



SERMAYE PİYASASI KURULU
ORTAKLIKLAR FİNANSMANI DAİRESİ

GELECEKTEKİ NAKİT AKIMLARINA DAYALI
MENKUL KIYMETLEŞTİRME

YETERLİK ETÜDÜ

Nizamettin UÇAK
Uzman Yardımcısı

ANKARA, 2000

YÖNETİCİ ÖZETİ

Çalışmanın amacı, yasal düzenlemeleri olmayan ancak, zamanla sermaye piyasalarının gösterdiği değişim ve gelişimle birlikte ihtiyaçlara bağlı olarak menkul kıymetleştirme uygulamalarının yeni bir yöntemi olarak ortaya çıkan ve fiili uygulaması bulunan “*Gelecekteki Nakit Akımlarına Dayalı Menkul Kıymetleştirme*” yönteminin, mevzuatımızda düzenlemesi bulunan varlığa dayalı menkul kıymetleştirme yönteminden farklılıkları, mevzuatımız karşısındaki durumu, ihraç prosedürü, sermaye piyasamız açısından önemi ve geleceğinin değerlendirilmesidir.

1970'lere uzanan menkul kıymetleştirme uygulamaları, sermaye piyasalarında doğrudan finansmanın bir türü olarak geçen sürede önemli bir ivme kazanmıştır. Klasik anlamıyla; varlıkların nakit akımlarının menkul kıymete dönüştürülmesi olarak ifade edebileceğimiz menkul kıymetleştirmenin ilk uygulamaları, Amerika Birleşik Devletleri'nde ipoteğe dayalı alacakların menkul kıymetleştirilmesi biçiminde ortaya çıkmıştır. Zamanla sermaye piyasalarının gösterdiği değişim ve gelişimle birlikte ihtiyaçlara bağlı olarak menkul kıymetleştirme uygulamaları, değişik yöntemlerle kendisini sık sık göstermiştir.

Dünya'da yaygın şekilde uygulanmakta olan menkul kıymetleştirme yöntemleri; varlığa dayalı menkul kıymetleştirme, gayrimenkule dayalı menkul kıymetleştirme, sigorta primi gelirlerine dayalı menkul kıymetleştirme ve ipoteğe dayalı menkul kıymetleştirme yöntemleridir.

Sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde, ihtiyaçların değişmesine paralel olarak sürekli yeni finansman teknikleri ortaya çıkmıştır. Menkul kıymetleştirme alanında meydana gelen yeniliklerden birisi de future flow transactions securitization (gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirme) olarak adlandırılan yeni bir menkul kıymetleştirme yönteminin ortaya çıkmasıdır.

Gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirmeyi mevcut menkul kıymetleştirme uygulamalarından ayıran özellik, ihraç anında ihracın dayanağını teşkil eden nakdin/alacağın/varlığın kısmen mevcut olması veya mevcut olmamasıdır. Böylece mevcut finansman yöntemlerine yeni bir yöntem katılmıştır. Ancak, bu alanda henüz yasal düzenleme yapan bir ülke söz konusu olmayıp, fiili uygulama alanı bulan bir yöntem olarak varlığını sürdürmektedir. Başta Latin Amerika şirketleri olmak üzere gelişmekte olan ülkelerdeki şirketlerce kullanılan bu yöntemin avantajı, uluslararası sermaye piyasalarından düşük maliyetle kaynak teminidir. Gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirmeye konu olabilecek varlıkların kapsamını kesin olarak belirlemek mümkün değildir. Gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirmede temel amaç, bulunulan ülkeden (kaynak firmanın bulunduğu ülke) daha yüksek bir derecelendirme notu alarak, uluslararası piyasalardan düşük maliyetle fon temin etmek olduğu için, işlemde derecelendirme önemli bir rol oynamaktadır.

Gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirme yöntemi her şirket tarafından kullanılabilir bir yöntem değildir. İhraç, genel olarak uluslararası alanda

gerçekleştirdiği için, ihracı yapacak şirketin uluslararası alanda kendini kabul ettirebilecek bir şirket olması gerekir.

Gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirmenin, gelişmiş ülkelerden ziyade gelişmekte olan ülkelerdeki şirketlerce kullanılmaya elverişli bir menkul kıymetleştirme yöntemi olmasının nedeni, gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirmenin maliyet açısından gelişmekte olan ülkelerdeki şirketler için daha avantajlı olmasıdır. Gelişmekte olan ülkelerdeki kurumlara uluslararası nitelikteki yatırımcılar, borç vermekte çekingen davranmakta veya borç verseler bile, ülkenin derecelendirme notunu gözönünde bulundurarak talep ettikleri risk primini yükseltmektedirler. Gelişmekte olan ülkelerdeki şirketlerin gelişmiş ülkelerle güçlü ticari ilişkilere sahip olmaları ve buldukları ülkeden daha yüksek bir derecelendirme notu almaları durumunda, bu ilişkiden doğacak alacaklarını menkul kıymetleştirme suretiyle düşük maliyetle fon temin edebilirler.

Şirketler açısından fon temin maliyeti düşürülürken, yatırımcılar açısından da istenilen düzeyde bir getiri ve bu getiriyi güvenceye almış mekanizmalar oluşturulmaktadır. Örneğin, işlemin dayanağını teşkil eden nakit akımlarının/ödemelerin kaynak firma yerine özel hesaba yapılması, yatırımcıların hakkını koruyacak yeddi-eminin işlemin bir tarafını teşkil etmesi, garanti fonlarının oluşturulması gibi.

Türk şirketlerinden İnterbank A.Ş., gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirme işlemini ilk olarak kredi kartı alacaklarına dayalı nakit akımlarını kullanarak 1992 yılında gerçekleştirmiştir. Türk şirketlerince 1994-1998 yılları arasında gerçekleştirilen ihraçların tamamı, finansal sektörde faaliyet gösteren şirketlerce gerçekleştirilmiştir. İhracın miktarına, işlemin aldığı derecelendirme notuna, ihraçcının tanınmasına bağlı olarak, ihraçların tamamı tahsisli ya da başka yöntemlerle gerçekleştirilmiş, halka arz şeklinde ihraç yapılmamıştır. Elde edilebilen istatistiki verilere göre Türk şirketlerince 1993-2000 yılları arasında 1.844 milyon \$'lık gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymet ihraç edilmiştir.

Mevcut düzenlemelerimiz gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetlerin Kurul kaydına alınmasına engel teşkil etmekte olup, Borçlar Kanunu ve diğer mevzuat hükümleri gözönünde bulundurularak, Sermaye Piyasası Kanunu'na gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirmeye imkan tanıyan hüküm/hükümlerin eklenmesi ve bu hususun bir Tebliğ ile de düzenlenmesi gerekmektedir.

Sonuç olarak, 1992 yılından beri Türk şirketlerince uluslararası alanda uygulanmakta olan gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirmenin, gerek konu gerek hacim açısından artan bir şekilde uygulanmaya devam edeceği ve bu alana yeni şirketlerin katılacağı düşünülmektedir. Bu nedenle, sermaye piyasalarındaki hızlı değişim ve gelişmeler gözönünde bulundurulduğunda, şu anda uluslararası alanda fiili uygulaması olan gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirmenin ülke içinde uygulamasına yönelik gerekli koşulların oluşması durumunda, Mevzuatımızda gerekli düzenlemelerin yapılması gerekecektir.

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	2
GELECEKTEKİ NAKİT AKIMLARINA DAYALI MENKUL KIYMETLEŞTİRME	2
1.1. TANIM	2
1.2. MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN İŞLEYİŞİ	4
1.3. GELECEKTEKİ NAKİT AKIMLARINA DAYALI MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN HUKUKİ NİTELİĞİ	7
1.4. GELECEKTEKİ NAKİT AKIMLARINA DAYALI MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN MUHASEBELEŞTİRİLMESİ	11
1.5. GELECEKTEKİ NAKİT AKIMLARINA DAYALI MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN KAPSAMI	12
1.5.1. <i>Finansal Nakit Akımları</i>	12
1.5.2. <i>Telefon Faturalarına Dayalı Nakit Akımları</i>	13
1.5.3. <i>İhracat Alacaklarına Dayalı Nakit Akımları</i>	14
1.5.4. <i>İşçi Ödemelerine Dayalı Nakit Akımları</i>	14
1.5.5. <i>Uçak Biletlerine Dayalı Nakit Akımları</i>	14
1.6. PROJEYE DAYALI MENKUL KIYMETLEŞTİRME	15
1.6.1. <i>Projeye Dayalı Menkul Kıymetleştirmenin Ortaya Çıkışı</i>	15
1.6.2. <i>Projeye Dayalı Menkul Kıymetleştirmenin Yapısı</i>	17
1.6.3. <i>Kredibilite Artırma Yöntemleri</i>	18
1.6.4. <i>Projeye Dayalı Menkul Kıymetleştirme Uygulama Alanları</i>	20
1.7. FAALİYET GELİRLERİNE DAYALI MENKUL KIYMETLEŞTİRME	20
1.7.1. <i>Faaliyet (Operating) Riski</i>	21
1.7.2. <i>Dönemsel Riskler</i>	22
1.7.3. <i>İflas Durumu</i>	22
İKİNCİ BÖLÜM	23
GELECEKTEKİ NAKİT AKIMLARINA DAYALI MENKUL KIYMETLEŞTİRMEDE DERECELENDİRME	23
2.1. GENEL OLARAK DERECELENDİRME	23

2.2. PİYASA EĞİLİMLERİ.....	23
2.3. DERECELENDİRME FELSEFESİ	24
2.4. TEMEL YAPISAL UNSURLAR.....	24
2.4.1. Tahsilatlar	24
2.4.2. Nakit ve Temel Risk	25
2.4.3. Yedek Hesap	25
2.4.4. Vade.....	25
2.4.5. Harekete Geçiren Olaylar	25
2.4.6. Sınırlamalar.....	25
2.4.7. Fazla Teminat/Diğer Kredi İyileştirmeleri.....	26
2.5. DERECELENDİRMEDE ESAS ALINAN FAKTÖRLER.....	26
2.5.1. Kaynak Firmanın Kredibilitesi.....	26
2.5.1.1. Yerel Para Derecesi	26
2.5.1.2. Nakit Yaratma Riski	26
2.5.1.3. Üretim Çizgisindeki Rekabet Gücü.....	27
2.5.1.4. Kaynak Firmanın Diğer Borçları	27
2.6. ÜRÜN RİSKİ	27
2.6.1. Genel Olarak	27
2.6.2. Talep Yapısı.....	28
2.6.3. Özel Ürünler.....	28
2.6.4. Fiyat Hareketliliği	28
2.6.5. İç Talep.....	28
2.6.6. Uluslararası Talep	28
2.6.7. Finansal Nakit Akımları ve Kur Riski	28
2.7. BORÇLUNUN KREDİBİLİTESİ	29
2.7.1. Genel Olarak	29
2.7.2. Birkaç Borçlu.....	29
2.7.3. Birçok Borçlu.....	29
2.7.4. Tüm Müşterilerin Borçlu Olması	29
2.7.5. Diğer Faktörler	29
2.8. ÜLKE RİSKİ	30
2.8.1. Genel Olarak	30

2.8.2. <i>Transfer ve Kur Riski</i>	30
2.8.3. <i>Devletin Yönlendirme Riski</i>	30
2.8.4. <i>İhracat ve İthalat Kontrolleri</i>	31
2.8.5. <i>Devletin Ödemelere Müdahalesi</i>	31
2.8.6. <i>Ülkenin Tavan Derecesi</i>	31
2.8.7. <i>Ülkenin Tavan Derecesinden Üstün Derece</i>	31
2.8.8. <i>Ürünün Doğası</i>	31
2.8.9. <i>Diğer</i>	32
2.9. YASAL KRİTERLER	32
2.9.1. <i>Genel Olarak</i>	32
2.9.2. <i>Alacakların Transferi</i>	32
2.9.3. <i>Yasal Açıdan Ülke Riskleri</i>	33
2.9.4. <i>Diğer Hukuki Konular</i>	33
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	35
MEVZUATIMIZDAKİ DURUM	35
SONUÇ	39
KAYNAKÇA	41

KISALTMALAR CETVELİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BK	: Borçlar Kanunu
GNADMK	: Gelecekteki Nakit Akımlarına Dayalı Menkul Kıymetleştirme
FGDMK	: Faaliyet Gelirlerine Dayalı Menkul Kıymetleştirme
Kurul	: Sermaye Piyasası Kurulu
PDMK	: Projeye Dayalı Menkul Kıymetleştirme
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	: Sermaye Piyasası Kanunu
SPV	: Special Purpose Vehicle (Özel Amaçlı Kurum)
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
VDMK	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme
\$: Amerika Birleşik Devletleri Doları

GİRİŞ

Klasik anlamıyla; varlıkların nakit akımlarının menkul kıymete dönüştürülmesi olarak ifade edebileceğimiz menkul kıymetleştirme uygulamalarının başlangıcı 1970'lere uzanmaktadır. İlk menkul kıymetleştirme uygulamaları Amerika Birleşik Devletleri(ABD)'nde, ipoteğe dayalı alacakların menkul kıymetleştirilmesi biçiminde ortaya çıkmış olup, geçen süre içerisinde menkul kıymetleştirme önemli bir gelişme göstermiştir.

Ülkemizde; 13.05.1992 tarih ve 21227 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren 29.04.1992 tarih ve 3794 sayılı "Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanunu'nun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 Sayılı KHK'nın Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun" ile menkul kıymetleştirme konusundaki ilk yasal düzenlemeler yapılmıştır. Getirilen yasal düzenlemeler, klasik olarak tanımlayabileceğimiz; "*varlıkların nakit akımlarının menkul kıymete dönüştürülmesi*"ne yöneliktir.

ABD ve İngiltere gibi sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde, menkul kıymetleştirme uygulamaları zamanla sermaye piyasalarının ihtiyaçlarına uygun olarak yeni boyutlar kazanmış ve "future flow transactions securitization" (gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirme) olarak adlandırılan yeni bir menkul kıymetleştirme yöntemi ortaya çıkmıştır.

Çalışmanın birinci bölümünde, genel olarak gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirme/kıymetler (GNADMK) yönteminin tanımı, kapsamı, gösterdiği gelişme trendi üzerinde durulacaktır.

Gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirme yönteminde en önemli unsur, öngörülen nakit akımlarının gerçekleşip gerçekleşmeyeceği hususudur. Bu hususun ihraççı dışında, üçüncü bir kişi/kurum tarafından da değerlendirilmesi gerekmektedir.

Öngörülen nakit akımlarının gerçekleşip gerçekleşmeyeceğinin değerlendirmesini yapabilecek kurumlar, derecelendirme(rating) kurumlarıdır. İkinci bölümde, derecelendirme çalışmalarına ve derecelendirme çalışmalarında esas alınan (esas alınması gereken) kriterler üzerinde durulacaktır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde menkul kıymetleştirme konusunda mevzuatımızdaki düzenlemeler, varlığa dayalı menkul kıymetleştirme yöntemi ile gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirme yöntemi arasındaki farklılıklar ve GNADMK konusunda yapılması gereken düzenlemeler üzerinde durulacaktır.

Sonuç bölümünde ise kısa bir değerlendirme yapılacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

GELECEKTEKİ NAKİT AKIMLARINA DAYALI MENKUL KİYMETLEŞTİRME

1.1. TANIM

Dünya’da yaygın şekilde uygulanmakta olan menkul kıymetleştirme yöntemleri; varlığa dayalı menkul kıymetleştirme, gayrimenkule dayalı menkul kıymetleştirme, sigorta primi gelirlerine dayalı menkul kıymetleştirme ve ipoteye dayalı menkul kıymetleştirme yöntemleridir. Ayrıca, son yıllarda yukarıda anılan menkul kıymetleştirme yöntemlerine gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirme yöntemi de katılmış bulunmaktadır.

Gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirme yöntemi; gelecekte elde edilmesi beklenen nakde dayalı olarak yapılan menkul kıymetleştirmedir. Bu yöntemde, kaynak firma normal faaliyet süreci içerisinde, gelecekte elde etmeyi beklediği nakde/(alacağa) dayalı olarak menkul kıymeti ihraç eder/ihraç edilmesini sağlar. Söz konusu menkul kıymetin anapara ve faiz ödemelerinin güvencesini, gelecekte doğacak nakitlere ilişkin yapılan ödemeler teşkil eder. Nakdin ileride doğacak olması, GNADMK’yi klasik menkul kıymetleştirmeden ayıran temel farktır. Klasik menkul kıymetleştirme işleminde, mevcut alacak portföyünün kalitesi, işlemin dayanağını ve gerçekleştirme nedenini oluştururken, GNADMK işleminde ortada bir portföy olmadığı için, işlem herhangi bir portföyün kalitesine bağlı olamaz. Alacaktan doğan riskin bilanço dışında izlenebilmesi klasik menkul kıymetleştirme işleminin avantajı olabilirken, GNADMK işleminde henüz varlık kısmen mevcut veya mevcut olmadığı için, işlemin bilanço dışında izlenmesi de söz konusu değildir.

GNADMK işlemlerinin çoğu, ekonomik koşullar nedeniyle aldığı derecelendirme notu görece düşük olan ülkelerde gerçekleşmektedir. Bunun nedeni bu tür ülkelerdeki kurumlara uluslararası nitelikteki yatırımcıların borç vermekte çekingen davranması ya da borç verseler bile ülkenin aldığı derecelendirme notunun gözönünde bulundurularak, yatırımcılar tarafından talep edilen primin oldukça yüksek düzeylerde olmasıdır.

Örneğin, ABD’ne ihracat yapan A firması, derecelendirme notu görece düşük olan bir ülkede faaliyet gösteriyorsa, finansman ihtiyacını gidermek amacıyla borçlanma talebinde bulunduğu anda, ülke notu nedeniyle yüksek bir maliyetle karşılaşacaktır. Ancak, A firmasının, ihracat geliri ağırlıklı olarak güçlü bir para birimi olan ABD Doları üzerinden ise, bu durum A firmasına GNADMK işlemini gerçekleştirmede avantaj sağlayacaktır.

A firması, gelecekteki ihracat alacaklarının/nakdin Special Purpose Vehicle (SPV) aracılığıyla ABD’nde tahsili ile yatırımcılara dağıtılmasına ve yatırımcıların SPV’yi harekete geçirici yetkilerine yönelik bir sözleşmeyle kendini bağlarsa, hem

yatırımcılar ödeme ve kur riskinden etkilenmeyecek hem de A firmasının ülkesinde meydana gelebilecek devletin müdahale riski, politik vb. riskler ortadan kalkacaktır. Böylece, GNADMK ile iki temel risk yani kredi riski ve devletin müdahale riski bertaraf edilmiş olacaktır.

