



Sermaye Piyasası Kurulu

TEMİNATLI BORÇ YÜKÜMLÜLÜKLERİ
Yeterlik Etüdü

Nükhet ERİŞ
Uzman Yardımcısı

Kasım-2007

Ankara

YÖNETİCİ ÖZETİ

Ülkemizde faaliyet gösteren bankaların aktiflerinde yer alan kredi toplamı Haziran 2007 itibariyle 247,5 milyar YTL'dir. Bu alacaklar içerisinde tahsili gelmiş olanların tutarı ise 9,4 milyar YTL'dir. Bankaların bilançosunda yer alan nakdi ve gayri nakdi kredilerde kredi riskinin gerçekleşmesi ise bu bankaların hem gelirlerini azaltmakta hem de Basel II Uzlaşısı çerçevesinde belirlenen sermaye yeterlilik rasyolarının düşmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla bankalarda kredi riski yönetilmesi gereken önemli risklerden biridir.

Banka bilançolarında yer alan kredi riskinin azaltılmasında en çok kullanılan yöntemlerden biri dışarıdan teminat almaktır. Ancak banka bilançolarında yer alan toplam kredilerin sadece %40'ı teminatlandırılmaktadır. Bu ise bankaların kredi riskini hâlâ bilançolarında taşıdıklarını göstermektedir.

Yurtdışında, son yıllarda finansal kuruluşların kredi riskinin aktarımında kullanılan en yaygın yöntemlerden biri menkul kıymetleştirmedir. Menkul kıymetleştirme ile kredi riskinin tamamının bilançodan çıkarılması mümkün olmaktadır.

Ülkemizde menkul kıymetleştirme araçlarından varlığa dayalı menkul kıymetler bir dönem ihraç edilmiştir. Ancak ihraç edildiği dönemde, varlığa dayalı menkul kıymetlerin, kredi riskinin devrinden çok fon sağlama amacıyla kullanıldığı görülmektedir. 5582 sayılı Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun çerçevesinde, Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan değişikliklerle ipotek teminatl menkul kıymetler, varlık teminatl menkul kıymetler, ipoteğe dayalı menkul kıymetler, varlığa dayalı menkul kıymetlere ilişkin düzenlemeler mevzuatımıza girmiştir. Ancak özellikle ipotek teminatl menkul kıymetler ile varlık teminatl menkul kıymetlerin ihracına ilişkin düzenlemelerde, katı bir çerçevenin çizilmiş olması, finansal kuruluşların hareket alanını daraltacaktır. İpoteğe dayalı menkul kıymetler ile varlığa dayalı menkul kıymetler ise teminat varlıklara ilişkin kısıtlamalara tabi tutulmuştur. Bu ise kredi riskinin transferinde, teminatl borç yükümlülükleri (collateralized debt obligations) ihraç etmenin önemini artırmaktadır.

Teminatl borç yükümlülüklerinin, kredi riskinin etkin şekilde dağılımının sağlanmasında önemli araçlardan biri olması, kredi riskinin azalması halinde finansal kuruluşlar tarafından kullanılacak kredi miktarının artacak ve bu yolla ekonomik

gelişime de katkı sağlanacak olması nedenleriyle, mevzuatımızda teminatlı borç yükümlülüklerine ilişkin düzenleme yapılmasının uygun olacağı sonucuna varılmıştır.

Teminatlı borç yükümlülüklerine ilişkin yapılacak olan düzenlemelerde ise;

1. Teminatlı borç yükümlülükleri ihraç edecek özel amaçlı kuruluşların “trust” olarak ifade edilen ve tüzel kişiliği olmayan fon yapısında kurulması,

2. Teminat varlıklarının geniş kapsamda belirlenmesi, diğer teminatlı borç yükümlülüklerine, İTMK, İDMK, VTMK ve VDMK’lere dayalı teminatlı borç yükümlülüğü ihracına da olanak tanınması,

3. İzahnamede portföyün aktif olarak yönetilip yönetilmeyeceğine ve aktif yönetilen portföylerde, portföyde yer alacak varlıklara ilişkin bir sınırlandırma getirilip getirilmediğine ilişkin bir maddenin yer alması,

4. Teminat portföyünün hem likit olmayan hem de yüksek riskli yatırım araçlarından oluşmasını önlemek amacıyla kredi derecelerine ilişkin sınırlandırmalara gidilmesi,

