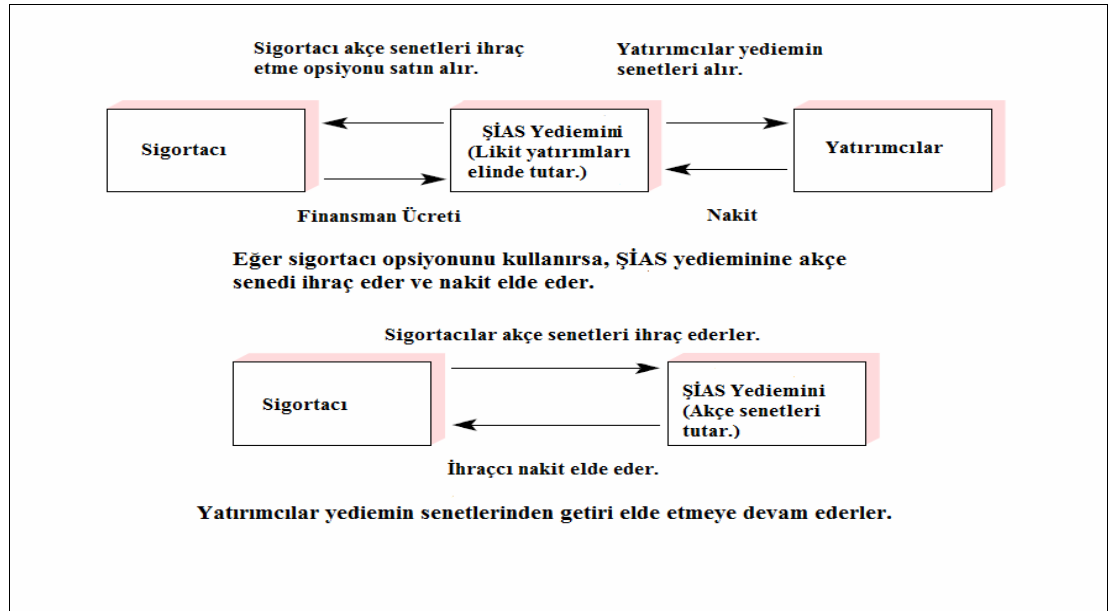
Ters konvertiblların firmanın sermaye yapısını değiştirmesine imkan tanıması anlamında şarta bağlı sermaye olduğuna dikkat edilmelidir. Fakat şimdiye kadar incelediğimiz diğer şarta bağlı sermaye türlerinin aksine, ters konvertibllar hem belirli bir ikinci tetikleyici içermezler (hisse fiyatı haricinde) hem de firmanın yeni sermaye artırımına imkan vermezler. Bu manada, ters konvertibllar ihraççının tek bir

tip sermayeyi diğeri biriyle değıştirmesi için gömülü opsiyonlarla birlikte diğeri menkul kıymetlere benzemektedir.

4.1.5. şarta Bağlı İhtiyat Akçesi Senetleri

Sigorta şirketleri yasal sermayelerini “ihtiyat akçesi” olarak tanımlamaktadırlar. Bir “ akçe senedi” yasal amaçlar için sermaye olarak telakki edilmek üzere sigorta şirketlerince ihraç edilen bir çeşit borç enstrümanı veya imtiyazlı hisse senedir. Pek çok borç özelliğine sahip olmasına rağmen sigorta şirketinin bilançosunda zkaynak olarak görünmesi sigorta şirketinin iş kapasitesini artırmasına imkan verir. Son yıllarda, bazı sigorta şirketleri olaya bağlı akçe senetleri ihraç etmişlerdir. Bu rnler, opsiyonun bir ters olumsuz sigorta olayına, genellikle belirli bir felaket türüne veya bu tür olaydan kaynaklanan kayıp miktarına bağlanmış olduğu ikinci bir tetikleyici içeren akçe senedi üzerine satım opsiyonu sunmaktadırlar.

şekil 4: şarta Bağlı İhtiyat Akçesi Senetleri



Kaynak: Michael W. Elliott, Contingent Capital Arrangements, CPCU Society Risk Management Section Quarterly Vol. 18 No. 2 September 2001

Nationwide Mutual Insurance Company, Hannover Reinsurance Group ve Arkwright Mutual Insurance Company 1990lı yıllarda şarta bağlı akçe senedi ihraç etmişlerdir. Bu yapılarda, yatırımcılara satılan akçe senetlerinden sağlanan hasılatlar Hazine⁵’ye yatırılan bir teminat hesabında yer almaktadır. Sigorta şirketinin akçe senedi ihraç etmek için opsiyonunu kullanmadığı müddetçe, yatırımcı teminattan

⁵ Nitekim daha çok İngiliz ve Amerikan hukukunda “Treasury Stock” olarak geçen ve ortaklığın henüz piyasaya sürmediği veya satın alma, geri alma ve bağış gibi yollarla alıp, imha etmeyerek sakladığı hisse senetlerinin bu amaçla kullanıldığı görülmektedir.

hazine faizi artı daha sonrasında akçe senetlerini iktisap etme taahhütleri için yatırımcılara sigorta şirketi tarafından ödenen bir ücreti (örneğin pirim) kazanmaktaydı. Eğer tetikleme olayı gerçekleşirse, sigorta şirketi, uygun gördüğünde, kendi akçe senetlerini hazineyle değiştirebilecekti. Bu durumda yatırımcı, ihraççının akçe senedinden faiz ve anapara elde edecekti. Bu akçe senedi ihraçlarının temel yapısı, daha önce şekil 3’de gösterilen bariyer satım opsiyonu ile aynıdır. (Culp, 2002)

Akçe senetleri özellikle sigorta şirketlerinin yasal sermaye gerekliliklerini yerine getirmelerine yardım etmesi için dizayn edilmiştir. Senetler ihraç edildikleri zamandaki (şarta bağlı sermaye enstrümanı kullanıldığında) başabaş fiyattan fiyatlandığı için, firmanın piyasadan borçlanmasının maliyeti temelde bir akçe senedi programından ortaya çıkacak maliyetle aynı olmalıdır. Şarta bağlı akçe senetlerinin en büyük faydası ise yasal sermayeye zamanında ulaşılmasını garanti etmesidir.

Bir sigorta şirketi sermayesinin yasal asgari sınırların altına veya altında herhangi bir değere düşmesine müsaade edemez. Akçe senetleri, yatırımcıların yeni tahvillere yatırım yapması beklenirken sigorta şirketlerinin minimum zorunlu sermayenin altına düşmekten kaçınmasını sağlaması durumunda anlamlı olacaktır.

4.1.6. Satılabilir Felaket Tahvilleri

Çok büyük kayıp ve finansal problemle sonuçlanabilen deprem, kasırga gibi felaket olayları sigorta ve reasürans şirketlerinin karşılaştıkları en belirgin risklerden bazılarıdır. 1990lı yılların başına kadar reasürans sözleşmeleri bu gibi felaket risklerinden korunmak için tek yoldu. Ancak daha sonraları alternatif olarak felaket tahvilleri geliştirilmiştir. Felaket tahvilleri ilave bağışlama koşulları ile birlikte diğer tahvillere benzemekle birlikte eğer ihraççı felaket tahvili ihraç ederse yatırımcı takas kurumu gibi davranan bir özel amaçlı araç için belirli bir anapara öder. Eğer tetikleme olayı gerçekleşirse sigorta şirketi ödemeyi elde eder ve yatırımcı yatırımını kaybeder olay gerçekleşmez ise sigorta şirketi tamamıyla anaparayı geri öder. Ek olarak yatırımcı anaparayı kaybetme olasılığı için sabit bir prim alır. (Brandts, 2007)

Bu enstrümanın en büyük avantajı, şirketin en çok ihtiyaç duyduğu zamanda önceden belirlenen fiyattan özkaynak fonu bulabilmesidir. Dezavantajı ise opsiyonun kullanılması neticesinde sermayenin artmasıyla mevcut hissedarların sahiplik oranlarının azalması ile yönetim kaybıdır.

Aşağıda örnek verilen anlaşma, bir riskle ilişkili kayıpların gerçekleşmesine bağlanmış ödemelere sahip olan şarta bağlı sermaye enstrümanlarının altında yatan menkul kıymetler anlamında entegre bir risk yönetimi ve finansman işlemi sunmaktadır. Bu risk transferi, ikinci tetikleyiciden daha çok dayanak menkul kıymetlerin tabiatından elde edilen bu ürünlerle başarılmaktadır.

1998 yılının başında, Reliance National Insurance Company yatırımcıdan 1998 ile 2000 yılları arasında herhangi bir zamanda bononun faiz ve veya anapara

ödemeleri belirli bir felaket olayında düşürülen felaket tahvili ihraç yetkisi veren bir şarta bağlı borç opsiyonu satın almıştır. Reliance III şarta bağlı sermaye enstrümanının (Reliance III) birincil amacı Reliance National'e reasürans piyasasının sıkıntılı olduğu durumlarda belirli iş hatları için ek reasürans kapasitesine erişim olanağı vermektir. Opsiyonun kullanım fiyatı, kullanılmış olsaydı, Reliance III Cat tahvillerinin piyasa fiyatından daha düşük bir fiyattan opsiyon sahiplerince satın alınabileceği aleyhte fiyattan belirlenmişti. Yatırımcılara Cat tahvillerini satın alma taahhütlerini güven altına almak için ödenen Reliance fiyatı, opsiyon enstrümanının dayanak konusu olan tahvilde bir muafiyetin hesaba katılması suretiyle daha fazla düşürüldü. Bir felaket durumunda ihraççı böylece, sözkonusu kayıpları karşılamak amacıyla tahvillerin anaparası ve faizleri dönüştürülmeden önce, felaket kayıp şartlarının ilk bölümüne katlanmış olacaktır.

1997 yılından 1998 yılının sonuna kadar, Reliance National ilk ve yol gösterici niteliğinde olan iki Cat tahvili ihraç etmişti. Birincisi, birçok iş dallarına dayanan ilk Cat ihracı olan Reliance I, 1997 yılının başlarında Sedgewick Lane Finacial ve INSTRAT (UK) asistanlığında ihraç edilmişti. Reliance II'de birçok iş dallarına ait kredileri ihtiva etmekteydi. Reliance III şarta bağlı borç enstrümanlarına dayanak olan Cat tahvilleri bu manada Reliance I ve Reliance II'ye benzemektedir. Reliance III'teki potansiyel senet sahiplerinin %20'si aşağıda sayılan beş Reliance taahhüt sınırının her birinden ki kayıplardan belirli bir biçimde risk altında olacaktır: ABD'deki 6,5 milyon ABD Dolarının üzerinde mülkiyet kayıpları, dünyanın kalanındaki 4,5 milyon ABD Dolarının üzerindeki mülkiyet kayıpları, 250 veya daha fazla ölümle sonuçlanan Japon veya Amerikan havacılık kayıpları, 500 milyon ABD Dolarının üzerindeki deniz kıyısı kayıpları ve 12 uygun roket fırlatışı olayları listesinden ikiden fazla başarısızlık. (Culp, 2002)

Kurumsal finansman ve risk yönetimi kararlarının altında yatan teori artarak entegre hale geldikçe, modern kurumsal finansçılar için kullanılabilir olan ürünlere yönelim başladı. Şarta bağlı sermaye bu yönelimin çok güzel bir örneğidir. Aynı zamanda pek çok şarta bağlı sermaye enstrümanı, firmalara risk yönetimlerinde ve sermaye yapısına dair kararlar almalarında yardım etmek için özellikle dizayn edilmiştir.