Kredi riskini; kaynak firmanın borcunu ödeyememe riski; devletin müdahale riskini ise devletin morotaryum ilan etmesi, dış ödemelere sınırlama getirme gibi müdahalelerde bulunması olarak tanımlayabiliriz. Böyle bir durumda GNADMK yatırımcıları için, ortada tek bir risk kalacaktır, o da A firmasının ABD'ne ihracat yapmaya son vermesidir. Bu durumda da GNADMK işleminde yatırımcıların anapara ve faiz ödemelerinin gerçekleştirilmesi için oluşturulan güvence mekanizmaları devreye girecektir. Böylece, A firmasının gerçekleştireceği GNADMK işleminin derecelendirme notu, ülkesinin alacağı nottan yüksek olacaktır.

GNADMK işleminde temel amaç; ülke notundan daha yüksek bir derecelendirme notu alınarak, uluslararası alanda finansman temin etmektir.

Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn)'nda, gelecekte elde edilecek nakit/alacak dikkate alınmamış, mevcut varlıklar dikkate alınarak düzenleme yapılmıştır. SPKn'nun 13/A maddesinde "alacaklar ve duran varlıklar karşılık gösterilerek varlığa dayalı menkul kıymetler ihraç edilebilir" hükmü yer almaktadır. Varlığa dayalı menkul kıymetleştirmede anapara ve faiz ödemelerinin güvencesi, varlığa dayalı menkul kıymetlerin/kıymetleştirme (VDMK) karşılığını oluşturan alacaklar ve duran varlıklar olduğu için, 15.12.1999 tarih ve 4487 sayılı Kanunla 2499 sayılı SPKn'na eklenen bir madde ile, varlığa dayalı menkul kıymetler itfa edilinceye kadar, bunların karşılığını oluşturan alacakların ve duran varlıkların, başka bir amaçla tasarruf edilemeyeceği, rehnedilemeyeceği, teminat gösterilemeyeceği ve haczedilemeyeceği belirtilmiştir.

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK/Kurul), SPKn'na dayarak, VDMK'ye ilişkin düzenlemeleri Seri:III, No:14 "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği" ile yapmıştır. Ancak, anılan Tebliğ'de sadece alacaklara dayalı VDMK ihracı düzenlenmiştir. Mevcut düzenlemeler konusunda üçüncü bölümde ayrıntılı bilgi verilmiştir.

Sonraki bölümlerde ayrıntılı olarak anlatılacağı gibi, gerek GNADMK, gerekse klasik anlamda VDMK bir varlığa dayalı olarak ihraç edilmektedir. Ancak VDMK ihracında, ihraç anında alacağın(varlık) belli olması, ihracın bu alacağa dayalı olarak gerçekleştirilmesi, GNADMK ihracında ise ihraç anında, nakdin (alacak/varlık) tamamen ya da kısmen mevcut olmayabileceği hususu aralarındaki temel fark olarak karşımıza çıkmaktadır. Öte yandan, GNADMK ihracında, ihraç ileride doğacak nakit akımları esas alınarak gerçekleştirilmekte, ihraç anında nakit akımlarını yaratacak olan varlığın mevcut olması gerekmektedir. Örneğin, kredi kartının doğuracağı nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirme yapılacaksa, kredi kartına dayalı alacak/nakit akımı henüz mevcut olmamakla birlikte, bir banka ve bu bankanın kullanılan ve geçmişte yarattığı nakit akımları hacmi belli olan kredi kartının var olması gerekir.

VDMK ihracında alacağın mevcudiyeti sonucu yatırımcı için, anapara ve faiz ödemeleri açısından bir risk söz konusu değilken, GNADMK’de beklenen nakdin elde edilememesi riski söz konusu olduğundan, yatırımcı açısından anapara ve faiz ödemeleri bir risk taşımaktadır. Bu nedenle, GNADMK ihracına konu gelecekteki nakit akımlarına ilişkin yapılacak derecelendirme çalışması önemli bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.

1.2. MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN İŞLEYİŞİ

Menkul kıymetleştirme sistemini anlatmadan önce, sistemde yeralan tarafların kısaca belirlenmesinde yarar vardır. Klasik anlamda VDMK ihracında sistemde genel olarak yeralan taraflar:

a) Kaynak Firma(Originator): Menkul kıymetleştirilecek varlık/alacakları bilançosunda bulunduran kurum. Örneğin, banka, leasing şirketi vb.

b) Özel Amaçlı Kurum (Special Purpose Vehicle/Special Purpose Entity): Menkul kıymetleştirilecek varlıkları devralıp, bu varlıklar karşılığında menkul kıymet ihraç ederek, menkul kıymetleştirme işlemini gerçekleştirmek amacıyla kurulan kurum(aksi belirtilmedikçe ihraççı ile kastedilen “SPV”dir). Mevzuatımızda bu amaçla kurulan ortaklıklara genel finans ortaklıkları denilmektedir.

c) Yedd-i Emin (Trustee): Teminat oluşturan varlıkların saklanması, yatırımcıların korunması amacıyla gerektiğinde yatırımcılar adına alacakların tahsili ve dağıtımını, yatırımcıların korunması ve bilgilendirilmesi gibi görevlerden sorumlu olan kurum. İhraççı kurumun iflası (kaynak firma doğrudan ihracı kendisi yapmışsa, kaynak firmanın iflası) durumunda, alacakları tahsil ederek anapara ve faiz ödemelerini gerçekleştirme gibi fonksiyonları da yerine getirir.

d) Derecelendirme Kurumu (Rating Agency): Menkul kıymetleştirilecek varlıkları değerlendirip, yatırım açısından alabilecekleri dereceyi belirleyerek, yatırımcılara yatırımın riskliliğine ilişkin bilgi veren kurum. Derecelendirme kurumu ihraç edilen menkul kıymetlerin yatırım riskliliğinin belirlenmesi konusunda kamuyu/yatırımcıları bilgilendirir.

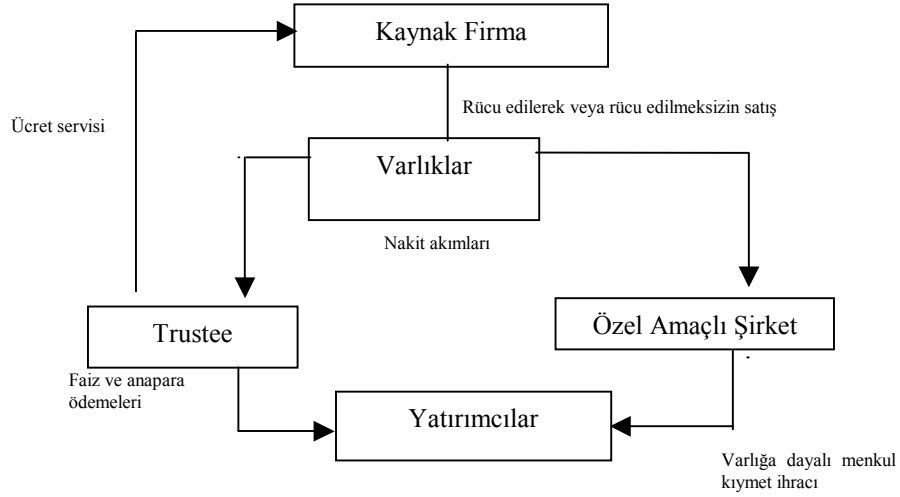
Sistemde genel olarak yukarıda belirtilen kurumlar yer almakla birlikte, hizmet veren firmalar (servicer), yatırım bankaları, garanti fonları gibi kurumlar da uygulamada görülmektedir.

İhraç sürecinde yeralan diğer kurumlar da çeşitli fonksiyonları yerine getirmektedir. Hizmet veren firma, yatırımcı adına senet ibrazı ile anapara ve faiz tahsilini gerçekleştirebilir. Garanti fonları/garanti veren banka-kurum ise alacakların tahsil edilmemesi veya geç tahsil edilmesi durumunda, menkul kıymetin vadesi gelen anapara ve faiz ödemelerinin yapılabilmesini sağlar.

Sistemin işleyişinde kaynak firma ilk iş olarak bilançodaki menkul kıymetleştirilecek varlıklarından bir havuz oluşturmaktadır. Kaynak firma, ihraç yetkisine sahipse ve doğrudan menkul kıymeti kendisi ihraç etmek istiyorsa, oluşturduğu havuza dayalı olarak menkul kıymeti ihraç eder. İhraç yetkisi yoksa, oluşturduğu alacak havuzunu, ihraç yetkisine sahip kuruma devrederek bunun

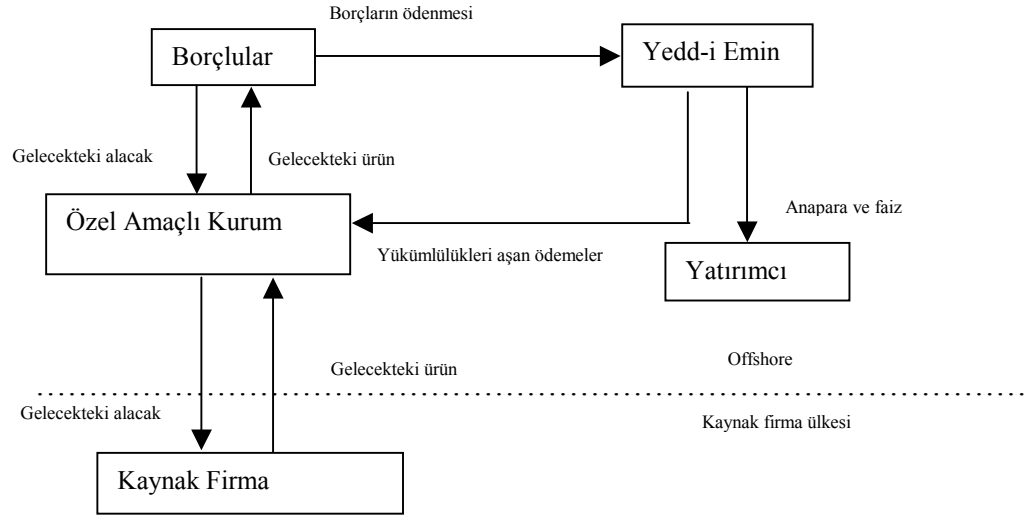
karşılığında menkul kıymetin ihraç edilmesini sağlar. Kaynak firma, ihraç kapsamında yer almak istemiyorsa, oluşturduğu alacak havuzunu, özel amaçlı kurum veya alacakları devralma ve bunun karşılığında menkul kıymet ihraç etme yetkisine sahip herhangi bir kuruma satar. Alacakları satın alan kurum, satın aldığı alacak havuzu karşılığında menkul kıymet ihraç eder. Yedd-i emin yatırımcıların anapara ve faiz ödemelerinin garantisini teşkil eden varlıkları saklar ve yatırımcıların korunması amacıyla sözleşme süresince yatırımcılar adına gereken tedbirlerin alınmasını sağlar. Şekil 1’de basit bir varlığa dayalı menkul kıymetleştirme yapısı verilmiştir.

Şekil 1: Basit Bir Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme Yapısı(Öcal, 1997:13).

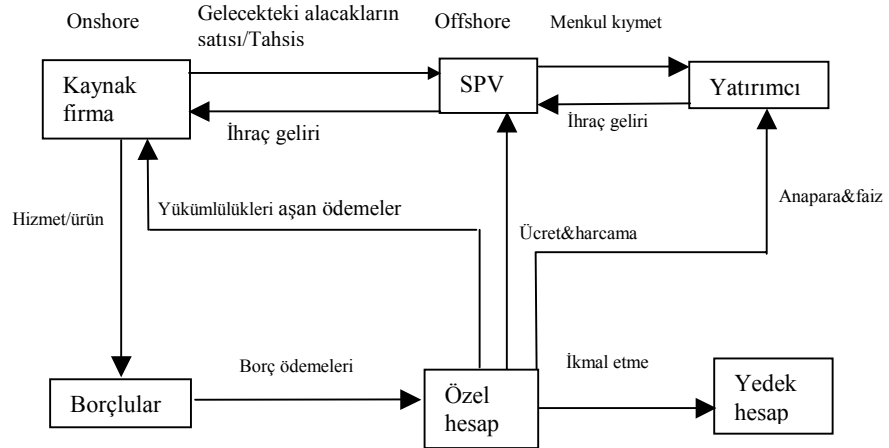


GNADMK işleminde nakit/alacak havuzu kısmen mevcuttur, ya da mevcut olacağı beklenmektedir. Örneğin, X bankasının 1 milyon \$ kredi kartı nakdi/alacağı mevcut. Ancak, X bankası 3 milyon \$ değerinde menkul kıymetleştirme işlemi yapmak istemektedir. X bankası menkul kıymetleştirme işlemi süresince 2 milyon \$ daha kredi kartı nakdin/alacağının gerçekleşeceğini öngörüyorsa, 3 milyon \$'lık menkul kıymetleştirme işlemi yapabilecektir. Bu fark dışında GNADMK işleminde de sistem yukarıda belirtilen sisteme paralel özellikler taşımaktadır. Şekil 2’de tipik bir gelecekteki nakit akımı yapısı ve Şekil 3’te de GNADMK yapısı verilmiştir.

Şekil 2: Gelecekteki Nakit Akımı Yapısı(Duff&Phelps Credit Rating Co., 1998:6¹).



Şekil 3: Gelecekteki Nakit Akımlarına Dayalı Menkul Kıymetleştirme Yapısı(International Securitisation, May1998:38, ABN-AMRO)



¹ Duff&Phelps Credit Rating Co. ve Fitch IBCA 2000 yılında birleşmiş olup, birleşme sonucundaki yeni isim Fitch IBCA, Duff&Phelps Credit Rating Co.'dır.

Aşağıda belirtilen özelliklerin varlığı, GNADMK ihraçları için avantajlı bir durum yaratır(Kothari,1999:87).

*İhraççı firmanın gelişmekte olan piyasalarda yer alan bir şirket/kurum olması,

*İhraççı firmanın güçlü bir para birimine dayalı düzenli nakit akımı yaratan bir faaliyetinin olması,

*Nakit akımı yaratacak kaynağın mevcut olması,

*İhraççı firma ülkesinin ülke notunun, uluslararası yatırımcılarca yatırım yapılabilir derecenin altında olması,

*Güçlü bir para birimine sahip bir ülkede, yasal olarak ödemelere ilişkin bir hesabın oluşturulmasına, ihraççının ülke mevzuatında bir engel olmaması.

1.3. GELECEKTEKİ NAKİT AKIMLARINA DAYALI MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN HUKUKİ NİTELİĞİ

GNADMK'nin hukuki niteliği, işleme ilişkin yaptırım gücünün anlaşılması açısından önem taşımaktadır. GNADMK, ülkemiz mevzuatında henüz düzenlenmemiş bir konudur.

Bazı ülkelerin hukuk sistemlerinde, olmayan bir şeyin devri mümkün olmamakla birlikte, devre ilişkin bağlayıcı sözleşme yapılabilmektedir. Bu tür devrin söz konusu olabileceği durumlar Tablo 1'de verilmiştir(Kothari, 1999:269).

Tablo 1 Alacakların Devredilebileceği Muhtemel Durumlar	
Ortada her an ödenebilecek bir borç olabilir	Devredilebilir
Bugün bir borç sözleşmesi vardır, ancak, ödemeler ileride yapılacaktır	Devredilebilir
Belirlenebilir bir borç vardır, bugün mevcut olmamakla birlikte, gelecekte ortaya çıkacaktır.	İleride devredilebilir, fakat devre ilişkin bağlayıcı sözleşme yapılabilir
Borç yaratacak varlık mevcuttur	Belirlenebilir bir kaynaktan doğacak gelir devredilebilir
Borç doğuracak kaynak yoktur	Devredilemez
Gelir sadece beklentiden ibarettir	Devredilemez

Tablodan da anlaşılacağı üzere, eğer gelir yaratacak bir kaynak mevcutsa, söz konusu kaynaktan doğacak gelir bir işleme konu olabilmektedir. Örneğin, eğer ortada bir meyve ağacı varsa bu ağacın ileride olacak meyveleri satılabilir. Ancak, henüz ortada bir fidan bile yoksa, meyve satışına ilişkin bir sözleşme sadece bir sözden ibaret olur.

Yasal açıdan, GNADMK çok özen gerektiren bir işlemdir. İşleme ilişkin tecrübeler henüz yaygın değildir ve işlem birkaç kez yargılamaya konu olmuşsa da, henüz genel bir karara varılabilecek duruma gelmemiştir(Kothari, 1999:180-181). Hukuki nitelik açısından üzerinde durulması gereken, işlem sırasında nakdi yaratacak varlığın mevcut olup olmadığıdır. İşlem sırasında nakdi yaratacak varlık mevcut ve belirlenebilir ise, işlem hukuki bir nitelik taşır, ancak, nakdi yaratacak varlık yoksa ya da belirlenemiyorsa işlem hukuki bir nitelik taşımaz. Çünkü, olmayan varlığın yaratabileceği nakit de söz konusu olamaz.

Örneğin, bir uçak firmasının, mevcut uçaklara ilişkin satılacak biletlerin yaratacağı nakdin menkul kıymetleştirilmesi işlemi hukuki bir nitelik taşımakta ve işlemin tüm taraflarını bağlamaktadır. Ancak, ileride alınacak herhangi bir uçağa ilişkin satılacak biletlerin yaratacağı nakdin menkul kıymetleştirilmesi işlemi hukuki bir anlam taşımamakta ve böyle bir işlem tarafları bağlamamaktadır(Kothari, 1999:268- 270). Bu durumda uçak firmasının GNADMK ihracında sadece mevcut fiyola ait bilet satış hacmi dikkate alınmalıdır.

GNADMK'ye ilişkin olarak, şimdiye kadar özel bir yasal düzenleme yapan ülke bulunmamaktadır. İtalyan hukuk sisteminde Future Flow kavramı geçmekle birlikte, bu kavramdan ne anlaşılması gerektiği açık değildir(Kothari's securitization website, securitization markets in İtaly:3-4).

İşlem ihraççının cephesinde vergisel açıdan bir ödünç alma işlemi gibi muamele görmelidir(Kothari, 1999:181).

