



Sermaye Piyasası Kurulu

**KREDİ RİSKİ
VE
TÜREV ARAÇLAR KULLANILARAK
AKTARIMI**

Yeterlik Etüdü

Dilek KAVLAK
Uzman Yardımcısı

Ankara
Nisan 2003

YÖNETİCİ ÖZETİ

Kısaca, verilen borcun borç alan tarafından geri ödenmemesi riski olarak tanımlanabilecek olan kredi riski, finansal bir işleme taraf olan herkesin işlemdeki karşı tarafın yükümlü olduğu ödemeleri yerine getirmemesi olasılığının bulunması nedeniyle karşı karşıya olduğu bir risktir. Diğer taraftan, kredi riski, başta bankalar olmak üzere faaliyetlerinin önemli kısmı kredi riski taşıyan finansal şirketler açısından çok daha fazla önem taşımaktadır.

Kredi riski yönetiminin artan önemi ile birlikte riskin ölçümü ve yönetimi için çeşitli modellerin geliştirildiği, hızla gelişmekte olan risk aktarım piyasalarında kredi riskinin aktarımını sağlayan yeni ve oldukça karmaşık enstrümanların kullanılmaya başlandığı görülmektedir.

Risk aktarım piyasalarında risk almak isteyenler, maruz kaldıkları risklere karşı koruma sağlamak isteyenlere, bu amaçla yapılandırılmış finansal enstrümanlar aracılığıyla koruma satmakta ve bu bağlamda risklerini aktarmak isteyenler de risk almak isteyenlerden koruma satın almaktadırlar. Kredi riskinin aktarımını sağlayan enstrümanlara bakıldığında, özellikle menkul kıymetleştirme tekniklerindeki gelişmelerin geleneksel finansal enstrümanların içerdiği risklerden yeni finansal enstrümanlar oluşturulmasına olanak sağladığı, 1990'lardan itibaren de kredi riskinin diğer risklerden ayrı olarak alım ve satımını sağlayan kredi türevlerinin tezgahüstü piyasalarda işlem görmeye başladığı görülmektedir.

Kredi riski taşıyan varlık ya da varlıklara sahip olan tarafın, bu varlık ya da varlıklara ilişkin olası bir kredi olayının - borcun ödenmemesi, borçlunun iflası vb.- gerçekleşmesi halinde karşı tarafın yapacağı ödemeye karşılık periyodik bir ödemede bulunduğu kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmeleri (credit default swaps), kredi marjlarındaki (spread) değişikliklere karşı korunma sağlayan kredi marjına dayalı sözleşmeler (credit spread swaps, credit spread options and forwards), kredi riski taşıyan bir varlığın toplam getirisinin sözleşme vadesi boyunca başka bir nakit akımıyla takas edildiği toplam getiri swap sözleşmeleri (total return swaps) ve bir kredi portföyünün risklerinin bu portföye bağlı sabit getirili menkul kıymet ihracı yoluyla aktarımını sağlayan krediye bağlı menkul kıymetler (credit linked notes) kredi riskinin aktarımında kullanılan belli başlı türev araçlardır.

Kredi riskinin üçüncü kişilere aktarımına olanak tanıyan kredi türevleri ve diğer risk aktarım mekanizmaları, daha etkin risk yönetimi sayesinde kredi arzı üzerindeki geleneksel risk yönetiminden kaynaklanan sınırlamaları kaldırarak daha çok ve daha

çeşitli kuruluşların kredi kullanımına ve ekonomide riskin daha etkin dağılımına olanak tanımaktadır. Bu doğrultuda, kredi türevlerinin yurtdışında bankaların KOBİ'lere açtıkları kredilerden oluşan portföylerin risklerinin aktarımında kullanılarak KOBİ'lerin kredi yoluyla finansmanının desteklendiği, temel görevleri arasında KOBİ'lerin desteklenmesi olan finansal kuruluşların bu tür işlemlere öncülük ve aracılık ettikleri ya da işlemlerde garantör olarak yer aldıkları görülmektedir.

Ülkemizde KOBİ'lere tahsis edilen kredilerin toplam krediler içindeki payının oldukça düşük olduğu ve KOBİ'lerin bankalardan kredi sağlamada güçlük çekmelerinin temel nedenin bankaların maruz kaldıkları kredi risklerini azaltmak amacıyla uyguladıkları yöntemler olduğu gözönünde bulundurulduğunda, bankaların KOBİ'lere açtıkları kredilerden kaynaklanan risklerini belirli bir getiri karşılığında risk almak isteyen yatırımcılara aktarmalarını sağlayan enstrümanların KOBİ'lerin kredi yoluyla finansmanında geleneksel kredi yönetiminden kaynaklanan sorunların aşılmasına olanak sağlayacağı düşünülmektedir.

Bu çerçevede, diğer kredi türevlerinden farklı olarak, kredi riskinin halka arz ya da tahsisli satış yoluyla aktarımına olanak sağlayan krediye bağlı menkul kıymetler benzeri enstrümanların ihracına ilişkin düzenlemelerin yapılmasının ve başta kredi türevleri piyasasında en çok kullanılan türev araç olan kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmeleri olmak üzere kredi türevlerinin, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 22'nci maddesinin "j" bendinde Sermaye Piyasası Kurulu'na verilen yetki kapsamında nitelik, standart ve işlem esasları ile işlem göreceği borsalar ve piyasalar belirlenerek sermaye piyasamızda işlem görmesinin sağlanmasının yalnızca KOBİ'lere değil, tüm reel sektöre yönelik kredi arzını artırıcı yönde etkisinin olacağı ve riskin daha etkin dağılımını sağlayacağı düşünülmektedir.

Kredi türevlerinin, piyasaların istikrarını olumsuz etkilemesi mümkün olan borsa dışı piyasalar yerine, organize borsalar bünyesinde faaliyet gösteren standartlaşmış piyasalarda işlem görmesi halinde, tezgahüstü risk aktarım piyasalarının finansal sistem üzerinde yaratabileceği olumsuz etkiler arasında sayılan risk yoğunlaşmasının gözlenememesi ve şeffaflığın sağlanamamış olması gibi problemleri de giderilebilecektir.

Diğer taraftan, fon sağlama işlevi yanında varlıkların kredi riskinin aktarımını da sağlayan ve dünyadaki uygulamalarında bu işlevini de yerine getirdiği, ancak ülkemizde yalnızca ihraççısına fon sağlama amacıyla kullanıldığı görülen varlığa dayalı menkul kıymetlerin risk aktarımı işlevini yerine getirmesinin önündeki engellerin kaldırılması da ekonomide etkin bir risk aktarım mekanizmasının oluşturulmasına olanak sağlayacaktır.

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	3
KREDİ RİSKİ ve YÖNETİMİ	3
1.1.Tanımı	3
1.2.Kredi Riskinin Yönetimi	6
İKİNCİ BÖLÜM.....	7
Risk Aktarım Mekanizmaları ve Kredi Riskinin Aktarımı	7
2.1.Risk Aktarım Mekanizmaları	7
2.2.Kredi Riskinin Aktarımı.....	8
2.2.1.Kredi Riskinin Aktarımında Kullanılan Enstrüman ve Piyasaların Gelişimi	8
2.2.2.Kredi Riskinin Aktarımında Kullanılan Enstrümanlar.....	9
2.2.3.Piyasa Katılımcıları.....	10
2.2.4.Ülkemizde Menkul Kıymetleştirme Uygulamaları ve Risk Aktarımında Kullanımına İlişkin Değerlendirmeler	12
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	15
KREDİ TÜREVLERİ (CREDIT DERIVATIVES).....	15
3.1.Tanımı ve Çeşitleri	15
3.1.1.Toplam Getiri Swap Sözleşmeleri (Total Return Swaps)	16
3.1.2.Kredi Marjı Türevleri (Credit Spread Derivatives)	18
3.1.3.Kredi Temerrüdüne Dayalı Swap Sözleşmeleri (Credit Default Swaps)	20
3.1.4.Krediye Bağlı Menkul Kıymetler (Credit Linked Notes) ve Sentetik Menkul Kıymetleştirme (Synthetic Securitisation)	22
3.1.4.1.Özel Amaçlı Varlık Kullanılarak Sentetik Menkul Kıymetleştirme	23
3.1.4.2.Özel Amaçlı Varlık Kullanılmaksızın Sentetik Menkul Kıymetleştirme	25
3.2.Kredi Türevlerinin Taşıdığı Riskler	26
3.3.Kredi Türevleri Piyasası ve Katılımcıları.....	29
3.4. Kredi Türevlerinin Finansal İstikrar Üzerindeki Etkisi.....	32
3.5.Kredi Türevleri ve Menkul Kıymetleştirmenin KOBİ'lere Açılan Kredilerin Risklerinin Aktarımında Kullanımına İlişkin Örnek Uygulamalar ve Ülkemizde Bu Amaçla Kullanıma İlişkin Öneriler	33
DÖRDÜNCÜ BÖLÜM.....	37
Genel Değerlendime ve Sonuç.....	37
KAYNAKÇA.....	41
EK DİZİNİ	43

KISALTMALAR CETVELİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri Basel Bankacılık Gözetim ve Denetim
Basel Komite	: Komitesi (Basel Committee on Banking Supervision)
BBA	: British Bankers' Association
BIS	: Bank for International Settlements
EIF	: European Investment Fund
ISDA	: International Swaps and Derivatives Association
IMF	: International Monetary Fund
KOBİ	: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletme
Kurul	: Sermaye Piyasası Kurulu
Seri:V, No:34 sayılı Tebliğ :	Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonoların
Seri:III, No:12 sayılı Tebliğ:	Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans
Seri:III, No:14 sayılı Tebliğ:	Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği

TABLO VE ŐEKİLLER CETVELİ

Őekiller

Şekil 1: Toplam Getiri Swap ŐözleŐmelerinin Temel Yapısı.....	16
Şekil 2: Kredi Marjı Swap ŐözleŐmesinin Yapısı	18
Şekil 3: Kredi Temerrüdüne Dayalı Swap ŐözleŐmelerinin Yapısı	20
Şekil 4: Sentetik Menkul Kıymetleştirme ve Krediye Bağlı Menkul Kıymetlerin Kullanımı	24

Tablolar

Tablo 1: Global Kredi Türevleri Piyasasının Hacmi	30
---	----

GİRİŞ

Dünyada son yıllarda risk aktarım piyasalarının gelişmekte olduğu, kredi ve sigortacılık faaliyetlerinden kaynaklanan risklerin finansal piyasalarda yatırımcılara satılan menkul kıymetler vasıtasıyla aktarımına olanak sağlayan yeni yöntemler geliştirilerek, geleneksel finansal ürünlerin taşıdığı risklerden yeni menkul kıymetlerin oluşturulduğu görülmektedir.

Özellikle kredi riskinin, çeşitli risk aktarım enstrümanları vasıtasıyla maruz kaldıkları kredi riskine karşı koruma sağlamak isteyenlerden, belirli bir getiri karşılığında bu riskleri almak isteyenlere aktarıldığı piyasalar hızla gelişmekte olup, bu gelişmede önemli rol oynayan kredi riskine dayalı türev araçların ortaya çıkışı ile kredi risk aktarımı hız kazanmıştır.

Kredi riskinin aktarımını sağlayan enstrüman ve piyasalarının gelişiminin temelinde ise kredi riski yönetimindeki gelişmeler yatmaktadır. Basitçe borç alanın aldığı borcu ödeyememesi olarak tanımlanabilecek olan kredi riskine maruz kalan kişi ve kuruluşların başında faaliyetlerinin büyük bölümü bu riski içeren bankalar gelmekle birlikte, finansal bir işleme taraf olan her kişi ve kurum işlemin karşı tarafının işlemde kaynaklanan yükümlülüklerini yerine getirememesi olasılığı dolayısıyla kredi riskine maruz kalmaktadır.

Çalışmanın kredi riski ve yönetiminin özetle ele alındığı birinci bölümünde kredi riski tanımlanarak bu riskten etkilenenlere ve etkilenme sebeplerine, mevzuatımızda bankalar ve aracı kurumlar açısından verilen kredi riski tanımlarına yer verilmekte ve kredi riski ölçüm ve yönetimindeki gelişmelere kısaca değinilmektedir.

İkinci bölümde ise risk aktarım piyasalarının işleyişi, kredi riskinin aktarımını sağlayan enstrümanlar ve piyasaların temel özellikleri, gelişimi ve kredi riskinin aktarıldığı piyasaların katılımcılarının kimler olduğu hakkında bilgi verilerek, dünyada kredi riskinin aktarımında kullanılan menkul kıymetleştirme ürününün ülkemizdeki işlevi, düzenlemeler ve menkul kıymetleştirme uygulamaları çerçevesinde incelenmektedir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, kredi riskinin aktarımında 1990'lerden itibaren kullanılmaya başlamış olan kredi türevleri ve piyasası incelenmektedir. Bu bölümde belli başlı kredi türevlerinin yapısı ve işleyişi açıklanarak, sentetik menkul kıymetleştirme yöntemi hakkında bilgi verilmekte, kredi türevlerinin taşıdığı riskler ile birlikte kredi türevlerini de içine alan risk aktarım piyasalarının finansal sistem üzerindeki etkileri

üzerinde durulmaktadır. Bu bölümde ayrıca kredi türevleri ve menkul kıymetleştirmenin KOBİ'lere açılan kredilerin risklerinin aktarımında kullanımına ilişkin yurtdışındaki örnek uygulamalara yer verilerek, ülkemizde kredi türevleri ve menkul kıymetleştirmenin KOBİ'lerin bankalardan kredi temininde karşılaştıkları güçlüklerin aşılmasında kullanımına ilişkin öneriler getirilmektedir.

Çalışmanın Genel Değerlendirme ve Sonuç başlıklı son bölümünde ise çalışmadaki incelemeler, tespitler ve öneriler özetlenmektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

KREDİ RİSKİ ve YÖNETİMİ

1.1. Tanımı

Finansal işlemlere taraf olan kişi ve şirketlerin karşı karşıya oldukları iki ana risk piyasa riski ve kredi riskidir. Bu risklerden ilki faiz oranlarında, döviz kurlarında, hisse senedi fiyatlarında ve benzerlerinde meydana gelebilecek değişikliklerin finansal işlem üzerindeki etkisidir. İkinci risk ise işlemdeki karşı tarafın, finansal işlem dolayısıyla yükümlü olduğu ödemeleri gerçekleştirmemesi riskidir.

Bir borç ilişkisinin söz konusu olması halinde borç veren, bir ürün ya da hizmetin alınması anında ödemenin gerçekleşmediği durumda ise ürün ya da hizmeti satan kişi ve kurumlar açısından kredi riski söz konusudur. Bu bağlamda, verilen borcun borç alan tarafından geri ödenmemesi riski olarak da basitçe tanımlanabilecek olan kredi riski, başta bankalar olmak üzere finansal şirketler ile endüstriyel şirketleri ve devletleri de kapsayan kredi sağlayıcıların karşı karşıya olduğu bir risktir.

Yukarıda da ifade edildiği gibi finansal bir işleme taraf olan herkes kredi riskine maruz kalmaktadır. Örneğin bir tahvil ihracında hem tahvil ihraç edenler hem de tahvile yatırım yapanlar kredi riskine maruzdur. Tahvil ihraç edenlerin kredi riski, borçlanma maliyetlerinin kendi geri ödeyememe risklerine önemli ölçüde bağlı olmasından kaynaklanmaktadır. Borçlanmayı planlayan kişi ve kurumlar beklenmeyen olayların ansızın borçlanma maliyetlerini artırması riskiyle karşı karşıyadırlar. Borçlanmayı planlayan kişi ya da kurumun kendi geri ödeyememe riskinde herhangi bir değişiklik olmamasına rağmen, ekonomideki olumsuz bir gelişmenin ortalama kredi riski primini artırması, böylece tüm tahvil ihraççılarının borçlanma maliyetlerinin artması da mümkündür. Tahvile yatırım yapanların karşı karşıya oldukları risk ise tahvilin kredi derecesinin düşmesi riskidir. Tahvilin kredi derecesindeki bir düşüş kredi riski primini artıracak ve tahvilin değerini düşürecektir (Neal, 1996).

Tahvile yatırım yapanların karşı karşıya oldukları tahvilin kredi derecesinin düşmesi riski, aynı zamanda *ihraççı kredi riski* olarak da tanımlanabilir. İhraççı kredi riski portföylerde uzun pozisyon olarak tutulan araçların ihraççılarının ödememesinden ya da bu araçların kredi derecesinin olumsuz yönde değişmesinden (credit deterioration) oluşacak zarara ilişkin risktir (Çetin, 2001).