Şarta bağlı sermaye ile bir firma bir veya birden çok belirli risklerden kaynaklanan kayıpların gerçekleşmesi sonrasında ikinci derece teminatlı borç, imtiyazlı hisse veya adi özkaynak (sıklıkla kayıp öncesi dönemlerde) gibi geleneksel menkul kıymetleri ihraç etme hakkına sahip olmaktadır. Veya bir şirket, ödemelerin kendi riskine ilişkin kayıplar üzerine dayandığı menkul kıymetler ihraç edebilmektedir. Her iki yöntemle de şarta bağlı sermaye, finansal sıkıntının maliyetinin sınırlanması, yetersiz yatırım probleminin azaltılması, rezervlerinin ve yasal sermayesinin daha uygun maliyet yönetimleriyle sağlanması, sermaye artırımına ihtiyaç olduğu zamanlarda sermaye artırımını vazifesini karmaşıklaştıran bilgi (veya

ters seçim) maliyetinin azaltımı suretiyle şirketlerin toplam sermaye maliyetlerinin azalmasına yardım edebilmektedir. Tüm bu sebeplerden dolayı, şarta bağlı sermaye, kurumsal finansal manzaranın yeni ve artan önemde bir yüzü olarak kalmaya devam edecek gibi görünmektedir. (Culp, 2002)

5. BASEL III'TE ŞARTA BAĞLI SERMAYE

Hibrid borçlanma araçlarının sermaye özelliklerini artırmak için yapılan yeni önerilerden biri de contingent convertible (CoCo) olarak adlandırılan ve bankaların ihraç ettiği hisse senedine dönüştürülebilir tahvillerin, bankanın sermayesinin belli bir seviyenin altına düşmesi durumunda otomatik olarak hisse senedine dönüştüğü “şarta bağlı hisse senedi değiştirilebilir tahvillerdir”. CoCo olarak adlandırılan bu değiştirilebilir tahviller, daha önceden belirlenmiş bir şart oluşana kadar normal tahvil gibi davranmaktadır. (Yalçiner, 2010)

Küresel finansal krizin ortaya çıkmasının çok yönlü sebepleri arasında temel bir sebep, ulusal ve uluslararası finansal gözetim ve çözüm çerçevesindeki hala çözülemeyen zayıflıklardır. Özellikle, krizin vurduğu ülkelerdeki pek çok hükümet, krizi kontrol altına almak ve finansal istikrarı korumak için destek sağlamak zorunda kalmıştır. Bu müdahaleler sadece hükümet kredilerini önemli bir miktarda artırmakla kalmamış, pek çok ülkede piyasa disiplini zayıflatması ve ahlaki rizikoyu kötüleştirilmesi ile de tehlike oluşturmuştur.

Son zamanlarda, ahlaki rizikoya ve batmayacak kadar çok önemli olan kurumlar problemlerine çözüm arayışları içinde, şarta bağlı sermaye önerileri önem kazanmaktadır. Finansal İstikrar Komitesi ve Avrupa Komisyonu, sistemik olarak önemli finansal kuruluşlarla (SIFI) ilişkili risklere yönelme çabası içinde, bankalar ve yatırımcılar arasındaki kontratsal anlaşmalara ve banka çözümlerinin kapsamında denetimcilerin yasal güçlerine dayanan borçların özkaynağa çevrimi veya borçların silinmesi (teminatsız öncelikli borçlar dahil) mekanizmalarını incelemektedirler. Basel Bankacılık Denetim Komitesi tarafından uluslararası aktif bankalar için bankanın varlığını sürdüremeyeceğinin belirlendiği zamanda özkaynağa dönüştürülebilecek veya daimi olarak özkaynak olarak kaydedilebilecek katkı sermaye önerisi hazırlanmıştır.

Konjonktürel hareketlere karşı sermaye tamponu olarak kullanılabilen şarta bağlı sermaye enstrümanlarının türlerine ilgi artmaktadır. Şarta bağlı sermaye enstrümanları, finansal kuruluşların mali olarak sıkıntılı oldukları zamanlarda özkaynaklarının artışını ve borçlarının düşüşünü sağlayan otomatik bir mekanizmaya sahiptir. Aynı zamanda piyasa koşullarının uygun olmaması nedeniyle hissedarlar için cazip olmayan diğer seçeneklerin kısıtlı olduğu zamanlarda sermaye artırımına olanak sağlamaktadır. Üstelik süreçte yer alan otomatik dönüşüm sayesinde,

faaliyetlerin maliyetlerin altında sürdürme durumuna düşülmeden sistemik baskı zamanlarındaki etkilenmeden kaçınmaya yardımcı olmaktadır.

Bununla birlikte, şarta bağlı sermaye enstrümanlarının piyasa dinamikleri için operasyonel bakış açısı ve uygulamaları hakkında endişeler artmış bulunmaktadır. Şarta bağlı sermaye enstrümanları özellikle yüksek piyasa hareketliliği ve belirsizliği zamanlarında geniş bir şekilde test edilmemiştir ve istenilmeyen sonuçlara sebep olabilir. Bu enstrümanların pazarlanabilirliği, geleneksel yatırımcılardan yeterli talep gelip gelmeyeceği dahil olmak üzere belirsizliğe sahiptir. Tasarım nitelikleri sistemik olanları da dahil olmak üzere bu enstrümanların verimliliğini ve risklerden kaçınmayı temin etmek için anahtardır. Bazı akademik çalışmalarda aynı zamanda, dönüştürmenin olumsuz bir işarete sahip olabileceği, bulaşmaya yol açabileceği ve fiyat manipülasyonuna maruz kalabileceği konusunda uyarılar yer almaktadır. Örneğin; bazı çalışmalarda, sistemik riske ve düzenleyicilerin takdirine bağlanmış tetikleyicilerin kullanılmasının, bu enstrümanların fiyatlanmasını zorlaştırdığı belirtilmektedir. (Pazarbaşıoğlu ve başk., 2011)

5.1. Şarta Bağlı Sermayeden Beklenen Faydalar

Finansal kurumların mali açıdan sıkıntılı oldukları zamanlarda özkaynaklarının artışı ve borçlarının düşüşü için otomatik bir mekanizma sağlayan şarta bağlı sermaye enstrümanları, elverişsiz piyasa koşullarında yatırımcılar için cazip olmayan diğer seçeneklerin kısıtlı olduğu zamanlarda, sermaye artırımına da olanak sağlamaktadır. Bu durum, “sermaye yapılandırılması tıkanması” hissedarların isteksizliğine, pay ihracıyla veya elverişsiz piyasa koşullarında zararına satış yapmak suretiyle özkaynakların sulandırılması olarak yansır. Otomatik dönüşüm, işleri maliyetinin altında sürdürme durumuna düşmeden, sistemik baskı zamanlarındaki bulaşma riskinden kaçınmaya yardımcı olmaktadır.

Tetikleyici ve dönüştürme oranı seçimine bağlı olarak, şarta bağlı sermaye enstrümanları özellikle sermaye tabanını yükseltmek, tam vaktinde sermaye yenilemesini temin etmek veya bir bankanın temerrüt halinden önce kaybın emilişini artırmak için tasarlanabilecektir. Şarta bağlı sermaye enstrümanlarının, batmayacak kadar “çok büyük” veya “çok bağlı” kuruluşlardan kaynaklanan piyasa başarısızlıklarını önlemesi ya da azaltmasında önemli katkıları olacağı beklenmektedir.

Dönüştürmeye ve sulandırmaya bağlı kayıpların ciddi tehditleri yöneticiler, hissedarlar ve tahvil sahiplerince alınan risklerin düşürülmesine yardım edecektir. Sulandırma tehdidi hissedarların bankalarda daha tedbirli kurumsal yönetim ve risk kontrol prosedürleri uygulanmasına yönelik taleplerini artırmaya yöneltecektir. Benzer şekilde bankanın ileride yapacağı sermaye yenilemesinin maliyetinin bir bölümüne tahvil sahiplerinin katlanmaları yönündeki talep, onların piyasa disiplini daha fazla tecrübe etme güdüsünü arttıracaktır.

Banka perspektifinden bakınca, şarta bağlı sermaye enstrümanı şu sebeplerden dolayı tercih edilebilir;

- i) Potansiyel olarak daha ucuz olabilir (Eğer faiz giderleri vergiden düşürülürse),
- ii) Dönüştürme gerçekleşmeden önce, mevcut hissedarlar için sermayeyi sulandırmayan bir kaynak olabilir ve bunların ihracı kurumsal kontrolü değiştirmez. Aynı zamanda denetimsel stres testleri için 2'ci Yapısal Blok sermaye olarak kabul edilebilir.

Şarta bağlı sermaye enstrümanları ana sermayenin tamamlayıcısı olabilir. Bunlar kriz boyunca zayıf kayıp emişine sahip mevcut hibrid sermaye ile yer değiştirmek için kullanılabilirken, sermaye şeffaflığının amacıyla uyumsuz ve kullanımları Basel III çerçevesi altındaki geliştirilmiş sermaye yapısı üzerine bina edilebilir. Şüphesiz ana sermaye kayıp emişi açısından yüksek kalitede sermayedir, bununla birlikte, banka yöneticileri, yatırımcılar tarafından talep edilen özkaynak getirisini sürdürme çabasında olduğundan, aşırı yüksek bir ana sermaye zorunluluğu aksi bir risk arayışına yol açabilir. (Pazarbaşıoğlu ve başk., 2011)

Şarta bağlı sermaye enstrümanları mevcut hibrid enstrümanlardan iki yönden önemli farklılıklar gösterir. Birincisi, kuponların tehiri veya vade uzatımı vasıtasıyla birincil kayıpları emme imkanını sözleşmesel olarak teklif eden mevcut dönüştürülebilir hibridler daimi borçken, şarta bağlı sermaye enstrümanları borç/özkaynak değişimi veya borç kaydedilmiş sözleşmeye dayalı şartlar açısından süreli bir borçtur. İkincisi, şarta bağlı sermaye enstrümanlarının dönüştürülmesi daha önceden belirlenen bir dönüştürme tetikleyicisinin (şartının) gerçekleşmesine bağlı olarak otomatikken, mevcut hibridlerin dönüştürülmesi büyük ölçüde sermaye oranları ihlal edilmeksizin bankaların takdirindedir.