5. Kredi temerrüt swapları ve krediye bağlı menkul kıymetlere ilişkin düzenlemelerin yapılması,

6. Teminat portföyünün, kapanış gününden itibaren 60 gün içerisinde teminatlı borç yükümlülükleri sahiplerine ödenecek olan anapara tutarından az olmayacak şekilde oluşturulması,

7. Teminat portföyünden elde edilen nakit akımlarından, teminatlı borç yükümlülükleri sınıflarına yapılması gereken ödemeler yapıldıktan sonra kalan tutarın, alt sınıf teminatlı borç yükümlülüklerine yatırım yapanlara ödenmesi,

8. Teminatlı borç yükümlülüklerini ihraç eden özel amaçlı kuruluşların yıllık finansal tablolarının bağımsız denetime tabi olması,

9. Bağımsız denetim kuruluşunun özel amaçlı kuruluşun teminat portföyünde yer alan varlıklara ilişkin altı aylık dönemler halinde rapor hazırlaması,

10. Teminatlı borç yükümlülüklerinin ve teminat portföyünde yer alan varlıkların altı aylık dönemler halinde kredi derece notlarının kamuya açıklanması,

11. Finansal kuruluşlar ile özel amaçlı kuruluşların kamuya aydınlatma yükümlülüklerine ilişkin düzenleme yapılması,

hususlarının dikkate alınması önerilmiştir.

İÇİNDEKİLER

GİRİŞ	1
Bölüm 1: Teminatlı Borç Yükümlülükleri	3
I. Teminatlı Borç Yükümlülükleri Kavramı	3
II. Teminatlı Borç Yükümlülükleri Çeşitleri	4
II.1. Yapısına Göre Sınıflandırma	4
II.1.1. Nakit Yapılı Teminatlı Borç Yükümlülükleri (Cash CDO)	4
II.1.2. Sentetik Teminatlı Borç Yükümlülükleri (Synthetic CDO-Credit Derivative Structures-CDS)	4
II.2. İhraç Edilme Nedenine Göre Sınıflandırma	5
II.2.1. Arbitraja Dayalı Teminatlı Borç Yükümlülükleri (Arbitrage CDO)	5
II.2.2. Bilançoya Dayalı Teminatlı Borç Yükümlülükleri (Balance Sheet CDO)	6
II.3. Portföy Yönetim Şekline Göre Sınıflandırma	6
II.3.1. Piyasa Değerli Teminatlı Borç Yükümlülükleri (Market Value CDO)	7
II.3.2. Nakit Akışlı Teminatlı Borç Yükümlülükleri (Cash Flow CDO)	7
II.4. Teminat Varlıkların Çeşidine Göre Sınıflandırma	8
II.4.1. Teminatlı Kredi Yükümlülükleri (Collateralized Loan Obligation-CLO)	8
II.4.2. Teminatlı Tahvil Yükümlülükleri (Collateralized Bond Obligation-CBO)	9
III. Teminatlı Borç Yükümlülükleri Piyasasının Gelişimi	9
IV. Teminatlı Borç Yükümlülüklerine Yatırımın Avantaj ve Dezavantajları	12
IV.1. Teminatlı Borç Yükümlülüklerine Yatırımın Avantajları	12
IV.1.1. Risk-Getiri Tercihlerine İmkan Tanınması	12
IV.1.2. Portföy Çeşitlendirmesi	12
IV.1.3. Sentetik Yapılanma İmkânı	13
IV.1.4. İtfa Yapısı	13
IV.1.5. Fonlara Göre Avantajları	13
IV.1.6. Aktif Yönetilen Portföyler	14
IV.2. Teminatlı Borç Yükümlülüklerine Yatırımın Dezavantajları	14
IV.2.1. Teminatlı Borç Yükümlülüklerine Yatırımın Riski	14
IV.2.2. Teminatlı Borç Yükümlülüklerinin Yanlış Fiyatlandırılması	16
IV.2.3. Bilgi Asimetrisi ve Ahlaki Tehlike	16
Bölüm 2: Teminatlı Borç Yükümlülüklerinde Yatırım	17
I. Teminatlı Borç Yükümlülüklerinin İhracı	17
I.1. Nakit Yapılarda İhraç Süreci	18
I.2. Sentetik Yapılarda İhraç Süreci	20
I.3. Tek Sınıflı Yapılarda İhraç Süreci	21
II. Teminatlı Borç Yükümlülüklerine Yatırım Yapan Yatırımcılar	22
II.1. Üst Sınıf Yatırımcılar (Senior Tranche Investors)	23
II.2. Orta Sınıf Yatırımcılar (Mezzanine Tranche Investors)	23
II.3. Alt Sınıf Yatırımcılar (Equity Tranche Investors)	23
III. Teminat Portföyünün Kalitesinin Artırılması	24
III.1. Aşırı Teminatlandırma ve Diğer Sınıflara Bağlılık	24
III.2. Yüksek Kazanç Sağlama	25
III.3. Dışarıdan Teminat Alınması	25
III.4. Hedging İşlemleri	25
IV. Teminatlı Borç Yükümlülüklerine İlişkin İkincil Piyasa İşlemleri	26
Bölüm 3: Mevcut Durum ve Düzenleme Önerileri	26
I. Basel II Çerçevesinde Teminatlı Borç Yükümlülükleri	26
II. Avrupa Birliği Direktifleri Çerçevesinde Teminatlı Borç Yükümlülükleri	28