Dünya uygulamasının durumuna paralel olarak, Mevzuatımızda da GNADMK özel olarak düzenlenmemiştir. GNADMK'de ihraç edilecek "aracın" "sermaye piyasası aracı" kapsamında değerlendirilebilmesi için SPKn'nda belirtilen hususları içermesi gerekir. Çünkü SPKn'nun "Tanımlar" başlıklı 3'üncü maddesinin (b) bendinde "Sermaye Piyasası Araçları:Menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarıdır" şeklinde sermaye piyasası araçlarının neler olduğu ifade edilmiştir. SPKn'nun md.3 (b) bendinde, gerek menkul kıymetler gerekse diğer sermaye piyasası araçlarının belirlenmesinde, esas alınan ortak kriter söz konusu araçların "şartlarının kurulca belirlenmiş olması" kriteridir. O halde gelecekteki nakit akımlarına dayalı bir menkul kıymetten bahsedebilmek ve böyle bir menkul kıymetin ihraç edilebilmesi için, şartların Kurul'ca belirlenmiş olması gerekir.

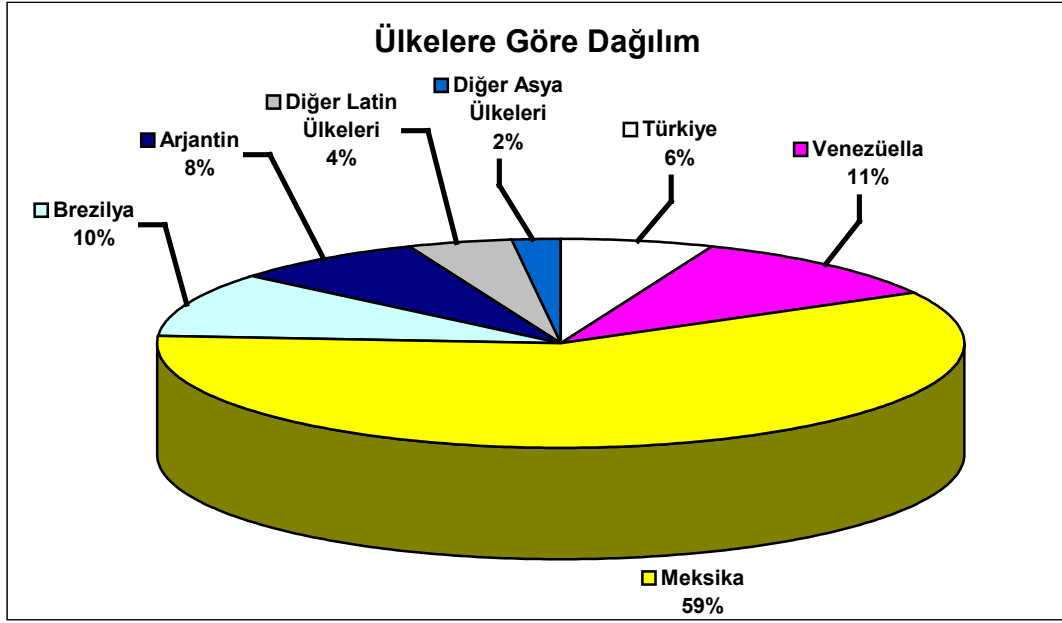
Sermaye Piyasası Mevzuatında bir hüküm olmamakla birlikte, GNADMK ilişkisinin genel hükümler çerçevesinde değerlendirilmesi gerekir. GNADMK işlemini genel mevzuat hükümleri çerçevesinde değerlendirirsek şu hükümlerden hareket edebiliriz: Borçlar Kanunu(BK) madde 20'de "Bir sözleşmenin konusu, kanunun gösterdiği sınır içinde serbestçe tayin olunabilir" denilmek suretiyle sözleşme serbestisi getirilmiştir. Ancak, aynı maddede "sözleşme yapıldığı sırada sözleşmenin konusu imkansız ise, sözleşme batıldır" denilmek suretiyle sözleşme serbestisinin sınırlamalarından biri belirtilmiştir. Tarafların yaptıkları sözleşme, hiçbir unsuru itibariyle ya da kısmen herhangi bir kanun hükmüyle düzenlenmemiş olabileceği gibi kanunun başka sözleşme tipleri için öngördüğü unsurların kanunun öngörmediği bir tarzda bir araya gelmesi şeklinde de olabilir(Yavuz,1994:17). GNADMK işleminde, işlem sırasında nakdi yaratacak varlığın mevcut olması,

sözleşme konusunun imkansız olmasını önleyerek, bu sınırlamayı geçersiz kılmaktadır. Ancak, böyle bir ilişki genel hükümler çerçevesinde geçerli olsa bile, SPKn'nun 3 ve 4. maddesi nedeniyle uygulama imkanı bulmayacaktır. Yukarıda da belirtildiği üzere gelecekteki nakte dayalı “menkul kıymet” adı altında bir aracın var olabilmesi için, şartlarının kurulca belirlenmesi gerekir. Ayrıca, SPKn'nun 4'üncü maddesinde “ihraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul'a kaydettirilmesi zorunludur” denilmektedir.

Gelecekteki nakte dayalı menkul kıymet ihracında, BK'nun düzenlediği alacağın temlik hususu akla gelebilirse de, ortada tam olarak belirlenmiş bir alacak söz konusu olmadığı gibi, alacağın alacaklısının değişmesi de söz konusu olmadığı için, alacağın temlikinden söz etmek mümkün değildir. Doğacak alacak, işlemin dayanağını oluşturmakta ve alacaklı, menkul kıymetleşme işlemindeki yükümlülüklerini yerine getirdiği sürece, alacak üzerindeki hak kendisine ait olmaktadır. Alacağın temlik, mevcut bir alacağın alacaklısının değişmesi işlemidir. BK. mad. 162'de öngörülen unsurlara göre, alacaklının bir borç ilişkisinden doğan alacağını borçlunun muvafakatına gerek olmadan bir akde dayanarak üçüncü bir kişiye devretmesine alacağın temlik adı verilir. Alacağın temlik ile alacak hakkı bunu devralan üçüncü kişiye geçer(Eren, 1994:414). GNADMK'nin hukuki nitelik açısından factoring işlemiyle de karşılaştırılması yerinde olur. Factoring, factor tarafından, müşterinin üçüncü şahıs borçlu karşısındaki mal (emtia) tesliminden veya işgörme/hizmet ediminden ileri gelen alacaklarını, karşılığını (bedelini) alacağın tahsil zamanından önce avans (peşin) olarak ödeyerek, alacağın tahsil edilememesinin (borçlunun ödemeye muktedir olmamasının) riskinin ve müşteri için, borçlunun muhasebesinin tutulması, ihtar işlemleri gibi işgörme/hizmet edimlerinin üstlenilmesi suretiyle devir ve satın alınmasıdır(Kocaman, 1992:21). Factoring işlemlerinin temel konusu müşterinin işletmesinin iktisadi faaliyetleri sebebiyle doğmuş ve/veya doğacak alacaklarının factora temlik teşkil etmektedir(Özakman, 1991:16). Factoring sözleşmesinin hukuki niteliği üzerinde görüş birliği mevcut değildir. Hakim görüş içinde de farklılıklar mevcuttur(Kocaman, 1992:51). GNADMK hukuki nitelik itibariyle daha çok“alacağın satımı sözleşmesine” yakındır. BK. md. 182 f.1'de “satım bir akittir ki, onunla satıcı satılan malı alıcının iltizam ettiği semen mukabilinde alıcıya teslim ve mülkiyeti ona nakleylemek borcunu tahammül eder”. Satım sözleşmesinin tamam olması için mal ile paranın değiştirilmesi hususunda anlaşma yeterlidir. Bu sözleşme devri mümkün her türlü eşyaya uygulanabilir; örneğin, taşınır ve taşınmaz her türlü eşya, *alacaklar*, bir mamelekin bütünü, mülk edinmeye elverişli doğal kuvvetler, bir sır ya da bir haber satın alma, satım sözleşmesinin konusu (satılan) olabilir(Yavuz, 1994:33-35). Yukarıda yeralan açıklamalardan da anlaşılacağı üzere, GNADMK hukuki nitelik itibariyle, kanun tarafından düzenlenen herhangi bir sözleşme olarak nitelendirilemez. O halde konunun SPKn'nda düzenlenmesi gerekir. SPKn'nun 3'üncü maddesinin (b) bendine dayanarak konunun SPKn'nda değişiklik yapılmadan düzenlenebileceği düşünülse, SPKn'nda “Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler” konusunun düzenlenmiş olması, kanun koyucunun “Doğacak Varlıklara Dayalı Menkul Kıymet” ihracına imkan vermediği düşüncesine yol açmaktadır.

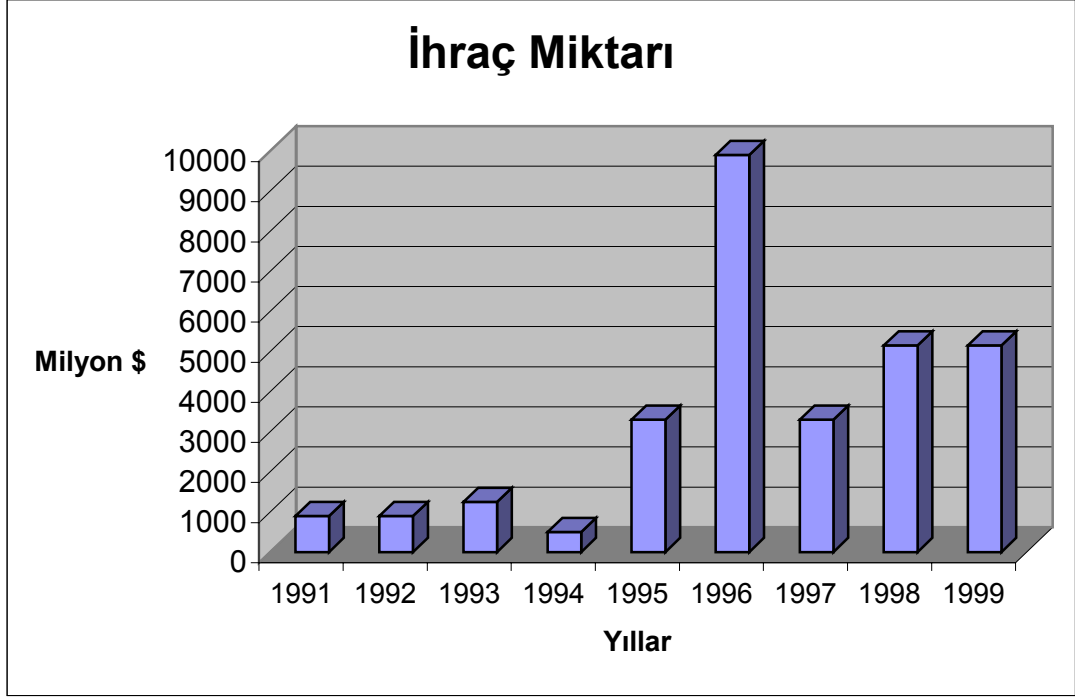
Konuya özel herhangi bir yasal düzenleme olmamakla birlikte, başta Latin Amerika şirketleri olmak üzere, GNADMK yöntemi birçok şirket tarafından başarıyla kullanılmaktadır. 1991-1998 yılları arasında Duff&Phelps Credit Rating Co. tarafından derecelendirmeye tabi tutulan GNADMK'in ülke bazında dağılımı Grafik 1'de verilmiştir.

Grafik 1: 1991-1998 Yılları Arasında Duff&Phelps Credit Rating Co. Tarafından Derecelendirmeye Tabi Tutulan GNADMK'in Ülke Bazında Dağılımı



1991-1999 yılları arasında Duff&Phelps Credit Rating Co. tarafından derecelendirmeye tabi tutulan GNADMK ihraç miktarları yaklaşık olarak Grafik 2'de verilmiştir.

Grafik 2: 1991-1999 Yılları Arasında Duff&Phelps Credit Rating Co. Tarafından Derecelendirmeye Tabi Tutulan Yaklaşık GNADMK İhraç Miktarları



1.4. GELECEKTEKİ NAKİT AKIMLARINA DAYALI MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN MUHASEBELEŞTİRİLMESİ

Yasal açıdan GNADMK işlemi, meydana gelecek nakdi/alacakları devre yönelik bir sözleşmedir. Henüz devredilecek varlık olmadığı için, işlem satış gibi değerlendirilemez ve bilanço dışına alınabilecek bir şey yoktur. İşlem uzun vadeli borç gibi değerlendirilecek ve nakit yaratacak ilgili kaynak oluşturulup, nakit elde edilmeye başlandığında, elde edilen nakit miktarı satış olarak değerlendirilecektir. Bu nedenden dolayı, GNADMK'nin muhasebeleştirilmesi henüz transfer edilmeyen gelirden farklılık göstermez(Kothari, 1999:416-417). Kothari, menkul kıymetleştirmeye ilişkin mevcut hukuki sistemleri gözönünde bulundurarak bu sonuca ulaşmıştır.

Uluslararası muhasebe standartlarında da GNADMK'ye ilişkin herhangi bir özel düzenleme bulunmamaktadır.

Mevzuatımız açısından değerlendirildiğinde de aşağıdaki nedenlerden dolayı işlemin uzun vadeli borç olarak değerlendirilmesi gerekmektedir. İhraç anında bir borç doğmakta ve bu borç ileride elde edilecek nakitlerle ödenmektedir. İhraç anında borcun karşılığını oluşturan bir varlık olmadığı gibi yapılan bir ödeme de yoktur.

Buradan hareketle, ihraççı firmanın muhasebe sisteminde, ihraç anında aktif (kasa/banka) ve pasif (finansal borçlar) hesaplar çalışmalıdır. Nakit yaratıcı işlem gerçekleştirildiğinde (mal/hizmet satışı), ödemenin özel hesaba yapılacak olması nedeniyle, alacakların bilanço dışında izlenmesi gerekir. Diğer taraftan, yaratılan nakit borç ödemesinde kullanılacağı için, firmanın aynı oranda finansal borçlarını azaltması muhasebeleştirme işlemi açısından doğru olacaktır. Yükümlülükleri karşılama nakit yaratıldıktan sonra, işlemin yapısına da aykırı olmamak koşuluyla bundan sonra menkul kıymetleştirmeye konu varlıkların nakit doğurucu işlemleri için normal muhasebeleştirme yöntemlerinin uygulanması uygun olacaktır.

1.5. GELECEKTEKİ NAKİT AKIMLARINA DAYALI MENKUL KIYMETLEŞTİRMENİN KAPSAMI

GNADMK'nin kapsamını kesin olarak belirlemek mümkün değildir. GNADMK için asıl olan gelecekte bir nakdin doğmasıdır. Düzenli nakit yaratabilen bütün varlıklar GNADMK ihracı için uygundur. Ancak, genelde, döviz olarak giriş sağlayan, geçmişten gelen bir süreklilik arzeden ve geleceğe ilişkin olarak tahmin edilebilen nakitlere dayalı GNADMK ihracı yapılmaktadır. Şimdiye kadar ağırlıklı olarak;

-Finansal nakit akımları (kredi kartı, ticari çek, seyahat çeki, işçi dövizine dayalı nakit akımları),

-Telefon faturalarına dayalı nakit akımları,

-İhracat alacaklarına dayalı nakit akımları,

-İşçi ödemelerine dayalı nakit akımları ve,

-Uçak biletlerine dayalı nakit akımları,

GNADMK işleminde kullanılmıştır. Ayrıca, son yıllarda bir işletmenin bir bütün olarak faaliyetlerinin doğurduğu nakitlere (gelirlere) dayalı menkul kıymetleştirme ve projelere dayalı menkul kıymetleştirme türleri, GNADMK alanında görülen yeniliklerdir.

1.5.1. Finansal Nakit Akımları

Finansal nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirme, genellikle kredi kartı alacaklarına dayalı olarak gerçekleştirilmektedir. Kredi kartı alacaklarına yönelik menkul kıymetleştirme uygulaması, VDMK uygulaması biçiminde ortaya çıkmıştır. İlk uygulama, Nisan 1986 yılında, Salomon Brothers tarafından gerçekleştirilen 50 milyon \$'lık kredi kartı alacaklarının tahsisli satışı biçiminde gerçekleşmiştir(Henderson&Scott, 1992:87). Teorik olarak GNADMK işlemine, her türlü kredi kartlarının doğurduğu alacaklar konu olabilir. Fakat, uygulamanın konusunu uluslararası alanda güçlü bir bankanın kredi kartlarının doğurduğu alacaklar teşkil etmektedir. Uluslararası kredi kartı alacakları, turistlerin ya da iş adamların yurtdışı seyahatlerde satın aldıkları mal ya da hizmet karşılığında uluslararası alanda güçlü bir bankanın kredi kartını kullanmaları sonucunda doğmaktadır(Duff&Phelp Credit Rating Co, 1997:1). Günümüzde internet üzerinden

kredi kartı ile alış veriş imkanı da uluslararası kredi kartı alacaklarının doğmasını sağlamaktadır. Kredi kartına dayalı olarak satış yapan satıcı, yerel para cinsinden bir komisyon karşılığında, yerel bankadan (kredi kartı network sisteminde yer alan) alacağını alır. Yerel banka da, kredi kartı sliplerini kredi kartını çıkaran uluslararası bankaya, uluslararası bankanın ödemede bulunmaması durumunda visa, mastercard gibi uluslararası bir kredi kartı network sistemine belli bir komisyon karşılığında vererek alacağını tahsil eder. Yerel bankaya ödemeler ABD Doları cinsinden yapılmaktadır. Yerel bankaya yapılacak ödemeler, yerel bankanın ihraç edeceği borçlanma araçlarının dayanağını teşkil eder.

Yatırımcıların; yönlendirme riski ve nakit akımlarındaki düşüş riskinden korunması için, beklenen yıllık nakit akımları hacminin tüm borç yükümlülüklerini karşılayacak yeterlilikte olması gerekir. Kredi kartı alacaklarına dayalı menkul kıymetleştirmede elde edilmesi beklenen nakde ilişkin yeterli teminat bulundurulması, işlemin başarısı açısından önemlidir. Teminatın miktarını; vade, kur riski, alacaklardaki volatilitate gibi unsurlar etkiler.

Gelişmekte olan ve dengeli bir pazar yapısına sahip bir ülkede faaliyet gösteren güçlü bir bankanın ihraç edeceği menkul kıymete yatırım derecesi alabilmesi için, kredi kartlarından beklediği yıllık nakit miktarının (geçmiş yıllarda elde ettiği kredi kartı alacaklarına bakılarak) ihraç edeceği tutarın %75-100'ü arasında olması aranmaktadır(Duff&Phelp Credit Rating Co, 1998:42).