Finansal bir işleme taraf olan her kişi ya da kurum karşı tarafın yükümlü olduğu ödemeleri yerine getirememesi riski olarak tanımlanabilecek kredi riskine maruz olmakla birlikte, bankalar için kredi riski, faaliyetlerinin büyük bölümünün bu riski içermesi nedeniyle gündemlerinde birinci sırayı alan bir risktir. Kredi riski bankalar açısından bu riskten kaynaklanan zararın boyutunun bankanın mali yapısını olumsuz etkileyecek, bozacak ve hatta bankanın varlığını tehlikeye sokacak sonuçlara yol açabilmesi nedeniyle özel bir önem taşımakta ve bankaların güven kurumları olması kamu otoriteleri tarafından bankaların kredi riskine yönelik olarak bir takım sınırlamaları öngören düzenlemeler yapılmasına neden olmaktadır (Aras, 1999).

Ülkemizde bankalar için kredinin tanımı 4389 sayılı Bankalar Kanunu'nda yer almaktadır. 4389 sayılı Bankalar Kanunu'nun 11'inci maddesinde nelerin kredi sayılacağı belirlenmiştir. Söz konusu maddenin 1'inci fıkrasına göre bankanın vereceği nakdi krediler ile teminat mektupları, kefaletler, aval, ciro ve kabuller gibi gayrinakdi krediler, satın alacağı tahvil ve benzeri sermaye piyasası araçları, tevdiatta bulunmak suretiyle ya da herhangi bir şekil ve surette vereceği ödünçler, varlıkların vadeli satışından doğan alacaklar, vadesi geçmiş nakdi krediler, gayrinakdi kredilerin nakde tahvil olan bedelleri, vadeli işlem ve opsiyon sözleşmeleri ile benzeri diğer sözleşmeler ve ortaklık payları izlendikleri hesaba bakılmaksızın kredi sayılmaktadır.

Bankalar için kredi riskinin tanımı ise 08.02.2001 tarih ve 24312 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan "Bankaların İç Denetim ve Risk Yönetimi Sistemleri Hakkında Yönetmelik"nin 30'uncu maddesinde yer almaktadır. Söz konusu maddede kredi riski "*Banka müşterisinin yapılan sözleşme gereklerine uymayarak yükümlülüğünü kısmen veya tamamen zamanında yerine getirememesinden dolayı bankaların karşılaştığı durum*" olarak tanımlanmıştır. Dolayısıyla bankalar için kredi sayılacak işlemler Bankalar Kanunu'nun 11'inci maddesinde sınırlı olarak sayılmakla birlikte, kredi riski "Bankaların İç Denetim ve Risk Yönetimi Sistemleri Hakkında Yönetmelik"nin 30'uncu maddesinde, bankanın müşterileriyle gerçekleştirdiği sözleşmelerde karşı karşıya olduğu bir risk olarak daha geniş kapsamlı tanımlanmıştır.

Kredi riskinin, bankaların asgari sermaye gereğinin hesaplanmasında halen uygulanmakta olan, Basel Bankacılık Gözetim ve Denetim Komitesi'nin¹ (Basel

¹ Basel Bankacılık Gözetim ve Denetim Komitesi (Basel Committee on Banking Supervision) 1974 yılı sonunda G-10 ülkelerinin merkez bankası başkanları tarafından oluşturulmuş olan, düzenli olarak yılda dört kez toplanan ve yayımladığı denetim ve gözetim standartları ile rehberler aracılığıyla bankacılık alanında uluslararası ortak yaklaşım ve standartlar oluşturmayı teşvik eden bir komitedir.

Komitesi) 1988 tarihinde yayımladığı Sermaye Uzlaşısı'nda (Capital Accord) ise karşı taraf riski (risk of counterparty failure) olarak tanımlandığı görülmektedir.

Aracı kurumların karşı karşıya olduğu risklerin sermaye yeterliliği tabanı yükümlülüğü çerçevesinde tanımlandığı Kurulumuzun Seri:V, No:34 sayılı Tebliğinin 17'nci maddesinde yer alan *karşı taraf riski* tanımı aracı kurumların karşı karşıya olduğu kredi risklerini içermektedir. Söz konusu maddede karşı taraf riski “...*karşılığında yeterli teminat bulunmadan borç verilmesi, diğer taahütlerde bulunulması, varlıkların ödünç, emanet veya teminat olarak tevdi edilmesi gibi nedenlerle varlıkların geri alınmasında ortaya çıkan riskler...*” olarak tanımlanmıştır.

Aracı kurumlar için karşı taraf riski sermaye yeterliliği yükümlülüğü çerçevesinde pozisyon, döviz kuru ve yoğunlaşma riskleri ile birlikte değerlendirilmekte ve aracı kurumların sermaye yeterliliği tabanı tutarlarının sahip oldukları yetki belgelerine göre belirlenen asgari özsermayeleri, risk karşılıkları ve son üç aylık faaliyet giderlerinden herhangi birinden az olamayacağı ifade edilmektedir.

Görüldüğü üzere çeşitli düzenlemelere tabi olan finansal kuruluşların karşı karşıya olduğu diğer risklerin yanısıra kredi riski de düzenleyici otoriteler tarafından gözönünde bulundurulmakta ve bu riske karşılık olarak yeterli sermaye bulundurulması istenmektedir. Bu tür düzenlemelere tabi olmamakla birlikte, finansal olmayan şirketlerin faaliyetlerinde kredi riski unsuru her zaman bulunmaktadır. Ancak pek çok şirket için mal ve hizmet satışının temel amaç olması nedeniyle alıcının ödeme gücünün araştırılması ikincil öneme sahip olabilmektedir. Daha başka bir deyişle, pek çok şirkette satış departmanları kredi departmanlarından daha önemli olabilmektedir.

Finansal olmayan şirketlerin kredi riskleri karşısında yeterince organize olmamaları bir açıdan da finansal şirketlerle karşılaştırıldığında potansiyel kayıplarının daha düşük olmasından kaynaklanmaktadır. Ticari alacaklar, şirketlerin tedarikçileri ile ilişkilerini iyi bir düzeyde tutmalarının işlerini sürdürebilmeleri açısından büyük önem taşıması nedeniyle geri ödenmeme olasılığı daha düşük varlıklar olarak nitelendirilebilir. Bunun yanısıra, ticari alacaklar bankaların açtığı kredilerle kıyaslandığında nispeten kısa vadeli olmaları nedeniyle daha kolay idare edilebilen kredi grubudurlar.

Diğer taraftan şirketlerin faaliyetleri nedeniyle karşı karşıya oldukları kredi riski ürettikleri mal ve hizmetlerin niteliğine bağlı olmakla birlikte, uluslararası alanda faaliyet gösteren şirketlerin karşı karşıya olduğu kredi riski yerel şirketlerin karşı karşıya bulunduğu risklerden farklıdır. Uluslararası alanda faaliyet gösteren şirketler kolayca

anlayamayacakları baskılar ve olaylara maruz kalabilecek tanımadıkları potansiyel müşterilerle karşılaşmaktadırlar.

Ancak gerek yerel gerekse uluslararası alanda faaliyet gösteren şirketler gün geçtikçe kredi riskinin önemli bir konu olduğunu öğrenmektedirler. Örneğin 2001 yılında Enron'un iflası üzerine şirketin pek çok iş ortağının hisse senedi fiyatlarında önemli düşüşler yaşanmış olup, Enron'un iflası uzun süreli mal teslim anlaşmaları nedeniyle maruz kalınan kredi risklerinin tehlikelerini ortaya koymaktadır (Toft, Kaye ve Yoong, 2002:1).

Bunların yanısıra finansal olmayan şirketlerin maruz oldukları kredi riski yalnızca alacakları ile sınırlı olmayıp çeşitli finansal işlemlere taraf olmaları durumunda finansal enstrümanların beraberinde getirdiği kredi riskiyle de karşı karşıyadırlar.

1.2. Kredi Riskinin Yönetimi

Kredi riski, bir sözleşmeye taraf olan herkesin karşı karşıya kaldığı, iş ve yatırım kararlarında göz önünde bulundurulması gereken bir risk olmakla birlikte, kredi riskinin yönetimi faaliyetlerinin büyük kısmı kredi riski taşıyan bankalar açısından daha çok önem arz etmektedir. Dolayısıyla, kredi riski yönetiminin bankaların kredi riskinin yönetimi çerçevesinde geliştiği görülmektedir.

Geleneksel kredi yaklaşımında bankalar, Caouette, Altman ve Narayanan (1998:82) tarafından miyopik ve pahalı olarak nitelendirilen ve finansal rasyolar ile tecrübeli uzmanların firma ve içinde bulunduğu sektör hakkındaki inceleme ve görüşlerine dayanan klasik kredi analiziyle iyi kredi verme üzerine odaklanmışlar, kredi verdikleri firmaların geri ödememe riskine karşı da firmadan güçlü teminatlar isteme yoluna gitmişlerdir. Ancak, globalleşme ve yaşanan ekonomik durgunluklar nedeniyle firma iflaslarının gündeme gelmesi, büyük firmaların yanısıra orta ölçekli firmaların da gelişen sermaye piyasalarından finansman sağlama imkanlarının artması nedeniyle bankaların küçük ölçekli firmalar ile kredi ilişkisine girmeleri, hızla artan türev ürünlerinin, maruz kalınan kredi risklerinin bilançoda yer alanların üzerine çıkmasına neden olması, gelişen teknoloji ile birlikte veri toplama ve biriktirmenin kolaylaşması üzerine yeni model ve tekniklerin hayata geçirilmesi gibi etkenler geleneksel yaklaşımın yetersizliğini ortaya koyarken kredi riski ölçümü ve yönetiminin önemi artırmıştır (Erdoğan ve Dolgun, 2001).

Bu çerçevede, son yıllarda kredi riskinin ölçümü için çeşitli modellerin geliştirildiği görülmekte olup, ekonometrik teknikler, sinir ağı sistemleri, optimizasyon modelleri ile birlikte tecrübeli bir analistin krediyle ilgili bir karara varmak için kullandığı sürecin taklit edildiği sistemler ve doğrudan hesaplama, tahmin ve simülasyonu birarada kullanan tekniklerin, kredinin kabulü, kredi derecesinin belirlenmesi ve kredinin fiyatlanmasını içeren çeşitli amaçlarla kullanıldığı görülmektedir.

Kredi riski yönetiminin taşıdığı önemin artışına bağlı olarak kredi riskinin yönetimine ilişkin uluslararası çalışma ve düzenlemeler de yapılmaktadır. Örneğin Basel Komitesi tarafından 2000 yılında yayımlanan “Kredi Risklerinin Yönetimine İlişkin Prensipler” kredi riskiyle ilgili uygun ortamın oluşturulması, kredi verme sürecinin etkin biçimde işlemesi, uygun kredi yönetimi, ölçümü ve izlenmesi işlevlerinin sürdürülmesi, kredi riskinin yeterli kontrolünün sağlanması alanlarını kapsamakta olup, yine Basel Komitesi tarafından hazırlanan ve 2004 yılında uygulamaya geçirilmesi planlanan yeni sermaye yeterliliği düzenlemesi kredi riskinin yönetimine ilişkin yeni yaklaşımlar içermektedir.

Diğer taraftan, riskin aktarımı risk yönetiminin önemli bir aşamasını oluşturmakta olup, son yıllarda kredi riskinin aktarımını sağlayan çeşitli finansal ürünlerin geliştirildiği ve bu ürünlerin piyasalarının da gelişme gösterdiği görülmektedir. İzleyen bölümlerde kredi riskinin aktarımında kullanılan finansal ürünler ile kredi riskinin aktarımını sağlayan piyasaların gelişimi üzerinde durulmaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

RİSK AKTARIM MEKANİZMALARI VE KREDİ RİSKİNİN AKTARIMI

2.1. Risk Aktarım Mekanizmaları

Risk almanın finansal şirketlerin faaliyetlerinin önemli bir parçası olması nedeniyle finansal şirketlerin sektörler arası risk aktarımına olan ilgileri yeni oluşan bir eğilim değildir. Diğer taraftan son yıllarda risk aktarım yöntemleri yeni teknolojilerle birlikte gelişmiş, kredi ve sigortacılık faaliyetlerinden kaynaklanan risklerin finansal piyasalarda yatırımcılara satılan menkul kıymetler vasıtasıyla aktarımını sağlayan yeni yöntemler geliştirilmiştir. Gelişmiş menkul kıymetleştirme yöntemleri sayesinde geleneksel finansal ürünlerin taşıdığı risklerden yeni menkul kıymetler oluşturulmaktadır.

Risk aktarım mekanizmaları borç alanın borcunu ödeyememesi (kredi riski) ya da bir doğal afetin meydana gelmesi (sigortacılık riskleri) şeklindeki risklerin üçüncü kişilere aktarımını sağlayan pek çok finansal enstrümandan oluşmaktadır. Bu enstrümanlar kredi riskine ve sigortacılık risklerine dayalı enstrümanlar olarak iki gruba ayrılabilir. Risk aktarım piyasalarında risklere dayalı enstrümanlar vasıtasıyla, risk almak isteyenler, risklerini aktarmayı amaçlayanlara riske karşı koruma satmaktadır. Bu bağlamda risklerini aktarmak isteyenler de risk almak isteyenlerden söz konusu risklerine karşı koruma satın almaktadırlar.

Risk aktarım piyasalarında riske karşı koruma satın alanların bakış açılarını riske karşı koruma satanların bakış açılarından ayırmak ve her iki grubun risk aktarım mekanizmalarını kullanmalarındaki amaçlarını incelemek risk aktarım piyasalarının gelişimi hakkında daha açık bir fikir edinilmesini sağlayacaktır. Risk aktarım piyasalarında risklere karşı koruma satın alanların amacı ana faaliyetleri dolayısıyla maruz kaldıkları riskleri üçüncü kişilere aktarmaktır.

Risklere karşı koruma satanların bakış açılarıyla, risk aktarım piyasalarına katılımda etkili olan temel unsurlar ise geleneksel yatırım kararlarında etkili olan unsurlardır. Risk aktarım enstrümanlarına yapılan yatırım, yatırımcının genel yatırım stratejisine uyumlu olmalı, yatırımın riske uyarlanmış getirisi çekici olmalı ve yatırımcının riski almasını engelleyici yasal ya da düzenleyici engeller bulunmamalıdır.

Dolayısıyla, risk aktarmak isteyen, almak isteyen ve bu işlemlere aracılık etmek isteyenlerin birbirini tamamlayan motivasyonları risk aktarım piyasalarının gelişimini desteklemektedir (Andersen,2001:12-13).

2.2. Kredi Riskinin Aktarımı

2.2.1. Kredi Riskinin Aktarımında Kullanılan Enstrüman ve Piyasaların Gelişimi

Yukarıda da değinildiği üzere, risk aktarım mekanizmaları borç alanların aldıkları borcu ödeyememeleri riskinin (kredi riski) ya da bir doğal afetin gerçekleşmesi riskinin aktarımında kullanılan çeşitli finansal enstrümanları içermektedir. Kredi riskinin aktarımında kullanılan enstrümanların ve risk aktarım piyasasının gelişimine katkıda bulunan etkenler arasında, bankalar ve diğer finansal şirketlerin risk yönetimine verdikleri önemin ve kredi verenlerle yatırımcıların risk/getiri kararlarına gösterdikleri özenin artması, bankaların maruz kaldıkları kredi riskine portföy bazında yaklaşmaya

başlamaları, piyasadaki aracılardan gelir elde etme çabaları, genel olarak düşük faiz oranlarının şirketleri ellerindeki finansal enstrümanların çeşitlerini artırmak suretiyle getirilerini artırma arayışlarına itmesi ve farklı finansal şirketlere uygulanan farklı sermaye gereklilikleri düzenlemelerinin yarattığı arbitraj fırsatları sayılabilir (Bank for International Settlements (BIS), Committee on the Global Financial System, 2003:1).

Kredi türevleri ve Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri² (Collateralised Debt Obligations- CDOs) son zamanlarda oldukça dikkat çekmekle birlikte, kredi riskinin aktarımı yeni bir kavram değildir. Sendikasyon kredileri ve banka kredileri için ikinci el piyasalar 1970 ve 1980'lerde gelişmişken banka garantileri ve kredi sigortası gibi sözleşmeye bağlanmış aktarımların tarihi oldukça eskidir. Diğer taraftan, bankaların kredi riski yönetimindeki gelişmeler kredi risk aktarım piyasalarının gelişimindeki en önemli etkidir. Gün geçtikçe bankalar maruz kaldıkları kredi risklerine pazarlanabilir varlıklar olarak yaklaşmaktadırlar. Aynı zamanda kredi risk aktarım piyasalarının gelişiminde bankacılık sistemi dışındaki talep de etkili olmaktadır.