III. Ülkemizde Menkul Kıymetleştirmeye İlişkin Yapılmış Düzenlemeler_____	29
III.1. Varlık Teminatlı Menkul Kıymetler ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler_____	29
III.2. İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler_____	31
IV. Ülkemizde Kredi Riskinin Yönetilmesi _____	32
V. Teminatlı Borç Yükümlülüklerine İlişkin Düzenleme Önerileri _____	33
V.1. İhraççı _____	33
V.2. Teminat Varlıklar _____	34
V.3. Teminat Varlıklara Getirilen Sınırlandırmalar _____	35
V.4. Alacakların Devri _____	36
V.5. İhraç Yöntemi _____	36
V.6. Menkul Kıymet Ödemeleri _____	36
V.7. Bağımsız Denetim _____	37
V.8. Derecelendirme _____	37
V.9. Kamuyu Aydınlatma _____	37
Bölüm 4: Genel Değerlendirme ve Sonuç _____	38
KAYNAKÇA _____	41
EK DİZİNİ _____	44

KISALTMALAR CETVELİ

CDO	: Teminatlı Borç Yükümlülükleri
Direktif	: Avrupa Birliği Komisyonu 2006/48/EC sayılı Direktifi
FSA	: Financial Services Authority
İDMK	: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet
İTMK	: İpotek Teminatlı Menkul Kıymet
OECD	: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
SPKn	: Sermaye Piyasası Kanunu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPV	: Özel Amaçlı Kuruluş (Special Purposes Vehicle)
SYR	: Sermaye Yeterlilik Rasyosu
Uzlaş	: Basel II Uzlaşısı
VDMK	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet
VTMK	: Varlık Teminatlı Menkul Kıymet
5582 sayılı Kanun	: Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun
Seri:III, No:14 sayılı Tebliğ	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliğ

TABLO, GRAFİK ve ŐEKİLLER CETVELİ

TABLO

Tablo 1 Bankaların Maruz Kaldıkları Kredi Riskine İlişkin Analiz	32
--	----

GRAFİKLER

Grafik 1 Dünya Geneline Teminatlı Borç Yükümlülükleri İhraç Büyüklüğü	10
Grafik 2 Teminat Varlıkların Dağılımı	11

ŐEKİLLER

Şekil 1 Teminatlı Borç Yükümlülükleri Portföy Yönetim Őekilleri	7
Şekil 2 Nakit Yapılı Teminatlı Borç Yükümlülükleri İhracı	18
Şekil 3 Sentetik Teminatlı Borç Yükümlülükleri İhracı	20

GİRİŞ

Bilançosunda yüksek tutarda alacak kalemi bulunan bankalar gibi finansal kuruluşlar erken ödeme riski, likidite riski, karşı taraf riski ve kredi riski gibi risklere maruz kalmaktadır. Borçlu kişi ya da kuruluşun karşı tarafa olan yükümlülüklerini, yapılmış olan anlaşmaya uygun olarak yerine getirememesi olasılığı olarak tanımlanan kredi riski ise, finansal kuruluşların mali yapılarını etkileyen en önemli risklerden bir tanesini oluşturmaktadır.

Menkul kıymetleştirme yolu ile kredi riskine maruz varlıklara sahip olanlar tarafından katlanılan kredi riskinin, anlaşmanın tarafı olmayan diğer kişi ya da şirketlere de aktarılabilmesi sağlanmaktadır. Son yıllarda yurtdışı piyasalarda yaygınlık kazanmaya başlayan finansal araçlardan biri ise menkul kıymetleştirilmiş borçlanma aracı niteliğinde olan teminatl borç yükümlülükleridir.