Son yaşanan krizde anlaşılmıştır ki hibrid sermaye enstrümanlarının çoğu dizayn edildikleri şekilde kayıpları absorbe edememişlerdir. Kayıpları yeteri kadar absorbe edemeyişleri bir parça bankaların piyasalara olumsuz sinyal gönderme konusunda isteksizliklerine, bir parça da yasal müsamahaya, aşırı tahmin edilen sermaye oranları ve/veya yasal oranların ihlalini önlemek için hükümetlerin yapmış olduğu sermaye enjeksiyonuna bağlıdır. Kriz, sermaye yapısında ve ölçümündeki zayıflıklardan, özellikle 1. kuşak sermaye oranlarının bankaların sermaye pozisyonlarının altına gizlenmesiyle patlak vermiştir. Bundan sonra, Basel III çerçevesi minimum ana sermaye oranını %2'den %7'ye artırmış (bunun yüzde 2,5'u muhafaza tamponudur) ve sermaye kalitesini yeteri kadar yükseltmiştir. Bir hibrid olarak şarta bağlı konvertiblların (CoCos) tekrarlanan başarısızlıklarından, sermayenin kayıp emme imkanını ve şeffaflığını bozmasından kaçınmak için geçmiş tecrübelerden yararlanmak çok önemli olacaktır. (Pazarbaşıoğlu ve başk., 2011)

5.2. Şarta Bağlı Sermayenin Tasarımı

Şarta bağlı sermaye enstrümanlarının tetikleyicileri, dönüşüm olasılıklarını veya dönüşüm risklerini belirlediğinden istenilen amaçlara ulaşmak ve şarta bağlı sermayenin verimliliğini temin etmek için tetikleyicinin ve dönüşüm oranlarının dizaynı çok önemlidir. Tetikleyici, bankaya özel koşullara veya sisteme ilişkin ya da her ikisinin kombinasyonuna bağlanabilir.

Bankaya özgü tetikleyiciler bireysel olarak kuruluşun durumuna bağlanabilecektir. Bunlar bir bankanın sermaye rasyosu, pay ya da CDS fiyatı veya denetimciler tarafından faaliyetlerinin sürdürülemez olarak değerlendirilmesi olabilecektir. Denetimsel takdir yetkisi temelli tetikleyicilerle karşılaştırıldığında piyasa veya sermaye rasyosu temelli tetikleyiciler içeren enstrümanlarda derecelendirmenin ve fiyatlamanın daha kolay olması muhtemeldir. Raporlanan sermaye oranları, yasal sermaye çerçevesi ve amaçlarıyla daha uyumlu görünür ancak bu oranların bankanın finansal durum göstergelerinin gerisinde kalması nedeniyle dönüşümü yeterince erken tetikleyemezler. Piyasa temelli tetikleyicilerle ilgili bir endişe ise piyasa manipülasyonuna kolayca maruz kalabilmeleridir. Tetikleyici dönüşümlerini, piyasa fiyatlarının hareketli ortalamasına bağlanarak bu problemin bir derece üstesinden gelinebilir.

Sistemik tetikleyiciler, likidite koşulları, bir piyasanın volatilité endeksi veya bir sistemik krizin denetimsel duyurusu gibi bütün finansal sistemin koşullarına dayandırılmış olacaktır. Aynı zamanda bankacılık sistemindeki sermayeyi artıran bu enstrümanlar, sistemik riske hitap ederek daha verimli olabilirler. Bununla birlikte sistemik tetikleyicilerin, bankaların bireysel risk yönetimini geliştirmek için ilave teşviklerin sınırlı olmasından dolayı, piyasa disiplini etkisinden herhangi bir fayda sağlamaktan vazgeçmek manasına gelecektir. Üstelik sistemik olayların tahmin edilmesinin zorluğu ve böyle durumlardaki unsurların ihtiyariliğinden dolayı, bu enstrümanların derecelendirilmesi ve fiyatlaması karmaşık olacaktır.

Örneğin sermaye seviyesinin sıkıntı eşiğinin üstünde tespit edildiği, yüksek seviye tetikleyicilere sahip enstrümanlar, krizi önlemek için kullanışlı bir araç olabilir. Yüksek tetikleyicili enstrümanlar, banka ciddi sıkıntılarla yüzleşmeden ve potansiyel daha geniş bir piyasa erişimini kaybetmeden önce, sermaye yenilemeyi sağlamak suretiyle sistemik riskin azaltılmasına yardımcı olur. Bunlar aynı zamanda risk alımını düşürmek için erkenden hareket ederek ve bankanın uzun vadeli dayanıklılığıyla yönetim uyumluluğu oluşturarak, hissedarlara ve tahvil sahiplerine piyasa disiplini tecrübe etmeleri için güçlü bir teşvik sağlarlar.

Düşük seviye tetikleyicilere sahip enstrümanlar düzenli çözümlenmeler için faydalı araçlar olabilir. Bu durumda tetikleyici, Lloyds Banking Group'un durumunda yapıldığı gibi banka yeniden yapılandırma sürecindeyken özel sektör ilgisini temin etmenin bir yolu olarak sürdürülemezlik noktasında saptanabilir. Bankanın finansal durumuna olan piyasanın itimadının zayıflaması ve banka sermaye

yaklaşımlarının dönüşüm tetikleyicisi olarak likidite baskısı oluşturması muhtemeldir. Bu bankanın ayakta kalma şansını artırmak için acil likidite enstrümanları ve denetimsel müdahale teknikleriyle kullanımlarının dikkatlice entegrasyonu ve daha geniş güven kaybını tetiklememesi için savunulur.

Yükü hissedarlar ile tahvil sahipleri arasında paylaşımı belirleyen dönüşüm oranıdır diğer bir etken unsurdur. Banka yönetimini gözlemlene güdüsü üzerindeki etki çoğunlukla, yüksek bir sulandırma oranıyla kaybedenlerin beklenen hissedarlar olduğu veya düşük sulandırma oranıyla kaybedenin şarta bağlı tahvil sahiplerinin olduğu dönüşümdeki kayıplara bağlı olacaktır.

- Önceden belirlenen sayıdaki paylara dönüştürme, bir enstrümanın kayıtlı değerinin ihraç tarihindeki ihraççı bankanın pay fiyatlarına bölünmesiyle saptanır. Dönüştürme üzerine, hissedarlara yansıyan sulandırma düşük pay fiyatlarında sınırlanır fakat tahvil sahipleri sanki pay sahibiymiş gibi kayıptan zarar göreceklerdir.

- Daha sonra belirlenmiş pay sayılarına dönüştürme, enstrümanın kayıtlı değerinin dönüşüm zamanındaki pay fiyatına bölünmesi şeklinde saptanır. Dönüştürme üzerine, CoCo sahipleri paylarda hayali miktar elde edeceklerdir ve eğer payları satabilselerdi kayıptan zarar görmeyeceklerdir, fakat yeni hissedarlar olarak gelecekteki kayıpları emeceklerdi. Beklenen hissedarlar önceki durumdan daha güçlü bir sulandırma sıkıntısı çekeceklerdir. Bu enstrümanlar pay fiyatları sıfıra doğru düştüğünde bir “sınırsız sulandırma” veya “ölüm sarmalı”na sebebiyet verebilir. Böylece, bunlar piyasa manipülasyonuna daha meyilli olabilir. Bu bağlamda, dönüştürme oranları üzerindeki bazı kısıtlamalar (devre kesiciler) eğer bu riskler fiyatlara yansıtılmazsa doğrulanabilir.

Borç silme nitelikleri içeren şarta bağlı sermaye enstrümanları, pay ihraçları yasal yapıları tarafından engellenen kooperatif ve müşterek bankalar için daha uygun olacaktır. Bu enstrümanlar tetikleme olayında, tahvil sahipleri üzere önemli bir kesinti yüklemek için dizayn edilebilir. Rabobank tarafından, ana sermaye rasyosu % 7'nin altına düşerse orijinal anapara miktarının % 75'i silinebilecek (fakat yedek olarak kaydedilmeyecek) biçimde ihraç edilen Öncelikli Şarta Bağlı Senetleri (Senior Contingent Notes-SCN) bir örnek olabilir. Çok miktarda kesintili enstrümanlar tahvil sahiplerinin bankanın performansını ve direncini yakından gözlemek için çok güçlü bir güdü sağlayacaktır. Bununla birlikte, kayıpların çokluğu bu enstrümanların maliyetinin yüksek olabileceği manasında uygulanabilecektir ve böylece güçlü bankalarca (çok düşük başarısızlık olasılığına sahip) ihraç edilmekle sınırlanması muhtemeldir. (Pazarbaşoğlu ve başk., 2011)

Şarta bağlı sermaye enstrümanlarının fiyatlaması ve talebi, dönüştürme tetikleyicilerine, dönüştürme tipine ve dönüştürme oranlarına bağlıdır. Tetikleyicilerin seviyesi, dönüştürme riskini belirler, bu nedenle, muayyen bir

dönüştürme oranı için, düşük bir tetikleyicili enstrümanın ihraç maliyeti, yüksek bir tetikleyicili olandan daha ucuz olabilir. Yatırım ufukları daha uzun vadeye dayanan muhafazakar ve geleneksel reel para yatırımcılarının daha düşük bir dönüşüm ve kayıp bölüşümü olasılığına sahip enstrümanlara yönelmeleri muhtemeldir ve daha yüksek risk dönüşümleri yatırım stratejilerine sahip daha fazla dinamik/spekülatif yatırımcılar, daha büyük kayıp riskine sahip yüksek seviye tetikleyici CoCo'larla ilgilenmeye istekli olabilirler.

Şarta bağlı sermaye piyasası da daha derin bir varlık sınıfı olmak için 1990lı yılların sonlarındaki hibrid piyasası gibi, bazı önkoşullara ihtiyaç duyacaktır. 1997'deki başlangıcından sonra Avrupa hibrid piyasasının belirli bir kütleye ulaşması ve genel bir varlık sınıfı olması beş yıla yakın zaman alması gibi yatırımcıların şarta bağlı sermaye enstrümanlarına aşına olmaları için de zamana ihtiyaç duyabilir. İlerleme elde edilebilmesi, özkaynak benzeri ürünleri elde tutmak için belirli yatırımcıların yetki kısıtlamalarının kaldırılması ve CoCo'ların referans endekslerine katılmasını sağlamak gibi ana engellerin üstesinden gelinmesi gerekmektedir.