2.2.2. Kredi Riskinin Aktarımında Kullanılan Enstrümanlar

Kredi riskinin aktarımı için kullanılacak pek çok enstrüman bulunmakla birlikte özellikle son yıllarda kredi riskine dayalı türev araçların gelişimi kredi riskinin aktarımına hız kazandırmıştır. Kredi riskinin aktarımında kullanılan enstrümanlar ana bir kaç özellikleri baz alınarak sınıflandırılabilir. Söz konusu enstrümanlar tek bir borçluya sağlanan kredinin riskini aktarmakta kullanılacağı gibi bir kredi portföyünün risklerini aktarmakta da kullanılabilirler. Enstrümanlar arasındaki diğer bir ayrım da risk aktarımının riski aktarana, aktarım anında kaynak sağlayıp sağlamadığına dayalı olarak yapılabilir. Riski aktarımın risk aktarımı anında kaynak sağlaması, dolayısıyla riski üzerine alanın da risk aktarımı sırasında belirli bir ödemede bulunması durumunda risk aktarım enstrümanının fon sağlayan bir enstrüman olduğundan sözedilebilir. Bu bağlamda tek bir borçlunun kredi riskine dayalı olan ve fon sağlamayan yapılara örnek olarak kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmeleri (credit default swaps) ile toplam getiri

² Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri bir Özel Amaçlı Varlığa- devredilen çeşitli finansal varlıklar (krediler, tahviller, gelişmekte olan ülkelere açılan krediler vb.) teminat oluşturacak şekilde Özel Amaçlı Varlık tarafından ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetlerdir. Özel Amaçlı Varlık ise belli bir amaca ulaşmak için tek bir etkinlikte veya yine tek bir amaç için bir dizi faaliyette bulunmak üzere tasarlanmış; faaliyet süresi ve faaliyet alanı, kuruluşu esnasında sınırlandırılmış; anonim ortaklık, limited ortaklık, kollektif ortaklık, trust vb. gibi birçok hukuki form alabilen bir işletme tipi olarak tanımlanabilir (Artunç,2002:13)

swap sözleşmeleri (total return swaps) gibi kredi türevleri³, tek bir borçlunun kredi riskine dayalı olan ve fon sağlayan yapılara örnek olarak kredinin ikinci el piyasada alım satımı, bir kredi portföyünün riskini aktarmakta kullanılan ve fon sağlayan yapılara örnek olarak krediye bağlı menkul kıymetler (credit-linked-notes) ve varlığa dayalı menkul kıymetler, portföy riskini aktarmada kullanılmakla birlikte fon sağlamayan yapılara örnek olarak ise Sentetik Teminatlandırılmış Borç Yükümlülükleri⁴ verilebilir.

2.2.3. Piyasa Katılımcıları

Kredi riskinin aktarıldığı piyasaların katılımcılarının kimler olduğu ve bu kuruluşlarının piyasaya katılımına etken olan unsurlar incelenecek olursa az sayıdaki evrensel bankanın (önemli düzeyde yatırım bankacılığı faaliyeti de bulunan ticari bankalar) başta gelen aracılar ve portföy işlemlerinin düzenleyicileri oldukları görülmektedir. Evrensel bankaların kredi risk aktarım piyasasına katılımlarında etkili olan temel neden finansal mühendislik yoluyla gelir sağlamak olmakla birlikte, evrensel bankalar şirketlere ve tüketicilere açtıkları kredilerden kaynaklanan risklerini aktarma amacı da taşımaktadırlar. Ticari bankaların kredi risk aktarım enstrümanlarını kullanmalarındaki temel motivasyon ise sermaye gereklilikleri nedeniyle bulundurmaları zorunda oldukları sermayeyi azaltmak ya da kaynak sağlama maliyetlerini düşürmektir. Piyasalar geliştikçe bankalar kredi riskinin aktarımını sağlayan enstrümanları hem bireysel hem de portföy risklerinin yönetiminde kullanmaktadırlar. Ticari bankalar ayrıca, kredi portföylerinde çeşitlilik sağlamak amacıyla hareket ederek piyasadaki önemli risk alıcıları olabilmektedirler.

Diğer taraftan, bankacılık sistemi dışındaki en büyük risk alıcılar olan sigorta şirketleri ile yatırım fonları da piyasa katılımcıları arasındadır. Finansal olmayan şirketler ise kredi riskinin aktarıldığı piyasaları çok az kullanmaktadırlar. Finansal olmayan şirketlerin katılımı genel olarak varlığa dayalı finansman bonoları (asset based commercial paper) ya da varlığa dayalı menkul kıymetler kullanımı ile gerçekleşmekle birlikte bankaların bilançolarındaki riskin aktarımı için kullanılan tekniklerin finansal şirketlerin alacaklarına da uygulanabilir yapıda olması, finansal olmayan şirketlerin de risk aktarım piyasalarına katılımına olanak tanımaktadır (BIS, Committee on the Global Financial System, 2003:5-8) .

³ Sonraki bölümlerde kredi türevleri detaylı olarak ele alınmaktadır.

⁴ Sentetik Teminatlandırılmış Borç Yükümlülüklerinde, teminat oluşturan varlıkların kredi riski Özel Amaçlı Varlığa kredi türev araçları kullanılarak aktarılmakta, ancak varlıklar devredilmemekte ve kredi riskini aktaranın bilançosunda kalmaktadır.

Kredi risk aktarım piyasalarının katılımcıları bölgesel olarak incelendiğinde Amerika Birleşik Devletleri (ABD) gibi menkul kıymetleştirmenin uzun zamandır uygulandığı ülkelerde varlığa dayalı menkul kıymetleri kullanan firmaların sayısının oldukça fazla olduğu, diğer taraftan menkul kıymetleştirme tekniklerinin henüz gelişmekte olduğu ülkelerde bu enstrümanların kullanımının büyük kuruluşlarla sınırlı olduğu görülmektedir.

BIS nezdindeki Global Finansal Sistem Komitesi tarafından oluşturulan Çalışma Grubunca dünyadaki kredi risk transferi piyasalarının incelendiği “Kredi Riskinin Aktarımı” başlıklı rapor ekinde gelişmekte olan piyasalarda kredi riskinin aktarımını sağlayan mekanizmalar ve piyasalar incelenmiş, gelişmekte olan piyasalardan önde gelenleri olarak nitelendirilen Brezilya, Kore ve Meksika’daki kredi risk aktarım mekanizmaları ve piyasaları menkul kıymetleştirme ve kredi türev araçları olarak iki ayrı başlık altında ele alınmıştır. Bu bölümde söz konusu rapordaki menkul kıymetleştirmeye ilişkin bulgu ve değerlendirmelere yer verilecek, kredi türev araçları ve piyasasına yönelik bulgu ve değerlendirmelere ise kredi türev araçlarına ayrılan bölümde değinilecektir.

Global Finansal Sistem Komitesi’nin söz konusu raporuna göre menkul kıymetleştirme ve varlığa dayalı menkul kıymetler Kore’de oldukça gelişmişken, Brezilya ve Meksika’da henüz tamamen gelişmiş bir menkul kıymetleştirme piyasası bulunmamaktadır. Raporda, Kore’de teminatlandırılmış borç yükümlülüklerinin kullanıldığı, Brezilya’da piyasanın yasal engeller nedeniyle gelişemediği, diğer taraftan ipotēge dayalı menkul kıymetler (mortgage backed securities) piyasasındaki yasal engellerin daha az olması nedeniyle bu piyasanın hızla geliştiği, Meksika’daki menkul kıymetleştirme piyasasının gelişimini engelleyen en önemli faktörün ülkedeki kredi piyasasının 1995’den bu yana küçülmesi olduğu, ülkede bazı bankalar tarafından varlığa dayalı menkul kıymet ihraç çabaları görülmekle birlikte mali rejimin varlığa dayalı menkul kıymet ihracını pahalı hale getirdiği, yeterince yerleşmiş bir kurumsal yatırımcı tabanının bulunmamasının da menkul kıymet ihraçlarını güçleştirdiği ve şu anda ihraççıların temel müşterilerinin yasa uyarınca yalnızca kredi derecesi en yüksek (AAA, AA ve A) olan kağıtları almaları mümkün olan emeklilik yatırım fonları olduğu ifade edilmektedir.

2.2.4. Ülkemizde Menkul Kıymetleştirme Uygulamaları ve Risk Aktarımında Kullanımına İlişkin Değerlendirmeler

Ülkemizdeki menkul kıymetleştirme uygulamaları incelendiğinde, konunun ilk defa 1991 yılında “Finans ve Bankacılık Reformu” kapsamında Hükümet programına alındığı, ardından 13.05.1992 tarih ve 21227 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren 29.04.1992 tarih ve 3794 sayılı “Sermaye Piyasası Kanunu’nda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanunu’nun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 sayılı KHK’nin Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun” ile menkul kıymetleştirme konusundaki ilk yasal düzenlemelerin yapıldığı görülmektedir (Öcal, 1997).

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na 3497 sayılı Kanun ile eklenen 13/A maddesi hükmünde, alacaklar ve duran varlıklar karşılık gösterilerek Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler’in ihraç edilebileceği, bunları ihraç edecek kuruluşların, ihraç şartlarının, karşılık gösterilebilecek alacak ve varlık türlerinin, ihraç limiti, değerlendirme ilke ve esasları ile niteliklerinin Kurul tarafından çıkarılacak tebliğlerle düzenleneceği ifade edilmektedir.

Söz konusu maddede verilen yetkiye dayanılarak Sermaye Piyasası Kurulu’na hazırlanan Seri:III, No:14 sayılı Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği 31.07.1992 tarih ve 21301 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

Menkul kıymetleştirme ile ilgili olarak Sermaye Piyasası Mevzuatında düzenlenen diğer bir enstrüman banka garantili bonolardır. Kalkınma ve Yatırım Bankalarının sermaye piyasasından kaynak sağlamak amacıyla çıkaracakları banka bonoları ve banka garantili bonoların nitelikleri ile bunların ihracına dair esaslar 3794 sayılı Kanun’la değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun (3/b.), (4.), (13.), 22/a,b.) ve müteakip maddeleri uyarınca, aynı Kanun’un amaç ve ilkelerine göre 14.07.1992 tarih ve 21284 sayılı resmi Gazete’de yayımlanan Seri:III, No:12 sayılı Tebliğ ile düzenlenmiştir⁵.

⁵ Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonolar ilk olarak Sermaye Piyasası Kurulu’nun 15.03.1986 tarih ve 19048 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan Seri:III, No:3 Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonoların Halka Arzına Dair Esaslar Tebliği ile düzenlenmiş olup, Seri:III No:12 sayılı Tebliğ ile söz konusu Tebliğ yürürlükten kalkmıştır.

Söz konusu Tebliğin 2'nci maddesinde banka garantili bonolar bankadan kredi kullanan ortaklıkların, bu kredilerin teminatı olarak borçlu sıfatıyla düzenleyip alacaklı bankaya verdikleri emre muharrer senetlerden, bu krediyi kullandırmış olan bankaca kendi garantisi altında ve Kurulca kayda alınmasını müteakip ihraç edilen kıymetli evrak olarak tanımlanmıştır.

Ülkemizdeki menkul kıymetleştirmeye ilişkin düzenlemeler incelendiğinde menkul kıymetleştirmenin risk aktarımını sağlayacak yapıda düzenlenmediği, ihraççısına fon sağlamaya yönelik olduğu anlaşılmaktadır. Seri:III, No:14 sayılı Tebliğin 5'inci maddesinde, Bankalar ve Genel Finans Ortaklıklarının alacakların temellükü suretiyle varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edebilecekleri ifade edilmekle birlikte, 14'üncü maddede alacakların temlikinin alacakları temlik eden kuruluş ile genel finans ortaklığı veya banka arasında yapılacak bir Temlik Sözleşmesi ile gerçekleştirileceği ifade edilmekte ve Temlik Sözleşmesinde belirtilmesi zorunlu hususlara yer verilmektedir. Temlik Sözleşmesinde yer alması gereken hususlar arasında alacaklarını temlik eden kuruluşun, alacakların varlığından, borçluların temerrüdünden sorumlu olacağına ilişkin olarak *“Borcun muacceliyet kazanmasından itibaren üç gün içinde ödenmemesi halinde borçlulara herhangi bir ihtar, ihbar, protesto, icra takibi ve dava ikamesine gerek olmaksızın genel finans ortaklığına veya bankaya ödenmeyen borç tutarını ödeyeceğiz.”* şeklinde bir taahhüt yer almaktadır.

Alacaklarını böyle bir taahhüt altında bir banka ya da Genel Finans Ortaklığı'na devredecek olan kuruluşun alacakları nedeniyle maruz kaldığı kredi riski bünyesinde kalacak ve ihraççı banka ya da Genel Finans Ortaklığı'na aktarılamayacaktır. Halbuki menkul kıymetleştirmenin faydalarından biri etkin risk yönetimine olanak sağlaması olup yurtdışındaki uygulamalarda verilen kredilerden doğan alacaklar biraraya getirilerek, Özel Amaçlı Varlıklara satılmak suretiyle bilanço dışına çıkarılmakta, böylece açılan kredilerden doğan risklerin büyük bir kısmı krediyi veren kurumun bünyesinden transfer edilmektedir. Bu şekilde kredi veren kurumun bünyesindeki kredi riski menkul kıymetleştirme sürecinde yer alan taraflara bu riski en iyi taşıyabilecekleri şekilde dağıtılmaktadır (Öcal,1997:26-27).

Diğer taraftan, ülkemizde, Genel Finans Ortaklıklarının kurulmamış olması ve yurtdışı menkul kıymetleştirme uygulamalarında kullanıldığı görülen Özel Amaçlı Varlıklar benzeri yapıların bulunmaması menkul kıymetleştirmenin risk aktarımı işlevini yerine getirmesinin önündeki önemli bir engeldir.

Ülkemizde varlığa dayalı menkul kıymet ihraçlarına dayanak teşkil eden alacakların dağılımı incelendiğinde, konut ve tüketici kredileri ile ihracat işlemlerinden doğan alacaklar ile esnaf, sanatkar ve küçük işletmelere açılan ihtisas kredilerinin önemli yer tuttuğu, tüm varlığa dayalı menkul kıymet ihraçlarının tamamına yakınının bankalar tarafından kendi alacaklarına karşılık olarak ihraç edildiği anlaşılmakta olup, bu durum da ülkemizde varlığa dayalı menkul kıymetlerin bankalarca kredi riskinin aktarımı amacıyla değil ihraççısına kaynak sağlamak için kullanıldığını ortaya koymaktadır.

Özetle, likit olmayan varlıkların likit menkul kıymetlere dönüşmesine olanak sağlayarak ihraççılar için yeni bir fon kaynağı oluşturmanın yanısıra, alacaklardan kaynaklanan kredi risklerinin aktarımına da olanak veren menkul kıymetleştirmenin ülkemizde yalnızca fon sağlama özelliğine yönelik olarak düzenlenmiş ve bu amaçla kullanılmış olduğu görülmektedir.

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından kayda alınan menkul kıymetler toplamı içinde varlığa dayalı menkul kıymetlerin payı incelendiğinde, 1992-1996 yılları arasında kayda alınan menkul kıymetlerin en az %49,9'unun varlığa dayalı menkul kıymetler olduğu, bu oranın 1993 yılında %73,3'e ulaştığı görülmektedir. Varlığa dayalı menkul kıymet ihraçları 1994 yılından itibaren – varlığa dayalı menkul kıymetlerin ihraç edilen tüm menkul kıymetler arasındaki payının %65 olduğu 1995 yılı hariç- azalan bir seyir izlemiş olup, 1998 yılında kurul kaydına alınan varlığa dayalı menkul kıymetlerin toplam içindeki payı %1,31'e düşmüş ve 1999 yılından itibaren de ihraçlar durmuştur.

05.04.1994 tarih ve 21896 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan T.C. Merkez Bankası'nın 4 sıra numaralı Umumi Disponibilite Hakkında Tebliği ve 94/3 sayılı Mevduat Munzam Karşılıkları Hakkında Tebliği ile, daha önce mevduat kabul edilmeyen, munzam karşılık ve disponibiliteye tabi tutulmayan varlığa dayalı menkul kıymetler ile mevduat arasındaki munzam karşılık ve disponibilite yükü arasındaki fark ortadan kaldırılmış ve 10.01.1995 tarih ve 22167 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:III, No:18 Tebliği'nin Geçici 1'inci maddesi ile bankaların tüketici kredileri başlığı altındaki tüketici, otomobil, konut, kredi kartı, dövize endeksli otomobil ve konut kredileri karşılığında varlığa dayalı menkul kıymet ihraçlarının Kurul'un öngöreceği bir tarihe kadar Kurul kaydına alınmamasına karar verilmiş olması, varlığa dayalı menkul kıymet ihraçlarını güçleştirmiştir (Gümüş, 2001:23).

Menkul kıymetleştirmenin kredi riskinin aktarımı, dolayısıyla yönetimi açısından önemli enstrümanlar sağlamasına ve standart ödeme planları ve benzer kredi riski

karakteristikleri ile konut ve otomobil kredileri için oldukça uygun olmasına rağmen ticari ve endüstriyel amaçlar için verilen kredilerin farklı karakteristikleri olması nedeniyle bankalar tarafından bu kredilerin menkul kıymetleştirilerek yatırımcılara satılması oldukça güçtür. Diğer taraftan bu tür kredilerin taşıdığı risklerin aktarım açısından kredi türevleri çözüm oluşturmaktadır (Neal,1996:19).