Teminatl borçlanma yükümlülüklerinde, krediler ve borçlanma araçları bir özel amaçlı kuruluşa devredilmekte, bu kuruluş tarafından farklı risk derecelerine sahip portföyler oluşturularak, bu varlıklar menkul kıymetleştirilmektedir. Teminatl borç yükümlülükleri, farklı risk ve vadelerde ihraç edilerek farklı risk tercihleri olan yatırımcılara da hitap edilmektedir.

Bu etüt çalışmasında teminatl borç yükümlülüklerine yatırım yapma dolayısıyla katlanılan riskler ve teminatl borç yükümlülüklerinin gelişmesindeki etkenlerin ortaya konulması ve Türk sermaye piyasalarında uygulanabilirliğine ilişkin öneriler getirilmesi amaçlanmaktadır.

Bu çerçevede, bu çalışmada ilk bölümde teminatl borç yükümlülüklerine ilişkin genel bilgilere yer verilmiş, teminatl borç yükümlülükleri ihraç etmenin ve bu araçlara yatırım yapmanın avantaj ve dezavantajları ile teminatl borç yükümlülüklerinin yurtdışındaki gelişimine değinilmiştir. İkinci bölümde, teminatl borç yükümlülüklerinin ihraç prosedürüne ve teminatl borç yükümlülükleri yatırımcılarına ilişkin bilgi verilmiş, teminat portföyünün kalitesinin artırılmasına ilişkin yöntemler ve teminatl borç yükümlülüklerinin ikincil piyasa işlemleri anlatılmıştır. Çalışmanın üçüncü bölümünde Basel II Uzlaşısı'nın teminatl borç

yükümlülükleri ihracına etkisi, ülkemizdeki kredi riski ve bu riskten korunma yöntemleri ve mevzuatımızda menkul kıymetleştirmeye ilişkin yapılmış olan düzenlemeler anlatılarak teminatlı borç yükümlülüklerine ilişkin düzenleme önerileri getirilmeye çalışılmıştır. Son bölümde ise üçüncü bölümde anlatılan düzenlemeler ve öneriler çerçevesinde teminatlı borç yükümlülüklerinin Türk sermaye piyasalarında uygulanabilirliği tartışılmıştır.

Bölüm 1: Teminatlı Borç Yükümlülükleri

I. Teminatlı Borç Yükümlülükleri Kavramı

Teminatlı borç yükümlülükleri (Collateralized Debt Obligation-CDO), tahviller, krediler, yapılandırılmış menkul kıymetler, türev araçlar ve diğer borçlanma araçları gibi araçlardan oluşan bir portföye dayandırılarak, farklı risk derecelerini içeren sınıflarda ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetlerdir. Tanımdan da anlaşılacağı gibi teminatlı borç yükümlülükleri varlığa dayalı menkul kıymetlerin genişletilmiş bir türüdür. Ancak teminatlı borç yükümlülükleri ile varlığa dayalı menkul kıymetler arasında bazı temel farklılıklar bulunmaktadır.

Yapılandırılmış menkul kıymetlerden olan teminatlı borç yükümlülükleri, genel olarak sabit getirili araçlardan oluşan bir portföye dayandırılmaktadır. 1990'lı yılların ortalarına kadar genelde yüksek getirili tahvillerden oluşan portföylere dayandırılan teminatlı borç yükümlülükleri, artık varlığa dayalı menkul kıymetler, kredi temerrüt swapları (credit default swaps) gibi varlıklara dayalı olarak da ihraç edilmektedir.

Teminatlı borç yükümlülükleri kredi riskinin aktarılmasını sağlayan kredi türevlerinin de önemli araçlarından biridir. Kredi portföylerindeki riskin yatırımcılara aktarılması ile finansal kuruluşlar kendi risk ve getirilerini optimize etme imkanına sahip olmaktadır. Bununla birlikte finansal kuruluşlar, teminatlı borç yükümlülükleri ihraç ederek spekülasyon kazanç fırsatlarından yararlanmakta, finansman maliyetlerini düşürmekte, yasal sermaye gereksinimini sağlamakta ve getiri ve likidite açılarından bilanço yapılarını iyileştirmektedirler (Papenbrock, 2006:13). Teminatlı borç yükümlülüklerine yatırım yapan yatırımcılar ise genel olarak teminat havuzunda yer alan varlıkların kaldıraç etkisinden yararlanmayı amaçlamakta ve kendi risk tercihlerine göre yatırım yapabilmektedirler.