CoCo'ların vergi ve yasal muamelesi, bu enstrümanların gelişmesinde önemli olacaktır. Faizin vergiden düşürülebilmesi şarta bağlı sermayenin maliyetinin düşmesine yardımcı olacaktır. Krizden sonra iki Avrupa bankası vergiden düşürülebilir şarta bağlı sermaye enstrümanları ihraç etmişlerdir, fakat bu enstrümanlar farklı yasal statülerdedir. Bu enstrümanlar, Lloyd tarafından ihraç edilen düşük 2. Kuşak enstrümanlar ve Rabobank tarafından ihraç edilen ana sermaye olmayan öncelikli borçtur. Kasım 2009'da Lloyd Bank Yükseltmiş Sermaye Senedi (Enhanced Capital Notes-ECN) ihraç etti. Bu işleme göre, menkul kıymetler (düşük 2. kuşak sermaye olarak sınıflananlar) ne zaman ki Çekirdek 1 Kuşak rasyosu %5'in altına düşerse, özkaynağa dönüştürülebileceklerdir. İhraç, piyasalar tarafından hüsnü kabul görmüş olmasına rağmen, bunun bir değişim teklifi olduğu göz önüne alınmalıdır. Daha çok öncelikli menkul kıymet kabulü karşılığında, ECN yatırımcıları ekstra %1.5 veya %2 ilave kupon geliri elde edecektir. Diğer yatırımcıların bu enstrümanlar için, riske karşın, nasıl bir iştaha sahip olacakları belli değildir. Dönüştürme tetikleyicilerinin piyasa değerinden daha çok muhasebe rasyosuna bina edildiği dikkate alındığında, dönüştürme zamanında garanti olmamasından dolayı, dönüştürülen payların değeri tahvillerin nominal değerine eşit olacaktır. (Pennacch ve başk. Ağustos 2010)

Bir muhasebe rasyosuna bağlanan diğer şarta bağlı menkul kıymetler Rabobank tarafından Mayıs 2010 içinde başarılı bir şekilde ihraç edilmiştir. Ne zamanki bankanın sermaye rasyosu %7'nin altına düşerse, menkul kıymetin anaparası %75 oranında silinecek ve kalan %25 nakit olarak itfa edilecekti. Rabobank, ortalama bir bankayı temsil etmez: o dünyadaki en yüksek derece notlarından birine sahip olan çok muhafazakar bir bankadır ki silme işlemi yapması

son derece olasılık dışı kalmaktadır. Bu şarta bağlı borçların yeni ana sermayeye dönüştürülmediği dikkate alındığında, bundan dolayı bunun şarta bağlı sermaye tanımına uyup uymadığı açık değildir. (Pennacch ve başk. Ağustos 2010).

Yatırımcılar güçlü ve zayıf bankalar arasında ayırım yapar ve güçlü bankaların ihraçlarına ilk olarak sahip olma, yatırımcıların ikinci kuşak (riskli) ihraççılara verdikleri kredileri artırma konularında yeterince rahat olana kadar, yeni enstrümanlarda ve piyasa istikrarında güven meydana getirecektir. Yatırımcı tabanı başlangıçta hedge fonlar, devlet varlık fonları ve yüksek getiri veya özkaynak yatırımcıları gibi küçük bir alıcı grubunu ihtiva edecektir. Zamanla, geleneksel kredi yatırımcıları, reel para, varlık yöneticileri ve sigorta şirketleri piyasaya yönelecekler ve piyasanın derinlik kazanmasını sağlayacaklardır.

Mevcut sermaye benzeri borç ve varlık piyasalarının derinliği potansiyel yatırımcıların bir göstergesidir. Eğer şarta bağlı sermaye sabit gelir yatırımcılarını hedeflemekteyse, Avrupa ve ABD'deki ödenmemiş 1 kuşak ve 2 kuşak borç piyasası, cari kurumsal piyasa kapasitesinin ABD için 260 milyar ABD Doları ve Avrupa için 580 milyar Avro civarında olduğunu göstermektedir. Dikkate değer önemli bir mesele de varlık yatırımcılarının CoCo'ları varlıklara tercih etmeleri halinde ana sermaye ihracında yüksek maliyetlere yol açabilen potansiyel "dışlama" riskidir.

Dönüştürülebilir enstrümanların sahipleri üzerine kesin kısıtlamalar yüklemek için bir kutu olabilir. Özellikle, yatırımcılar sistemik önemin diğer kaldıraçlı finansal kurumları olsalardı, potansiyel kayıttan düşme, bulaşma etkisine sahip olacaktı. Yasal düzenleyicilerin hibrid kuponlara erteleme ve vade uzatımı uygulamalarının bir sebebi de, bu enstrümanlara çokça sahip olan ve bu durumlarda satmak zorunda kalacak olan sigorta şirketlerini cezalandırmaktan kaçınmaktır. Aynı politik ekonomi düşünceleri şarta bağlı sermayeye de uygulanabilecektir. Yasal düzenleyiciler aynı zamanda, dönüştürmeden sonra, yeni varlık sahiplerinin bir bankanın "uygun ve muteber" sahipleri olabileceklerine emin olmaya ihtiyaç duyacaklardır. Bununla birlikte, düzenleyicilerin SIFI'ların CoCo enstrümanlarının çapraz sahipliği üzerinde sınır uygulamalarına ihtiyaç olup olmadığı açık değildir ki Basel III altında düzenlenen çok külfetli likidite gerekliliklerinin, genel olarak çapraz sahipliği sınırlaması olasıdır. (Pazarbaşıoğlu ve başk., 2011)

5.3. Şarta Bağlı Sermaye Önerileri

5.3.1. Basel Komitesi'nin Sürdürülemezlik Önerisi

Basel Komitesi, vergi ödeyenler kayba maruz kalmadan önce sermaye enstrümanlarının tüm sınıflarının sürdürülemezlik noktasındaki tüm kayıplarının emilmesini temin etmek için, 13 Ocak 2011 tarihinde minimum gereksinimleri yayımlamıştır. Tetikleme olayının ortaya çıkmasına bağlı olarak şarta bağlı borçları

silmeyi ya da ana sermayeye dönüştürmeyi gerektiren durumlarda tüm 1. kuşak katkı sermaye ve 2. kuşak enstrümanlarının karşılığa sahip olmasının zorunluluğu önerilmiştir. Tetikleme olayının belirlenmesindeki ilgili otorite, sermayenin yasal amaçlar için kabul edilmiş olduğu yerdeki otoritedir. Tetikleme olayı ilgili otorite tarafından verilen erken bir karardır ve firma, bir borç silme veya kamu sektörünün sermaye veya sermayeye eşdeğer bir desteği olmadığı durumlarda faaliyetlerini sürdüremeyecektir. Dönüştürme olayında, bu sermaye enstrümanları ihraççı bankanın veya konsolide eden grubun ana şirketinin adi hisselerine dönüştürülmek zorundadır.

Bu öneri daha önce müzakere edilen çözüm araçlarına benzeyen düşük seviye tetikleyiciye sahip şarta bağlı sermaye enstrümanı olarak düşünülebilir. İhtiyari unsurun bu sermaye enstrümanlarının fiyatlamasını ve pazarlanabilirliğini nasıl etkileyeceğini zaman gösterecektir. Yasal düzenleyicilerin sermaye oran tabanlı düşük tetikleyici CoCo'nun dönüştürülecek olduğu noktada sermaye bozulmalarından önce müdahale etmesine müsaade edilebilir. Böylece, kamu desteği kararına bağlanarak belirlenen tetikleyici özel kreditorlerin hükümet müdahalesi olmadan önce kayıpları üstleneceğine emin kılacaktır. BCBS raporunun aynı zamanda şarta bağlı sermaye önerilerinin SIFI'ların başarısızlığı için özel sektörü daha güçlü özendirmek için milli çözümsüzlüğü reforme etmek ve banka çözüm şeması oluşturma ihtiyacını düşürmeyeceğini not etmek gerekecektir. (Pazarbaşıoğlu ve başk., 2011)

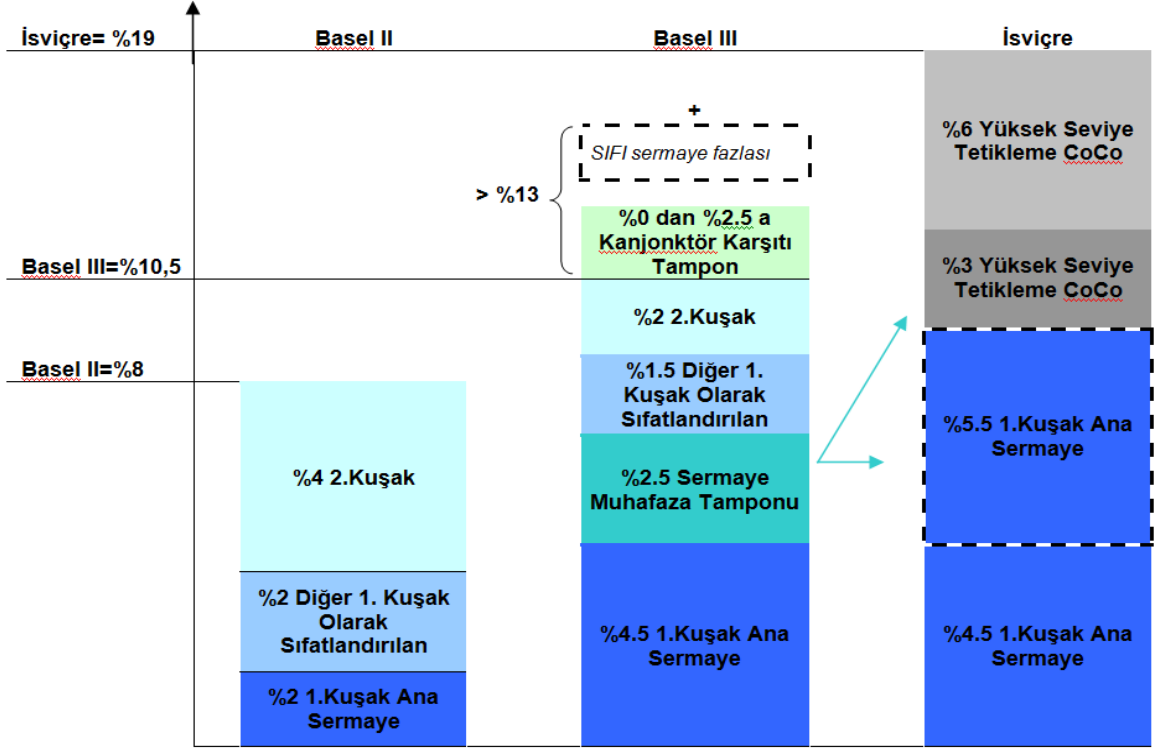
5.3.2. SIFI'lar için Şarta Bağlı Sermaye