Yukarıda da ifade edildiği üzere kredi riskinin aktarımı yeni bir konu olmamakla birlikte, riskin aktarımında gün geçtikçe daha çeşitli ve karmaşık finansal enstrümanlar kullanılmaktadır. Bir sonraki bölümde kredi riskinin aktarımında 1990'lerden itibaren kullanılan türev araç çeşitleriyle birlikte kredi türev araçlarının piyasası incelenecektir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KREDİ TÜREVLERİ (CREDIT DERIVATIVES)

3.1. Tanımı ve Çeşitleri

Türev araçlar değerini dayandığı bir varlık ya da sözleşmeden alan finansal araçlar olarak tanımlanacak olursa, kredi türevleri de bu tanıma bağlı olarak değerini altında yatan kredi riski taşıyan varlık ya da varlık portföyünden alan ve bu varlık ya da varlık portföyünün devri gerekmeksizin kredi riskinin ayrıştırılarak karşı tarafa aktarıldığı sözleşmeler olarak tanımlanabilir.

Türev araçlar bir varlığın taşıdığı risklerin varlığın kendisinden ayrı olarak alım satımını sağlamaktadırlar. Faiz oranı ya da dövizde dayalı türev araçlar varlığın taşıdığı bu tür risklerin yönetiminde kullanılmakla birlikte, varlığın taşıdığı kredi riskinin yönetimini sağlayamamakta ya da ancak dolaylı olarak sağlamaktadır (Das, 2000:5). Kredi türevleri ise özellikle kredi riskinin varlıktan ayrı olarak alım satımına konu edilmesi ve yönetilmesi için yapılandırılmış olan ve tezgahüstü piyasalarda işlem gören araçlardır.

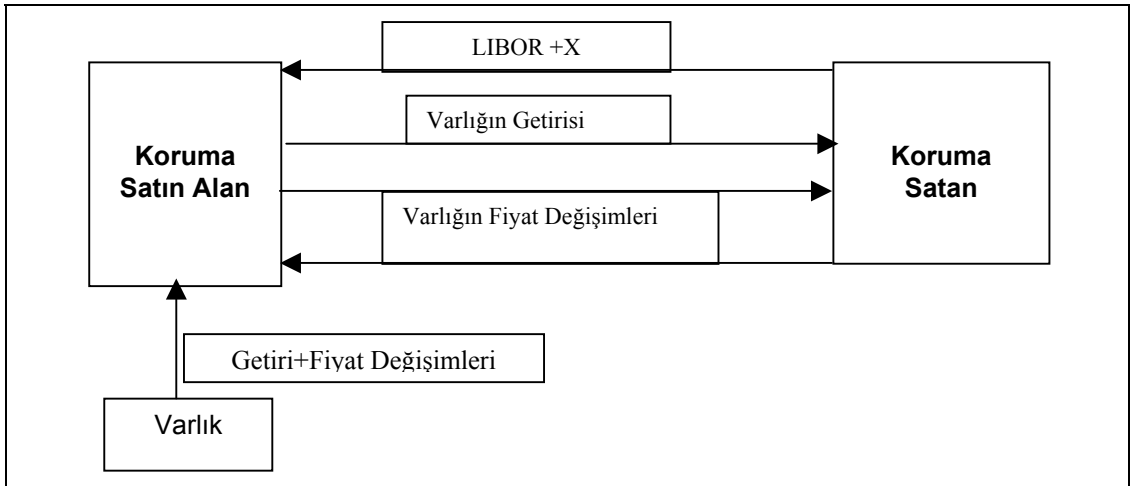
Kredi türevleri iki grubun üçüncü bir grup veya referans varlığa ilişkin olarak borcun ödenmemesi ya da iflas gibi bir kredi olayının gerçekleşmesi ihtimaline dayanarak gelecekteki bir işlem için anlaştıkları sözleşmelerdir ve temelde anlaşma taraflarından birini referans varlıklarının yükümlülükleri üzerinde doğabilecek geri ödememe riskine karşı korumak için tasarlanmışlardır (Clarke,2002:1). Basitçe açıklanacak olursa, referans olarak, kredi riski taşıyan bir ya da birkaç varlığın alındığı bir sözleşme ile bu varlıklara sahip olan taraf, varlıklara ilişkin iflas ya da borcun ödenmemesi gibi bir durumun ortaya çıkması halinde kendisine yapılacak bir ödemeye karşılık olarak karşı tarafa belirli bir prim ödemektedir.

Yukarıda kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmelerinin (Credit Default Swaps) genel yapısı basitçe anlatılmış olup, kredi türevleri piyasasında en çok kullanılan kredi türevinin kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmeleri olduğu görülmektedir. Diğer taraftan, toplam getiri swap sözleşmeleri (Total Rate of Return Swaps), kredi marjına (spread) dayalı sözleşmeler (kredi marjı swapları ile kredi marjına dayalı opsiyon ve forward sözleşmeler- Credit Spread Swaps, Options and Forwards) ve krediye bağlı menkul kıymetler (Credit Linked Notes) kullanılan diğer türev araçlar olup, her bir aracın yapısı ve işleyişi aşağıda açıklanmaktadır.

3.1.1. Toplam Getiri Swap Sözleşmeleri (Total Return Swaps)

Toplam getiri swap sözleşmeleri, bir varlığın toplam getirisinin sözleşme vadesi boyunca başka bir nakit akımıyla takas edildiği ikincil finansal sözleşmedir (Caouette, Altman, Narayanan, 1998:308). Toplam getiri swap sözleşmelerinde varlığın toplam getirisi ile birlikte taşıdığı kredi riski de koruma satan tarafa aktarılmakta, dolayısıyla varlığın mülkiyeti karşı tarafa geçirilmeksizin ekonomik riski devredilmektedir. Toplam getiri swap sözleşmelerinin temel yapısı aşağıda Şekil 1’de gösterilmektedir.

Şekil 1: Toplam Getiri Swap Sözleşmelerinin Temel Yapısı



Kaynak: DAS, 2000:10

Toplam getiri swap sözleşmelerinin Şekil 1’de gösterilen temel yapısı aşağıdaki gibi özetlenebilir:

- Koruma satan taraf referans varlığın tüm getirisini ve nakit akımlarını üzerine almaktadır.

- Koruma satın alan taraf altta yatan varlığa ilişkin tüm ödemeleri korunmayı satan tarafa aktarmaktadır.
- Koruma satan taraf korunma satın alan tarafa belirli bir ödeme yapmaktadır. (LIBOR +x gibi)
- Koruma satan taraf altta yatan varlığın fiyatındaki değişimlerin riskini tamamen üzerine almaktadır. Şöyle ki;
 - ❖ Altta yatan varlığın fiyatının düşmesi halinde koruma satan korunmayı satın alana ödeme yapmakta
 - ❖ Altta yatan varlığın fiyatının artması halinde koruma satın alan tarafından koruma satana ödeme yapılmaktadır.

Altta yatan varlığın değerinin faiz oranı ve döviz kurundaki değişiklikler nedeniyle değişebileceği gözönünde bulundurulduğunda, koruma satın alan tarafın kredi riski dışındaki risklerini de koruma satana aktardığı görülmektedir. Dolayısıyla toplam getiri swap sözleşmeleri yapısı itibariyle varlığın kredi riski dışındaki risklerinin de aktarımını sağlamaktadır.

Koruma satan tarafın bu tür bir sözleşmeye taraf olmasını sağlayan nedenler incelendiğinde toplam getiri swap sözleşmelerinin;

- Piyasada bulunmayan belirli bir vadeye sahip yeni varlıkların oluşturulmasını sağladığı,
- Koruma satan tarafa başka şekilde yatırım yapma olanağı bulamayacağı varlıklara yatırım yapma olanağı sağladığı,
- Korunma (hedging) amacıyla kullanılabilirdiği,
- Bir endeks ya da varlık sınıfı referans alınarak düzenlenebileceği için bu varlık sınıfı ya da endeksin toplam getirisinin elde edilmesini sağladığı görülmektedir.

Diğer taraftan, toplam getiri swap sözleşmeleri yukarıda da değinildiği üzere koruma satın alan taraf için hem kredi riskine hem de piyasa riskine karşı koruma sağlaması nedeniyle tercih edilen bir araçtır.

Toplam getiri swap sözleşmelerinin genel olarak kısa vadeli -6 aydan 1 yıla kadar- olarak düzenlendikleri görülmekle birlikte, sözleşme referans varlığa ilişkin bir kredi olayının gerçekleşmesi ve sözleşmeye taraf olanlardan birinin yükümlülüklerini yerine getirmemesi hallerinde de sona ermektedir (Das, 2000).

3.1.2.Kredi Marjı Türevleri (Credit Spread Derivatives)

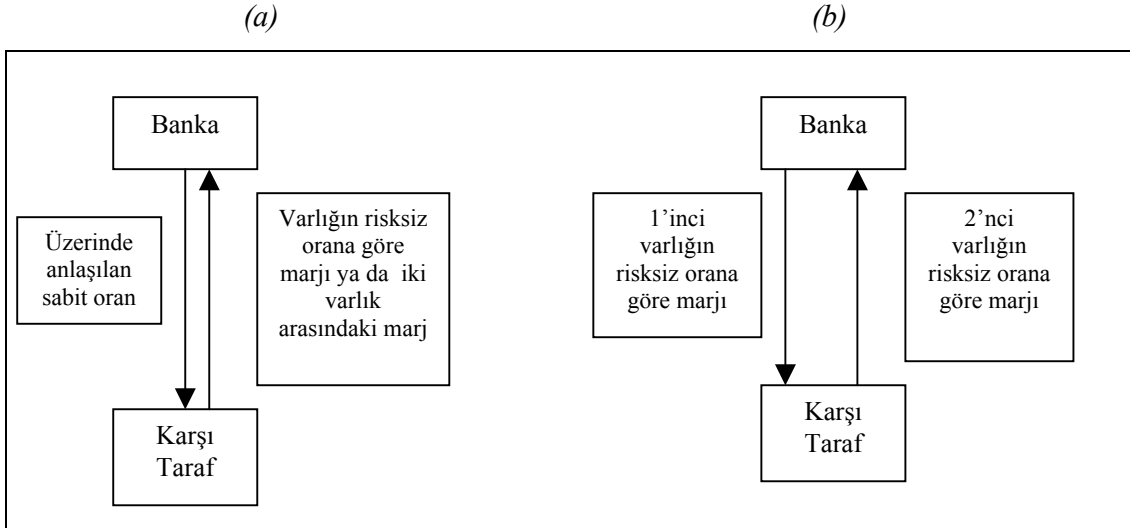
Kredi marjı (spread) yatırımcının, belirli bir varlığın taşıdığı kredi riskine karşılık risksiz getiri oranına ya da başka bir varlığın getirisine ek olarak talep edeceği orandır. Dolayısıyla kredi marjı varlığın şu anki getirisi ile karşılaştırılan varlığın ya da risksiz varlığın getirisi arasındaki farkı oluşturmaktadır (Herring, 1998:18).

Kredi marjı türevleri, kredi marjındaki değişikliklerden kaynaklanan risklerin piyasa riski ve faiz oranı riskinden ayrılmasını sağlayan ve yatırımcıların yatırım stratejilerini marjlardaki hareketlere göre oluşturarak, marjlardaki hareketliliğin neden olduğu riske karşı korunma sağlanmalarına olanak tanıyan araçlardır. Bir sonraki bölümde yer verileceği üzere kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmeleri yalnızca belirli bir kredi olayının gerçekleşmesi riskine karşı koruma sağlarken, kredi marjına dayalı türev araçlar varlığın kredi derecesinin düşmesi, altta yatan varlığı ihraç edenin karlılığının azalması ya da aşırı borç altına girmesi sonucunda kredi riskinin artmasına karşı da korunma olanağı sağlamaktadır (Herring, 1998:19).

Kredi marjı türevleri kredi marjı swap sözleşmeleri şeklinde yapılandırılabilir gibi, kredi marjları ile kredi marjı swap sözleşmeleri üzerine opsiyonlar da oluşturulabilir.

Kredi marjı swap sözleşmeleri varlığın getirisi ile risksiz bir varlığın ya da referans olarak alınan başka bir varlığın getirisi arasındaki farkın belirli sabit bir oranla takas edildiği ya da iki varlığın her birinin getirisinin risksiz bir varlığın getirisinden farklarının birbirleriyle takas edildiği sözleşmelerdir. Şekil 2’de her iki durum da gösterilmektedir

Şekil 2: Kredi Marjı Swap Sözleşmesinin Yapısı



Kaynak: Das,2000:19

Şekil 2 (a)'da gösterilen sözleşmede varlığın risksiz orana ya da başka bir varlığa göre kredi marjının düşmesi durumunda –varlığın kredi riskinde azalma olduğunda- karşı taraf kar etmekte, varlığın risksiz oran ya da başka bir varlığa göre marjının yükselmesi durumunda –varlığın kredi riski arttığında- banka kazançlıyken karşı taraf zarar etmektedir.

Şekil 2 (b)'de ise iki varlığın risksiz orana göre marjlarının takası gösterilmekte olup, 2'nci varlığın marjının 1'inci varlığın marjına göre düşmesi durumunda Karşı Taraf kazançlı çıkmakta, Banka zarar etmekte, 2'nci varlığın marjının 1'inci varlığın marjına göre artması durumunda Karşı Taraf zarar etmekte Banka kazançlı çıkmaktadır. Bu tür bir sözleşme yalnızca karşılaştırmalı marjlarda bir değişiklik olduğunda net ödeme yapılmasını içerecek şekilde düzenlenebilir.

Kredi marjı swap sözleşmesi yapısal olarak bir forward sözleşmedir ve gerçekte nakit akımlarının takası gerekmemektedir. Kredi marjı swap sözleşmesi, sözleşme vadesinde, sözleşmede belirlenen marj ile gerçekleşen marj arasındaki farkın ödenmesini içeren basit bir forward sözleşme olarak düzenlenebilir.

Kredi marjı türevlerini oluşturan diğer araçlara bakıldığında kredi marjları üzerine satın alma (call) ve satım (put) hakkı veren opsiyonlar oluşturulabildiği görülmektedir.

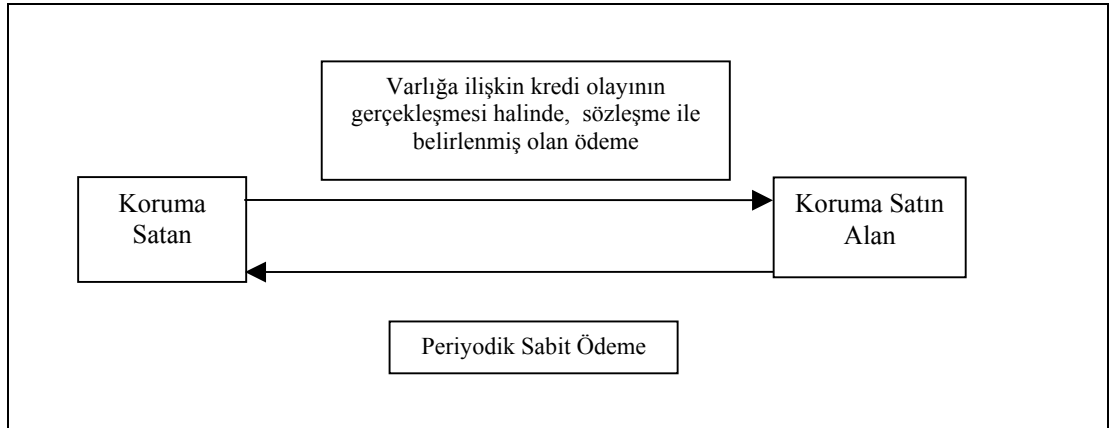
Herring (1998:19) tarafından kredi marjı opsiyonlarına örnek olarak satım hakkı sağlayan opsiyon verilmiş olup, bir varlığı piyasa fiyatının altındaki bir fiyattan satın almak isteyen bir yatırımcının, kredi marjının artmasını bekliyorsa bu amacına yönelik olarak ya da marjın daralması veya sabit kalmasını bekliyorsa yalnızca opsiyon primini kazanmak için kredi marjına dayalı satım hakkı opsiyonu satabileceği ifade edilmiştir. Verilen örnek incelenecek olursa, kredi marjının 330 baz puanının üzerinde olduğu fiyattan işlem anında 300 baz puan getirisi olan değişken faizli Arjantin devlet tahvilleri almayı hedeflemiş olan yatırımcı, elinde söz konusu tahvilden bulunan ve tahvilin piyasa fiyatını 330 baz puanının üzerindeki kredi marjı artışlarına karşı korumak isteyen Barclays Capital'a baz puanının 330'u aşması halinde varlığı satım hakkı veren bir yıl vadeli bir opsiyonu satmaktadır. Tahvilin kredi marjının sözleşme sonuna kadar 330 baz puanının altında kalması halinde Barclays Capital satın alma hakkını kullanmayacak ve yatırımcı sözleşmeden opsiyon primi kazanmış olacaktır. Diğer taraftan, tahvilin kredi marjının 330 puanı aşması ve Barclays Capital'ın satın alma hakkını kullanması halinde yatırımcı tahvili hedeflediği baz puan seviyesinden satın almış olacaktır.