II. Teminatlı Borç Yükümlülükleri Çeşitleri

II.1. Yapısına Göre Sınıflandırma

Teminatlı borç yükümlülükleri, finansal kuruluşun varlıklarının gerçek satışla özel amaçlı kuruluşa devredilmesi ile ihraç edilebileceği gibi sadece varlıklarının kredi riskinin devredilmesiyle de ihraç edilebilmektedir. Bu çerçevede teminatlı borç yükümlülükleri, nakit yapılı teminatlı borç yükümlülükleri ve sentetik teminatlı borç yükümlülükleri olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

II.1.1. Nakit Yapılı Teminatlı Borç Yükümlülükleri (Cash CDO)

Nakit yapılı teminatlı borç yükümlülüklerinin dayandırıldığı teminat portföyü gerçek borç ve kredilerden oluşmaktadır. Bu teminat havuzundaki varlıklar, özel amaçlı kuruluşa “gerçek satış” ile devredilmektedir.

II.1.2. Sentetik Teminatlı Borç Yükümlülükleri (Synthetic CDO-Credit Derivative Structures-CDS)

Sentetik yapılı teminatlı borç yükümlülüklerinde; kredi türevleri kullanılarak teminat varlıklarının riskleri ihraççının bilançosundan teminatlı borç yükümlülüklerine aktarılmakta, ancak bu sırada teminat varlıklar finansal kuruluşun bilançosundan çıkarılmamaktadır (Barclays. 2002:6-7). Dolayısıyla bu teminatlı borç yükümlülüğü çeşidinde korumayı alan ve prim ödeyen taraf kredilerden, tahvillerden ve borçlardan oluşan portföye fiziksel olarak sahip olmak zorunda değildir. (Elizalde. 2006:14). Finansal kuruluşun bu sözleşmeden kazandığı net kazanç ise yasal sermaye gereksinimi maliyeti ile koruma satın alma nedeniyle ödediği prim arasındaki farktır (Fabozzi, Davis ve Choudhry. 2006:134).

Sentetik teminatlı borç yükümlülükleri genellikle finansman sağlamaktan çok kredi riskinin transferinin önemli olduğu durumlarda tercih edilmektedir. Ayrıca bilançoda yer alan banka garantileri, kredi mektupları gibi bazı varlıkların yasal ya da diğer sınırlılıklar nedeniyle transfer edilmesinin mümkün olmaması da sentetik

menkul kıymetleştirilmenin tercih edilmesinde etkili olmaktadır (Fabozzi, Davis ve Choudhry. 2006:133-134).

Sentetik teminatlı borç yükümlülükleri, yatırımcıların tercihlerine göre fonlanmamış (non-funded), kısmî fonlanmış (partially funded) ve tamamen fonlanmış (fully funded) olarak ihraç edilebilmektedir. Fonlanmamış teminatlı borç yükümlülüklerinde kredi riski, kredi temerrüt swapları (credit default swaps) ile aktarılırken, fonlanmış teminatlı borç yükümlülüklerinde kredi riski, krediye bağlı menkul kıymetler (credit linked notes) ile aktarılmaktadır. Dolayısıyla fonlanmamış araçlarda menkul kıymet ihracı yapılmamaktadır. Kısmi fonlanmış araçlarda ise varlıkların satın alınmasında gerekli finansmanı sağlamak amacıyla menkul kıymet ihracı yapılmaktadır (Papenbrock. 2006:14-15).

II.2 İhraç Edilme Nedenine Göre Sınıflandırma

Teminatlı borç yükümlülüklerinin finansal kuruluşlar ve özel amaçlı kuruluşlar tarafından ihraç edilmesi temel olarak iki motivasyona dayanmaktadır; arbitraj işlemleri ve bilanço işlemleri.

II.2.1 Arbitraja Dayalı Teminatlı Borç Yükümlülükleri (Arbitrage CDO)

Bu teminatlı borç yükümlülükleri çeşidinde amaç, ihraç edilen teminatlı borç yükümlülüklerinden elde edilen gelir ile bu aracın dayandığı teminatların getirileri arasındaki farktan yararlanarak kazanç sağlamaya çalışmaktır (Kuebler. 2004:3-4). Bu çerçevede teminat portföyünden sağlanan ağırlıklı ortalama getiri ile teminatlı borç yükümlülüklerinin ihracı ve sermaye piyasalarında riskten korunmak amacıyla yapılan swap sözleşmeleri nedeniyle katlanılan maliyet arasındaki fark (Elizalde. 2006:23) gelir olarak muhasebeleştirilmektedir.