SIFI'lar için şarta bağlı sermaye enstrümanları ile konjonktürel harekete karşı güvenilir sermaye tamponu geliştirmek, ek finansal kaynak sağlamak ile bankaların sermaye kalitelerini ve seviyelerini artırmak hedeflenmektedir. Kayıpları absorbe edebilmek için ilave sermaye gereksinimlerin bir bölümünü karşılamak amacıyla, şarta bağlı sermaye kullanımı için çeşitli öneriler hazırlanmıştır. Konjonktürel harekete karşı sermaye tamponu nadiren dayanabilmekte olup, SIFI'lar için kayıpları absorbe edebilecek ilave sermaye gereksinimlerine yeterli bir miktar sunabilir. Rakamsal olarak ifade etmek gerekirse risk ağırlıklı varlıkların % 2'sinin ek kayıpmiş sermaye gereksinimleri için, 25 küresel SIFI'nın 300 milyar dolarlık CoCo tahvili ihraç etmesine ihtiyaç vardır. Aynı SIFI'lar, CoCo'ları sıkıntılı zamanlardaki konjonktürel harekete karşı tampon olarak kullanacaksa, diğer bir 400 milyar dolarlık ihraç yapma ihtiyacı duyabilirler. (Pazarbaşıoğlu ve başk., 2011)

İsviçre düzenleyicileri tarafından hazırlanarak önerilen şarta bağlı sermaye ilk milli teşebbüsü temsil eder. İsviçre Uzmanlar Komisyonu 4 Kasım 2010 tarihinde 2012'nin başında yasa olarak kabul edilebilecek, SIFI'larla ilişkilendirilen risklere hitaben kapsamlı bir çerçeve yayımladı. Çerçevenin bir bölümü toplam sermaye rasyosunu % 19'a artırmaktır: Yüzde 10'u 1. Kuşak Ana Sermaye ve yükseltilmiş

ilave sermaye koruma tamponunu karşılamak üzere ana sermayenin % 7'sinin % 3'ü yüksek seviye tetikleyiciyi ve SIFI'nın ilave kayıp-emiş sermaye gerekleri veya "ileri unsur" olarak ana sermayenin %5'nin % 6'sı düşük seviyeli tetikleyici ihtiva eden % 9'luk şarta bağlı dönüştürülebilir tahvil.

Şekil 5 : İsviçre Şarta Bağlı Sermaye Önerisi



Kaynak: Pazarbaşıoğlu Ceyla, Jianping Zhou, Vanessa Le Leslé, and Michael Moore, IMF "Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features"

Basel III ve İsviçre Önerilerinin Karşılaştırılması

İsviçre şarta bağlı sermayenin ana özellikleri:

- Tetikleyiciler "kontratsal önceden belirlenmiş" olacak ve Basel III çerçevesindeki sınırlar içerisinde yer alan ana sermaye rasyolarına bina edilecektir.
- Özkaynak dönüştürme fiyatları, önceden belirlenmiş olmayacak ve hem dönüştürme zamanında hem de ihraç zamanında tespit edilebilecektir. İtfâ bir alternatif olabilecektir. Dönüştürme öncesi, bu şarta bağlı sermaye enstrümanları, 2. kuşak borç olarak da bilinen, ertelenemez kuponlu ikinci dereceden borç olarak sınıflandırılabilir.

İsviçre gerekliliklerinin uygulanmasında, Basel III uzlaşısında olduğu gibi aynı zaman çizelgesi uygulanabilecektir. Çeşitli kategorilerdeki sermaye birikimi sermaye planlamasının bir parçası olarak İsviçre Finans Piyasası Denetleme Otoritesi

(Swiss Financial Market Supervisory-FINMA) ve İsviçre Merkez Bankası (Swiss National Bank-SNB) tarafından denetlenebilecektir.

Yüksek tetikleyici içeren CoCo'lar sermaye durumu bozuluyorken bir bankanın sermaye yenilemesi ihtiyaçlarını karşılamak üzere tasarlanmıştır, böylece sermaye yenilemesi öncesinde bankanın istikrarına destek vermek gerekli olmuştur. Düşük seviyeli tetikleyici içeren CoCo'ların olası hükümet desteği için ihtiyacı minimize edecek özel kreditorlerce fonlanan düzenli çözümleri temin etmek ve bankayı yedeminliğe devrolmaktan korumak için sermaye üretmesi beklenmektedir.

Şarta bağlı sermaye enstrümanları, kapsamlı ve tutarlı kriz önleme ve yönetim çerçevesinin bir parçası olarak düşünülebilir. Bu enstrümanlar kriz yönetiminde kullanılan araç setine kullanışlı ilaveler olarak düşünülebilirken, bunların bağımsız araçlar olmaları istenmemelidir. Onun yerin bunlar, güçlendirilmiş denetim, yükseltilmiş bir sermaye tabanı, geliştirilmiş açıklama ve efektif bir çözüm rejimi içeren kapsamlı bir çerçeve içinde uygulanabilir. Bu enstrümanların dizaynı aynı zamanda kriz zamanlarında konjonktürel harekete daha fazla katkı sağlamaktan kaçınacak şekilde olmalıdır.

Dönüştürme tetikleyicilerinin dizaynı ve dönüştürme oranı, verimliliği temin etmek için çok önemli olacaktır. Önlemek, çözümlenmek, piyasa disiplini gibi her amacın farklı bir dizayn gerektirdiği gibi dizayn önceliklerinin tanımlanması da önemli olacaktır. Özellikle, istenmeyen aksi sonuçlardan kaçınmak ve piyasa kabulünü yükseltmek için, çeşitli düşünceler göz önüne alınmalıdır.

Bireysel kurumların sermaye oranlarına dayalı tetikleyiciler piyasa manipülasyonuna ve piyasa bulaşmasına daha az eğilimli olmalarından tercih edilebilir ancak hissedarlar ile tahvil sahipleri ya da her ikisi tetikleme noktasının kenarına düşecek sermayeyi kiralamaktan kaçınma güdüsüne sahip olacaklardır. Kriz önlemede bir araç olarak, dönüştürme tetikleyicileri sıkıntı aciliyetinin epey arkasından bireysel kurumlar için dönüşümü temin ederken çözümsüzlük noktasına göre, yeterince yüksek tespit edilebilir. Batan bir bankanın düzenli çözümlenmesi için bir araç olarak, dönüştürme tetikleyicileri hemen hemen bir kurumun çözümsüzlük noktasında dönüşeceği düşük bir seviyede belirlenebilir, bu suretle banka başarısızlıklarının yükünü kamu sektörüyle paylaşacak daha geniş bir özel sektör yatırımcı tabanı sağlanır.

Tutarlılık, şeffaflık ve standardizasyonun teminat altına alınması, karışık yapılardan kaçınmak ve G-20'nin daha yüksek sermaye şeffaflığı amacını desteklemek için önemli unsurlar olacaktır. Bazı standardizasyonlar karışık yapılardan kaçınmak için gerekli olabilir. Düzenleyiciler, ihraççılar ve yatırımcılar, şarta bağlı sermaye enstrümanlarının pazarlanabilirliğini temin etmek, başarılı kullanımlarını sağlamak ve yeterli derinlik ile likiditeye imkan vermek için şeffaf kriterler kurgulamak zorundadırlar. Bunların ahlaki rizikoya erişimde potansiyel

kullanımlarına rağmen, şarta bağlı sermaye enstrümanları test edilmez. Bu sebeple, denetimciler şarta bağlı sermaye enstrümanların dizaynını ve ihracını, finansal sistem içinde risklerin dolaylı transferini ve likidite riski dahil sistemik riskin potansiyel büyütülmesini gözetimde tetikte olmaları gerekir. (Pazarbaşıoğlu ve başk., 2011)

6. ŞARTA BAĞLI SERMAYEDE TAHVİL SAHIPLERİNİN HAKLARI

Türk hukukunda Türk Ticaret Kanunu'nun (TTK) 420'nci maddesinde ve Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) 14'üncü maddesinde yer alan hükümler çerçevesinde faiz ile birlikte veya faiz şartı olmadan değişik hak ve menfaatler tahvil sahiplerine tanımlanabilmektedir. Ancak söz konusu kanunlarda tahvil sahiplerine sağlanabilecek hak ve menfaatler tek tek sayılmak suretiyle herhangi bir sınırlama getirilmemiştir. Dolayısıyla her türlü hak ve menfaat tahvillerde oluşturulabileceği gibi çeşitli birleşimler sağlanarak da değişik tahvil türlerinin oluşturulması mümkündür.

Şirketler, tahviller vasıtasıyla esas sermayeyi tamamlayan “borç sermaye” getirmektedirler. Eğer şirketlerin özellikle geçici sermayeye ihtiyaçları varsa, ortaklık hisse senedi ihracı suretiyle sermaye artırmaktan ziyade, tahvil ihraç ederek bu geçici sermaye ihtiyaçlarını gidermeyi çalışırlar. Yönetim kontrolünü kaybetmeme arzusu, tahvillere ödenen faizlerin gider olarak kabul edilmesi bu tercihin başlıca sebepleri arasındadır. Yatırımcılar için bazı durumlarda tahviller, hisse senetlerinden daha avantajlıdır. Çünkü hisse senedi yatırımcılarının elde etmek istediği temettü hakkı şirketin kar elde edip etmediğine göre değişebilmektedir. Oysa tahvil yatırımcıları tahvilin türüne göre, ortaklığın mali durumuna bağlı olmaksızın faiz, prim, ikramiye gibi çeşitli menfaatler elde edebilirler, tahvillere çeşitli teminatlar tanınarak, yatırımcıların tasarrufları teminat altına alınabileceği gibi, temettü dağıtımına iştirak hakkı da sağlanarak hisse senetlerinin, sahiplerine sağladığı mali haklardan yararlanabilirler. TTK 457'nci maddede açıkça belirtildiği üzere tahviller, ortaklık borçlarını temsil ettikleri için gerek hukuki menfaatleri gerekse vadede anaparaları, hisse senetlerine temettü dağıtımından önce ödenir. Türk hukukunda tahviller hisse senetleri gibi doğrudan doğruya yönetime katılma hakkı vermese de tahvil yatırımcılarının menfaatleri korunarak yönetime etki edecek imkanlar tanınmaktadır. Bu doğrultuda tahvil sahiplerinin belirli durumlarda ortaklık alacaklısı sıfatlarından doğan (TTK 305-309, 336,340, 342, 397, 435, 436, 555 maddeler) alacağın ödenmesi, teminat gösterilmesi, ortaklığın feshini talep ve dava hakkı gibi çeşitli şahsi hakları vardır. Ayrıca aynı seride çıkarılmış olan tahvillere sahip olanlara bir heyet olarak TTK 429 ve 432'nci maddeleri hükümlerinde çeşitli haklar tanınmaktadır. Ancak TTK 430'uncü maddede yer alan heyet yetkileri daha çok, teminatların azaltılması veya kaldırılması, faiz vadelerinin uzatılması ve itfa

şartlarının değiştirilmesi, tahvil sahiplerinin alacaklarına mukabil hisse senedi almalarının kabul edilmesi gibi ortaklık lehine alınacak kararlarla ilgilidir.