Uluslararası kredi kartı işlemleri, bankalar açısından sermaye gerektiren işlemler olmadığı gibi bankaların öncelikli gelir kaynakları arasında da yer almamaktadır. Fakat, bankalar için nispeten kazançlı bir iş alanı ve bazı ürünlerin sınır ötesi satışında temel oluşturacağı gibi müşteriler için de bir finansal hizmettir. Ayrıca, banka için, kredi derecelendirme notu düşük olsa bile, sağladığı maliyet avantajı nedeniyle alternatif bir finansman yolu olarak tercih edilmektedir. Ülkemizde bu yöntem birçok banka tarafından kullanılmıştır.

1.5.2. Telefon Faturalarına Dayalı Nakit Akımları

Telefon alacaklarının menkul kıymetleştirilmesine ilişkin uygulamalar 1987 yılında başlamış olup, bu uygulama en avantajlı GNADMK işlemi olarak ele alınmaktadır.

Menkul kıymetleştirmeye konu olan alacağın ortaya çıkması farklı ülke ve farklı şirketleri gerektirir. Net alacak; tarifelere göre belirlenen ve uluslararası telefon konuşmalarının gerçekleştirilmesi sonucunda bir şirketin diğerine olan borcudur. Örneğin, A ülkesindeki bireylerin B ülkesindeki bireyleri araması için hem A hem de B ülkesindeki telefon sistemlerinin kullanılması gerekir. Konuşmanın yapıldığı A ülkesindeki yetkili kurum, konuşma ücretlerini bireylerden tahsil eder. Ancak, telefon sistemi kullanılan B ülkesindeki yetkili kuruma, kendi sisteminin kullanılmasına izin vermesi karşılığında talep ettiği ücret ödenir. Ücretler genellikle dakika başına belirlenir. Aynı şekilde B ülkesindeki bireylerin A ülkesindeki bireyleri araması sonucunda aynı mekanizma işler. Böylece, iki ülkede işlem hacimleri farklı olacağı için şirketlerden biri diğerinden net alacaklı olur. İşte menkul kıymetleştirmeye konu olan söz konusu net alacaklardır.

Meydana gelecek net alacakların miktarı, nüfusa, telefon sistemlerinin gelişmişlik düzeyine, bireylerin telefon kullanma alışkanlığına bağlı olarak değişir. Giderek artan bir oranda cep telefonlarının kullanılması, meydana gelecek net alacak miktarlarını da aynı şekilde artıracaktır.

1.5.3. İhracat Alacaklarına Dayalı Nakit Akımları

İhracat alacaklarına dayalı menkul kıymetleştirme, uluslararası borçlanmanın riskini düşürmek ve düşük maliyetli bir finansman sağlama modeli olarak geliştirilmiştir. İhracat alacaklarının menkul kıymetleştirilmesi, ihracatçının, ihracat faaliyetlerini sürdürme performansına bağlıdır. Ayrıca, ihracatı engelleyen yasal düzenlemelerin varlığı, ülkeye uluslararası alanda güvensizlik, politik belirsizlikler de menkul kıymetleştirmenin başarısını etkilemektedir.

İhracat kapsamına giren bütün ürünlerden ziyade, belli bazı ürünlerin ihracatı sonucunda doğan alacaklara karşılık menkul kıymetleştirme yoluna gidilmektedir. Bu ürünler genellikle, petrol, alüminyum, bakır, tekstil ürünleri, oto parçalarıdır. Özellikle tekstil ürünlerinde, bu ürünlerin kendini kabul ettirmiş markalardan olması, talep yönünün kuvvetli olması, ihracatının istikrarlı olması gerekir.

Ayrıca, müşteri profili son derece önemlidir. İstikrarlı bir talep sergileyen müşteri profili, belli dönemlerde aşırı talepte bulunan ancak, istikrarsız bir talep profili çizen müşteri profiline göre tercih edilir niteliktedir. Talepte istikrarsızlık artıkça, elde edilecek alacak miktarını belirleme riski de artar.

1.5.4. İşçi Ödemelerine Dayalı Nakit Akımları

Kendi ülkesi dışında çalışan işçilerin bankalar kanalıyla kendi ülkelerine gönderecekleri havaleler, menkul kıymetleştirme işleminin dayanağını oluşturmaktadır. Örneğin, Almanya'daki Türk işçilerin bankalar yoluyla Türkiye'ye gönderecekleri havaleler menkul kıymetleştirilebilir.

Havalelerin hacmini etkileyen faktörler, gönderen ile gönderilenin ekonomik durumu, enflasyon, faiz oranları ve kur oranıdır.

1.5.5. Uçak Biletlerine Dayalı Nakit Akımları

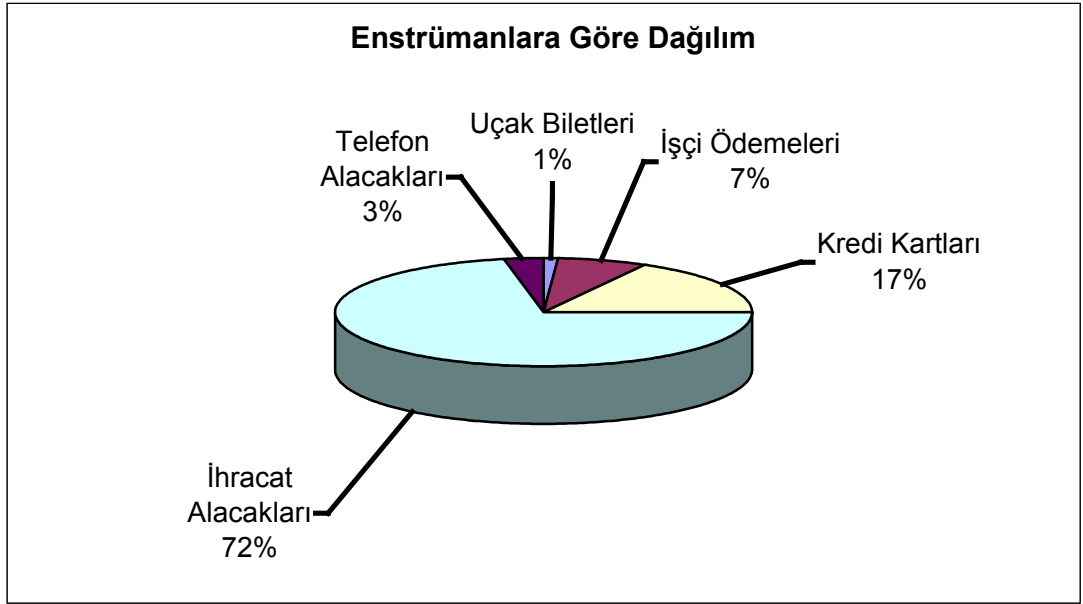
Uçak biletlerinden doğan alacakların menkul kıymetleştirme işleminde, yerel bir hava yolu şirketinin, uluslararası rotada gerçekleştirdiği uçuşlardan doğan döviz cinsindeki nakitleri menkul kıymetleştirilmektedir. Yabancı uyruklu yolcular bilet almak için satış noktalarında veya seyahat acentalarında nakit ya da kredi kartı ile ödeme yaptıklarında, alacak doğmaktadır(Duff&Phelp Credit Rating Co, 1999:3).

Menkul kıymetleştirmede, şirketin bilet satışları yoluyla yaratacağı nakit esas alınır. Yaratılacak nakit miktarının belirlenmesinde geçmişteki performans önemlidir. Seyahat acentaları ya da satış noktalarında bilet satışları sonucunda yapılacak fiili veya kredi kartlı ödemeler sonucunda doğacak nakit, çeşitli kanallardan geçerek yedd-i emin bünyesinde tutulan hesapta toplanacaktır. Biriken nakdi ödemelerden,

menkul kıymetleştirmenin gerektirdiği yükümlülükleri aşan kısım, yerel hava yolu şirketine aktarılacaktır.

Projeye dayalı menkul kıymetleştirme konusuna geçmeden önce 1991-1998 yılları arasında Duff&Phelps Credit Rating Co. tarafından derecelendirmeye tabi tutulan GNADMK'nin yukarıda belirtilen enstrümanlar arasındaki dağılımı Grafik 3'te verilmiştir.

Grafik 3: GNADMK'nin Değişik Enstrümanlar Arasındaki Dağılımı



1.6. PROJEYE DAYALI MENKUL KIYMETLEŞTİRME

1.6.1. Projeye Dayalı Menkul Kıymetleştirmenin Ortaya Çıkışı

Projeye dayalı menkul kıymetleştirme(PDMK), bir proje ya da bir proje grubundan doğan nakit akımlarının menkul kıymetleştirilmesidir. VDMK'de menkul kıymetleştirilebilecek varlıklar, sınırlayıcı bir şekilde belirli kriterlere göre belirlenmiştir. PDMK'de belirli bir standart yoktur. Herbir işlemin yapısı, kendi spesifik ihtiyaç ve koşullarına göre belirlenir. Ancak, temel bir çerçeve çizildikten sonra, bu çerçeve genelleştirilebilir.

Ekonomik çerçeveden bakıldığı zaman, belli bir varlık toplamından oluşan projenin doğurduğu nakit, VDMK'deki varlıkların doğurduğu nakitlerden farklı değildir. Ancak, proje yapısından kaynaklanan bazı aksaklıklar nakit akımlarını etkileyebileceği gibi, potansiyel olarak proje çok karlı bir proje de olabilir(Xin, 2000:25). Öncelikle, yeni bir projeye ilişkin geçmiş veriler elde edilemeyeceğinden,

gelecekteki nakit akımının tahmini de zorlaşır. Aynı zamanda yeni bir projenin tasarlanması ve tamamlanmasındaki risk çok büyüktür. İkincisi, mevcut bir proje tahmin edilebilir nakit akımlarına sahip olsa bile VDMK'nin ihtiyaç duyduğu transfer edilebilir ya da satılabilir yeterli yasal borç ya da alacak yaratmayabilir. Faaliyet geliri, görünüşte menkul kıymetleştirme için ideal değildir. Üçüncüsü, iş döngüsündeki mevsimlik dalgalanmalar nedeniyle birçok proje, düzensiz nakit akımlarına sahiptir. Eğlence sektörü ve turizm sektörü, iklim ve mevsimlerin iş döngüsü üzerindeki etkisini gösterme açısından açık örneklerdir(Xin, 2000:25).

Projelerin sponsorları gelişen, büyüyen VDMK piyasasından da yararlanmak isterler. Öyle bir menkul kıymetleştirme yapısı hazırlanmalıdır ki, sponsorlar da pazarda mevcut olan çekici şartlardan yararlanabilsinler, yani düşük maliyetli fonlardan, uzun vadeli finansmandan yararlanabilsinler. Özellikle yatay bir kazanç oranına sahip projeler, hisse fiyatlarında oynaklığı engeller, fakat sabit getirili menkul kıymetlere yatırım yapan yatırımcıları cezbeder ve böylece daha ucuza borçlanmanın mümkün olduğu sabit getirili menkul kıymet pazarlarından düşük maliyetli fon temin etme imkanını doğurur.

PDMK, sponsor/kaynak firma için spesifik alacak ya da varlıklardan ziyade, projenin bütün iş hacmine dayalı olarak borç elde edebilme fırsatı yaratır. Güvenin artırılmasını sağlayacak tedbirlere bağlı olarak PDMK ile aynı zamanda çekici olmayan ya da yüksek riskli projeler de uluslararası sermaye piyasalarına sunulabilir. Projenin dayalı olduğu varlıklara ilişkin kriterler, menkul kıymetleştirme için uzun süreli bir engel oluşturmaz. Yatırımcı için önemli olan, projeyi oluşturan varlıkların tek tek yaratacağı nakitten ziyade, projenin bir bütün olarak yaratacağı nakittir. Bu nedenden ötürü yatırımcı, hangi varlığın nakit yaratacağından ziyade, projenin gelecekteki performansının yaratacağı nakit akımları üzerinde duracaktır. Kaynak firma, projedeki %100 hissesini korumak isterse, kendisi hisse ihracı yaparken, yatırımcıların ise tahvil almasını sağlayacak bir işlem biçimi oluşturulmalıdır.

VDMK'de menkul kıymetleştirilen varlıklar aktif bir yönetim ve yatırım gerektirmez. Çünkü elde edilecek alacak belli olduğu gibi alacağın elde edilme usulü de bellidir. Ancak, PDMK aktif bir yönetim ve yatırım için ideal bir menkul kıymetleştirme biçimidir. PDMK'de spesifik varlıklardan ziyade bir projeden gelecekte elde edilecek nakitlerin menkul kıymetleştirilmesi, farklı ve karmaşık varlıklara ilişkin bir proje altında bir çerçeve oluşturulmasını gerektirir. Böylece belli varlıklardan düzensiz elde edilen nakit akımları, bir proje altında nispeten düzenli bir şekle büründürülür. Ayrıca, mevcut yöneticilere takdir yetkisi tanınarak, projenin büyütülmesi ve geliştirilmesi sağlanacağı gibi, aynı zamanda yatırımcıların da çıkarının korunması sağlanabilir.

Know-how, imtiyaz hakları gibi maddi olmayan varlıklar ile bulunulan konumun önemi arttıkça, bir proje altında menkul kıymetleştirilecek varlıklar artacağı gibi, PDMK işlemleri de artacaktır. Bir şirketin, maddi olmayan varlıklarının değerinin en üst seviyeye çıkarılmasında PDMK yöntemi etkileyici ve çekici bir yöntem olabilir. Çünkü, birçok maddi olmayan varlığın değeri kaynak firma bilançosuna tam olarak yansımaz. Bilançooya değeri tam olarak yansımayan

maddi olmayan varlıkların ayrı proje altında yönetilmesi ve bu projeye dayalı menkul kıymetleştirme, kaynak firmaya olumlu bir katkı sağlayabilir.

Maddi olmayan varlıkların menkul kıymetleştirilmesinde iki yöntem bulunmaktadır. Birinci yöntem, bir kategorideki haklardan (patent, franchise, lisans) bir proje oluşturarak, bu projeden elde edilecek nakitlere dayalı menkul kıymetleştirme yöntemidir. İkinci yöntem; değişik türdeki maddi olmayan varlıkları bir proje altında toplayıp, bu projeye maddi varlıklar ile katkıda bulunularak, projeyi aktif bir şekilde yönetip, yaratacağı nakitleri menkul kıymetleştirme yöntemidir. İkinci yöntem, bazı maddi olmayan varlıkların tek başına kaynak firmadan transfer edilememesi gibi nedenlerden dolayı daha avantajlıdır. Ayrıca, bir proje altında maddi olmayan varlıkların toplanması sinerji etkisi yaratabilir ve böylece herbirinin ayrı olarak yaratacağı faydadan daha fazla bir fayda elde edilebilir(Xin, 2000:25).

1.6.2. Projeye Dayalı Menkul Kıymetleştirmenin Yapısı

PDMK’de belirli bir standart yapı söz konusu değildir. İşleme aracılık edecek kurumların, danışmanların öngörülmesi ile birlikte herbir işleme özgü spesifik ihtiyaçlar ve şartlar işlemin yapısını etkiler.

PDMK’ye ilişkin basit bir yapıda, SPV menkul kıymeti ihraç ederek, ihraçtan elde ettiği geliri proje firmasına aktarır. Projeden elde edilecek nakit/gelir, anapara ve faiz ödemelerinde temel kaynak olup, proje firması tarafından SPV’ye aktarılır ve SPV tarafından yatırımcılara ödemede kullanılır. Bu şekilde oluşturulan bir yapıda, kaynak firmanın yer alması istenmiyorsa, proje için ayrı bir firma kurulmalıdır. Ayrıca, menkul kıymeti ihraç eden SPV’nin de kurucusu kaynak firma olabilir. Böylece, kaynak firma hem proje firmasının hem de SPV’nin ana firması olabilir.

PDMK’ye ilişkin karmaşık bir yapıda, proje firması, SPV tarafından kendisine aktarılan geliri, proje birimlerinin hisselerini kaynak firmadan satın almada kullanır. Daha sonra, proje birimleri kaynak firmadan proje firmasına aktarılır. Proje firmasının kurucusu kaynak firma olduğu için, proje firmasının hisseleri kaynak firmanın elinde olacaktır. Kaynak firma açısından işlem, hisse satışına benzerken, işlemin yapısı açısından baktığımız zaman yatırımcılara tahvil satışı benzeri bir işlem söz konusudur.

Kaynak firma karmaşık yapıyı kullandığı zaman iki amacını gerçekleştirir:

Yaptığı yatırım nakit olarak realize olur ve

Proje firmasının hisselerinin mülkiyetine sahip olduğundan, hisse senetleri piyasasından fon temin etmesi mümkün olur.

Karmaşık yapıda; proje firmasından ziyade kaynak firma, menkul kıymetleştirme işleminden sağlanan geliri elde eder ve hem borç hem de hisse senetleri piyasalarından yararlanır.

Hem basit hem karmaşık yapıda temel unsur, SPV ile proje firması arasında yapılan, güven altına alınmış ödünç verme düzenlemesidir(secured loan arrangement). Bu düzenleme proje firmasının sermaye piyasalarına girmesinde köprü görevi görür. Bu düzenlemenin PDMK için en uygun yapı olduğunu anlamak için,

proje firmasının SPV gibi davranıp, direkt olarak yatırımcılara menkul kıymet ihraç edip etmeyeceği ve eğer SPV vazgeçilmezse, SPV'nin proje firmasının hisselerini satın alıp alamayacağı hususlarının cevaplandırılması gerekir.

Proje firması, doğrudan sermaye piyasalarına girdiğinde iki sorunla karşılaşır. Birincisi, elde edilecek nakit düzensiz ve hatta yeni projeler de belirsizdir. Bu durum, düzenli bir nakit elde etme isteğinde olan yatırımcılar için büyük bir sorun teşkil eder. İkincisi, proje firması, sermaye piyasalarının düzenleyici otoritelerinin öngördüğü kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini yerine getirme mecburiyetinde olacaktır. Ancak, bazı durumlarda işin ayrıntılarına ilişkin açıklamalarda bulunması, özellikle açıklama üçüncü kişilerle olan sözleşmeleri içeriyorsa, kendisi açısından güvenli olmaz. Bazı durumlarda sözleşmede yer alan diğer taraflar, yapılacak açıklamalar çıkarlarını zedeleyebileceği için sözleşmeye, açıklamaların sözleşmeyi sona erdirebileceğine ilişkin yasaklayıcı hükümler koyabilirler.