Bilançooya dayalı teminatlı borç yükümlülükleri ile arbitraja dayalı teminatlı borç yükümlülükleri arasındaki temel fark, varlıklarını özel amaçlı kuruluşa satan finansal kuruluşların, alt sınıf teminatlı borç yükümlülüklerini portföyelerine alabilmelerine imkan tanınmış olması ve dolayısıyla arbitraj kârından yararlanabilecek olmaları nedeniyle ortadan kalkmıştır (Papenbrock. 2006:14).

II.2.2 Bilançoya Dayalı Teminatlı Borç Yükümlülükleri (Balance Sheet CDO)

Bilançoya dayalı teminatlı borç yükümlülükleri, finansal kuruluşların, bilançolarındaki kredi riskinin bir bölümünün diğer yatırımcılara aktarılmasında kullanılmakta (Elizalde. 2006:23) ve genellikle yüksek kredi derecesine sahip büyük bankaların bilançolarında yer alan ticari ve sınai kredilerin menkul kıymetleştirilmesini içermektedir. Bu nedenle, bu teminatlı borç yükümlülükleri çeşidi, banka bilançosuna dayalı teminatlı kredi yükümlülükleri (bank balance sheet collateralized loan obligations) olarak da adlandırılmaktadır (Barclays. 2002:7). İhraççılar, bilançoya dayalı teminatlı borç yükümlülükleri ihracını, yasal sermaye yeterliliğine ulaşmak ve finansman maliyetlerini düşürmek için kullanmaktadırlar. Ayrıca bu yolla borçlanma maliyetlerini azaltmakta ve arbitraj fırsatı sağlamaktadırlar.

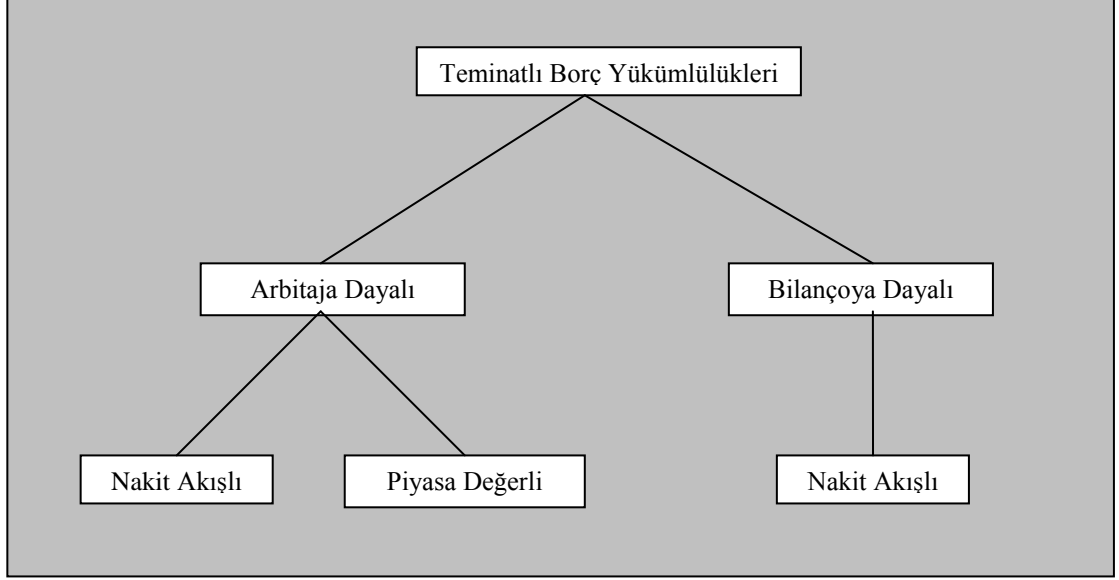
Bilançoya dayalı teminatlı borç yükümlülükleri ihraç edildiğinde, genel olarak, finansal kuruluşun bilançosunda yer alan borçlar ve tahviller, o finansal kuruluşun bilançosundan çıkarılmaktadır (Kuebler.2004:3). Ancak riskin transferini sağlamak amacıyla sentetik yapılar kullanıldığı takdirde, teminat portföyünü oluşturacak varlıklar finansal kuruluşun bilançosundan çıkarılmamaktadır.