Sözleşme ile belirlenen marjın, varlığın şu anki marjından farkı arttıkça kredi marjına dayalı satım hakkı veren opsiyon, yatırımcının küçük bir ücret karşılığında referans varlığın fiyatındaki bir düşüğe karşı koruma satın aldığı kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmesine yaklaşmaktadır.

3.1.3. Kredi Temerrüdüne Dayalı Swap Sözleşmeleri (Credit Default Swaps)

Kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmeleri koruma satın alan tarafın, referans varlığa ilişkin bir kredi olayının gerçekleşmesi durumunda koruma satan tarafın yapacağı bir ödemeye karşılık periyodik bir ödemede bulunduğu ikincil bir finansal sözleşmedir. Kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmelerinin yapısı aşağıda Şekil 3’de gösterilmektedir.

Şekil 3: Kredi Temerrüdüne Dayalı Swap Sözleşmelerinin Yapısı



Şekil 3’den de görüldüğü üzere kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmelerinin işleyişi oldukça basittir. Örneğin, belirli bir şirkete açtığı krediler nedeniyle maruz kaldığı riskin çok fazla olduğunu düşünen bankanın bu tür bir sözleşmeye taraf olarak belirlenen prim karşılığında şirketin borcunu ödeyememesi riskini almaya razı olan bir yatırımcıya bu riski aktarması mümkündür. Şirketin bankaya olan yükümlülüğünü yerine getirmemesi gibi bir durum ortaya çıkmadığında bankanın ödediği prim dışında taraflarca herhangi bir ödeme yapılmaksızın sözleşme sona erecek, ancak söz konusu şirket tarafından yükümlüğün yerine getirilmemesi durumunda, sözleşme ile bu riski satın almış olan yatırımcı bankaya belirlenen ödemeyi yapacaktır. Yatırımcının borçlu şirketin riskini üzerine almasını sağlayan getiriye oluşturan prim ya da marj periyodik olarak ödenebileceği gibi banka tarafından yatırımcıya tek bir ödeme de yapılabilir.

Dolayısıyla sözleşme kredi olayının gerçekleşmesi ile sona erdiğinde risk alan tarafından belirli bir ödemenin yapılması gerekmektedir. Bu ödeme nakit takası şeklinde olabileceği gibi fiziksel bir takas da yapılabilir. Nakit takası söz konusu olduğunda sözleşme ile risk alan taraf sözleşmenin altında yatan varlığın ilk fiyatı ile kredi olayının gerçekleşmesi sonrasındaki fiyatı arasındaki farkı risk satan tarafa ödeyecektir. Diğer taraftan, ödenecek tutarın önceden belirlenmesi de mümkündür.

Fiziksel bir takasın söz konusu olması durumunda ise risk satan taraf referans alınan varlığı (altta yatan varlık) ya da referans kuruluşun (örneğin yukarıdaki örnekte bankaya borcu olan şirket) başka bir finansal yükümlülüğünü (kredi, tahvil, türev sözleşmeleri vb.) değerinin ödenmesi karşılığında risk satan tarafa devretmektedir (Varotsis,1998:4).

Neal (1996:7), kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmelerini aslında bir tahvil ya da kredi portföyü üzerine oluşturulan satın alma hakkı veren opsiyonlar olarak tanımlamaktadır. Sözleşmeyi satın alan tarafa, portföyde yer alan tahvillerden önceden belirlenen sayıdakilere ilişkin yükümlülüklerin yerine getirilmemesi halinde belirli bir ödeme yapılmaktadır. Neal tarafından verilen örnekte, her birinin bir yıllık getirisi 1.000 ABD Doları olan 20 tahvilden oluşan portföyündeki tahvillerden üçüne ya da daha fazlasına ilişkin yükümlülüklerin yerine getirilmemesi durumunda geçerli olacak bir sözleşmeyi belirli bir prim karşılığında satın alan yatırımcı, sözleşmede belirlenen şartın gerçekleşmesi ile kendisine ilişkin yükümlülüklerin yerine getirilmemiş olduğu her tahvil için tahvilin o anki fiyatı ile beklenen getirisi olan 1.000 ABD Doları arasındaki farkı sözleşmenin karşı tarafından alacaktır.

Kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmelerinde çeşitli olaylar –şirket ve banka iflasları ile gelişmekte olan ülkelerin borçlarını ödeyememeleri vb.- kredi olayı olarak tanımlanabileceği gibi, elindeki bir varlık nedeniyle kredi riskine maruz kalan taraf, bu varlığın kredi riskine karşı yalnızca bu varlığın referans alındığı sözleşmeleri satın almak zorunda değildir. İflas ya da yükümlülüklerini yerine getirememesi varlığın kredi riskini önemli ölçüde etkileyen başka bir kuruluşun referans alındığı ve kredi olaylarının bu kuruluşun yükümlülüklerini yerine getirememesine bağlı olarak tanımlandığı kredi swap sözleşmelerine taraf olunması ve bu şekilde varlıktan kaynaklanan kredi riskine karşı korunma sağlanması da mümkündür.

Yukarıda ifade edilen durum örneklenecek olursa, gelişmekte olan bir ülkedeki bir şirkete kredi vermek isteyen ancak politik riskler, işçi grevleri vb. risklerin şirketi etkileyeceğinden endişelenen bir bankanın, bu ülkenin hükümetince ihraç edilen

tahvillerin baz alındığı ve kredi olaylarının ekonomiyi olumsuz etkileyecek çeşitli olaylar olarak tanımlandığı bir sözleşmeye taraf olması durumunda, banka, belirlenen kredi olaylarının –mutlaka ülkenin borcunu ödeyememesinin kredi olayı olarak belirlenmiş olması gerekmekte olup, tahvillerin değerinin düşmesine sebep olabilecek herhangi bir olay kredi olayı olarak tanımlanabilir- gerçekleşmesi halinde belirli bir getiri elde edecek ve karlılığı bu olaylardan etkilenecek olan şirketin artan riskine karşı korunma sağlamış olacaktır.

Kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmelerinin temel yapısı gözönünde bulundurularak toplam getiri swap sözleşmeleri ve kredi marjına dayalı sözleşmeler ile arasındaki fark incelenecek olursa, kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmesinin altta yatan kredi ya da tahvilin bir kredi olayının gerçekleşmesi durumunda ortaya çıkan fiyat riskini aktarmayı sağladığı, herhangi bir kredi olayının gerçekleşmemesi durumunda ise -örneğin iflas ya da karşı tarafın yükümlülüğünü yerine getirememesi- referans varlığın ya da ihraççısının kredi kalitesinin düşmesinden kaynaklanan fiyat riskini aktarmadığı görülmektedir. Bunun sebebi de, kredi olayı gerçekleşmedikçe taraflar arasında herhangi bir takasın gerçekleşmemesidir. Kısacası, kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmeleri ile koruma satın alan taraf, yalnızca belirlenen olayların gerçekleşmesi riskine karşı korunmakta, diğer taraftan toplam getiri swap sözleşmeleri ve kredi marjına dayalı sözleşmeler iflas ya da borcun ödenmemesi dışında kredi kalitesinin düşmesinden kaynaklanan fiyat değişikliklerine karşı da koruma sağlamaktadır (Das, 2000:39).

Kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmeleri ile koruma satın alan tarafların, bu sözleşmeleri satın almalarında belirli bir kredi olayının gerçekleşmesi durumuna karşı koruma sağlamak gibi açık bir amaçları olmakla birlikte, bu sözleşmeleri satan tarafların amaçlarına ilişkin olarak Neal tarafından (1996:23) finansal riskleri sigortalamanın belirli bir prim karşılığında çeşitli olaylara karşı korunma sağlayan sigorta şirketlerinin işlerinin bir uzantısı olduğu ve elde edilen bilgilere göre sigorta şirketlerinin başta gelen satıcılar oldukları ifade edilmektedir. Diğer taraftan yatırımcıların yalnızca sözleşmenin sağladığı periyodik getiri için sözleşmede koruma satan taraf olarak yer almaları da mümkün olup, sözleşmeler varlık portföyünün çeşitlendirilmesi için de kullanılabilir .

3.1.4. Krediye Bağlı Menkul Kıymetler (Credit Linked Notes) ve Sentetik Menkul Kıymetleştirme (Synthetic Securitisation)

Krediye bağlı menkul kıymetler kredi riskinin diğer risklerden ayrılarak alım satıma konu olmasını sağlayan menkul kıymetlerdir. Bir kredi türevi ile birlikte ya da tek

başlarına kredi riskinin aktarımında kullanılabilen krediye bağlı menkul kıymetlerin sentetik menkul kıymetleştirme yöntemiyle altta yatan varlık ya da varlık portföyünün risklerini aktardığı görülmektedir.

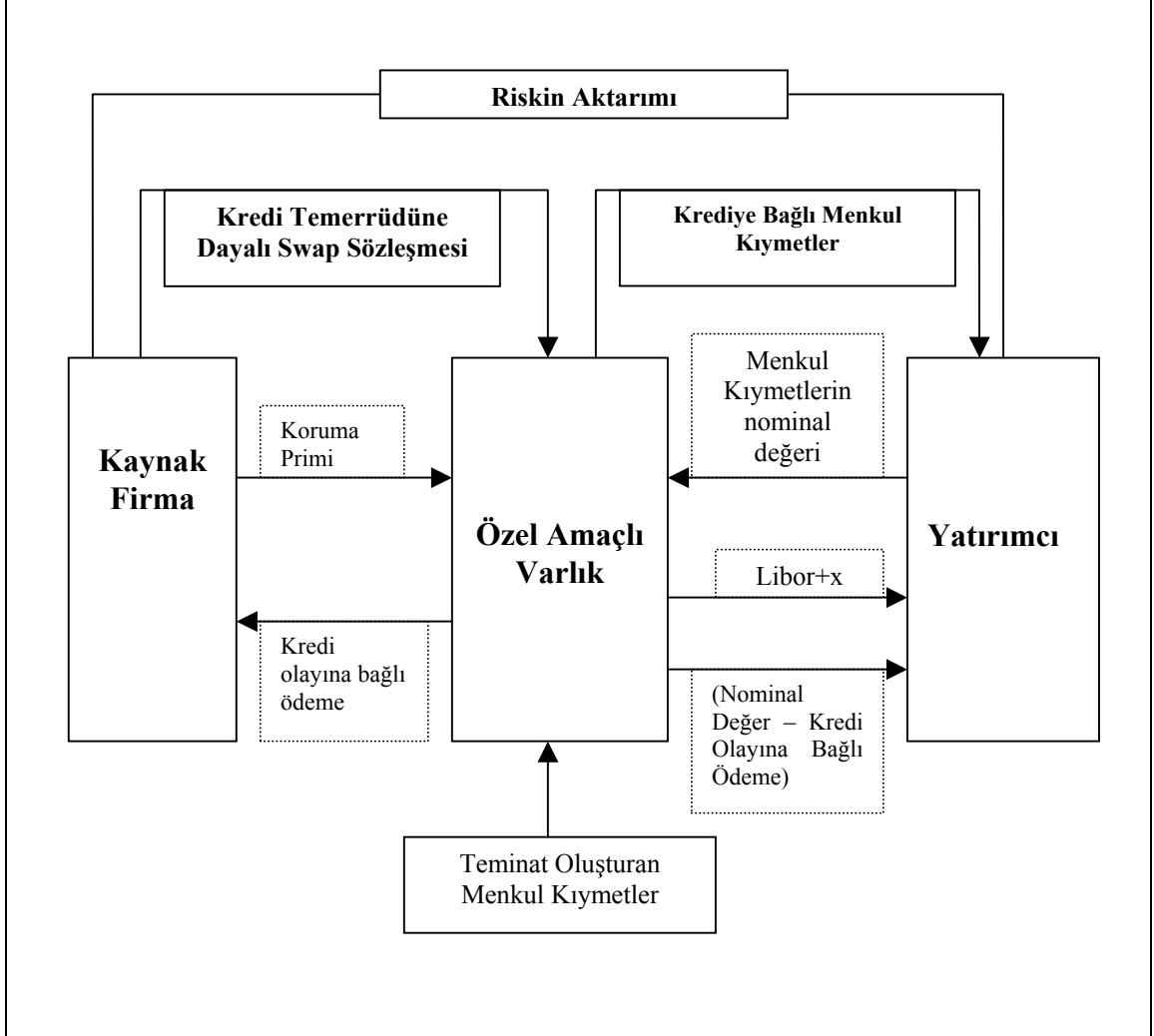
Menkul kıymetleştirme, varlıkların likit ve tedavül kabiliyeti olan menkul kıymetlere dönüşümü ya da basitçe varlıkların nakit akımlarının menkul kıymetlere dönüşümü olarak tanımlanabilir (Öcal, 1997:4). Bu çerçevede, standart bir menkul kıymetleştirme işlemi incelendiğinde bir varlık havuzu bir Özel Amaçlı Varlığa devredilmekte ve bu Özel Amaçlı Varlık tarafından da geri ödemesi, devredilen varlıkların nakit akımlarından sağlanan menkul kıymetler ihraç edilmektedir (Uwaifo ve Greenberg, 2001:1). Menkul kıymetleştirme yöntemiyle, verilen kredilerden doğan alacaklar biraraya getirilip, özel amaçlı kurumlara satılarak bilanço dışına çıkarılmakta, böylece açılan kredilerden doğan risklerin büyük bir kısmı krediye veren kurumun bünyesinden transfer edilmektedir (Öcal,1997:26). Sentetik menkul kıymetleştirmede ise standart menkul kıymetleştirme yönteminin yapısı kullanılmakta, varlıklardan kaynaklanan kredi riskleri yatırımcılara aktarılmakta fakat varlık havuzunun sahibi olan kaynak firma (originator) menkul kıymetleştirilen varlıkları Özel Amaçlı Varlığa satmamakta, varlıkların mülkiyeti devredilmemekte, varlıklar kaynak firmanın bilançosunda kalmaktadır.

Diğer taraftan, sentetik menkul kıymetleştirme yöntemi ile risk aktarımı Özel Amaçlı Varlık kullanılmaksızın da gerçekleştirilebilmektedir. Aşağıda her iki durum da açıklanarak örneklenmektedir.

3.1.4.1. Özel Amaçlı Varlık Kullanılarak Sentetik Menkul Kıymetleştirme

Özel Amaçlı Varlık aracılığıyla ve krediye bağlı menkul kıymetler kullanılarak gerçekleştirilen sentetik menkul kıymetleştirme aşağıda Şekil 4’de gösterilmektedir.

Şekil 4: Sentetik Menkul Kıymetleştirme ve Krediye Bağlı Menkul Kıymetlerin Kullanımı



Kaynak: Böhringer, Lotz, Solbach ve Wentzler, 2001: 27

Şekil 4’de sentetik menkul kıymetleştirmenin ilk ayağını kaynak firma ile Özel Amaçlı Varlık arasında kaynak firmanın varlık havuzundaki belirli varlıkların oluşturduğu bir portföyün referans olarak alındığı bir kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmesinin oluşturduğu görülmektedir. Kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmesi gereği Özel Amaçlı Varlık Kaynak Firma’ya kredi olayının gerçekleşmesi durumunda yapacağı ödemeye karşılık Kaynak Firma’dan koruma primi olarak da nitelendirilebilecek bir ücret almaktadır.

İşlemin ikinci ayağında ise Özel Amaçlı Varlık tarafından kaynak firmanın kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmesinde referans alınan varlık portföyünün altta yatan varlık olduğu menkul kıymetler ihraç edilmektedir. Menkul kıymetlerin satışından elde edilen nakit, işleme teminat oluşturan varlıkların (Kredi Derecesi AAA olan varlıklar) satın alınmasında kullanılmaktadır. Dolayısıyla, yatırımcının maruz kaldığı risk yalnızca

kaynak firmanın portföyünün taşıdığı risk olmayıp yatırımcı teminat teşkil eden menkul kıymetlerin riskini de üzerine almaktadır.

Aldığı risklere karşılık yatırımcı belirli bir faiz getirisi elde etmekte (Libor+x) ve menkul kıymetlerin vadesinde, kredi olayının gerçekleşmemesi halinde kıymetlerin nominal değeri, kredi olayının gerçekleşmesi halinde ise nominal değerden kaynak firmaya kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmesi gereğince yapılan ödemeler düşüldükten sonra kalan tutar yatırımcıya ödenmektedir.

Özel Amaçlı Varlık kullanımının avantajı, Özel Amaçlı Varlık tarafından teminatlandırılarak ihraç edilen menkul kıymetlerin, işlemde korunma satın alan tarafın kredi derecesinden bağımsız olarak ve korunma satın alanın kredi derecesinden daha yüksek derecelendirilebilmesini sağlamasıdır (Uwaifo ve Greenberg, 2001:4).

Yukarıdaki gibi Özel Amaçlı Varlık aracılığıyla gerçekleştirilen işlemlerin sentetik teminatlandırılmış borç yükümlülükleri olarak adlandırıldığı görülmekte olup, Özel Amaçlı Varlık kullanılmaksızın doğrudan krediye bağlı menkul kıymet ihraçlarının da mümkün olduğu görülmektedir.