Basel III’de şarta bağlı sermaye “Contingent Convertible” olarak bankaların ihraç ettiği hisse senedine dönüştürülebilir tahvil örneği olarak Kasım 2009 tarihinde Lloyd Bank tarafından ihraç edilen Yükseltilmiş Sermaye Senedi (Enhanced Capital Notes-ECN) kapsamında yatırımcılara tanınan haklar ve diğer bilgiler aşağıda özetlenmektedir.

Bu işlem uyarınca ihraç edilen menkul kıymetler (düşük 2. kuşak sermaye olarak sınıflananlar) ne zaman ki Çekirdek 1 Kuşak rasyosu %5’in altına düştüğünde, özkaynağa dönüştürülebileceklerdir.

Şarta bağlı dönüştürülebilir tahviller hamiline veya nama yazılı olarak ihraç edilebilirler. ŞDT’ler sabit faiz ödemeli, değişken faiz ödemeli veya hem sabit hem değişken faiz ödemeli olarak ihraç edilebilirler. Nama yazılı tahviller kayda alınmış sertifikalarla arz edilmektedir ve her sertifika nama yazılı tahvil sahipliğinin tümünü temsil etmektedir.

Hamiline tahvillerdeki, kuponlardaki ve talonlardaki haklar teslim yoluyla geçecektir. Nama yazılı tahvillerde haklar, müracaat edenin acente anlaşmasına göre tescil memuru tarafından tutulması sağlanan kayıtlara müracaat etmesiyle geçer. Yetkili yargılama mahkemesi tarafından emredilmedikçe veya kanun gerektirmedikçe, herhangi bir tahvil, kupon veya talon sahibi tüm amaçlar için mutlak sahip olduğu varsayılacak ve vadesi geçip geçmediğine, sahibinin haberi olup olmadığına, kayıp veya çalıntı olup olmadığına bakılmaksızın muamele görecektir ve hiçbir kimse sahip olarak davranmaktan dolayı sorumlu olmayacaktır. Nama yazılı tahviller hamline yazılı tahvillerle değiştirilemez. Hamiline yazılı tahviller nama yazılı tahvillerle değiştirilemez. ECN ve kuponlar ihraççının doğrudan, teminatsız ve ikinci dereceden sorumluluğundan müteşekkildir ve “eşit şartlarda” sıralanmıştır ve aralarında bir üstünlük hakkı yoktur. ECN ve kupon sahiplerinin ihraççılara karşı ECN’ler, kuponlar ve vekaletname hakkında veya onlardan doğan hak ve alacakları ikinci dereceden teminatlandırılmıştır. Hiçbir ECN sahibi veya kupon sahibi ihraççıya verdiği herhangi bir miktar için inkar etme, telafi etme, alıkoyma hakkını uygulayamaz, iddia edemez.

ECN izahnamede sayılan şartlara uygun olarak itfa edilecek olduğunda, faiz itfa için vade tarihine kadar toplanacak, ödemelerden uygun olmayacak şekilde sakınılması veya reddedilmesi durumu olmadıkça ECN’le ilgili olarak bir dönüşüm durumunda, faiz her ECN’nin anapara miktarı üzerine dönüşüm tarihine kadar biriktirilecek ve dönüşümden etkilenen her ECN üzerine birikim kesilecektir. Hamiline ECN ile ilgili olan bir dönüşüm durumunda, dönüşüm tarihinin arkasına düşen faiz ödeme tarihiyle ilişki tüm kuponlardan mahrum kalacak ve hiçbir ödeme yapılmayacak. Ne ihraççının ne de garantörlerin ECN ile ilgili herhangi bir faiz

ödemesi veya diğer ödemeleri silme veya erteleme hakları yoktur. Dönüşüm tetikleyici ortaya çıktığında, her ECN dönüşüm tarihinde yeni ve/veya usulü içinde tam olarak ödenmiş olarak değerlendirilen mevcut (Lloyds Banking Group'un belirleyeceği üzere) adi hisse senetlerine dönüştürülür, ECN'lerin herhangi bir zamanda ECN sahipleri tarafından dönüştürme opsiyonları yoktur. Dönüşüm tetikleyici ortaya çıkarsa, ECN'lerin devir senedinde belirlenen şekilde, parça parça olarak değil tamamı dönüştürülecektir. Dönüşüm üzerine, ihraççı ECN'leri anapara miktarına eşit (Dönüşüm Ödeme Toplamı) fiyattan itfa edecektir. Dönüştürme üzerine, ihraççı, dönüştürme tarihinde ECN ile ilgili birikmiş dönüştürme faizlerini ECN Sahiplerine ödeyecektir. Önceden dönüştürülmeksizin, itfa edilmeksizin, satın alınmaksızın ve silinmeksizin, final dönemiyle ilgili her ECN son itfa miktarından veya spesifik olarak belirlenen miktarda vade tarihinde itfa edilecektir.

İhraççı, ECN sahiplerine 10 günden az 21 günden çok olmamak üzere haber vermek kaydıyla, ECN'lerin tamamını, varsa opsiyonel itfa tarihinde, opsiyonel itfa miktarında, opsiyonel itfa tarihiyle ilişkili, birikmiş ancak ödenmemiş faizlerle birlikte itfa etmeyi seçebilir. Bu haber verme süresi geçtiğinde, ihraççı ECN'leri daha önce bahsedildiği şekilde itfa edecektir. İhraççı, bir sermaye diskalifikasyon olayı ortaya çıktığında ve devam ederken, ECN sahiplerine 10 günden az 21 günden çok olmamak üzere haber vermek kaydıyla, ECN'lerin tamamını itfa edebilir, İhraççı tarafından itfa edilen tüm ECN'ler vadesi gelmemiş kuponlarla ve değiştirilmeyen talonlarla birlikte derhal silinecektir. Hamiline ECN'lerin dönüştürülmesi durumunda, dönüştürme tarihinin arkasında kalan faiz ödeme tarihiyle ilişkili tüm kuponlar geçersiz olacak ve onlarla ilgili hiçbir ödeme yapılmayacaktır. Hamiline ECN'lerin vadesinde itfa edilmesi durumunda, bu ECN'lerle ilişkili tüm vadesi dolmamış kuponlar geçersiz olacak ve onlarla ilgili hiçbir ödeme yapılmayacaktır. Hamiline ECN'lerin vadesinde itfa edilmesi durumunda, bu ECN'lerle ilişkili tüm değiştirilmemiş talonlar geçersiz olacak ve onlarla ilgili hiçbir ödeme yapılmayacaktır.

İhraççıya ve/veya ECN, Lloyds Banking Group, Lloyds TSB Bank plc'ye karşı haklar, ilgili tarihten itibaren 10 yıl içinde (anapara durumunda) veya 5 yıl (faiz durumunda) kullanılmadığında zamanaşımı uğrayacak ve hükümsüz kalacaktır. Aşağıdaki olayların herhangi biri ortaya çıkarsa, Yediemin takdir ettiğinde, ECN'nin anapara miktarının en azından dörtte birine sahip olanlar talep ettiğinde veya Olağanüstü Çözümleme tarafından yönetildiğinde, ihraççılara ECN'lerin derhal birikmiş ve ödenmemiş faizlerle birlikte anaparasının hak edildiği ve ödenebilir olduğu haberi verilir.

- Yedi gün ve daha fazla dönem süren anapara veya pirim ödemelerinde yapılan temerrüt veya 14 gün veya daha fazla süren ECN'lerle ilgili vadesi gelen faiz ödemelerinde temerrüt,

- İhraççıların veya garantörlerin tasfiyesi için bir emrin yapılması veya çözümlemenin geçirilmesi.

Hiçbir ECN veya kupon sahibi ihraççıya veya garantöre karşı direkt olarak tasfiye işlemi başlatamaz, paraya çevirme hakkı talep edemez. Yediemin Belgesi ECN sahiplerinin çıkarlarını etkileyen meseleleri düşünüp tartışmak için toplantı yürütülmesiyle ilgili hükümler içerir. Bu toplantı, toplam anapara miktarının %10'undan fazlasına sahip olan ECN sahipleri tarafından yürütülebilir.⁶

7. YENİ TTK İLE GETİRİLEN ŞARTA BAĞLI SERMAYE ARTIRIMI

13.01.2011 tarihinde kabul edilen 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ile getirilen yenilik, değiştirme ve alım haklarına dayalı, artırımın gerçekleşme düzeyinin ve zamanının üçüncü kişinin davranışına bağlı olduğu şarta bağlı sermaye artırımındır (madde 463). Bu yöntem ile şirketlerin finansmanında yeni bir araca yer verilmiş olmaktadır. Söz konusu şarta bağlı sermaye artırımı, yeni çıkarılan tahviller veya benzeri borçlanma araçları vasıtasıyla, şirketten veya topluluk şirketlerinden alacaklı olanlara veya çalışanlara, esas sözleşmede yer alan değiştirme veya alım haklarını kullanmak yoluyla yeni payları edinme hakkı sağlamak suretiyle sermayenin, değiştirme veya alım hakkı kullanıldığı ve sermaye borcu takas veya ödeme yoluyla yerine getirildiği anda ve ölçüde kendiliğinden artacak şekilde gerçekleştirilir. Burada değiştirme ve alım haklarını kullanarak şirketin hisse senedine iktisap edebilme imkanı belirli kişilere tanınmıştır. Bunlar; Şirket veya topluluk şirketleri tarafından değiştirme hakkı içererek ihraç edilmiş bulunan tahvillerin alacaklıları ve benzeri borçlanma araçlarının alacaklıları ile çalışanlardır. Söz konusu değiştirme ve alım hakkı tahvil ve benzeri borçlanma senedine sahip olan yatırımcıya ait olup tek taraflı iradesiyle şirketin hisse senedi ile değiştirebilir ve şirketin hisse senedini alabilir. Değiştirme hakkı kullanıldığında anapara ve faiz tutarı pay senedinin bedeli ile takas edilmiş olur. Alma hakkı kullanılıyor ise pay senedinin bedeli, alma hakkı sahibi tarafından nakden ödenir. Taahhüdün ifası, para yatırılması veya takas yoluyla bir mevduat veya katılım bankası aracılığıyla gerçekleştirilir. Pay sahipliği hakları sermaye taahhüdünün ifası ile doğar.