Bilançoya dayalı teminatlı borç yükümlülüklerinin teminat varlıkları sabittir, aktif portföy yönetimi yapılmamaktadır. Bu nedenle bilançoya dayalı teminatlı borç yükümlülükleri teminat varlıkların özelliğinden daha fazla etkilenmektedir. Örneğin düşük kupon ödemeli varlıklara dayalı olarak çıkarılan teminatlı borç yükümlülükleri, arbitraj amaçlı teminatlı borç yükümlülüklerine göre daha düşük getiri sağlamaktadır. Fakat bu varlıkların kredi riski daha düşük olduğu için teminatlı borç yükümlülükleri ihraçlarında yüksek riskli sınıflara daha az ihtiyaç duyulmaktadır (Picone. 2002:3).

II.3 Portföy Yönetim Şekline Göre Sınıflandırma

Arbitraj ya da bilanço işlemlerine dayalı olarak ihraç edilen teminatlı borç yükümlülüklerinin teminat portföyü, portföyde yer alan varlıkların nakit akışları ya

da piyasa değerleri esas alınmak suretiyle yönetilebilecektir. Şekil 1’de söz konusu portföy yönetim Őekilleri özetlenmektedir.



Şekil 1 Teminatlı Borç Yükümlülükleri Portföy Yönetim Őekilleri

II.3.1 Piyasa Değerli Teminatlı Borç Yükümlülükleri (Market Value CDO)

Piyasa değerli teminatlı borç yükümlülüklerinde, ihraç edilen sınıfların performansı, teminat portföyünde yer alan varlıkların piyasa performansına bağlıdır. Teminat varlıklar sık sık piyasa değerleri ile değerlenmektedirler (Picone. 2002:3). Portföy yöneticisinin performansı, kaldıraçlı yatırım imkanının sağlanması önemli rol oynadığı için, teminatlı borç yükümlülükleri yatırımcıları, yöneticinin yetenekleri, çalıştığı finansal kuruluşun yapısı ve yönetim Őeklini dikkate alarak hangi teminatlı borç yükümlülükleri çeşidine yatırım yapacaklarına karar vermektedirler.

II.3.2 Nakit Akışlı Teminatlı Borç Yükümlülükleri (Cash Flow CDO)

Nakit akışlı teminatlı borç yükümlülüklerinde, teminat havuzunda yer alan varlıklar, portföy yöneticisi tarafından aktif olarak yönetilmemektedir. Bu nedenle bu teminatlı borç yükümlülükleri, varlıklara ilişkin ödemelerin yapılmaması riskine maruz kalmaktadır (Picone. 2002:3).

Piyasa değerli teminatlı borç yükümlülüklerinde, yükümlülüklerin ödenmesi için teminat varlıklar alınıp satılırken, nakit akışlı teminatlı borç yükümlülüklerinde, yükümlülükleri ödemek için teminatların faiz ya da diğer ödemeleri kullanılmaktadır. Bu nedenle nakit akışlı teminatlı borç yükümlülüklerinde, piyasa değerli teminatlı borç yükümlülüklerinin aksine piyasa değerlerindeki değişimler üzerinde değil, portföyün kredibilitesi üzerinde yoğunlaşmaktadır (Barclays. 2002:1).

II.4 Teminat Varlıkların Çeşidine Göre Sınıflandırma

Teminatlı borç yükümlülükleri, bir tek varlık çeşidine dayalı olarak ihraç edilebileceği gibi, yöneticinin deneyimi ve uzmanlığına göre birden fazla varlık çeşidine dayalı olarak da ihraç edilebilmektedir. Örneğin yüksek getirili tahvillerden oluşan arbitraja dayalı teminatlı borç yükümlülükleri, aynı zamanda banka kredilerine, gelişmekte olan ülke borçlanma araçlarına, yapılandırılmış finansal araçlara ve sentetik menkul kıymetlere de yatırım yapmaktadır (Barclays. 2002:7).