3.1.4.2. Özel Amaçlı Varlık Kullanılmaksızın Sentetik Menkul Kıymetleştirme

Özel Amaçlı Varlık kullanılmaksızın gerçekleştirilen sentetik menkul kıymetleştirmede, kaynak firma aynı zamanda menkul kıymetlerin ihraççısı olup krediye bağlı menkul kıymetleri doğrudan kendisi ihraç etmektedir. Bu tür bir işlemde varlık havuzunun taşıdığı kredi riskinin kısmen kredi temerrüdüne dayalı bir swap sözleşmesine taraf olunması kısmen de krediye bağlı menkul kıymet ihracı ile aktarılması mümkündür.

Özel Amaçlı Varlık kullanılmaksızın gerçekleştirilen sentetik menkul kıymetleştirme işlemlerine örnek olarak aşağıda Deutsche Bank AG tarafından gerçekleştirilen sentetik menkul kıymetleştirmelerden Haus-2000-2 ve CAST 1999-1 özetlenmektedir.

Haus 2002-2 işleminde Deutsche Bank AG tarafından ipotekli konut kredilerden oluşan referans portföyün performansına dayalı toplam 158.000.000 Euro değerinde krediye dayalı menkul kıymet ihraç edilmiştir. Menkul kıymetlerin anaparası ile faizinin ödenmesi referans alınan portföyün performansına dayalı olup, referans portföyün değer kaybı halinde her bir menkul kıymet sınıfı için ödenecek olan anapara ve faiz bu değer

kayıpları kadar ödeme önceliğine göre en alttaki sınıftan başlanarak bu sınıftaki her bir menkul kıymet için ödenecek tutar 1 Euro oluncaya kadar azaltılmaktadır.

Bu tür bir işlemin dezavantajı ihraç edilen menkul kıymetlerin derecelendirilmesinin kaynak firmanın kredibilitesine bağlı olmasıdır ki bu kaynak firmanın kendi kredi derecesinden daha yüksek dereceye sahip menkul kıymetler ihraç etmek istemesi durumunda problem olabilmektedir. Diğer taraftan, bu problem de krediye bağlı menkul kıymetlerin teminatlandırılması ile çözülebilmektedir. Deutsche Bank AG tarafından gerçekleştirilen CAST-1999-1 işlemi buna örnek oluşturmaktadır. Bu işlemde Deutsche Bank AG yaklaşık 2,9 milyar Euro değerindeki şirket kredilerinden oluşan portföyün kredi riskini aktarmaktadır. Bu amaçla 6 ayrı sınıf (A,B,C,D, E ve F) krediye dayalı menkul kıymet ihraç edilmiş olup A sınıfı menkul kıymetler Standard&Poors tarafından AAA, Moody's tarafından ise Aaa olarak derecelendirilmiştir.

A sınıfı menkul kıymetlerin bu derecesi hem A sınıfı menkul kıymet sahiplerine yapılacak ödemelerin teminatlandırılması hem de daha düşük önceliğe sahip beş sınıf menkul kıymetin oluşturduğu güvence mekanizması (credit enhancement) ile sağlanmaktadır. Portföy değerinde gerçekleşmesi muhtemel kayıpların dağıtımının en alt sınıf menkul kıymetlerden başlanarak yapılması teminatın yanısıra A sınıfı menkul kıymetlerin kredi iyileştirmesini sağlamaktadır (Uwaifo ve Greenberg, 2001:4-5).

Yukarıda, belli başlı kredi türevleri ile kredi riskinin aktarımında sentetik menkul kıymetleştirme yönteminin kullanışı açıklanarak örneklenmiş olup kredi türevlerinin kredi risklerinin aktarımında oldukça etkin olarak kullanılacak araçlar olduğu görülmektedir. Diğer taraftan finansal sözleşmeler olmaları itibariyle kredi türevlerinin de kendine özgü riskleri bulunmaktadır.

3.2. Kredi Türevlerinin Taşıdığı Riskler

Kredi türevlerinin taşıdığı riskler kredi riski, likidite riski, piyasa riski ile yasal riskler, dokümantasyon riskleri ve düzenlemelere ilişkin riskler olarak genel başlıklar altında incelenebilir.

Kredi riskinin aktarımında kullanılmakla birlikte, kredi türevleri de kendi içinde kredi riskini barındırmaktadır. Kredi türevlerinin taşıdığı kredi riskleri incelendiğinde bu araçların taşıdığı kredi riskinin iki ana kaynağının bulunduğu görülmektedir: karşı taraf riski (koruma satan ve satın alan tarafların riski) ve altta yatan varlığın kredi riski.

Karşı taraf riski finansal sözleşmenin karşı tarafının sözleşme ile belirlenen yükümlülüklerini yine sözleşme ile belirlenen şartlarda yerine getirmemesi riski olarak tanımlanabilecek olup, pek çok finansal araç gibi kredi türevleri de bu riski içermektedir. Kredi türevlerinde hem koruma satan hem de koruma satın alan taraflar karşı taraf riskine maruz kalabilmektedirler. Örneğin, kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmesinde koruma satan tarafa, bu koruma karşılığında belirli bir sabit ödeme yapan koruma satın alan taraf karşı taraf riskine maruz kalmakta, toplam getiri swap sözleşmelerinde ise hem koruma satan hem de koruma satın alan taraf, sözleşme süresince her iki tarafın da belirli ödemelerde bulunması nedeniyle karşı taraf riskini üstlenmektedir.

Yukarıda da belirtildiği gibi kredi türevleri diğer finansal araçlardan farklı olarak ikinci bir kredi riski daha içermektedirler. Sözleşmelerin niteliği itibarıyla, koruma satın alan tarafın sahip olduğu kredi riski taşıyan varlıkların bu riskini koruma satan tarafa aktarması nedeniyle koruma satan taraf için türev araç sözleşmelerinin kredi riski, karşı taraf riskinin yanısıra varlıkların kredi riskini de içermektedir. Kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmelerinde koruma satan taraf altta yatan varlıklarla ilgili bir kredi olayının gerçekleşmesi riskini üzerine alırken, toplam getiri swap sözleşmelerinde hem kredi olayının hem de varlığın fiyatındaki değişimlerin riski koruma satan tarafa aktarılmaktadır. Diğer taraftan, krediye bağlı menkul kıymet ihraçlarında ihraçtan elde edilen gelirle sözleşmeye teminat oluşturan menkul kıymetlerin satın alındığı da gözönünde bulundurulduğunda, menkul kıymet satın alarak koruma satan tarafların altta yatan varlığın kredi riski ve karşı taraf riskinin yanısıra teminat oluşturan varlığın kredi riskini de üstlendiği görülmektedir.

Haubensstock, Cossey ve Davies (1998:5-6) tarafından türev araçların taşıdığı kredi riskleri arasında, referans varlığın değerini etkileyen, piyasanın referans varlığın kredibilitelerini algılayışındaki herhangi bir değişikliğin gerçekleşmesi riski (specific risk), aynı anda hem referans varlığa ilişkin bir kredi olayının gerçekleşmesi hem de koruma satın alan tarafın iflası olaylarının gerçekleşmesi olasılığının yüksek olması ya da bir kaç varlık grubunun referans olarak alındığı türev araçlarda varlıklardan biri için kredi olayının gerçekleşmesinin diğer varlıklarının değerini etkilemesi riski (correlation risk) ve koruma satın alan tarafın sözleşmeye taraf olmak suretiyle koruma sağlamak istediği varlığın sözleşmede referans alınan varlıktan farklı olması halinde bu iki varlığın özelliklerinin birbiriyle tam örtüşmemesi, sözleşmede tanımlanan kredi olayının zarara neden olan bir olayı içermemesi nedeniyle kredi olayının gerçekleşmesi halinde toplam zararın karşılanamaması riski (basis risk) de tanımlanmıştır.

Kredi türevlerine taraf olanların karşı karşıya kalabilecekleri diğer bir risk de likidite riskidir. Likidite riski kredi türevi sözleşmelerine taraf olmak isteyen yatırımcıların bu sözleşmeleri birlikte yapabilecekleri karşı tarafları bulmalarının gçlg şeklinde ortaya çıkabileceği gibi sözleşme vadesinden önce pozisyonunu kapatmak isteyen yatırımcıların bu amaçlarını gerçekleştirememeleri şeklinde de ortaya çıkabilir. Likidite riski kredi türevleri piyasasının gelişimi ve daha aktif hale gelmesi ile azalabilecek bir risk olup kredi türevleri piyasasının gelişimi daha sonraki bölümlerde incelenmektedir.

Diğer taraftan International Swaps and Derivatives Association (ISDA) tarafından 1999 yılında yayımlanan ve standart kredi türevi sözleşmelerinin ana hatlarını belirleyen yasal bir doküman olan “Kredi Türevi Tanımları” piyasada standardizasyonun sağlanarak kredi türevleri piyasasında likiditenin gelişmesi yolunda atılmış önemli bir adımdır. Kredi türevlerine ilişkin dokümantasyon piyasada gerçekleşen çeşitli olaylar gözönünde bulundurulurken geliştirilmekte olup, 1999 yılındaki “Kredi Türevi Tanımları”na ek olarak 2001 yılında “Yeniden Yapılandırma Eki” ve “Varis ve Kredi Olayları Eki” yayımlanmıştır (Clarke, 2002:1-3).

Faiz oranı riski ve kredi marjının değişkenliği, kredi türevleri için piyasa riskinin iki ana kaynağını oluşturmaktadır. Beklenen nakit akımlarının indirgenmiş değerlerini etkileyen faiz oranlarındaki değişkenlik ve kredi marjlarının makroekonomik faktörlerden kaynaklanan değişkenliği de kredi türevlerine ilişkin olarak gözönünde bulundurulması gereken unsurlardır (Haubenstein, Cossey ve Davies 1998:7).

Kredi türevi sözleşmelerine taraf olanların karşılaşabileceği yasal risk, karşı tarafın sözleşmeden kaynaklanan yükümlülüğünü yerine getirmemesi halinde sözleşmeden doğan hakların yasal olarak takip edilip edilemeyeceğine, kredi türev araçlarının hukuki sistemdeki geçerliliğine ilişkin risktir.

Kredi türevlerine ilişkin düzenlemelerden kaynaklanan riskler ele alınacak olursa, kredi türevlerinin ne Şekilde nitelendirildiği (swap sözleşmesi, mal, menkul kıymet ya da sigorta sözleşmesi gibi) kredi türevlerine ilişkin düzenlemeleri yapmaya yetkili kuruluşların kimler olduğunu ve yapılacak düzenlemeleri etkileyecektir (Neal 1996:25). Bu çerçevede, bazı ülkelerde kredi temerrüdüne dayalı sözleşmelerin borcun ödenmemesine karşı yapılan sigorta sözleşmeleri olarak kabul edilmesi mümkün olup bu nedenle bu ülkelerde kredi türevi sözleşmelerine taraf olanların sözleşmelerin geçerli olabilmesi için sigortacılık alanında düzenleme yapan bir kurumdan izin alınmasının gerekli olup olmadığını araştırmaları gerekecektir (Haubenstein, Cossey ve Davies

1998). Kredi türevlerine ilişkin düzenlemeler incelendiğinde Amerika Birleşik Devletlerinde ve Avrupa'daki düzenleyici kuruluşlar (Federal Reserve Board, Bank of England, Financial Services Authority, Commission Bancaire gibi) tarafından kredi türevlerinin düzenlenişine ilişkin açıklamaların yayımlandığı ve açıklamalarda da temelde kredi türevlerinin, sermaye gereklilikleri çerçevesinde ele alındığı görülmektedir. Diğer taraftan Basel Komite tarafından hazırlanan ve 2004 yılında uygulamaya geçirilmesi planlanan yeni sermaye yeterliliği düzenlemesinde de kredi türevleri ele alınmakta, kredi riski için önerilen standart ve dahili derecelendirmeye dayalı yaklaşımlarda kredi türevleri ve menkul kıymetleştirmelere risk hassasiyeti daha yüksek bir yaklaşım getirilmektedir.

Ülkemizde ise kredi türev anlaşmalarının 30.06.2001 tarih ve 24448 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan, Bankalarca Karşılık Ayrılacak Kredilerin ve Diğer Alacakların Niteliklerinin Belirlenmesi ve Ayrılacak Karşılıklara İlişkin Esas ve Usuller Hakkında Yönetmelik'in 8'inci maddesinde özel karşılık tutarının hesaplanmasında dikkate alınacak teminatlar arasında sayıldığı görülmektedir.

Yeni finansal araçlar beraberinde yeni riskler de getirmekte olup bu risklerin yeterince bilinmemesi ve bu risklere karşı gereken önlemlerin alınmaması yeni finansal araçların faydalarını azaltabileceği gibi beklenmeyen zararlara da sebep olabilecektir. Görüldüğü üzere risk aktarımında kullanılmakla birlikte kredi türevleri de kendilerine özgü riskler içermekte olup, kredi türevlerinin potansiyel kullanıcılarının kredi türevlerinden bekledikleri faydayı sağlayabilmeleri için sözleşmelerin bu kendine özgü risklerinin farkında olarak sözleşmelere taraf olmaları gerekmektedir.

3.3. Kredi Türevleri Piyasası ve Katılımcıları

Kredi türevleri piyasası 1990'lardan itibaren gelişmeye başlamış olup, kullanılan ilk ürünlerin toplam getiri swap sözleşmeleri ile kredi marjına ve kredi temerrüdüne dayalı sözleşmeler olduğu görülmektedir. Piyasanın gelişiminde etkili olan temel faktörler incelendiğinde kredi riski yönetimindeki gelişmelerin, kredi riskinin aktarımı ve alım satıma konu edilmesini sağlayan mevcut araçların yeterince etkili olmamasının, bankaların varlık portföylerindeki konsantrasyonu azaltma isteklerinin önde gelen faktörler olduğu görülmektedir.

Kredi türevleri piyasasına bakıldığında finansal hizmetler sektöründe “pazar”ın tanımlanmasında kullanılan pek çok ana özelliğin piyasada mevcut olduğu görülmektedir:

- Kullanılan temel araçlar ve uygulamalarına ilişkin dokümantasyonlar bulunmakta olup araçların özellikleri iyice anlaşılmıştır.
- Dünya çapında geniş bir kullanıcı kitlesi bulunmaktadır.
- Temel aracın kullanımı için yasal dokümantasyon standardize olmuştur ve bunun diğer araçları da içine alacak şekilde geliştirilmesi için çalışılmaktadır.
- Önemli düzenleyiciler kredi türevlerinin kullanımı için rehberler yayımlamışlardır.

Bütün bunlar yeni katılımcıların piyasada yeterli bir derinliği ve şeffaflığı olan, araçların ve kullanımlarının standart olduğu bir piyasayla karşılaştıklarını ortaya koymaktadır (Reoch, 2000:2).

Kredi türevleri piyasasının tezgahüstü bir piyasa olması nedeniyle piyasanın büyüklüğüne, kullanılan ürünlere ve piyasa katılımcılarına ilişkin bilgiler çeşitli finansal dergilerin yaptıkları araştırma ve anketler ile başta British Bankers’ Association (BBA) olmak üzere çeşitli kuruluşlar tarafından gerçekleştirilen araştırmalardan elde edilmektedir. Bu araştırma ve anketler piyasa katılımcılarının piyasanın toplam büyüklüğüne, çeşitli araçların piyasadaki payına ilişkin tahminlerini içermekte, araçların vadeleri ve altta yatan krediye ilişkin yapısal sorulara da yanıt alınmasını sağlamaktadır. Diğer taraftan, bu bilgiler istatistiksel sonuçlardan çok anketlere verilen cevaplardan elde edilen sonuçlara dayanmaktadır.

BBA tarafından 1997 yılından itibaren gerçekleştirilen anketler sonucunda dünya çapında kredi türevleri piyasasının hacmine ilişkin olarak elde edilen bilgiler aşağıda Tablo 1’de gösterilmektedir.

Tablo 1: Global Kredi Türevleri Piyasasının Hacmi (milyar, ABD Doları)							
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2004
1997/1998 Anketi	180	350	-	740	-	-	-
1999/2000 Anketi	-	-	586	893	-	1.581	-
2001/2002 Anketi	-	-	-	-	1.189	1.952	4.799

Kaynak: BBA Press Releases (18.09.2002) www.bba.org.uk

Tablo'dan görüldüğü üzere global kredi türevleri piyasasının hacmi 1997 yılından bu yana önemli artış göstermiştir. BBA tarafından kredi türevleri piyasasına ilişkin rapor 18.09.2002 tarihinde yayımlanmış olup, tablodan da görüldüğü üzere kredi türevleri piyasasının hacminin 2002 yılı sonu itibariyle 1.952 milyar ABD Doları olacağı, 2004 itibariyle ise 4,8 trilyon ABD Doları'na ulaşacağı tahmin edilmiştir.