SPV ile borç düzenleme sözleşmesi yapıldığında yukarıda belirtilen sorunlar çözülecektir. Çünkü, SPV, projeden elde edilen düzensiz nakitleri, düzenli belli gruplara ayırarak, bunlara dayalı menkul kıymet ihraç edebilir. Bu durumda SPV, sadece sözleşmeye ilişkin olarak kamuyu bilgilendirmek zorunda olacak ve projeyi olumsuz etkileyebilecek diğer bilgileri kamuya açıklamak zorunda kalmayacaktır. Çünkü, bir sözleşme sonucunda sözleşmenin konusunu oluşturan nakitlere dayalı olarak menkul kıymet ihraç yetkisi için önemli olan, sözleşmede belirtilen hususların gerçekleşmesidir.

SPV'nin proje firmasının hisselerini satın alarak menkul kıymet ihraç etmesi durumunda, menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemelerini elde edeceği temettü ile yapacaktır. Proje firmasının temettü dağıtım dağıtmayacağı ortakların vereceği karara bağlı olacağı için önceden tahmin edilemez. Bu durumda, ihraççının kredibilitesi önem arzedecek ve bu da kaynak firmanın açıkça talep edemeyeceği bir durum olacaktır(Xin, 2000:27).

1.6.3. Kredibilite Artırma Yöntemleri

PDMK işleminde kredi riskini artıran iki faktör söz konusudur. Birincisi, nakit akımları profili; ikincisi, proje firmasının borç düzenleme sözleşmesi gereği geri ödemelerde bulunma yükümlülüklerine uyma durumudur. Birinci faktörün doğurduğu risk, yukarıda belirtildiği gibi borç düzenleme sözleşmesi ile çözülmekte ve bu da ikinci riski artırmaktadır. Proje firması, ödeme yükümlülüklerini yerine getirmediği zaman, ayrıca herhangi bir tedbir alınmamışsa SPV de ödemelerini yerine getirmede başarısızlığa uğrar. Ayrıca, proje firmasının nakit akımları mevsimsel hareketlere duyarlıysa ya da para birimi menkul kıymetin ihraç edildiği birimden farklıysa ilave tedbirler alınmalıdır.

Proje firması ile SPV'nin işlem sürecinde yer alması nedeniyle her iki kurum için ayrı ayrı tedbir alınması gerekirken birlikte, yatırımcılar direkt borçlu olan SPV'ye ilişkin tedbirleri dikkate alacaktır. SPV'nin alabileceği tedbirleri şöyle sıralayabiliriz:

*Likitide kolaylığı: proje firmasından kaynaklanan geçici nakit kesintisi durumunda, SPV'nin nakit kullanabileceği bir yapının oluşturulması. Örneğin, banka teminat mektubu vb.

*Mevsimlik likitide kolaylığı: proje firmasının gelirinde mevsimlik dalgalanmaların meydana gelmesi durumunda, faiz ve anapara geri ödemeleri sorununu giderecek bir yapının oluşturulması.

*Kur ve faiz riskinin hedge edilmesi: proje firmasının geliri SPV'nin borcundan farklı bir para birimindeyse, SPV kur ve faiz riskini hedge edecek sözleşmeler yapmalıdır.

*Sigorta: SPV'nin ödemelerini %100 garanti eden bir mekanizma yatırımcılar için etkili bir koruma yoludur.

SPV'nin borç düzenleme sözleşmesine koyacağı hükümlerle kendisini güvenceye alması söz konusudur. Proje firmasının yükümlülüklerini yerine getirmemesi durumunda, yükümlülüklerin yerine getirilmesi için onun adına başka bir kurum/kişinin projeyi yönetmesi gerekecektir. Böyle durumlarda projenin bir yedd-i emin tarafından yönetilmesi en ideal olanıdır. Bunun için sözleşmeye bu yönde bir hüküm konulması gerekir. Aksi takdirde bu gerçekleşmez.

PDMK'de teminat paketinin oluşturulması iki fonksiyonu yerine getirir:

- 1) Proje firmasını yükümlülüklerini ihlal edebilecek eylemlerden caydırması,
- 2) Daha önemlisi proje firmasının finansal yapısının güçlendirilmesi ve yönetimi için yol gösterici rol oynaması.

Birinci fonksiyon, borç düzenleme sözleşmesine konulacak bir hükümle yerine getirilebilir ancak ikinci fonksiyonun yerine getirilmesi, her bir projenin yapısına bağlı olarak değişiklik gösterir.

Proje firmasına ilişkin olarak kararları verecek konumda yöneticiler olduğu için, yöneticilere yeterli bir takdir yetkisi tanınmalıdır. Ancak, bu takdir yetkisinin genel sınırlamalara tabi olması gerekir. Örneğin, iş kolunda beklenen özen ve dikkatin gösterilmesi gibi. Günlük işlere karışmayı önleme, yönetimin performansını değerlendirmek için belirli kriterler oluşturma ve finansal kredi değerliliğini ölçmeye yönelik olan sonuç üzerindeki kontrol, süreç üzerindeki kontrolden daha iyidir. Sonuç üzerindeki kontrol, yönetim performansını ve finansal kredi değerliliğini değerlendirmeye imkan verir. Yöneticilere takdir yetkisi tanınacağı gibi, yönetime ilişkin olarak başka yaklaşımlar da benimsenebilir. Proje firmasının yönetimine bağımsız yöneticilerin atanması veya belli bir miktar üzerindeki yatırımlarda ya da iş planlarının değiştirilmesinde oy birliğinin aranması gibi. Böyle bir yaklaşım benimsendiği zaman proje firması ile hissedarlar arasındaki ilişki ve karar verme sürecindeki prosedür, dikkatli bir şekilde planlanır, düzenlenir.

1.6.4. Projeye Dayalı Menkul Kıymetleştirme Uygulama Alanları

PDMK uygulama alanları için bir sınırlama söz konusu değildir. Önemli olan nakit doğurabilecek bir projenin varolmasıdır. Ancak, özellikle üç konuda PDMK uygulama alanı bulunmaktadır.

a) Proje Finansmanı

Mevcut bir projeye ilişkin en önemli husus, projenin öngörülen şekilde gerçekleşip gerçekleşmeyeceğidir. Bu nedenle projelerin yüksek bir risk profiline sahip olması, sermaye piyasası kanalıyla finansman sağlamada en önemli engeli oluşturmaktadır.

Bununla birlikte, SPV aracılığıyla menkul kıymet ihraç edilmesi durumunda, SPV'nin yatırımcılara sağlayacağı hizmet sayesinde –riskin değerlendirilmesi, ödemelerin yapılması- menkul kıymetler sermaye piyasasında talep bulacaktır.

b) Birleşme ve Devralma

PDMK, hem birleşme ve devralma hem de hedef şirketin varlıklarının başarılı bir teklifle elden çıkarılması amacıyla, fon temininde hizmet gören yeni bir yöntemdir. Hedef şirket dengeli bir nakit akımı yaratan menkul kıymetleştirilebilecek varlıklara sahip olabilir. Büyüme potansiyeli olmaksızın dengeli bir nakit akımı hisse senedi fiyat performansını düşürür. Satınalma teklifini veren şirket, elde etmesi durumunda, hedef firmayı proje firması olarak kullanarak menkul kıymetleştirmeye gidebilecektir.

c) Maddi Olmayan Varlıkların Finansmanı

Yapısal ve organizasyonel düzenlemeler uygun şekilde yapıldığı takdirde, maddi olmayan varlıklardan yüksek bir kazanç elde edilebilir. Bunun için en iyi yol bunların bir proje altında bir araya getirilip, menkul kıymetleştirme yoluna gidilmesidir. Böyle bir uygulama aynı zamanda sinerji etkisi yaratabilecektir.

1.7. FAALİYET GELİRLERİNE DAYALI MENKUL KIYMETLEŞTİRME

Faaliyet geliri, bir işletmenin amacına ulaşmak için seçtiği faaliyet konusunun doğurduğu gelirdir. Faaliyet konusunun doğuracağı gelir/nakit birçok etkene bağlıdır. Temel etken fiyat olmakla birlikte, fiyatı da etkileyen temel unsur taleptir. İstikrarlı bir gelir elde eden ve bunu sürdürebilen, piyasadaki konumunu koruyabilen, rekabete bağlı olarak faaliyetlerini sürdürebilen, piyasanın gerektirdiği koşullara zaman kaybetmeden uyum sağlayabilen işletmelerin, yakaladıkları gelir düzeyini korumakta zorlanmayacakları tabiidir. İstikrarlı bir gelir elde eden işletmelerin finansman ihtiyaçlarının giderilmesinde, GNADMK bir araç olarak kullanılabilir. Böyle bir yöntem işletmeye tanınma açısından olduğu kadar, maliyet açısından da bir avantaj sağlayacaktır.

Bu konuda verilebilecek örnek; eğlence sektöründe faaliyet gösteren İngiliz menşeli Tussauds grubunun 1998 yılında faaliyetleri sonucunda elde edeceği

gelirlere/nakde dayalı menkul kıymetleştirme yoluna başvurmasıdır(Conor Downey of Allen&Overy, 1999:8).

Geleneksel menkul kıymetleştirmenin aksine, GNADMK'nin bir türü olarak faaliyet gelirlerine (faaliyetin doğuracağı nakit) dayalı menkul kıymetleştirme yönteminde(FGDMK), işletmenin varlıkları aktif bir yönetim ve yatırım politikası gerektirir. Bu da menkul kıymetleştirme işleminin, yönetime, yönetsel esneklik tanınmasını zaruri kılar. Eğlence sektörü gibi, nakit akımının hızlı döndüğü sektörlerde klasik menkul kıymetleştirme yoluna başvurulması imkansızdır denilebilir. Çünkü, menkul kıymetleştirmede kullanılacak bir alacak havuzunun meydana gelmesi pratikte zor bir durumdur. Bu tür sektörlerde verilen hizmete karşılık olarak, anında nakit tahsili gerçekleştirilmektedir. Günümüzde sanayi sektörünün bile önüne geçmekte olan hizmet sektöründe ve özellikle tahmin edilebilir nakit akımlarına sahip olan fast-food yiyecek sektörü, sinema işletmeciliği, oteller zinciri gibi büyük ölçekli turizm işletmeciliği alanlarında faaliyet gösteren işletmeler, yatırımlarının finansmanında klasik finansman modellerine alternatif olarak bu yöntemden yararlanabilirler. Ayrıca, birden çok alanda faaliyet gösteren işletmeler de bir alanda menkul kıymetleştirmeye giderek diğer alanlardaki finansman sorunlarını çözebilirler.

İşletmenin doğrudan kendisinin menkul kıymeti ihraç etmesi yerine, SPV aracılığıyla ihracı gerçekleştirilmesi daha uygun olacaktır. Çünkü, SPV'nin kuruluş amacı menkul kıymetleştirme işleminin gerçekleştirilmesidir. SPV, faaliyetlerden elde edilen düzensiz nakitleri, düzenli belli gruplara ayırıp, bunlara dayalı menkul kıymet ihraç ederek, işlemin başarılı bir şekilde yürümesini sağlayabilir. Ancak, bu durumda SPV ile bir sözleşme yapılması ve sözleşme kapsamının yatırımcıların yararını koruyacak şekilde belirlenmesi gerekli olacaktır.

FGDMK işleminde; ihraç edilecek menkul kıymetlere tasarruf sahiplerinden talep gelmesi için, vadesi geldiğinde anapara ve faiz gelirlerinin ödenmesinin menkul kıymet sahipleri için garantiye alınmış olması gerekir. Tasarruf sahipleri açısından, işletmenin tüm varlıkları garanti teşkil eder. Çünkü, bütün varlıkların doğuracağı nakitler geri ödemede kullanılacaktır. Ancak, varlıkların kötü yönetilmesi veya iflas gibi durumlarda tasarruf sahiplerine ödemelerin yapılması için, söz konusu varlıkların yedd-i emin tarafından yönetilmesi gerekir. Bunun için, işleme ilişkin güvence mekanizması oluşturulurken, kötü yönetim, iflas gibi durumlarda, yedd-i emin'in yatırımcılar adına işletmeyi yönetmeye, yönetime ilişkin karar almaya, nakdi tahsil etmeye, elde edilen nakitleri geri ödemede kullanmaya yetkili olduğunun belirtilmesi gerekir.

FGDMK'de başlıca riskler aşağıda açıklanmıştır.

1.7.1. Faaliyet (Operating) Riski

İşletmenin uzun süreli olarak değerini koruyabilmesi ve gerekli nakdi yaratabilmesi için, varlıkların yönetiminde bir esnekliğin olması gerekir. Anapara ve faiz ödemelerinin gerçekleşmesi dolayısıyla, tasarruf sahipleri yararına alınacak tedbirlerin, işletmenin faaliyetlerini zorlaştırmaması gerekir. İşletme, büyüyecek

ve gelir seviyesini sürdürebilmek için, zamanında alınması gereken tedbirleri alabilmelidir.

İşletmenin içerisinde bulunduğu sektör ve işletmenin kendisi gözönünde bulundurularak, tasarruf sahipleri yararına genel bazı sınırlamalar çizilebilir. Örneğin, işletmenin borç/özkaynak oranı, bazı varlıkların belirli durumlar dışında işletmeden çıkarılmasının sınırlandırılması vb. Bu tür sınırlamalar dışında, işletmenin yararına olabilecek hususlarda, yönetim takdir yetkisine sahip olabilmelidir.

1.7.2. Dönemsel Riskler

Bazı sektörlerin faaliyetlerinde belirli dönemlerde düşüş meydana gelebilmektedir. Örneğin, turizm sektörü yazları canlı bir sektör olmasına karşın, kışları faaliyetleri sönük geçen bir sektördür. Durgunluk dönemlerinde gerek faaliyetlerin yürütülmesi için gerekse menkul kıymet sahiplerinin anapara ve faiz ödemelerinde bir sorunla karşılaşılması için önceden gereken tedbirler alınmalıdır.

1.7.3. İflas Durumu

İşletmenin iflas etmesi durumunda, menkul kıymet sahiplerine geri ödemelerin yapılması için, yukarıda belirtildiği gibi bir yedd-i emin tarafından işletmenin yönetilmesi uygun olur. İşletmenin kötü yönetilmesi durumunda da yedd-i emin tarafından işletmenin yönetilmesi, menkul kıymet sahiplerinin yararınadır. Yedd-i emin olacak kişi/kurumun işletmeyi yönetebilecek nitelikte olması gerekir.

Eğer ihraç SPV aracılığıyla yapılacaksa, SPV, borç sözleşmesinde yukarıda belirtilen riskleri gözönünde bulundurarak, önceden alınması gereken tedbirlere ilişkin olarak sözleşmeye belirli hükümler koymalıdır.

İhraç SPV kullanılmaksızın doğrudan kaynak firma tarafından yapılacaksa, kamuya yapılacak açıklamalarda; yukarıda belirtilen risklerin gerçekleşmesi durumunda alınabilecek önlemlerin neler olduğu belirtilmelidir.

İKİNCİ BÖLÜM

GELECEKTEKİ NAKİT AKIMLARINA DAYALI MENKUL KIYMETLEŞTİRMEDE DERECELENDİRME

2.1. GENEL OLARAK DERECELENDİRME

Genel bir ifade ile “değerleme” menkul kıymetlerde faiz ödemeleri ve anapara geri ödemelerinin zamanında yapılması olasılığının değerlendirilerek sembollerle gösterilmesidir (Demirçelik, 1985:1). Menkul kıymetlerin derecelendirilmesine ilişkin veriler, ilk defa Amerika’da John Moody tarafından 1909 yılında kamuya duyurulmuştur (Özmen, 1996:319).

Menkul kıymetleştirme uygulamasının ilk biçimi olan VDMK’de ilk derecelendirme işlemi ise Standart and Poors tarafından 1985 yılında Amerika Birleşik Devletlerinde gerçekleştirilmiştir (Henderson & Scott, 1988:90).

GNADMK’de gelecekte elde edilecek nakit, menkul kıymetleştirmenin güvencesini teşkil ettiği için, nakdin elde edilebilirliğindeki risk derecesinin bilinmesi son derece önemlidir. İhraç sırasında risk derecesinin yatırımcılar tarafından bilinmesi, yatırımcıların talep edeceği faiz oranını belirler. Risk ve getiri doğru orantılı olduğu için, risk arttıkça talep edilecek getiri de aynı şekilde artar.

Gerçekleşen ihraçlarda genellikle kaynak firma, faaliyet açısından güçlü ve gelişmekte olan piyasalarda baskın olan firmadır. Böyle firmalar finansman kaynağı olarak, banka kredilerine ya da Eurobond borçlanma senetlerine güvenirlere. Fiyat, vade ve ekonomik kriz dönemlerinde ya da piyasalarca kesintilerin yaşandığı diğer durumlarda, mevcut bu tür borçlanma senetleri için hükümetlerin, şirketlerin kendi yükümlülüklerini yerine getirmek için yapacakları döviz ödemelerine karışık karışmayacağına ilişkin risk, bu tür borçlanma senetlerinin ihracını sınırlamaktadır.

GNADMK yöntemine başvurulması durumunda, nakit akımlarının toplanacağı hesap, kaynak firmanın bulunduğu ülkenin dışında (genellikle off-shore) olacağı için, hükümetlerin döviz ödemelerine müdahale etme riski azalmakta ve güçlü firmaların uluslararası piyasadaki düşük maliyetle fon teminine imkan sağlamaktadır. Birçok durumda, GNADMK güçlü yasal ve yapısal elementleri kapsamakla, bir ülkenin alabileceği dercelendirme notu tavanından daha yüksek bir derecelendirme notu alabilmektedir.

2.2. PİYASA EĞİLİMLERİ

İlk uluslararası GNADMK işlemi 1987’de Meksika telefon şirketi Telmex’in elde edeceği telefon alacaklarının menkul kıymetleştirilmesi şeklinde görülmüştür (Duff & Phelps Credit Rating Co., 1998:5). Özellikle, başta Latin Amerika ülkelerindeki şirketlerce olmak üzere GNADMK uygulaması artan bir şekilde devam etmiştir.