Şartlı olarak artırılan sermayenin toplam itibarî değeri sermayenin yarısını aşamayacak ve yapılan ödeme, en az, nominal değere eşit olacaktır. Esas sözleşmede; şarta bağlı sermaye artırımının itibarî değerine, payların sayılarına, itibarî değerlerine, türlerine, değiştirme veya alım hakkından yararlanabilecek gruplara, mevcut pay sahiplerinin rüçhan haklarının kaldırılmış olduğuna ve bunun miktarına, belli pay gruplarına tanınacak imtiyazlara, yeni nama yazılı

⁶

http://www.lloydsbankinggroup.com/media/pdfs/investors/2011/ecn_prog_prospectus_01dec2009.pdf

payların devrine ilişkin sınırlamalara yer verilmesi gerekmektedir. Ayrıca tahviller ve benzeri borçlanma araçlarına bağlı değiştirme ve alım hakları içeren tahviller veya benzeri borçlanma araçları, öncelikle pay sahiplerine önerilmiyorsa, esas sözleşme; değiştirme veya alım haklarının kullanılma şartlarına, ihraç bedelinin hesaplanmasına ilişkin esaslara da yer verilmesi gerekmektedir.

Madde 466 ile pay sahiplerinin, madde 467 ile de değiştirme ve alım hakkına haiz bulunan kişilerin korunması amaçlanmıştır. Pay sahipleri madde 466’da yer alan rüçhan hakkı, rüçhan hakkının ancak haklı sebebin varlığında kısıtlanabileceği veya kaldırılabilirliği ile rüçhan hakkının kaldırılmasından veya sınırlandırılmasından dolayı hiç kimsenin haksız olarak yararlandırılmayacağı veya kayba uğratılmayacağı hükümleri ile korunmuş; değiştirme ve alım hakkına haiz bulunan kişiler ise madde 467’de yer alan esas sözleşmede ve izahnamede yer alan hususlar hariç olmak üzere payların devirlerinin sınırlanmış olması gerekçesi ile söz konusu hakları kullanmaktan engellenemeyeceği, değiştirme fiyatı indirilmeden, hak sahiplerine uygun denkleştirme sağlanmadan veya aynı şekilde pay sahiplerinin hakları da kayba uğratılmadan değiştirme ve alım haklarının sermaye artırımını yapılması, yeni değiştirme veya alım hakları tanınması veya başka bir yolla kayba uğratılmayacağı hükmü ile korunmuştur.

8. SPK MEVZUATI’NDA YER ALAN HİSSE SENEDİNE DÖNÜŞTÜRÜLEBİLİR TAHVİL

2499 sayılı SPKn’da “Hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil” başlıklı 14’üncü maddede “*Hisse senedi ile değiştirilebilir tahvillerin şekil, çıkarılma ve değiştirilme şart ve usulleri Kurul tarafından tespit ve ilan olunur.*

Ortaklık genel kurulu veya yönetim kurulu, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil sahiplerinin haklarını kullanmalarına engel olacak herhangi bir karar alamaz.

Kayıtlı sermaye sistemini kabul eden anonim ortaklıklar tarafından hisse senedi ile değiştirilebilir tahvil çıkarılması halinde değiştirme sonucunda verilecek hisse senetleri ile ortaklığın çıkarılmış sermayesinin toplamı kayıtlı sermayeyi aşamaz.”

Sermaye Piyasası Kurulu’nun Seri: II, No: 22 sayılı “Borçlanma Araçlarının Kurul Kaydına Alınması ve Satışına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”inde (Tebliğ) hisse senedine dönüştürülebilir tahvillere ilişkin yapılan tanım: “*HDT (Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahvil): Ortaklık tarafından çıkarılan ve ihraççı ortaklığın sermaye artırımını suretiyle çıkaracağı paylara veya izahname ve sirkülerde belirtilen esaslar çerçevesinde temin edilen ihraççı paylarına dönüştürme hakkı veren menkul kıymetleri,...*” şeklindedir.

Tebliğ’de HDT’lerin vadesinin 1 yıldan az olamayacağı, tahvilin vade başlangıç tarihinden en erken 1 yıl sonra hisse senetlerine dönüştürülebileceği, halka arz yolu ile satılacak olması durumunda ihraççının paylarının borsada veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem görmesinin zorunlu olduğu, HDT ile dönüştürülmek üzere artırılacak sermayeyi temsil eden hisse senetleri, TTK’nın 394’üncü maddesiyle ortaklara tanınan yeni pay alma hakkı da dahil olmak üzere, her türlü önceliklerden öne alınarak HDT sahiplerine tahsis olunacağı, HDT’lerin dönüştürme gününe kadar işlemiş faizleri HDT sahiplerine nakden ödeneceği, ortaklık tarafından yükümlülüklerin tam olarak yerine getirilmesine rağmen dönüştürme hakkını kullanmayan HDT sahiplerinin dönüştürme hakları ortadan kalkacağı ve bu durumdaki HDT sahipleri anapara ve işlemiş faizlerini alacağı gibi hükümler yer almaktadır. HDT, Tebliğ’in üçüncü bölümünde yer alan tahvillere ilişkin düzenlemelere tabidir.

Tebliğ’e göre dönüştürme iki şekilde yapılmaktadır:

a) İtfa planına bağlı dönüştürme:

HDT’ler itfa planına bağlı olarak hisse senetlerine dönüştürülebilir. HDT’lerin halka arz edilmesi durumunda dönüştürme esasları ve itfa planı izahname ve sirkülerde yer alır. Ortaklıklar, itfa planına bağlı dönüştürmede aşağıdaki esaslardan birini seçebilir:

- Ortaklık, dönüştürülecek HDT tutarı karşılığında verilmesi gereken pay sayısını temsil eden tutarda sermaye artırımını yaparak hisse senetlerini, dönüştürülmek üzere, HDT sahiplerine arz eder. İtfa edilecek HDT’lerin sahipleri, dönüştürme süresi içinde bu haklarını HDT’lerini hisse senetlerine dönüştürmek veya anaparalarını işlemiş faiziyle birlikte geri almak üzere kullanırlar. Dönüştürme süresi içerisinde ortaklığa dönüştürme talebiyle başvuruda bulunmayan tasarruf sahiplerinin iradeleri HDT bedellerinin nakden ödenmesi şeklinde değerlendirilir ve bu bedeller HDT’lerin dönüştürme süresinin sonunda ortaklık tarafından ilgili tasarruf sahiplerinin hesaplarına aktarılır. Dönüştürme süresinin sonunda, hisse senetleriyle değiştirilmeyen HDT’ler nedeniyle ortaklığın elinde kalan hisse senetleri, Kurul’un hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasına ilişkin düzenlemelerine uygun olarak halka arz edilir.

- Ortaklık, HDT’lerin hisse senetlerine dönüştürülmesi hakkının kullanılabilmesi için, dönüştürmeye ilişkin talep toplama süresinin başlangıç tarihinden en az 15 gün önce özel durum açıklaması yapar. Yapılacak özel durum açıklamasında; dönüştürmeye ilişkin talep toplama tarihleri, başvuru yerleri ile dönüştürmeye ilişkin diğer hususlar belirtilir. Ortaklık talepte bulunan HDT sahiplerine yönelik olarak, HDT tutarı karşılığında verilmesi gereken pay sayısını temsil eden tutarda sermaye artırımını yaparak hisse senetlerini, dönüştürülmek üzere,

bu kişilere arz eder. Dönüştürmeye ilişkin talep toplama süresi içerisinde talepte bulunulmayan HDT sahiplerinin tüm hakları devam eder.

Dönüştürme işlemlerinin itfa planına uygun olarak tam ve zamanında yerine getirilmesinden ortaklık sorumludur.

b) Ortaklığın talebine bağlı dönüştürme ve dönüştürme çağrısı:

HDT'lerin tamamı veya bir kısmı ortaklığın talebine bağlı olarak hisse senetlerine dönüştürülebilir. HDT'lerin halka arz edilmesi durumunda dönüştürmeye ilişkin esaslar izahname ve sirkülerde belirtilir. HDT'lerin kısmen dönüştürülmesi durumunda, dönüştürülecek HDT'lerin ne şekilde belirleneceğine ilişkin hususlara izahnamede yer verilir. HDT'lerin hisse senetlerine dönüştürülmesi hakkının kullanılabilmesi için, dönüştürmeye ilişkin talep toplama süresinin başlangıç tarihinden en az 15 gün önce ortaklık tarafından özel durum açıklaması yapılır. Yapılacak özel durum açıklamasında; dönüştürmeye ilişkin talep toplama tarihleri, başvuru yerleri ve ortaklığın dönüştürme çağrısını kabul etmeyen tasarruf sahiplerine yapılacak ödeme ile dönüştürmeye ilişkin diğer hususlar belirtilir. Talep toplama süresi içerisinde talepte bulunmayan tasarruf sahiplerinin iradeleri HDT bedellerinin nakden ödenmesi şeklinde değerlendirilir ve bu bedeller HDT'lerin dönüştürme tarihinde ortaklık tarafından ilgili tasarruf sahiplerinin hesaplarına aktarılır. Dönüştürme hakkı kullanılmak üzere talepte bulunulan toplam HDT'ler karşılığında verilecek hisse adedinin, ortaklığın toplam pay sayısına oranının %20'nin altında kalması durumunda sermaye artırımını yapılmayabilir; ancak, bu durumda dönüştürme işleminin ne şekilde yapılacağına ve dönüştürülecek HDT tutarı karşılığında verilmesi gereken miktardaki hisse senetlerinin hangi surette temin edileceğine ilişkin bilgilere izahname ve sirkülerde yer verilir. Dönüştürme işlemlerinin tam ve zamanında yerine getirilmesinden ortaklık sorumludur.

Tasarruf sahibinin talebine bağlı olarak dönüştürme ve dönüştürme hakkının kullanım esasları: HDT'lerin tamamı veya bir kısmı tasarruf sahibinin talebine bağlı olarak hisse senetlerine dönüştürülebilir. Dönüştürme hakkını kullanmak isteyen HDT sahipleri, HDT'lerin ihracına ilişkin izahnamede belirtilen tarihlerden en erken bir ay önce dönüştürme hakkının kullanımı için ortaklığa bildirimde bulunurlar. Dönüştürme hakkı kullanılmak üzere talepte bulunulan toplam HDT'ler karşılığında verilecek hisse adedinin, ortaklığın toplam pay sayısına oranının %20'nin altında kalması durumunda sermaye artırımını yapılmayabilir; ancak, bu durumda dönüştürme işleminin ne şekilde yapılacağına ve dönüştürülecek HDT tutarı karşılığında verilmesi gereken miktardaki hisse senetlerinin hangi surette temin edileceğine ilişkin bilgilere izahname ve sirkülerde yer verilir.

Şarta bağlı dönüştürülebilir tahvilin yapısı normal bir dönüştürülebilir tahvile benzer, fakat tahviller sadece bankanın sermaye oranı, hisse fiyatları, CDS fiyatları gibi daha önceden belirlenen bir tetikleme konusunun belli bir seviyenin (bu

genellikle bankacılık düzenleyicileri tarafından hesaplanır) altına düşmesi halinde otomatik olarak özkaynağa dönmektedir.