BBA tarafından yayımlanan rapora göre Londra global kredi türevleri piyasasının merkezi konumunda olup 2001 yılında Londra'daki kredi türevleri piyasasının işlem hacmi global kredi türevleri piyasasının %49'unu oluşturmuştur.

BBA tarafından yayımlanan 2001/2002 anketine göre kredi türevleri piyasasında kullanılan sözleşmeler incelendiğinde, 1997 yılından bu yana kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmelerinin en çok kullanılan sözleşmeler olduğu ve yapılan sözleşmelerin %45'ini kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmelerinin oluşturduğu, bu sözleşmeleri pazar payının %22'sine sahip olan teminatlandırılmış borç yükümlülüklerinin izlediği görülmektedir.

Anketin önemli sonuçlarından biri anket katılımcılarının karşı karşıya kaldıkları kredi olaylarındaki dikkat çekici artıştır. Daha önceki ankette oldukça düşük miktarda kredi olayının gerçekleştiği görülürken, 2001/2002 anketi 25 katılımcıdan 23'ünün bir ya da birden fazla kredi olayıyla karşılaştığını ortaya koymaktadır. Raporda, gerçekleşen kredi olaylarındaki artışa rağmen sözleşmelere ilişkin çok az anlaşmazlığın gerçekleştiği; Enron, ve Swissair gibi büyük iflasların, Arjantin'in borcunu ödeyemesi gibi olayların yaşandığı bir yılda kredi türevlerinin finansal sistemdeki önemli şoklara karşı tampon görevi görme konusundaki etkinliklerini kanıtladıkları ifade edilmektedir.

Raporda ayrıca, anket katılımcılarının 2001 yılı sonu itibariyle aktif kredi türevleri portföylerinin en az %91'inin en çok %98'inin ISDA tarafından geliştirilen standart dokümantasyonlara dayalı olarak yapıldığı ifade edilmektedir. Sözleşmelerde altta yatan varlıklara ilişkin olarak ise anket, ülke borçları üzerine yazılan sözleşmelerin giderek azaldığını -1996'da ülke borçları üzerine yazılan sözleşmelerin tüm sözleşmeler içindeki payı %54 iken 2001 yılında %15'e düşmüştür- ve 2001 yılında kredi türevlerinin %60'ının şirket varlıkları üzerine yazıldığını ortaya koymaktadır.

Anketin piyasa katılımcılarına ilişkin sonuçları incelenecek olursa piyasada koruma satın alanların %52'sinin bankalar, %21'inin aracı kurumlar (securities houses) ve %12'sinin "hedge" fonlar (hedge funds) olduğu, koruma satanlar arasında da yine

bankaların ilk sırada yer aldığı (%39) ve bankaları sigorta şirketlerinin izlediği (%33) görülmektedir.

Raporda, Basel II görüşmelerinin sonuçlarına ilişkin belirsizliğin kredi türevleri piyasasının gelişiminin önündeki önemli bir engel olarak görüldüğü ifade edilmektedir.

BIS nezdindeki Global Finansal Sistem Komitesi tarafından hazırlanan “Kredi Riskinin Transferi” başlıklı raporda, gelişmekte olan piyasalarda kredi riskinin aktarımı menkul kıymetleştirme ve kredi türevleri piyasası başlıkları altında Brezilya, Kore ve Meksika örnekleri çerçevesinde incelenmiş olup, raporda bu ülkelerde yerel gelişmiş kredi türevleri piyasalarının bulunmadığı ifade edilmektedir. Raporda bu ülkelerde kredi türevleri piyasasının gelişmemiş olmasının nedenlerine ilişkin olarak ulaşılan tespitler arasında belli başlılarını, kredi türevleri ile ilgili açık bir düzenlemenin olmaması, türev sözleşmelerinin fiyatlanmasına ilişkin zorlukların mevcut olması, olası piyasa katılımcılarına ilişkin sınırlamaların bulunması (örneğin emeklilik fonları ve yatırım fonlarının sözleşmelere taraf olamamaları) gibi etkenlerin oluşturduğu görülmektedir.

3.4. Kredi Türevlerinin Finansal İstikrar Üzerindeki Etkisi

Kredi türevleri piyasası daha önceki bölümlerde de açıklandığı üzere kredi riskinin aktarımını sağlayan piyasalardan biridir. Kredi riskinin aktarımını sağlayan piyasalarının gelişiminin finansal sistemin işleyişi üzerindeki olası etkilerine bakıldığında, bu piyasaların daha etkin risk yönetimi sayesinde kredi arzı üzerindeki kredi riskinin yönetiminden kaynaklanan sınırlamaları azaltmaları dolayısıyla daha fazla ve daha çeşitli kuruluşların kredi kullanımlarını artırma ve ekonomide riskin etkin dağılımını sağlama fırsatları sundukları görülmektedir.

Kredi riskinin aktarıldığı piyasaların finansal sistem üzerindeki olumlu etkileri kredi riskini aktaran ve risk alanların daha çok sayıda ve daha çeşitli kuruluşlardan oluşması ve kredi riskinin aktarımını sağlayan daha çok ve çeşitli enstrümanın bulunması halinde artacaktır. Kredi riskinin yalnızca bankacılık sistemi içindeki aktarımı bile olumlu sonuç verebilecekken riskin sektörler arası dağılımı, diğer finansal şirketler ile finansal olmayan şirketlerin de katılımı olumlu etkiyi artıracaktır (BIS, Global Finansal Sistem Komitesi, 2003:26)

Diğer taraftan kredi riskinin aktarıldığı piyasalar riskin etkin dağılımını sağlama potansiyeline sahip olmalarına rağmen ekonomide risk konsantrasyonuna da sebep olabilirler. Piyasada yalnızca belirli kuruluşların bulunması, örneğin çoğunlukla aynı

kuruluşların sözleşmelerde koruma satan dolayısıyla risk alan taraf olması mümkündür. Bu durum riskin dağılımından çok belirli kuruluşlar üzerinde yoğunlaşması sonucunu doğuracaktır. Rule (2001:23) tarafından ekonomideki risk yoğunlaşmasının gözlenebilmesi için özellikle kredi türevlerini kullanan kuruluşlarca bilanço içi ve bilanço dışı pozisyonlarının detaylı olarak kamuya açıklanmasının gerekli olduğu ifade edilmektedir. Andersen (2002:22) tarafından da kredi risk aktarım mekanizmalarına ilişkin olarak şeffaflık ve kamuyu aydınlatma konularına dikkat çekilmekte ve şu anda piyasada şeffaflığın ve kamuyu aydınlatmanın sağlanmamış olmasının finansal sistem açısından olumsuz sonuçlar doğurabileceği ifade edilmektedir.

Oldukça yeni olan, hızla büyüyen ancak hakkında yeterli ve güvenilir istatistiksel bilgi bulunmayan, kredi türevleri piyasasını da içine alan risk aktarım piyasalarının finansal sistemi tam olarak ne şekilde etkileyeceğinin tartışmalı bir konu olduğu görülmektedir. Diğer taraftan, 11 Eylül ve Enron olayları piyasasının sağlamlığı ve esnekliğinin sınanmasını sağlamış olup piyasanın çok az sayıda zayıf yönü bulunduğu ve risklerin sistemik sonuçlar doğurmaksızın yönetildiği görülmüştür (Andersen, 2002:19). Daha önce de belirtildiği gibi BBA tarafından kredi türevleri piyasasına ilişkin olarak hazırlanan ve 2001-2002 dönemindeki gelişmeleri ortaya koyan raporda da, bu dönemde kredi olaylarında artışlar gözlemlenmesine rağmen çok az anlaşmazlığın ortaya çıktığı ve kredi türevlerinin finansal sistemdeki şoklara karşı tampon görevi görme konusundaki etkinliklerini kanıtladıkları ifade edilmektedir.

3.5. Kredi Türevleri ve Menkul Kıymetleştirilmenin KOBİ'lere Açılan Kredilerin Risklerinin Aktarımında Kullanımına İlişkin Örnek Uygulamalar ve Ülkemizde Bu Amaçla Kullanıma İlişkin Öneriler

KOBİ'lerin yarattıkları istihdam olanakları ve katma değer ile ekonominin gelişimi için büyük önem taşımaları nedeniyle pek çok ülkede desteklendikleri ve gelişimleri için faaliyet gösteren kurumların bulunduğu görülmektedir. Ülkemizde olduğu gibi diğer ülkelerde de KOBİ'lerin finansmanı önemli bir konu olup konuya ilişkin çeşitli yapılar geliştirilmekte ve çeşitli finansal enstrümanlardan yararlanılmaktadır.

Ülkemizde KOBİ'lerin finansman sorunlarının temeline bakıldığında ise kredi yolu ile finansman sorununun önemli yer tuttuğu görülmektedir (Yörük, 2001). Günümüzde KOBİ'ler ülkemiz ekonomisinde önemli bir yere sahip olmalarına rağmen bu işletmelere toplam kredilerin çok düşük bir kısmı tahsis edilmektedir. Bankalar çok sayıda küçük

işletme yerine büyük firmalarla çalışmayı tercih etmekte, KOBİ'lerin bilanço yapılarının bankaların beklentilerini karşılamaması ve küçük ölçekte olan işletmelerin, risklerini azaltmak isteyen bankalar tarafından talep edilen teminatları karşılamakta güçlük çekmeleri KOBİ'lerin kredi olanaklarını sınırlamaktadır (ARAS, 2001:1). Dolayısıyla, KOBİ'lerin bankalardan kredi sağlamakta güçlük çekmelerinin temel nedeninin bankaların maruz kaldıkları kredi risklerini azaltmak amacıyla uyguladıkları politikalar olduğu görülmektedir.

Kredi türevleri, yukarıda da açıklandığı üzere bankaların açtıkları krediler nedeniyle maruz kaldıkları kredi risklerini üçüncü kişilere aktarmalarına imkan vererek kredi vermede geleneksel kredi yönetimi politikalarından kaynaklanan sınırlamaları azaltma olanağı sağlamaktadır. Aşağıda KOBİ'lere açılan kredilerin risklerinin aktarımında sentetik menkul kıymetleştirme ve türev araçların kullanımına örnek olarak Almanya'da gerçekleştirilen bir uygulama incelenecektir.

Almanya'da, görevleri arasında KOBİ'leri desteklemek ve yeni finansman teknikleri geliştirmek de bulunan ve %80'ine federal hükümetin sahip olduğu bir banka olan Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) tarafından KOBİ'lere açtıkları kredileri genişleten bankalara yönelik bir menkul kıymetleştirme programı oluşturulduğu görülmektedir. "Promise" (Programme for Mittelstand Loan Securitisation) olarak adlandırılan ve yapısı Ek/1'de yer almakta olan bu programda KfW kaynak bankanın KOBİ'lere açtığı kredilerden oluşan referans kredi portföyünün risklerini kredi temerrüdüne dayalı bir sözleşme ile satın almakta ve portföyün risk/getiri profiline göre kredi risklerini iflas ya da kredinin ödenmemesi durumunda farklı önceliklere sahip olan sınıflara ayırmaktadır (tranching). İşlemden aracılık rolünü üstlenen KfW en üst sınıfın risklerini yine bir kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmesi ile aktarıırken, orta ve alt sınıfların riskleri bir kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmesi ya da menkul kıymet ihracı yoluyla bir Özel Amaçlı Varlığa aktarılmaktadır. Özel Amaçlı Varlık ise ihraç ettiği krediye dayalı tahvillerle bu riskleri piyasaya aktarmaktadır. Aralık 2000 ve Eylül 2002 arasında toplam 11,4 milyar Euro tutarındaki krediler bu şekilde menkul kıymetleştirilmiştir (BIS, Global Finansal Sistem Çalışma Grubu Raporu, 2003:50).

KfW tarafından Promise olarak adlandırılan ve yukarıda açıklanan programın kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmeleri ile krediye bağlı menkul kıymetlerin birlikte kullanıldığı ve bankalarca KOBİ'lere açılan kredilerin risklerinin sentetik menkul kıymetleştirme yoluyla aktarıldığı bir işlem olduğu görülmektedir. Diğer taraftan kredi

temerrüdüne dayalı swap sözleşmeleri ve krediye bağlı menkul kıymetler tek başlarına da riskin aktarımını sağlayabilecek yapıda enstrümanlardır.

Toplam getiri swap sözleşmeleri, kredi marjı üzerine yazılan opsiyon ve forwardlar ile kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmelerinden farklı olarak krediye bağlı menkul kıymetler, kredi riskinin aktarımında tezgahüstü piyasaların kullanımına alternatif olarak, riskin sermaye piyasalarında menkul kıymet ihracı yoluyla aktarımına olanak sağlayan bir yapıya sahiptir. Krediye bağlı menkul kıymetler sermaye piyasalarında tahsisli olarak satılabileceği gibi halka arzı da mümkündür. Tezgahüstü işlem sermaye piyasalarında tahsisli satıştan, tahsisli satış da halka arzdan daha ucuz ve hızlı olmakla birlikte halka arz daha iyi bir fiyatlandırma sağlamaktadır (Rule 2001:3).

Uygulamada da dünyada kredi türevlerinin tezgahüstü piyasalarda işlem gördüğü görülmekle birlikte, tezgahüstü piyasaların taşıdığı riskler ve finansal sistem üzerindeki olası olumsuz etkileri gözönünde bulundurulduğunda, ülkemizde kredi türevlerinin risk aktarımında kullanılmaları halinde organize piyasalarda işlem görmelerinin daha güvenli olacağı düşünülmektedir. Uluslararası Para Fonu (IMF) tarafından hazırlanan Eylül 2000 tarihli “International Capital Markets” başlıklı raporda da tezgahüstü piyasalarda yapılan işlemlerin doğurabileceği tehlikelere dikkat çekilmekte, organize borsalar bünyesinde faaliyet gösteren, merkezi bir takas kuruluşu tarafından takası gerçekleştirilen ve aynı zamanda kamu otoriteleri tarafından sıkı bir şekilde takip edilen standartlaşmış vadeli işlem ve opsiyon piyasalarının çok daha güvenli olduğu ifade edilmekte, borsa dışında işlem gören türev ürünlerin piyasaların istikrarını olumsuz etkileyebileceği belirtilmektedir.

Kredi türevlerinin finansal sistem üzerindeki etkilerinden söz edilirken de değinildiği gibi, bu araçların tezgahüstü piyasalarda işlem görmesinin, piyasadaki olası risk yoğunlaşmasının gözlenememesine ve piyasada yeterli kamuyu aydınlatma ve şeffaflığın sağlanamamış olmasına sebep olması nedeniyle finansal sistemi olumsuz etkilemesi mümkündür.

Dolayısıyla krediye bağlı menkul kıymetlerin ihracına ilişkin olarak yapılacak düzenlemeler çerçevesinde halka arz ya da tahsisli satışına olanak tanınması ve tezgahüstü piyasalarda işlem gören diğer türev araçlardan özellikle dünyadaki kredi türevleri piyasasında en çok işlem gören ve oluşturulan bir kredi portföyüne ilişkin kredi riskinin aktarımını sağlayan kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmelerinin belirli standartlarda organize piyasalarda işlem görmesinin sağlanması halinde bankaların KOBİ'lere açtıkları kredilerden kaynaklanan risklerini organize piyasalarda yatırımcılara

aktarmalarına olanak tanınarak, ülkemizde KOBİ'lerin bankalardan kredi sağlamakta karşılaştıkları güçlüklerin aşılmasının sağlanabileceği ve bunun yanısıra ekonomide etkin bir risk aktarım mekanizmasının oluşturulması için de önemli bir adım atılmış olacağı düşünülmektedir.

Daha önce de değinildiği gibi, ülkemizdeki uygulamalarında ihraççısına fon sağlamak amacıyla kullanılan menkul kıymetleştirme yöntemiyle de yurtdışında KOBİ'lere açılan kredilerden oluşan portföylere dayalı menkul kıymetlerin ihraç edildiği görülmektedir. Örneğin ana faaliyet alanı risk sermayesi yatırımları ve KOBİ'lere kredi veren finansal kuruluşlara garanti sağlamak suretiyle Avrupa Birliği'ne üye ülkelerle aday ülkelerdeki KOBİ'lerin gelişimine destek olmak olan European Investment Fund (EIF) tarafından KOBİ'lere açılan kredilere dayalı menkul kıymetleştirmelerde ihraç edilen menkul kıymetlerin belirli sınıflarının garanti altına alındığı görülmektedir. EIF'in garantör olarak yer aldığı bu tür bir menkul kıymetleştirmede İspanyol Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA toplam 900 milyon Euro tutarındaki KOBİ kredilerinden oluşan portföyünü Özel Amaçlı Varlığa satmakta, Özel Amaçlı Varlık tarafından da bu portföye dayalı olan ve bir kısmı için EIF'in garantör olduğu farklı kredi derecelerine sahip menkul kıymetlerin ihraç edildiği görülmektedir (EIF, Credit Enhancement Presentation).