2.3. DERECELENDİRME FELSEFESİ

GNADMK, daha çok uluslararası alanda yapılan bir menkul kıymetleştirme işlemidir. Ayrıca, Mevzuatımız açısından da ülke içinde bu tür menkul kıymetleştirme uygulaması mümkün değildir. Bu nedenle, değerlendirmelerimiz uluslararası alandaki ihraç gözönünde bulundurularak yapılmaktadır. Uluslararası GNADMK, genel olarak yabancı bir kaynak firma tarafından desteklenen ve uluslararası borçlulardan elde edilecek nakitlerle/alacaklarla güvenceye alınmış bir yapı şeklinde tanımlanabilir. Ayrıca, borçlu, direkt olarak ödemeleri, doğrudan bir yedd-i emin tarafından yönetilen bir off-shore “özel hesabı”na yapmalıdır. Ödemeler ihraççının ülkesine girmediğinden, bu yapı, devletin ödemelere ya da konvertibiliteye getireceği ve işlemi olumsuz etkileyebilecek sınırlamaları hafifletir. Böylece, yatırımcılar açısından bu tür riskler bertaraf edilmiş olur.

Geleneksel menkul kıymetleştirme sürecinde, kaliteli varlıklar kaynak firmanın kredi kapasitesinden izole edilerek, yüksek bir derece alınabilir. Geleneksel menkul kıymetleştirmeden farklı olarak GNADMK’de derecelendirme, değişmez bir şekilde kaynak firmanın kredi kalitesine bağlıdır. Ancak, her firma performans riski ile karşı karşıyadır. Çünkü, alacak yaratılmadan önce kaynak firmanın ürünü teslim etmesi, hizmeti sunması ve ekonomik ya da politik istikrarsızlıkta dahi nakit yaratmayı sürdürmesi gerekir. Bundan dolayı, konvertibilite ve transfer riski büyük ölçüde hafifletildiği zaman, GNADMK daha çok kaynak firmanın yerel parasına dayalı, yükümlülüklerini yerine getirmesiyle ilgili olacaktır. Bununla birlikte, alacağı yaratan ürüne ya da hizmet biçimine, işlemin yasal yapısına ve firmanın mevcut borç profiline bağlı olarak, GNADMK işlemi; kaynak firmanın güvenceye alınmamış önceki yerel borçlarının derecesinden daha yüksek bir derece alabilir. Özellikle; eğer kaynak firma güvenceye alınmamış önceki borçlarını ödemedeki sorunlarla karşılaştığı halde, nakit yaratma ihtimali varsa ve yasal düzen buna uygunsa, işlemin derecesi güvenceye alınmamış önceki borçların derecesinden birkaç derece yüksek olur.

2.4. TEMEL YAPISAL UNSURLAR

2.4.1. Tahsilatlar

Özel hesap prosedürü, alacaklara ilişkin ödemelerin yedd-i emin kontrolündeki bir özel hesaba doğrudan aktarılmasını sağlayacak biçimde olmalıdır. Herhangi bir aksaklık dışında; yatırımcılara ilişkin yükümlülükleri karşılayan miktarı aşan fazla nakit, kaynak firmaya iade edilebilir. Alacaklara ilişkin olarak, yeterli teminat ve ödeme mekanizmasının varolması, yatırımcılara ilişkin olarak da ödemeleri karşılayacak derecede güvence mekanizmalarının oluşturulmuş olması durumunda, alacaklar kaynak firmayla yedd-i emin kontrolünde tutulan hesap arasında paylaşılabilir. Oluşturulan güvence mekanizması, olumsuz bir durumda ilk önce yatırımcılara ilişkin ödemelerin yapılmasını sağlayacak bir mekanizma olmalıdır.

2.4.2. Nakit ve Temel Risk

İşlemin yapısı mümkün olduğunca yatırımcıyı dış risklerden korumalıdır. Meydana gelebilecek kur riskini elimine etmek için, işlemin dayalı olduğu döviz birimi, nakit akımının dayalı olduğu döviz birimiyle aynı olmalı veya bu birime ilişkin swap işlemleri yapılmalıdır. Ancak, nakit akımlarının Alman Markı, İngiliz Poundu gibi güçlü para birimine dayalı olması durumunda, ihraçta kullanılan döviz biriminin farklı olması önemli bir risk doğurmayacaktır.

2.4.3. Yedek Hesap

Dış riskler var olduğu sürece, istenilen derecenin alınabilmesi için yatırımcılara ilişkin anapara ve faiz ödemelerinde kullanılacak bir borç servisi yedek hesabının bulundurulması uygun olur. Bu hesapta hazır bulundurulacak miktarın; herhangi bir hükümet eylemi, işçi grevi, hammadde sorunu ya da bir geçici üretim aksaması nedeniyle, geçici olarak nakit yaratılmıyorsa, anapara ve faiz ödemelerini karşılayacak yeterlilikte olması uygun olur. Yedek fonun hacmi, ülke riski, işlem teminatı, alacakların tahsil prosedürü, kaynak firmanın geçmişteki üretim gecikmeleri ve arzın genel risk profiline dayalı olarak belirlenmelidir. Yedek hesabın hacmi ve kullanma izni, derecelendirme notuyla tutarlı olmalıdır. Genellikle, yedek hesabın hacmi 3-6 aylık anapara ve faiz ödemelerine eşit tutulmaktadır.

2.4.4. Vade

Eğer işlem uzun vadeli bir sözleşmeye bağlıysa; ihraç, sözleşme vadesine kadar tamamen amorti edilmelidir. Genellikle, GNADMK programları 5-7 yıl arasında olmaktadır. Eğer, ürün kısa bir ömre sahipse, üründen yaratılan nakit akımları dalgalanma gösteriyorsa, devletin müdahale riski yüksekse ya da yakın gelecekte piyasa koşulları nakit akımını sınırlayacaksa daha kısa vadeli bir GNADMK programı tercih edilmelidir(Duff&Phelps Credit Rating Co., 1999:4).

2.4.5. Harekete Geçiren Olaylar

GNADMK işleminde, işlemin amortisman sürecini hızlandıran ya da kaynak firmayı alacakları geri satın almaya mecbur kılan, harekete geçirici spesifik olayların neler olduğunun açıkça belirtilmesi gerekir. Amortisman sürecinin hızlandırılması, yedd-i emin'i alacakların meydana getirdiği tüm nakit akımlarını derhal izlemeye sevkeder. Amortisman sürecinin hızlandırılması, alacak hacminde meydana gelen bir kötüleşme, borç teminatının ihlali ve alacakların doğmasını olumsuz etkileyen hükümet müdahaleleri gibi olaylar neden olabilir.

2.4.6. Sınırlamalar

GNADMK işleminde yatırımcıları korumak amacıyla; kaynak firmanın ilave borç almasını, temettü ödemesini kısıtlayan sınırlandırmaların öngörülmesi uygun olur. Yatırımcıları koruyucu bir faktör olarak derecelendirme notu alınırken, mevcut toplam borç/toplam sermaye oranının işlem süresince devam ettirilmesi

öngörülebilir. Borç/sermayeye ilişkin bir oran öngörülmesi durumunda, zorunlu nedenler olmaksızın, işlem süresince oranının ihlal edilmesi durumunda, kaynak firmaya uygulanacak yaptırımların ihraç prosedüründe yer alması uygun olur.

2.4.7. Fazla Teminat/Diğer Kredi İyileştirmeleri

GNADMK işlemi, aşırı borç teminatını yapısı içinde barındırabilir. İlave teminatla birlikte aşırı nakit akımı, alacakların doğurduğu nakit akımında meydana gelebilecek bir düşüşe karşı tampon görevi görür. Mevsimsel etkiler, fiyat düşüşleri, üretimdeki duraklamalar nakit akımında düşüşe yolaçabilir.

2.5. DERECELENDİRMEDE ESAS ALINAN FAKTÖRLER

İşlemin yapısını, alacağı derecelendirme notunu etkileyen bazı temel unsurlar yukarıda belirtilmiştir. Yukarıda açıklanan unsurlar dışında, derecelendirme kuruluşlarınca derecelendirmede esas alınan diğer faktörler aşağıda verilmiştir:

- Kaynak firmanın kredibilitesi,
- Ürün riski,
- Borçlunun kredibilitesi,
- Ülke riski,
- Yasal kriter.

2.5.1. Kaynak Firmanın Kredibilitesi

Kaynak firmanın kredibilitesi aşağıda tek tek açıklanan etkenlerden etkilenmektedir.

2.5.1.1. Yerel Para Derecesi

Genellikle, uluslararası GNADMK'nin başlangıç evresi, kaynak firmaya yerel paraya dayalı bir derece vermek için, kaynak firmanın yerel paraya dayalı yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyetinin değerlendirilmesidir. Yerel para derecesi, şirketin ulusal para birimindeki yükümlülüklerini yerine getirme kabiliyetini ve şirketin kur riski hariç tüm kredi riskinin değerlendirilmesini yansıtır.

Şirketin, borcunun tamamını ödeyebilmesini sağlayacak yeterlilikte nakdi yaratabilme yeteneğini etkileyen faktörler, derecelendirmede esas alınır. Bu tür faktörler; şirketin rekabet avantajları, rekabetin yoğunluğu, yönetim uzmanlığı, karlılık, sermaye yapısı ve işin karmaşıklığıdır. Ayrıca, ekonomik durgunluğun ve devaluasyonun şirketin varlığını sürdürülebilirliği üzerindeki etkileri de değerlendirilir.

2.5.1.2. Nakit Yaratma Riski

Kaynak firmanın menkul kıymetleştirme işlemini yapabilmesi için, gerekli nakit/alacak miktarını yaratma yeteneğinin ve eğiliminin de değerlendirilmesi

gerekir. Kaynak firma, alacak yaratmada ya da büyüme hacminde istikrarlı bir seyir izlemelidir.

Dönemsel ürünlerde ya da endüstrilerde ya da borçlularla uzun süreli ilişkiler olmadığı zamanlarda, yatırımcılara yapılacak anapara ve faiz ödemelerinin teminatlandırılmış olması ve teminatın yüksek olması, belli bir kategorideki derecelendirme notunu almak için uygun olabilir.

2.5.1.3. Üretim Çizgisindeki Rekabet Gücü

Kaynak firmanın uluslararası alacak yaratan üründeki rekabeti değerlendirilir. Kaynak firma, alacak yaratan üründe uluslararası alanda önde gelen firmalardan biri, hatta pazar lideri olmalı ve ürün, kaynak firma faaliyetinin hayati parçası ve/veya firma için terkedilmesi zor olmalıdır. Nihayetinde, kaynak firma üretimi düşük maliyetle gerçekleştirmeli ve mal-hizmet üretiminde rekabet avantajına sahip olmalıdır.

2.5.1.4. Kaynak Firmanın Diğer Borçları

GNADMK'de kaynak firmanın performansını devam ettirmesi asıl olduğu için, burada varolan risklerden en önemlisi kaynak firmanın iflas etme riski olup, bu durum menkul kıymetleştirmeyi kaynak firmanın teminata bağlanmamış borcu şeklinde tanımlamaya yönelik baskılar getirebilir. Bunun için menkul kıymetleştirmeye ilişkin derecelendirmenin, yerel paraya dayalı borçlanmanın derecelendirilmesinden farklı tutulması gerekir. Menkul kıymetleştirmeye ilişkin derecelendirme, yasal yapı, harekete geçirici olaylar, vade, teminatlar, yatırımcılara yapılacak anapara ve faiz ödemelerine ilişkin teminat ve teminatlı borcun teminatsız borca oranı, yeterli derecede değerlendirilebilirse, diğer yerel paraya dayalı borcun derecelendirilmesinden farklılaştırılabilir.

2.6. ÜRÜN RİSKİ

2.6.1. Genel Olarak

Kaynak firmanın borç yükümlülüklerini karşılayabilecek kadar alacak yaratma kabiliyeti, uluslararası nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirmedeki kredi kalitesi kadar önemlidir. Bu nedenle ürün, tutarlı ve artan bir talep profiline sahip, demode olma ihtimali düşük ve uluslararası alanda geniş bir pazar hacmine sahip olmalıdır. Ayrıca, kaynak firma hem iç piyasada hem de global düzeyde rekabet avantajına sahip olmalıdır. Bu açıdan ürünün yerini tutabilecek ürünlere ilişkin tüketici tercihleri değişiklikleri, teknolojik zorlamalar ve diğer talep faktörleri değerlendirilmelidir. Geleneksel olarak alacak hacminin düşük olduğu süreçlerde, yeterli alacak yaratılıp yaratılmayacağının değerlendirilmesi için alacaklardaki mevsimsellik dahi değerlendirilmelidir. Ürün riskini etkileyen faktörler aşağıda açıklanmıştır.

2.6.2. Talep Yapısı

Ürüne yönelik tutarlı bir talep hacmi söz konusuysa ve bu talep yüksek derecede gelişmiş endüstriyel ülkelerden kaynaklanıyorsa, bunun göstergesi olarak uluslararası ürün borsalarında yapılan kontratlar mevcut ise, bu tür ürünlere ilişkin talep riskinin düşük olduğu söylenebilir. Ancak, ürüne yönelik talebin yarattığı alacak hacminin de yüksek düzeyde olması gerekir. Talep yüksek olsa bile, fiyat veya başka nedenlerden dolayı yaratılan nakit hacmi düşük ise, bu tür ürünlerin yaratacağı nakitlerin menkul kıymetleştirilmesinin daha az tercih edilmesi uygun olur.

2.6.3. Özel Ürünler

Sattığı özel bir üründen (ürün yeni olabileceği gibi, gelenekselmiş bir ürün de olabilir) doğan nakitleri menkul kıymetleştirmek isteyen kaynak firma, borçlularla güçlü tarihi ticari bağlara sahip olmalı ve ürüne yönelik talebin devam edeceğine ilişkin kuvvetli belirtiler mevcut olmalıdır. Bu koşullar mevcutsa yapılacak menkul kıymetleştirme işlemi başarıya ulaşacaktır.

2.6.4. Fiyat Hareketliliği

Fiyattaki hareketliliğin, yaratılacak nakit hacmi üzerindeki etkisi değerlendirilmelidir. Ürüne yönelik uluslararası talep sabitse, fiyatın düşmesi yaratılacak nakit hacmini azaltacaktır.

2.6.5. İç Talep

İhracat alacağı yaratan bir ürüne yönelik yüksek iç talep, kaynak firma için ürünü ihraç etmekten ziyade iç piyasada satma konusunda avantaj yaratıyorsa aynı zamanda problem de yaratır. İç piyasada satış, kur riskiyle karşı karşıyadır. Ayrıca, nakdin özel hesap yerine başka bir hesaba aktarılması yolunda sürekli bir hükümet müdahalesi riski söz konusu olacaktır. Ürünün uluslararası pazarda kazandığı değer kadar ürünün iç piyasadaki konumu da değerlendirmede esas alınmalıdır.

2.6.6. Uluslararası Talep

Uluslararası talep, derecelendirme notu, menkul kıymetleştirme işleminde istenilen dereceye eşit ya da yüksek olan ülkelere kaynaklanmalıdır. Bu durum, borçlunun ülke riskinin ve özellikle transfer riskinin hafifletilmesine yardımcı olur. Ayrıca, kaynak firmanın ülkesi global düzeyde ürünün üretiminde doğal bir rekabet avantajına sahip olmalıdır.

2.6.7. Finansal Nakit Akımları ve Kur Riski

Finansal nakit akımlarının menkul kıymetleştirilmesi, ihracat alacaklarının menkul kıymetleştirilmesi işlemindeki fiyat riski ile aynı riski taşımaz. Bununla birlikte, uluslararası kredi kartı menkul kıymetleştirmesindeki mevcut kur riski benzer bir tehlikeye maruzdur. Kur değişimlerine bağlı olarak döviz harcamalarının

hacmi düşer veya yükselir. Böylece, ürün ve hizmet fiyatları yükselmedikçe ya da turizm harcamaları değeri düşen kura tepki olarak artmadıkça, alacak hacmi düşer.

2.7. BORÇLUNUN KREDİBİLİTESİ

2.7.1. Genel Olarak

GNADMK’de borçlunun profili, işlemin aldığı dereceyle orantılı olmalıdır. İhracat alacakları işleminin borçlusu, kaynak firmanın ürün ya da hizmetlerini satın alır. Örneğin, finansal future işlemlerinin borçlusu takas kurumlarıdır. Kredi kartı işlemlerinde ise Visa, Mastercard gibi kurumlardır. Menkul kıymetleştirme, bir veya birkaç borçlu, uluslararası borçlular ya da kaynak firmanın tüm borçlularını kapsayabilir.

2.7.2. Birkaç Borçlu

Menkul kıymetleştirmede kendileriyle uzun süreli sözleşme yapılan ve önceki borçlanmalarda aldığı derece, işlemin derecesine eşit olan müşteriler, işlemde borçlu olarak tercih edilmelidir. Eğer uzun süreli sözleşmeler yoksa ya da iptal edilen önemli işlemler borçlunun kredibilitesini etkilemeyen işlemler ise, mevcut sözleşmelerin gücü, kaynak firmayla borçlunun geçmiş ilişkileri ve borçluyu kaynak firmadan satın almaya teşvik edecek ekonomik dürtüler değerlendirilmelidir.

2.7.3. Birçok Borçlu

Eğer menkul kıymetleştirme işlemi, birçok müşteriyi borçlu olarak içeriyorsa, değerlendirmenin dikkatli bir şekilde yapılması gerekir. Tüm borçluların kredibilitesinin yüksek olması zorunlu değildir. Teminatın yüksek olması, müteselsil sorumluluk işlemde yüksek bir derece almak için yeterli olabilir.

2.7.4. Tüm Müşterilerin Borçlu Olması

Kaynak firmanın tüm müşterilerinin borçlu olarak yer aldığı menkul kıymetleştirme uygulamaları bulunabilir. Bu tür uygulamada, kaynak firma olarak, mal ihraç eden kurumlar yer almaktadır. Mal ihraç eden kurumların borçluları genellikle sayı olarak çok ve aynı zamanda değişik kişilerdir. Ürün hazır bir uluslararası pazara sahip olduğu sürece, menkul kıymetleştirmede, borçlu profilinin derecelendirmeye sınırlama getirmeyeceği düşünülmektedir.

2.7.5. Diğer Faktörler

Kaynak firma için, borçluya yönelik riski azaltan diğer durumlar, teminat mektupları, ihracat alacaklarının sigortalanması, borçlunun borcunu ödeyememesi durumunda kaynak firmanın merkez bankasının ödemelerde bulunması durumlarıdır.