CoCo olarak adlandırılan değiştirilebilir tahviller ile normal hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller arasında fark bulunmaktadır. Normal değiştirilebilir tahviller, bağlı oldukları hisse senetleri belli bir seviyeyi aştığında yatırımcılar tarafından kendileri açısından karlı gördüklerinde hisse senetlerine dönüştürülürken, CoCo olarak adlandırılan hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller ise, bankaların sermayeleri belli bir seviyenin altına düştüğünde yatırımcı istemese de hisse senedine dönüşmektedir. Bu çerçevede sermayesinin güçlenmesinin gerekli olduğu bir anda bankanın sermayesi otomatik olarak güçlenmektedir. (Yalçınar, 2010)

Sermaye oranı, hisse senedi fiyatları, CDS fiyatları gibi daha önceden belirlenen bir tetikleme konusunun belli bir seviyenin altına düşmesi halinde otomatik olarak özkaynağa dönüşebilecek enstrümanların, Ülkemizdeki bankalar ve şirketlerin sermaye yapılarının güçlenmesine katkı yapabilecek araçlar arasında düşünülebilir. Fakat gerek Ülkemizdeki bankaların sermaye yapılarının güçlü olması gerekse ortaklıklar kesiminde şarta bağlı sermaye enstrümanlarının bilinirliğinin henüz çok az olması gelişmesini yavaşlatabilecek unsurlardır. Basel III uzlaşısının uygulamaya konulması ile bankaların sermaye gereksinimleri artacağından, aynı ekonomik aktivitelerin sürdürülmesi için daha fazla sermaye gereksinimi doğacağından bu tür araçlar araç çeşitliliğini söz konusu gereksinimlerin karşılanmasında faydalı olacağı düşünülmektedir. Diğer taraftan, bu tür araçların bilanço manipülasyonlarına neden olmamasını teminen gözetim ve denetiminin de önemle yapılması gerekmektedir.

9. SONUÇ VE ÖNERİLER

Yaşanan son ekonomik krizden sonra uluslararası finansal sistem ve bankacılık sistemi hâlihazırda kısmen istikrara kavuşmuş olsa da krizin maliyeti çok ciddi boyutlara ulaşmış, küresel finansal kriz reel sektörü de etkilemiş refah seviyesinde ciddi düşüşler görülmüş, yüksek seviyede kayıplar yaşanmıştır.

Gelecekte yaşanabilecek krizlere karşı bankacılık ve finans sisteminin daha dirençli olabilmesini sağlamak amacıyla Temmuz 2009'da piyasa riskindeki aksaklıkların giderilmesine ilişkin çalışma ile menkul kıymetleştirme yaklaşımlarından kaynaklanan problemleri gidermeye odaklı yaklaşımlar Basel Komitesince krize ilk tepki olarak ortaya çıkan dokümanlar durumundadır.

Genel olarak Basel düzenlemeleri sadece bankacılık sistemini ve bu sistemin baş aktörleri olan bankaları etkileyen bir değişim süreci değil aynı zamanda bankalarla ilişki içerisinde olan bütün firmaları etkileyebilecek olan genel ekonomi ve finans sistemine önemli yansımaları olması beklenen bir uygulamadır.

Şarta bağlı sermaye ile bir firma bir veya birden çok belirli risklerden kaynaklanan kayıpların gerçekleşmesi sonrasında ikinci derece teminatlı borç, imtiyazlı hisse veya adi özkaynak gibi geleneksel menkul kıymetleri ihraç etme hakkına sahip olmaktadır. Veya bir şirket, ödemelerin kendi riski ile ilişkili kayıplar üzerine dayandığı menkul kıymetler ihraç edebilmektedir. Her iki yöntemle de, şarta bağlı sermaye, finansal sıkıntının maliyetinin sınırlanması, yetersiz yatırım probleminin azaltılması, rezervlerinin ve yasal sermayesinin daha maliyet-etkin yönetimlerle sağlanması, sıkıntılı zamanlarda sermaye artırımını vazifesini karmaşıklaştıran bilgi (veya ters seçim) maliyetinin azaltımı suretiyle şirketlerin toplam sermaye maliyetlerinin azalmasına yardım edebilir.

Sermaye oranı, hisse senedi fiyatları, CDS fiyatları gibi daha önceden belirlenen bir tetikleme konusunun belli bir seviyenin altına düşmesi halinde otomatik olarak özkaynağa dönüşebilecek enstrümanların, Ülkemizdeki bankalar ve şirketlerin sermaye yapılarının güçlenmesine katkı yapabilecek araçlar arasında düşünülebilir. Ayrıca söz konusu enstrümanların, bankaların ve şirketlerin finansal açıdan sıkıntıya düşmelerine neden olabilecek olaylara veya risklere bağlanabilecek tetikleyiciler içermesi ve bu tetikleyicilerin meydana gelmesi ile otomatik olarak sermaye temini, bankaların ve şirketlerin faaliyetlerine daha çok odaklanmalarını ve finansal açıdan güven hissini sağlayabilecektir. Ayrıca şarta bağlı sermaye enstrümanlarının, yeni araçlar oluşturularak bilanço yapılarının çeşitlenmesini ve sermaye açıklarının otomatik olarak kapatılmasını sağlayarak krizlerin önlenmesinde veya etkisinin ve yaygınlığının hafifletilmesinde etkili olabilecek yeni bir finansal araç olabileceği düşünülmektedir.

Fakat gerek Ülkemizdeki bankaların sermaye yapılarının güçlü olması gerekse ortaklıklar kesiminde şarta bağlı sermaye enstrümanlarının bilinirliğinin henüz çok az olması enstrümanların gelişmesini yavaşlatabilecek olası unsurlardır. Diğer taraftan, Basel III uzlaşısının uygulanmaya başlanması ile birlikte aynı ekonomik aktivitelerin sürdürülmesi için daha fazla sermaye gereksinimi doğacağından, bu tür araçların, araç çeşitliliğini artırarak söz konusu sermaye gereksinimlerin karşılanmasında alternatif finansman politikası olarak faydalı olacağı düşünülmektedir. Bu sebeple, şarta bağlı sermaye enstrümanlarının düzenleme otoriteleri tarafından olumlu ve olumsuz yönlerinin kapsamlı bir şekilde incelenmesi ve söz konusu enstrümanların uygulamaya konulabilmesi için gerekli yasal düzenlemelerin yapılması ihtiyacı bulunmaktadır.

KAYNAKLAR

- ARAS, Güler, Deloitte, 2007
“Basel II Bankacılık Düzenlemelerinin Ekonomiye ve Reel Sektöre Yansımaları”
- Araştırma Dairesi, BDDK, Ekim 2005
“Sermeye Ölçümü ve Sermaye Standartlarının Uluslararası Düzeyde Uyumlaştırılması”
- ARSLAN, İbrahim
“Basel Kriterleri ve Türk Bankacılık Sektörüne Etkileri”
- Basel Committee on Banking Supervision, Aralık 2010
“Basel III: A Global Regulatory Framework For More Resilient Banks And Banking Systems”
- BRANDTS, Silke; LAUX, Christian, Mart 2007
“Cat Bonds and Reinsurance: The Competitive Effect of Information-insensitive Triggers”
- CANGÜREL, Ozan, 2010
“Kriz, Basel III ve BDDK”
- CANGÜREL, Ozan, GÜNGÖR, Serkan, SEVİNÇ, Veli Ulvi, KAYCI, İskender, ATALAY, Sadık, BDDK, Aralık 2010
“Sorularla Basel III”
- CULP, Christopher L., Journal of Applied Corporate Finance Volume 15 Number 1, 2002
“Contingent Capital: Integrating Corporate Financing And Risk Management Decisions”
- CULP, Christopher L., Journal of Applied Corporate Finance . Volume 21 Number 4, 2009
“Contingent Capital vs. Contingent Reverse Convertibles for Banks and Insurance Companies”
- DELİKANLI, İhsan Uğur, Mayıs 2011
“Basel-III: Uluslararası Bankacılık ve Finans Sisteminin Yeni Mimarisi ve Türk Bankalarına Etkileri Konferansı”
- DE MARTİNO, Giuseppe ve başk. Banca D’italia Occasional Papers No:71, 2010
“Countercyclical Contingent Capital (CCC): Possible Use and Ideal Design”

- EKEN, Mehmet Hasan, 2011
“Yeni Basel Düzenlemelerinde Reformlar: BASEL III Kriterleri”
 - HASBU, Muhammed Ebu, 2010
“Bankacılığın Islahı için oluşturulan Basel 3 Kanunları” Yeni Bir Finansal Krizin Çıkmasını Engeller mi?
 - PAZARBAŞIOĞLU Ceyla, ZHOU Jianping, LE LESlé Vanessa, ve MOORE Michael, IMF Staff Discussion Note, Ocak 2011,
“Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features”
 - PENNACCH, George, VERMAELEN Theo and WOLFF Christian C.P., INSEAD Working Paper, Ağustos 2010
“Contingent Capital: The Case for COERCs”
 - DE LA MORA, Fernando, MATTEN, Chris and BARFIELD, Richard, PWC Journal, Aralık 2010
“The Journal, Capital Management in Banking: The Way Forward”
 - UZUNHASANOĞLU, Defne, 2006, Araştırma Raporu
“Şarta Bağlı Sermaye Artırımına İlişkin Yeni Türk Ticaret Kanunu’ndaki Düzenlemeler”
 - YALÇINER, Barbaros, Araştırma Raporu SPK, Şubat 2010
“Son Krizde Sermaye Yeterliliği Kurallarında Karşılaşılan Yetersizlikler Ve Bu Kurallarda Yapılması Planlanan Değişiklikler”
 - YAYLA, Münir ve TÜRKER KAYA, Yasemin, ARD Çalışma Raporları BDDK, 2005/3
“Basel II, Ekonomik Yansımaları ve Geçiş Süreci”
 - YILMAZ, Durmuş, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Aralık 2008
“Küresel Mali Kriz ve Türkiye Ekonomisine Etkileri: Nasıl Başladı, Hangi Aşamadayız?”
- www.bddk.org.tr
- www.tbb.org.tr
- www.spk.gov.tr
- <http://www.bis.org/>
- http://www.lloydsbankinggroup.com/media/pdfs/investors/2011/ecn_prog_prospectus_01dec2009.pdf

<http://www.euromoneyconferences.com/downloads/Asia/2010/China10/HSBC.pdf>

<http://www.finra.org/Investors/ProtectYourself/InvestorAlerts/Bonds/P120883>

http://www.cpcusociety.org/file_depot/010000000/010000/3267/folder/20246/RMQs_ept.2001.pdf