Yukarıdaki örneklerden de görüldüğü üzere bir kredi portföyünün kredi riskinin aktarımını sağlayan krediye bağlı menkul kıymetler, kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmeleri ve varlığa dayalı menkul kıymetler bankalarca KOBİ'lere açılan kredilerin risklerinin aktarımında kullanılarak KOBİ'lerin kredi yoluyla finansmanında bankaların geleneksel kredi riski yönetiminden kaynaklanan güçlüklerin aşılmasına olanak sağlayabilecek yapıda enstrümanlardır. Bu araçlardan krediye bağlı menkul kıymetlerin bir Özel Amaçlı Varlık kullanılmaksızın doğrudan ihraç edilmesi suretiyle kredi riskinin aktarılması mümkün olmakla birlikte, varlığa dayalı menkul kıymetlerin kredi riskinin aktarımı fonksiyonunu yerine getirebilmesi için bir Özel Amaçlı Varlık ya da Seri:III, No:14 sayılı Tebliğ'de düzenlenmiş olan Genel Finans Ortaklığı benzeri bir kuruluşun varlığı gerekmekte olup ülkemizde bu tür kuruluşlar bulunmamaktadır.

Diğer taraftan, 1 Ekim 2002 tarih ve 24893 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Varlık Yönetim Şirketlerinin Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Yönetmelik'in 3'üncü maddesinde bankalar, özel finans kurumları ve diğer mali kurumların alacakları ile diğer varlıklarının satın alınması, yeniden yapılandırılarak satılması amacıyla yönelik olarak faaliyet göstermek üzere kurulan şirketler olarak tanımlanan ve aynı yönetmeliğin 11'inci maddesinin "a" bendinde banka, özel finans

kurumu ve diğ er mali kurumların alacakları ile diğ er varlıklarını satın alabileceğ i, satabileceğ i, satın aldığ ı alacakları borçlusundan tahsil edebileceğ i, varlıkları nakde çevirebileceğ i veya bunları yeniden yapılandırarak satabileceğ i, “c” bendinde ise sermaye piyasası mevzuatı dahilinde ve gerekli izinleri almak kaydıyla faaliyette bulunarak menkul kıymet ihraç edebileceğ i ifade edilen varlık yönetim şirketlerinin de bankaların KOBİ’ler de dahil olmak üzere reel sektöre açtıkları kredilerden oluşan portföylerinin risklerinin aktarılması amacıyla krediye bağ ı menkul kıymet ve varlığ a dayalı menkul ihraçlarında Özel Amaçlı Varlık ya da Genel Finans Ortaklıklarının işlevini yerine getirebileceğ i düşünölmektedir.

Ölkemizde varlığ a dayalı menkul kıymetlerin risk aktarım araçları olarak kullanılmalarına engel teşkil eden diğ er bir husus, daha önceki bölümlerde de değ inildiğ i üzere, mevzuat uyarınca alacaklarını devreden kuruluşların devredilen alacaklarının ödenmemesinden doğ an sorumluluğ unun devam etmesidir. Dolayısıyla bu sorumluluğ un sınırlandırılması varlığ a dayalı menkul kıymetlerin risk aktarım işlevlerini de yerine getirmelerine olanak sağ layacaktır.

Ölkemizde derecelendirme faaliyetlerinin gelişmemiş olması ise, kredi türevleri ve varlığ a dayalı menkul kıymetler gibi risk aktarım araçları ile piyasada risk satın alan (koruma satan) tarafların referans alınan kredilerin borçluları ile doğ rudan bağ lantılarının olmaması, dolayısıyla bu araçların taşıdığ ı kredi risklerinin değ erlendirilmesi konusunda derecelendirme şirketlerine güvenmek durumunda olmaları nedeniyle menkul kıymetleştirme ve kredi türevleri aracılığ ıyla risk aktarımı için önemli bir sorun teşkil etmektedir.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

Genel Değerlendime ve Sonuç

Son yıllarda dünyada kredi ve sigortacılık faaliyetlerinden kaynaklanan risklerin finansal piyasalarda yatırımcılara satılan menkul kıymetler vasıtasıyla aktarımını sağ layan yeni yöntemler geliştirildiğ i ve bu risklere dayalı yeni menkul kıymetlerin oluşturulduğ u görölmektedir. Risk aktarım piyasalarında risklere dayalı çeşitli finansal enstrümanlar ile, risk almak isteyenler, maruz kaldıkları risklere karşı koruma sağ lamak isteyenlere bu risklere karşı koruma satmakta ve bu bağ lamda risklerini aktarmak isteyenler de risk almak isteyenlerden koruma satın almaktadırlar.

Kredi riskinin aktarımını sağlayan piyasalar ve enstrümanlara bakıldığında risk aktarımında çeşitli ve karmaşık yapıdaki enstrümanların kullanılmaya başlandığı görülmektedir. Özellikle menkul kıymetleştirme tekniklerindeki gelişmeler geleneksel finansal enstrümanların içerdiği risklerden yeni finansal enstrümanlar oluşturulmasına olanak sağlamaktadır. Kredi riskinin aktarımında kullanılan bir çok finansal enstrüman bulunmakla birlikte, 1990'lardan itibaren kredi riskinin diğer risklerden ayrı olarak alım ve satımını sağlayan kredi türevleri tezgahüstü piyasalarda işlem görmeye başlamıştır.

Belli başlı kredi türevleri, koruma satın alan tarafın referans varlığa ilişkin bir kredi olayının –borcun ödenmemesi, borçlunun iflası vb.- gerçekleşmesi durumunda koruma satan tarafın yapacağı bir ödemeye karşılık periyodik bir ödemede bulunduğu kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmeleri, bir varlığın toplam getirisinin sözleşme vadesi boyunca başka bir nakit akımıyla takas edildiği toplam getiri swap sözleşmeleri, kredi marjındaki (spread) değişikliklerden kaynaklanan risklerin piyasa riski ve faiz oranı riskinden ayrılmasını sağlayarak yatırımcıların yatırım stratejilerini marjlardaki hareketlere göre oluşturarak marjlardaki hareketliliğin neden olduğu riske karşı korunma sağlamalarına olanak tanıyan kredi marjı türevleri ve bir kredi türevi ile sabit getirili bir varlığın kombinasyonundan oluşan ve referans varlıkların mülkiyetinin geleneksel menkul kıymetleştirme yönteminin aksine bir Özel Amaçlı Varlığa devredilmeyerek kaynak firmanın bilançosunda kalmasına olanak tanıyan sentetik menkul kıymetleştirme yöntemi ile riskin aktarımını sağlayan krediye bağlı menkul kıymetlerdir.

Kredi türevleri piyasası nispeten yeni bir piyasa olmasına rağmen piyasanın hacminin oldukça arttığı, ürün çeşitleri ve uygulama alanlarının hızla geliştiği görülmektedir. Çeşitli kuruluşlar tarafından yapılan anket ve araştırmalar bankaların piyasada hem koruma satan hem de koruma satın alan olarak en çok işlem gerçekleştiren kuruluşlar olduğunu, sigorta şirketleri ile kurumsal yatırımcıların piyasa katılımcıları arasında önemli yerinin bulunduğunu ortaya koymaktadır.

Kredi veren kuruluşların verdikleri kredilerin risklerini üçüncü kişilere aktarmalarını sağlayan kredi türevleri ve varlığa dayalı menkul kıymetler gibi enstrümanlar, daha etkin risk yönetimi sayesinde kredi arzı üzerindeki geleneksel risk yönetiminden kaynaklanan sınırlamaları kaldırarak, daha çok ve daha çeşitli kuruluşların kredi kullanımına olanak sağlamaktadır. Bu doğrultuda, kredi türevleri ile varlığa dayalı menkul kıymetlerin yurtdışında KOBİ'lerin kredi yoluyla finansmanının desteklenmesi amacıyla kullanıldığı uygulamaların bulunduğu, bankaların KOBİ'lere açtıkları kredilerden oluşan portföylerin risklerinin aktarımının kredi türevleri ve sentetik menkul

kıymetleştirme ya da geleneksel menkul kıymetleştirme yöntemi ile sağlandığı; temel görevleri arasında KOBİ'lerin desteklenmesi olan finansal kuruluşların bu tür işlemlere öncülük ve aracılık ettikleri ya da işlemlerde garantör olarak yer aldıkları görülmektedir.

Ülkemizde KOBİ'ler, bankalardan kredi temininde güçlüklerle karşılaşmakta, bankaların maruz kaldıkları kredi riskini azaltmak amacıyla uyguladıkları politikalar KOBİ'lerin kredi yoluyla kaynak sağlamalarına engel oluşturmaktadır. Yukarıda da belirtildiği üzere, bir kredi portföyünün taşıdığı kredi riskini, üçüncü kişilere aktarmaya olanak sağlayan varlığa dayalı menkul kıymetler ile kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmeleri ve krediye bağlı menkul kıymetler gibi kredi türevleri, bankaların maruz kaldıkları kredi risklerini üçüncü kişilere aktarmalarını sağlayarak, riskli olarak algılanmaları nedeniyle kredi verilmeyen şirketlere kredi verilmesini teşvik eden yapılarıdır. Dolayısıyla kredi türevleri ve varlığa dayalı menkul kıymetler gibi risk aktarım enstrümanlarının kullanılmasının yalnız KOBİ'lere değil, reel sektörün tümüne yönelik kredi arzını artırıcı yönde etkisinin olacağı düşünülmektedir.

Bu çerçevede, özellikle, diğer kredi türevlerinden farklı olarak kredi riskinin sermaye piyasalarında halka arz ya da tahsisli satış yoluyla aktarımına olanak sağlayan krediye bağlı menkul kıymetlerin ihracına ilişkin olarak yapılacak düzenlemeler ve başta dünyadaki kredi türevleri piyasasında en çok işlem gören ve oluşturulan bir kredi portföyüne ilişkin kredi riskinin aktarımını sağlayan kredi temerrüdüne dayalı swap sözleşmeleri olmak üzere kredi türevlerinin Sermaye Piyasası Kanunu'nun 22'nci maddesinin "j" bendinde Sermaye Piyasası Kurulu'na verilen yetki kapsamında nitelik ve standartlarının belirlenerek organize piyasalarda işlem görmesinin sağlanması, ekonomide etkin bir risk aktarım mekanizmasının oluşturulması ve özellikle reel sektöre yönelik kredi arzının artırılması açısından önemli bir adım olacaktır.

Kredi türevlerinin, tezgahüstü piyasalarda işlem görmesi, işlemlerin gözetiminin yeterince yapılamaması nedeniyle risk yoğunlaşmasının gözlenememesi, kamunun yeterince aydınlatılmaması gibi problemleri beraberinde getirmektedir. Dolayısıyla, kredi türevlerinin piyasaların istikrarını olumsuz etkilemesi mümkün olan borsa dışı piyasalar yerine organize borsalar bünyesinde faaliyet gösteren standartlaşmış piyasalarda işlem görmesi halinde, tezgahüstü risk aktarım piyasalarının finansal sistemi olumsuz etkilemesi olası özellikleri arasında sayılan ve yukarıda belirtilen problemler de giderilebilecektir.

Diğer taraftan, yurtdışı uygulamalarında ihraççısına kaynak sağlama işlevinin yanısıra risk aktarımı işlevi de bulunan varlığa dayalı menkul kıymetlere ilişkin

Ülkemizdeki düzenlemeler ve uygulamalar incelendiğinde varlığa dayalı menkul kıymetlerin yalnızca ihraççısına fon sağlama işlevini yerine getirmek üzere düzenlendiği ve uygulamada da yalnızca bankalarca, kendi alacaklarına dayalı olarak ihraç edildiği görülmektedir.

Dolayısıyla, kredi türevlerinin kullanımına ilişkin düzenlemelerin yanısıra varlığa dayalı menkul kıymetlerin risk aktarımında kullanımının önündeki engellerin kaldırılması da etkin bir risk aktarım mekanizmasının oluşturulmasına olanak sağlayacaktır.

KAYNAKÇA

ANDERSEN Verner Jens,

2001 “Risk Transfer Mechanisms: Converging Insurance, Credit and Capital Markets”, www.oecd.org

ARAS, Engin

1999 “Bankalarda Risk Yoğunlaşması ve Dolaylı Krediler” Active Bankacılık ve Finans Dergisi www.makalem.com

ARAS, Güler

2001 “KOBİ’lerin Sermaye Piyasası Yoluyla Fon Sağlama Olanakları: Tezgahüstü Piyasalar ve Risk Sermayesi Finansman Modeli” www.makalem.com

ARTUNÇ, Burak

2002 Özel Amaçlı Varlıklar ve Bilanço Dışı Muhasebeleştirme Yöntemi Olarak Kullanımları, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü

Bank For International Settlements, Committee on the Global Financial System

2003 “Credit Risk Transfer”, www.bis.org

Bankaların İç Denetim ve Risk Yönetimi Sistemleri Hakkında Yönetmelik

Bankalar Kanunu

Bankalarca Karşılık Ayrılacak Kredilerin ve Diğer Alacakların Niteliklerinin Belirlenmesi ve Ayrılacak Karşılıklara İlişkin Esas ve Usuller Hakkında Yönetmelik

BÖHRINGER, Martin, LOTZ Ulrich, SOLBACH Christian, WENTZLER, Jochen

2001 “Conventional versus Synthetic Securitisation – Trends in the German ABS Market” www.dttgfsi.com

British Bankers’ Association Press Releases, www.bba.org.uk

CAOQUETTE, John B., ALTMAN, I. Edward, NARAYANAN, Paul

1998 Managing Credit Risk- The Next Great Financial Challenge, Wiley, New York

CLARKE, Sally

2002 “Kredi Türevleri: Pazarda Büyüme Sürdürülebilir mi?”, Active Bankacılık ve Finans Dergisi, www.makalem.com

COSSEY, Peter, DAVIES Jonathan, HAUBENSTOCK Micheal,

- 1998 “Risk Management in a Credit Derivatives Business” Credit Derivatives – Applications for Risk Management, Euromoney Books, Londra
- CROUHY, Michel, GALAI, Dan ve MARK, Robert
- 2001 Risk Management, Mc Graw-Hill, New York
- ÇETİN MÜGE,
- 2001 Mali Kuruluşlarda Risk Yönetimi Bilgi Sistemleri, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü
- DAS, Satyajit
- 2000, “Credit Derivatives-Products” DAS Satyajit, Credit Derivatives and Credit Linked Notes, Wiley, Singapur
- ERDOĞAN Ogan Ebru, DOLGUN Burak
- 2001 “Dünyada ve Türkiye’de Kredi Riski Uygulamaları” Active Bankacılık ve Finans Dergisi, Sayı 18, s. 78-82
- EUROPEAN INVESTMENT FUND, www.eif.eu.int
- GÜMÜŞ Mustafa
- 2001 Seri III, No:12 Sayılı “Banka Bonoları ve Banka Garantili Bonoların Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar” Tebliği, Seri:III, No:14 Sayılı “Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar”Tebliği, Seri:III No:19 sayılı “Gayrimenkul Sertifikalarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar” Tebliği ve İpotekli Borç Senetleri , Sermaye Piyasası Kurulu Raporu
- HERRING, Jane
- 1998, “Credit Derivatives in Emerging Markets: A Product Analysis”, Credit Derivatives – Applications for Risk Management, Euromoney Books, Londra
- INTERNATIONAL MONETARY FUND,
- 2000 “International Capital Markets” www.imf.org
- NEAL, R. S.,
- 1996 “Credit Derivatives: New Financial Instruments for Controlling Credit Risk”, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, Q II , www.kc.frb.org
- ÖCAL, Nurcan

1997 Türkiye'de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri, SPK Yayınları No:106.

REOCH, Robert

2000 “The Market for Credit Derivatives”, DAS, Satyajit, Credit Derivatives and Credit Linked Notes, Wiley, Singapur

RULE, David

2001 “The Credit Derivatives Market: Its Development and Possible Implications For Financial Stability” Bank of England Financial Stability Review , www.bankofengland.co.uk

Sermaye Piyasası Kanunu

Sermaye Piyasası Mevzuatı

TOFT, Klaus, KAYE, Melissa ve YOONG, Joanne

2002 “The Importance of Active Credit Risk Management for Non-bank Corporations – The Enron Case”, www.fma.org

UWAIFO, Elizabeth, GREENBERG I Mark

2001 “Key Issues in Structuring a Synthetic Securitisation Transaction” Europe Securitisation and Structured Finance Guide, www.whitepage.co.uk/publications

VAROTSIS, Paul

1998 “Credit Derivatives:A revolution in the Financial Markets”, Credit Derivatives – Applications for Risk Management, Euromoney Books, Londra

YÖRÜK, Nevin

2001 “KOBİ’lerin Kredi Yoluyla Finansmanında Karşılaştıkları Sorunlar ve Tokat İlinde Bir Uygulama” 1. Orta Anadolu Kongresi – KOBİ’lerin Finansman ve Pazarlama Sorunları, KOSGEB Yayını, S. 59-72

EK DİZİNİ

EK/1. PROMISE İŞLEMİNİN GENEL YAPISI

EK/1
PROMISE İŞLEMİNİN YAPISI