2.8. ÜLKE RİSKİ

2.8.1. Genel Olarak

Ülkeler, yabancı para borçlarını karşılayabilmek için sürekli olarak dengeli bir kur politikası izlemek zorundadırlar. Dengeli kur politikası için ihracat, sermaye akışı ve döviz rezervleri, ithalat, borç ödemeleri ve sermaye çıkışından fazla olmalıdır. Uluslararası şirketlerin ve işlemlerin analizinde, yatırımcıya yapılacak ödemelerde dengesizliklere yol açabilecek risklerin değerlendirilmesi gerekir.

2.8.2. Transfer ve Kur Riski

Birçok hükümet, yabancı para sıkıntısına, yabancı para çıkışına sınırlama getirerek çözüm arar. Ekonomik kriz dönemlerinde hükümetler, ödemelere sınırlama getirir. Kendi parası üzerinde baskıyı sınırlandırmak için kur politikasını sıkılaştırır. Örneğin, Venezüela 1994 yılındaki krizde sermaye üzerinde bazı kontrollere başvurmuş; Rusya, 1998 yılındaki krizde ise tüm özel sektör ve ticari bankaların dış borç ödemelerine ilişkin moratoryum ilan etmiştir.

GNADMK'de alacaklar kaynak firmanın ülkesine girmediğinden, genel olarak doğrudan kur ve transfer riski söz konusu değildir.

Geçmişte, bazı ülkeler döviz üzerinde kontrole başvurduğu halde, ticaret hacminin daralması korkusuyla bazı muameleleri kontrol dışı tutmuşlardır. Örneğin, Brezilya 1980'de ticaretin finansmanını borçlanma programının dışında tutmuştur.

2.8.3. Devletin Yönlendirme Riski

GNADMK işlemi transfer riskinin yanında, hükümetin yönlendirme riskiyle de karşı karşıyadır. Bunlardan birincisi ödemeleri yönlendirme riskidir. Ödemeleri yönlendirme riski, ihracatçıyı elde ettiği yabancı paraya dayalı tüm kazançlarını merkez bankasına yatırma ya da off-shore borçlusunu merkez bankası tarafından tutulan bir hesaba ödemeleri yapmasını sağlama biçiminde ortaya çıkar. Borçluların da kabul edeceği bir sözleşmeyle ödemelerin yedd-i emin tarafından tutulan bir hesaba yapılmasını sağlamak yönlendirme riskini azaltabilir.

İkincisi, ürünleri yönlendirme riskidir. Hükümet, şirketin ihracatını, ödemelerin yedd-i emin tarafından tutulan hesaba yapılacağına ilişkin sözleşmeye taraf olmayan ve ödemeleri merkez bankası tarafından tutulan off-shore hesabına yapacak müşterilere yönlendirirse söz konusu risk ortaya çıkacaktır.

Borçluya gönderilecek uyarı ve bilgilendirme sözleşmesiyle yönlendirme riski azaltılabilir. Borçlu imzalayacağı sözleşmeyle, yedd-i emin tarafından tutulan hesap dışında hiçbir hesaba ödeme yapmayacağını kabul ederse hükümetin yönlendirme riski azalır. Böyle bir sözleşmenin olmaması, yönlendirme riskini her zaman ihtimal dahilinde tutar.

Ihracat alacaklarına ilişkin menkul kıymetleştirme işleminde, borçlularla ödemelerin nereye yapılacağına ilişkin sözleşme imzalanması önemlidir. İhracata

konu mallara ilişkin alternatif alıcıların varlığı, hükümetin yönlendirme riski ihtimalini canlı tutar.

2.8.4. İhracat ve İthalat Kontrolleri

Serbest döviz hareketlerini sınırlandırmakla beraber hükümetler aynı zamanda ödemeler bilançosundaki dengesizlikleri hafifletmek amacıyla, ithalat ve ihracat yoluyla ürünlerin serbest dolaşımını da zaman zaman kontrol etmektedirler. Yapılacak değerlendirmelerde, hükümetlerin ithalat-ihracat serbestisine mevcut sınırlamalar dışında getirebileceği sınırlamalar dikkate alınmalıdır.

2.8.5. Devletin Ödemelere Müdahalesi

Devletin, ticaretin finansmanı üzerinde müdahalede bulunması, ödemelerin yedd-i emin nezdinde tutulan hesap yerine, merkez bankasına yapılmasının sağlanması için borçluyu yönlendirme riski biçiminde ortaya çıkmaktadır. Müdahale ihtimalinin değerlendirilmesi gerekir. Değerlendirme yapılırken, devletin geçmişteki benzer uygulamaları ve uluslararası yatırım kaygılarından hareket edilerek bir sonuca ulaşılmaya çalışılması uygun olacaktır.

2.8.6. Ülkenin Tavan Derecesi

Döviz rezervlerinin durumuna bağlı olarak, devletin kur ve sermaye hareketlerine müdahale olasılığı değerlendirilmelidir. GNADMK işleminin kur ve transfer riski açısından derecelendirilmesi, kaynak firma ülkesinin döviz derecelendirmesi açısından alabileceği tavan notu ile bağlantılıdır.

2.8.7. Ülkenin Tavan Derecesinden Üstün Derece

Menkul kıymetleştirmede, ülkenin aldığı risk derecesi üzerinde bir derece almak mümkündür. Bazı temel yapısal elementler sayesinde tamamen olmasa da kısmen transfer ve kur riski azaltılabilir. İşleme ilişkin kurulan yapı içerisinde, transfer ve kur riskinin azaltılması durumunda, ülkenin aldığı dereceden yüksek bir derece alınması mümkündür.

İşlemin aldığı derecenin, ülkenin aldığı dereceden yüksek olmasını sağlayıcı birkaç faktör daha bulunmaktadır. Bunlar arasında ilk sırayı GNADMK işlem biçimi almaktadır. Ardından, ülkenin aldığı risk derecesi ve derecinin alınmasını sağlayan ekonomik faktörler gelmektedir. Son olarak vade, off-shore yedek hesabı, yasal koruma, yeterli alacak yaratma kapasitesi ve şirketin gücü gibi yapısal faktörler gelmektedir.

2.8.8. Ürünün Doğası

Yukarıdaki hususlara ek olarak ürünün konumu da değerlendirilmelidir. Fazla döviz ya da iş olanağı yaratan, ulusal savunma açısından kritik olmayan ürünlerde, hükümetin yönlendirme riski düşüktür.

2.8.9. Diğer

Kaynak firmanın nakit yaratma kabiliyetini etkileyen ve/veya ülke riski olarak değerlendirilebilecek diğer riskleri sınırlandırmak mümkün değildir. Kamulaştırma, hiper enflasyon, sivil karışıklıklar, terörizm, grev, lokavt gibi riskler örnek olarak verilebilir.

GNADMK ile güdülen amaç; varlıkların nakit akımlarını, kontrol riskinden uzak tutmak suretiyle, işlemin derecesini, işlemin yapıldığı ülkenin derecesinden yüksek tutmaktır. Ancak, güdülen amacın her zaman gerçekleştirilmesi mümkün değildir. Yukarıda da belirtildiği gibi, bazı risklerin öngörülüp sınırlandırılması her zaman mümkün değildir. Örneğin, kamulaştırma riski.

2.9. YASAL KRİTERLER

2.9.1. Genel Olarak

Derecelendirmede, ülkelerin; kambiyo mevzuatı, işçi-işverene ilişkin düzenlemeleri, gümrük düzenlemeleri vb. yasal düzenlemeleri önemli rol oynar.

2.9.2. Alacakların Transferi

Yedd-i emin'in alacakların toplanması aşamasında, bazı durumlarda yatırımcılar adına hareket etme yetkisinin/hakkının varlığı, işlemin alacağı derece notu açısından önemlidir. Bazı işlemlerde bu hak alacakların satın alınmasından kaynaklanır. Yedd-i emin'in yetkisine ilişkin olarak iki önemli husus vardır: Yedd-i emin'in bu hakkı kullanmadaki önceliği ve yasal gecikmeler durumunda hakları zamanında kullanması. Bu iki husus özellikle, hükümetin müdahalesi ve kreditorün iflası durumlarında önemlidir.

GNADMK'de yedd-i emin, alacaklardan diğer kreditorlere göre daha yüksek bir faiz elde etmeli ve faiz, hükümetten ya da şirketten kaynaklanan gecikmelere bağlı olmamalıdır. İşlemin derecesinin, kaynak firmanın yerel paraya dayalı derecesinden yüksek olması için, kreditorler için borç geciktirme ya da moratoryuma imkan veren düzenlemeler varsa, söz konusu işlemlerden önce ürünlerin ya da alacakların transferine imkan tanıyan hükümlerin de bulunması gerekir.

Kaynak firmanın iflas riskinin bulunması nedeniyle, ilgili ülke mevzuatı uyarınca iflasın işlemi etkileme ihtimali varsa, işlemin bu riskin dışında tutulması için başvuru çeşitli yöntemler bulunmaktadır. En yaygın yöntem, alacakların SPV satışı yöntemidir.

İkinci yöntem kaynak firmanın, alacaklara ilişkin haklarını yedd-i emin'e transfer etmesi yöntemidir.

Üçüncü yöntem, özel hesabı, ihraççıya ya da yedd-i emin'e ilişkin olarak meydana gelebilecek olumsuz bir gelişme durumunda, otomatik bekletme ya da geciktirme riski doğurabilecek yasal düzenlemelerin dışında tutabilme yöntemidir.

2.9.3 Yasal Açıdan Ülke Riskleri

Hükümetin müdahale riskinin değerlendirilmesinde, kanuni döküman ve yapılarda aşağıda belirtilen özelliklerin gözönünde bulundurulması gerekir.

*Rehin veya teminat altına alınmamış haklardan ziyade, nakit akışı veya satış yapısı.

*Kaynak firmanın off-shore alacaklarının, kaynak firmanın yerel mevzuatından ziyade off-shore yargılamasına tabi olması.

*Ürünlerin kaynak firmayla menfaat bağı olmayan müşterilere satılması, alacakların kaynak firmayla menfaat bağı olmayan SPV ya da yedd-i emine aktarılması.

Tipik GNADMK’de borçluya bildirimde bulunularak ödemelerin yedd-i emin kontrolündeki hesaba yapılması istenir. Borçlu kendisine gönderilen yazıyı imzalamakla kabul eder. Yazılı metne, uyarı ve bilgilendirme olarak başvurulur. Söz konusu metnin yerine getirdiği fonksiyonlar: 1) Borçluya ödemeleri, yatırımcılar adına tutulan hesaba yatırması gerektiği bildirilir. Böylece, ödemeler kaynak firmanın ülkesi dışında tutularak, kaynak firmaya olası aktarmalar engellenir. 2) Yedd-i emin bünyesinde alacaklardan elde edilebilecek muhtemel faiz geliri için, borçlulara bildirimde bulunulması sağlanır. 3) Danışmanın, belli yabancı yasal düzenlemeler içinde, alacakların satışına ilişkin olarak fikir verebilmesi için uyarı ve bilgilendirmede bulunulma gerekli olabilir. 4) Ürünün ve ödemelerin yönlendirme riskini azaltmak için uyarı ve bilgilendirme gerekebilir. 5) İhracat müşterileriyle birlikte, ödemelerin yapılmasına ilişkin sınırlamaları düzenlemek için uyarı ve bilgilendirme gerekebilir.

2.9.4. Diğer Hukuki Konular

Yukarıda belirtilenlere ilave olarak her bir işlemin derecelendirilmesinde, aşağıda belirtilen yasal unsurlar da değerlendirilmelidir:

- *Yabancı yargılamanın, bu imkansızsa uluslararası tahkimin kabulü,
- *Organizasyon, işlemin yerine getirilmesi, belgelerin teslimi,
- *İşleme ilişkin belgelerin yaptırımsal gücü,
- *Dış yargılamanın yaptırımsal gücü,
- *Organizasyon belgeleri ya da yargılama hukukuyla ihtilafların olmaması,
- *Stopaj vergisi, işlem vergisi ve SPV işlemlerin vergilendirilmesi,
- *Gerekli tüm resmi onaylar,
- *Büyük ölçekte dava açılma riskinin olmaması,
- *Yasal prosedürden muafiyetin olmaması.

Belli bir işlemin spesifik gereksinimleri, ilave düşünceler gerektirebilir. Yasal fikirler, kendine özgü uygulamalara ve tahminlere bağlı olabilir.

Yukarıda gerek ana başlık gerek alt başlık şeklinde belirtilen tüm hususlar GNADMK işleminin alacağı derecelendirme notunun belirlenmesinde rol oynar.

GNADMK için Duff&Phelps Credit Rating Co.'nun kullandığı derecelendirme tanımları aşağıda verilmiştir:

- AAA En yüksek derecedir. Risk faktörleri ihmal edilebilir. Risksiz ABD hazine bonosuna göre taşıdığı risk çok azdır.
- AA+ Yüksek derecedir. Koruma faktörleri güçlüdür. Risk makul seviyededir, ancak, ekonomik koşullara bağlı olarak zaman zaman farklılık gösterebilir. AA, AA-.
- A+ Koruma faktörleri ortalama düzeyde, fakat yeterlidir. Bununla birlikte, risk faktörleri ekonomik gerilimlere çok duyarlıdır. A, A-.
- BBB+ Koruma faktörleri ortalamanın altında ancak, ihtiyatlı yatırım için hala yeterli olarak değerlendirilir. Ekonomik döngülere bağlı olarak riskte önemli değişkenlikler meydana gelir. BBB, BBB-.
- BB+ Yatırım yapılabilir derecenin altında fakat, vade geldiğinde yükümlülüklerin yerine getirileceği farzedilir. Endüstrideki şartlara göre, şimdiki veya gelecekteki finansal koruyucu faktörler dalgalanma gösterir. Bu kategorideki toplam kalite sık sık aşağı ya da yukarı hareket edebilir. BB, BB-.
- B+ Yatırım yapılabilir derecenin altında. Vade geldiğinde yükümlülüklerin yerine getirilmemesi riskini taşır. Finansal koruma faktörleri; ekonomik döngülere, endüstri koşullarına, ve/veya firmanın geleceğine göre geniş bir aralıkta dalgalanır. Bu kategorideki derecelendirmede, sık sık değişiklik yapma ya da yüksek veya düşük bir dereceye gitme potansiyeli söz konusudur. B, B-.
- CCC Yatırım yapılabilir menkul kıymetlerin oldukça altındadır. Anapara, faiz ya da imtiyazlı kar payının ödenmesi zamanında önemli belirsizlikler mevcuttur. Koruma faktörleri çok kısıtlı olup, istenilmeyen ekonomik/endüstriyel koşullarda ve/veya istenilmeyen firmaya ilişkin değişkenliklerde risk çok önemli olabilir.
- DD Yükümlülükler yerine getirilmemiştir. İhraççı önceden programa bağlanmış anapara ve/veya faiz ödemelerini karşılamada başarısız olmuştur.
- DP İmtiyazlı hisse kar payları vaktinde ödenmemiştir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

MEVZUATIMIZDAKİ DURUM

Geçmiş 1970’li yıllara dayanan, ilk olarak ipoteğe dayalı menkul kıymetleştirme biçiminde ortaya çıkan ve varlığa dayalı menkul kıymet-VDMK olarak Türkçe’ye çevrilen asset backed securitization, menkul kıymetleştirme yoluyla finansman sağlamanın ilk yöntemi olup, yukarıda GNADMK işlemi anlatılırken değinildiği gibi özet olarak mevcut bir alacak portföyüne (genellikle ihracat alacakları, kredi kartı alacakları, tüketici kredileri, leasing alacakları) dayalı menkul kıymet ihraç etmek yoluyla finansman temini olarak tanımlanabilmektedir.

Ülkemizde; 13.05.1992 tarih ve 21227 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren 29.04.1992 tarih ve 3794 sayılı “Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanunu’nun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 Sayılı KHK’nın Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun” ile menkul kıymetleştirme konusundaki ilk yasal düzenlemeler yapılmıştır. Getirilen yasal düzenlemeler klasik olarak tanımlayabileceğimiz varlığa dayalı menkul kıymetleştirme yöntemini içermektedir.

Kurul’ca ilk düzenleme 31.7.1992 tarih ve 21301 sayılı Mükerrer Resmi Gazete’de yayımlanan Seri:III, No:14 “Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği(Tebliğ)” ile yapılmıştır. Söz konusu Tebliğ son olarak 8.11.1998 tarih ve 23517 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ” ile değiştirilmiştir.

Mevzuatımızca Dünya’da uygulanan menkul kıymetleştirme türlerinden sadece alacaklara dayalı menkul kıymet (VDMK) ihracı düzenlenmiştir.

Tebliğ’de; varlığa dayalı menkul kıymetlerin tanımı, menkul kıymetleştirilecek alacaklar, menkul kıymet ihracını gerçekleştirebilecek ihraççılar, ihraç limiti, ihraç prosedürü gibi hususlara ilişkin hükümlere yer verilmiştir.

VDMK’lerde likidite sorununun doğmaması için Tebliğ’in 25’inci maddesinde, VDMK’lerin ikinci el piyasada alım satımının serbest olduğu belirtilmiştir.

Tebliğ’in yürürlüğe girmesiyle beraber, özellikle bankalar açısından VDMK ihracı düşük maliyetli bir finansman yöntemi olması dolayısıyla cazip bir enstrüman olarak kabul görmüş ve ihraçların hemen hemen tamamı bankalar tarafından gerçekleştirilmiştir.

VDMK 1994 yılına kadar disponibilitate ve munzam karşılık oranlarına tabi olmamıştır. Ancak, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, tüketim talebini uyarmasının bir sonucu olarak, 1994 yılında VDMK’lerin bu avantajını ortadan

kaldırılmış ve VDMK'ler için banka mevduatına eşit oranda dispoñibilite ve munzam karşılık ayırma zorunluluğu getirmiştir. Ayrıca, 1995 yılında Kurulumuz, enflasyonist etkisi nedeniyle, tüketici kredilerine dayalı menkul kıymet ihraçlarının kayda alınmasını, VDMK ihracı ile ilgili Tebliđe eklenen geçici madde ile Kurul'un öngöreceği tarihe kadar durdurmuştur.

Bu iki önemli karar, VDMK üzerindeki vergi yükü ve daha önemlisi artan kamu borçlanması nedeniyle faiz oranlarının yüksek seviyelere çıkması, özel sektörün yurtiçi piyasada borçlanma konusundaki rekabet gücünü ortadan kaldırması (crowding out effect), VDMK ihraçlarında büyük durgunluğa neden olmuştur.

Mevzuatımızdaki düzenlemelere ve gelişmelere değinildikten sonra VDMK ile GNADMK arasındaki farkların belirlenmesi uygun olacaktır. VDMK ile GNADMK'nin nitelikleri karşılaştırmalı olarak Tablo 2'de verilmiştir.

Tablo 2: VDMK ile GNADMK'nin Karşılaştırılması		
Kriterler	VDMK	GNADMK
Varlığın Niteliği	Mevcut.	Varlık kısmen mevcut veya mevcut değil
Yasal Yapı	Mevcut alacakların satışı	Alacakları satma sözleşmesi ²
Performans(Ödeme) Riski	Yok.	Var. Rating gerekiyor. Rating firması, gelecekteki nakit akımlarının kalitesini temelde geçmiş yıllardaki nakit akımlarının performansını dikkate alarak ölçer.
Alacakların yapısı	Yapılan bir iş veya verilen bir hizmet için olan alacaklar	Güçlü para birimine sahip ülkelerden alacaklar
İşlemin amacı	Alacak hakkını satmak ve alacaklardaki risk/ödülü yatırımcıya aktarmak	Yatırımcılar için alacakları kaynağında (alacakların doğduğu yer) takip etme mekanizması sağlamak, bu şekilde kur riski ve hükümetin müdahale riskini elimine etmek
Kaynak firma tarafından elde edilecek alacak miktarın yapısı	Alacakların satışı için önemlidir	Alacakların satımı sözleşmesi için önemlidir
Muhasebeleştirme yöntemi	Normalde bilanço dışı	Bilançoda
Kullanımı	Gelişmiş/gelişmekte olan piyasalar	Gelişmekte olan piyasalar
Derecelendirme	AA/AAA	BBB, A-
Teminat	Genelde düşük	Genelde çok yüksektir

² Bkz. s. 9.

GNADMK'nin, ihraççı açısından en önemli avantajı, yurtiçi talebin durgun olduğu zamanlarda bu yolla uluslararası finans piyasalarından düşük maliyetli ve uzun vadeli kaynak temin edilebilmesidir.

Türk şirketlerinden İnterbank A.Ş., GNADMK işlemini ilk olarak 1992 yılında gerçekleştirmiştir. İşlemden kredi kartı alacaklarına dayalı nakit akımları kullanılmıştır.

Türk şirketlerinin 1994-1998 yılları arasındaki ihraçlarının tamamı finansal sektörde faaliyet gösteren şirketlerce gerçekleştirilmiştir (Tabari, 1998:8). İhracın miktarına, işlemin aldığı derecelendirme notuna ve/veya ihraççının tanınmasına bağlı olarak, ihraçların tamamı tahsisli ya da diğer yöntemlerle gerçekleştirilmiş olup, halka arz şeklinde ihraç yapılmamıştır (Tabari, 1998:13).

Türk şirketlerince 1993-2000 yılları arasında gerçekleştirilen ihraçlardan, elde edilebilen istatistikî veriler Tablo 3'te verilmektedir.

Tablo 3: Türk Şirketlerince 1993-2000 Yılları Arasında Gerçekleştirilen GNADMK İhraçları

Yıl	Kaynak firma	Varlık	Vade (Yıl)	İhraç Miktarı (US\$ Milyon)	Derece Notu
1993	AAK/İnterbank	Kredi Kartları	5,5	50	BB+
1994	Garanti Bankası	Kredi Kartları	7	69	A-
1995	AAK/İnterbank	Kredi Kartları	5,5	50	BB+
1995	Garanti Bankası	Kredi Kartları	7	70	A-
1997	Garanti Bankası	Ödemeler ³	5	115	BBB
1997	Vakıfbank	Kredi kartları	3	130	BBB+
1998	Garanti Bankası	Kredi kartları	7	175	AAA
1998	Yapı Kredi	Ödemeler	5	120	BBB
1998	Akbank	Kredi kartları	7	250	A-
1998	Pamukbank	Ödemeler	3	70	BBB-
1999	Garanti Bankası	Ödemeler	5	200	BBB
2000	Akbank	Ödemeler	5	500	BBB ⁴
2000	Pamukbank	Ödemeler	1,8	45	BBB-
Toplam				1.844	

³ İşçi ödemeleri/mal mukabili ödemeler/çeklere (seyahat vb.) dayalı ödemeler

⁴ Diğer ihraçlar Duff&Phelps Credit Rating Co. Tarfindan, bu ihraç ise FITCH IBCA tarafından derecelendirmeye tabi tutulmuştur.

Tablo 3'te görüleceği üzere, söz konusu ihraçlarda kaynak firma bir banka olmuş ve ihraca dayanak teşkil eden nakit akımları, kredi kartı veya ödemelerin (özellikle Almanya'da çalışan işçilerin döviz ödemelerine dayalı nakit akımları) yaratacağı nakit akımları olmuştur.

Mevcut düzenlemelerimiz GNADMK'in Kurul kaydına alınmasına engel teşkil etmekte olup, Borçlar Kanunu ve diğer mevzuat hükümleri gözönünde bulundurularak, SPKn'na gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirmeye imkan tanıyan hüküm/hükümlerin eklenmesi ve bu hususun bir Tebliğ ile de düzenlenmesi gerekmektedir. SPKn'nda GNADMK'ye imkan tanıyan düzenlemelerin yapılıp, konunun bir Tebliğ ile düzenlenmesi durumunda, söz konusu Tebliğ'de aşağıda belirtilen hususlara yer verilmesi uygun olacaktır. .

*VDMK ihracında, VDMK ile dayanağı olan alacak arasında bire bir vade ve getiri uyumu aranmaktadır. GNADMK'de bu husus aranmamalıdır. Burada ihracının belirlediği sürede ödemenin gerçekleştirilmesi önem taşımaktadır.

*Derecelendirme GNADMK için zorunlu olmalıdır.

*Derecelendirme uygulamasında en az geçmiş üç yıllık nakit akım performansı esas alınmalıdır. Nakit akımları paralellik arz ediyorsa üç yıllık ortalama esas alınarak GNADMK gerçekleştirilmelidir. Nakit akımları paralellik arz etmiyorsa, ancak iyileşme yönünde bir hareket söz konusuysa, nakit akımının en az olduğu yıl esas alınabilir. Firmanın performansı nakit yaratma açısından düşüş trendinde ise garanti mekanizmasının gözönünde bulundurulması ve buna göre değerlendirme yapılması uygun olacaktır.

*İhracın başarısı açısından, ihraç bir genel finans ortaklığı aracılığıyla gerçekleştirilmelidir.

*Nakit akımlarının temlik koşulları düzenlenmelidir.

*Yedd-i emin, genel finans ortaklığı ve kaynak firma arasında, teminatların saklanması ve yatırımcıların korunması hususunda alınabilecek tedbirlere ilişkin bir sözleşme yapılmalıdır.

*Ödemeler yedd-i emin kontrolündeki hesaba yapılmalıdır. Bu konuda gerek genel finans ortaklığı gerekse kaynak firma tarafından borçlulara bildirimde bulunulmalıdır.

*Yatırımcıları korumaya yönelik gerekli düzenlemeler yapılmalıdır.

*SPKn'nda düzenleme yapıldıktan sonra ayrı bir Tebliğ'de veya mevcut VDMK Tebliği'nde, GNADMK ihracına yönelik olarak yukarıda belirtilen hususlara ve ayrıca uygulamada karşılaşılan sorunlara yönelik gerekli düzenlemeler yapıldıktan sonra, GNADMK alternatif bir finansman modeli olarak işlerlik kazanabilecektir.

SONUÇ

1970'lere uzanan menkul kıymetleştirme uygulamaları, sermaye piyasalarında doğrudan finansmanın bir türü olarak geçen sürede önemli bir ivme kazanmıştır. Klasik anlamıyla; varlıkların nakit akımlarının menkul kıymete dönüştürülmesi olarak ifade edebileceğimiz menkul kıymetleştirmenin ilk uygulamaları ABD'nde ipoteğe dayalı alacakların menkul kıymetleştirilmesi biçiminde ortaya çıkmıştır. Zamanla sermaye piyasalarının gösterdiği değişim ve gelişimle birlikte ihtiyaçlara bağlı olarak menkul kıymetleştirme uygulamaları değişik yöntemlerle kendisini sık sık göstermiştir.

Dünya'da yaygın şekilde uygulanmakta olan menkul kıymetleştirme yöntemleri; varlığa dayalı menkul kıymetleştirme, gayrimenkule dayalı menkul kıymetleştirme, sigorta primi gelirlerine dayalı menkul kıymetleştirme ve ipoteğe dayalı menkul kıymetleştirme yöntemleridir.

Sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde, ihtiyaçların değişmesine paralel olarak sürekli yeni finansman teknikleri ortaya çıkmıştır. Menkul kıymetleştirme alanında meydana gelen yeniliklerden birisi de future flow transactions securitization (gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirme) olarak adlandırılan yeni bir menkul kıymetleştirme yönteminin ortaya çıkmasıdır.

GNADMK'yi mevcut menkul kıymetleştirme uygulamalarından ayıran özellik, ihraç anında ihracın dayanağını teşkil eden nakdin/varlığın kısmen mevcut olması veya mevcut olmamasıdır. Böylece mevcut finansman yöntemlerine yeni bir yöntem katılmıştır. Ancak, bu alanda henüz yasal düzenleme yapan bir ülke konusu olmayıp, fiili uygulama alanı bulan bir yöntem olarak varlığını sürdürmektedir. Başta Latin Amerika şirketleri olmak üzere gelişmekte olan ülke şirketlerince kullanılan bu yöntemin avantajı uluslararası sermaye piyasalarından düşük maliyetle kaynak teminidir. GNADMK'nin kapsamını kesin olarak çizmek mümkün değildir. Gelecekte nakit yaratabilen bütün varlıklar işlemin kapsamını teşkil edebilir. GNADMK'de temel amaç, bulunulan ülkeden (kaynak firmanın bulunduğu) daha yüksek bir derecelendirme notu alarak, uluslararası piyasalardan düşük maliyetle fon temin etmek olduğu için, işlemde derecelendirme önemli bir rol oynamaktadır.

GNADMK yöntemi her şirket tarafından kullanılabilir bir yöntem değildir. İhraç genel olarak uluslararası alanda gerçekleştiği için, ihracı yapacak şirketin uluslararası alanda kendini kabul ettirebilecek bir şirket olması gerekir.

GNADMK gelişmiş ülkelerden ziyade gelişmekte olan ülkelerin şirketlerince kullanılan ve kullanılmaya elverişli bir menkul kıymetleştirme yöntemidir. Bunun nedeni, GNADMK'nin maliyet açısından gelişmekte olan ülkelerin şirketleri için daha avantajlı olmasıdır. Bu şirketler gelişmiş ülkelerle güçlü ticari ilişkilere sahip olmaları durumunda, bu ilişkiden doğacak alacaklarını menkul kıymetleştirme suretiyle düşük maliyetle fon temin edebilirler. Gelişmekte olan ülkelerdeki

kurumlara uluslararası nitelikteki yatırımcılar borç vermekte çekingen davranmakta veya borç verseler bile, ülkenin derecelendirme notunu gözönünde bulundurarak talep ettikleri risk primini yükseltmektedirler. GNADMK’de asıl amaç bulunulan ülkeden daha yüksek bir derecelendirme notu almak olduğu için, işlemin yapısı bunu gerçekleştirecek şekilde oluşturulmakta ve böylece düşük maliyetle fon temini imkanı sağlanmaktadır.

Şirketler açısından fon temin maliyeti düşürülürken, yatırımcılar açısından da istenilen düzeyde bir getiri ve bu getiriyi güvenceye almış mekanizmalar oluşturulmaktadır. Örneğin, işlemin dayanağını teşkil eden nakit akımlarının/ödemelerin kaynak firma yerine özel hesaba yapılması, yatırımcıların hakkını koruyacak yedd-i eminin işlemin bir tarafını teşkil etmesi, garanti fonlarının oluşturulması gibi.

Türk şirketlerinden İnterbank A.Ş., GNADMK işlemini ilk olarak kredi kartı alacaklarına dayalı nakit akımlarını kullanarak 1992 yılında gerçekleştirmiştir. Türk şirketlerince 1994-1998 yılları arasında gerçekleştirilen ihraçların tamamı finansal sektörde yeralan şirketlerce gerçekleştirilmiştir. İhracın miktarına, işlemin aldığı derecelendirme notuna, ihraçcının tanınmasına bağlı olarak, ihraçların tamamı tahsisli ya da başka yöntemlerle gerçekleştirilmiş, halka arz şeklinde ihraç yapılmamıştır. Elde edilebilen istatistiki verilere göre Türk şirketlerince 1993-2000 yılları arasında 1.844 milyon \$’lık GNADMK ihraç edilmiştir.

Mevcut düzenlemelerimiz gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetlerin Kurul kaydına alınmasına engel teşkil etmekte olup, Borçlar Kanunu ve diğer mevzuat hükümleri gözönünde bulundurularak, SPKn’na gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirmeye imkan tanıyan hüküm/hükümlerin eklenmesi ve bu hususun bir Tebliğ ile de düzenlenmesi gerekmektedir.

Sonuç olarak, 1992 yılından beri Türk şirketlerince uluslararası alanda uygulanmakta olan gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirmenin, gerek konu gerek hacim açısından artan bir şekilde uygulanmaya devam edeceği ve bu alana yeni şirketlerin katılacağı düşünülmektedir. Bu nedenle, sermaye piyasalarındaki hızlı değişim ve gelişmeler gözönünde bulundurulduğunda, şu anda uluslararası alanda fiili uygulaması olan gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirmenin ülke içinde uygulamasına yönelik gerekli koşulların oluşması durumunda, Mevzuatımızda gerekli düzenlemelerin yapılması gerekecektir.

KAYNAKÇA

ABN-AMRO (Luke Mellor, Neil Thomson)

1998 “International Securitisation Group”, International Securitisation, May, London.

ALP, Ali

2000 Finansın Uluslararasılaşması, İstanbul.

CAMPBELL, Dennis(Editör)

1996 Globalization of Capital Markets, London.

Conor Downey of Allen&Overy

1999 “Whole business securitization comes of age”, International Financial Law Review, September, s.8-12, London.

DEMİRÇELİK, Adalet

1985 “Değerleme (Rating)”, Araştırma Raporu, Ankara.

Duff&Phelps Credit Rating Co.(Christopher J. Donnelly, Rohinton B. Dadina, Michael C. Morcom)

1998 “International Future-Flow Securitization”, Future-Flow, November, Chicago.

Duff&Phelps Credit Rating Co.(Anita Saha)

1997 Securitization of Future International Credit Card Receivables, December, Chicago.

Duff&Phelps Credit Rating Co.

1998 Aerovias Nacionales de Colombia, S.A. (Avianca), May, Chicago.

Duff&Phelps Credit Rating Co.(Anita Saha)

1998 “Rating Financial Future-Flow Transactions in Turkey:DCR’s Approach”, Special Report, September, Chicago.

Duff&Phelps Credit Rating Co.

1999 Telefonica del Peru Grantor Trust, January, Chicago.

Duff&Phelps Credit Rating Co.(Christopher J. Donnelly, Rohinton B. Dadina, Michael C. Morcom)

1999 “Future-Flow Securitization Rating Methodology”, Rating Methodology, March, Chicago.

Duff&Phelps Credit Rating Co.(Gregory J. Kabance, Suzanne Albers)

- 1999 “Under Pressure: Structured Transactions in Emerging Market Stress”, Special Report, April, Chicago.
- Duff&Phelps Credit Rating Co.
- 1999 Garanti Trade Payment Rights Master Trust, August, Chicago.
- Duff&Phelps Credit Rating Co.
- 1999 Bancomer 1999 Series Trust, September, Chicago.
- Duff&Phelps Credit Rating Co.(Gregory J. Kabance, Suzanne Albers, Michael C. Morcom)
- 2000 “Under Pressure: Structured Transactions in Emerging Market Stress”, Special Report, February, Chicago.
- Duff&Phelps Credit Rating Co.
- 2000 “Fitch IBCA Rates Pamukbank Worker Remittance-Backed Certificates “BBB””, Press Release, Chicago.
- EREN, Fikret
- 1994 “Genel Hükümler”, Borçlar Hukuku, C. II, İstanbul.
- European Securitisation Forum
- 1999 “European Securitisation”, A Resource Guide, New York.
- FITCH IBCA The International Rating Agency
- 2000 Akbank Remittance Securitisation, 15 June, Chicago.
- GIAMPIERÌ, Alberto&NARDULLÌ, Giovanni
- 1999 “Securitization”, A Special International Financial Law Review Supplement, s.31-33, London.
- HENDERSON, John & SCOTT, Jonathan P.
- 1988 Securitization, Cambridge.
- Ian Ashman of walkers, TOWN, George
- 2000 “Using Cayman Islands Special Purpose Vehicles”, International Financial Law Review, s.32-34, April, London.
- KOCAMAN, Aykut
- 1992 Factoring İşleminin Hukuki Niteliği, Ankara.
- KOTHARİ, Vinod
- 1999 “The financial instrument of the new millennium”, Securitisation, Calcutta.
- KOTHARİ, Vinod
- 2000 “Securitization markets in Italy”, Vinod Kothari’s Securitization Website.

ÖCAL, Nurcan

1997 Türkiye’de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri, Ankara.

ÖZAKMAN, Cumhur

1991 “Factoring’ın Teorik Esasları ve Dünya Uygulaması”, Factoring ve Türkiye’deki Uygulaması, 1991, İktisadi Araştırmalar Vakfı, İstanbul.

ÖZMEN, Tahsin

1996 “Tahvil Derecelendirilmesi”, Prof. Dr. İsmail Türk’e Armağan, s.317-329, Ankara.

PEKİN, Ahmet

1999 “Foreign Currency Export Receivables Securitisation”, <http://www.securitization.net/> April, Turkey.

Scotia Capital TM (Andrew Lin)

2000 A Securitization Primer, June, U.S.A.

SALTER, Brian

1998 A Guide to the Law of Securitisation in Australia, Sydney.

Securitization Yearbook

1999 A Special International Financial Law Review Supplements, London.

TABARİ, Ahmad

1998 Cross Border Securitisation in Turkey, 8 June. İstanbul.

THOMPSON, John K.

1995 “An International Perspective”, Securitisation, Paris.

XİN, Zhang

2000 “The emergence of project-backed securitization”, International Financial Law Review, January, s.24-29, London.

YAVUZ, Cevdet

1994 “Özel Hükümler”, Türk Borçlar Hukuku, C. I, İstanbul.

<http://www.vinodkothari.com>

<http://www.securitization.net>

<http://www.dcrco.com>

<http://www.fitchibca.com>