Teminat varlıklara göre, teminatlı borç yükümlülükleri temel olarak teminatlı kredi yükümlülükleri ve teminatlı tahvil yükümlülükleri olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

II.4.1. Teminatlı Kredi Yükümlülükleri (Collateralized Loan Obligation-CLO)

Teminat havuzu, sadece kredilerden oluşan finansal araçlar teminatlı kredi yükümlülükleri olarak adlandırılmaktadır. Teminat krediler; ipotekli konut kredileri, varlığa dayalı menkul kıymetler, banka kredileri (otomobil kredileri, tüketici kredileri vb.), sendikasyon kredileri, KOBİ'lerin borçları, krediye bağlı menkul kıymetler gibi kredi türevleri, diğer teminatlı borç yükümlülükleri olabilmektedir. Bu varlıklardan oluşan bir portföy, teminatlı borç yükümlülüklerinin teminatı olarak işlem görebileceği gibi bu varlıkların sadece bir çeşidinden oluşan portföye dayalı olarak da teminatlı borç yükümlülükleri ihraç edilebilecektir. Tek bir varlık çeşidine dayalı olarak ihraç edilen teminatlı borç yükümlülüklerine örnek olarak, varlığa dayalı menkul kıymetlere dayalı teminatlı borç yükümlülükleri (CDOs of Asset Backed Securities), ipoteğe dayalı menkul kıymetlere dayalı teminatlı borç

yükümlülükleri (CDOs of Mortgage Backed Securities), diğer teminatlı borç yükümlülüklerine dayalı teminatlı borç yükümlülükleri (CDOs of CDOs) verilebilecektir.

II.4.2. Teminatlı Tahvil Yükümlülükleri (Collateralized Bond Obligation-CBO)

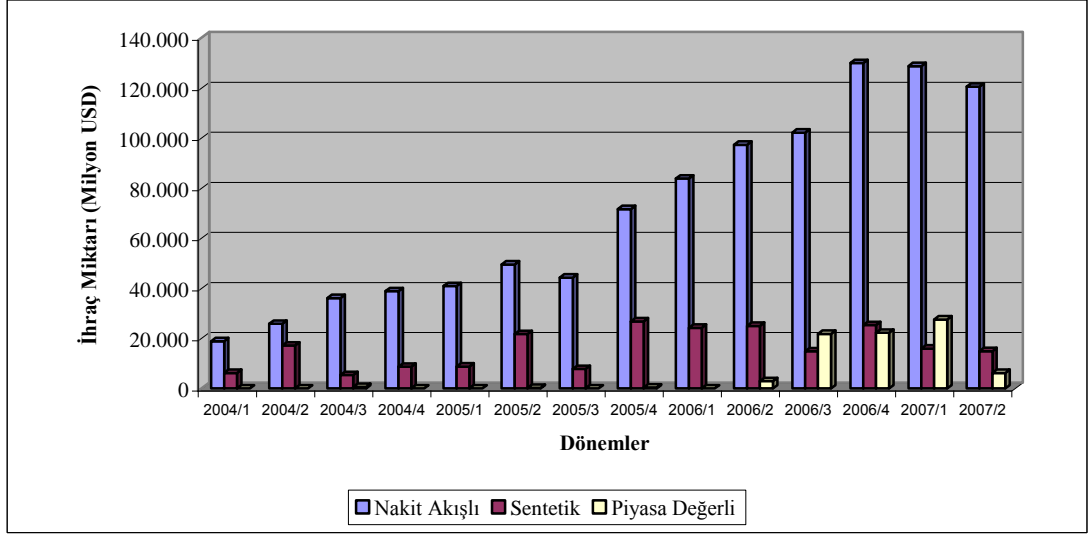
Teminat havuzunun tamamı tahvil türlerinden oluşan teminatlı borç yükümlülükleri teminatlı tahvil yükümlülükleri olarak adlandırılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin borçlanma araçları, özel sektör tahvilleri, yüksek getirili tahviller, yatırım derecesine sahip tahviller teminat olarak kullanılabilir.

III. Teminatlı Borç Yükümlülükleri Piyasasının Gelişimi

Yapılandırılmış finansal araçlar içerisinde teminatlı borç yükümlülüklerinin daha hızlı gelişim gösterdiğini söylemek mümkündür. Teminatlı borç yükümlülükleri ilk olarak 1980'li yılların sonlarına doğru ihraç edilmiş, Amerika'da, Avrupa'da ve Asya'nın büyük kısmında yaygın ihraç alanları bulmuştur. Ancak teminatlı borç yükümlülükleri, asıl olarak Amerika'da bankalar tarafından risk transfer mekanizması olarak kullanılmaya başlandığı 1996 yılı ve sonrasında önem kazanmıştır. Bu tarihten sonra teminatlı borç yükümlülüklerinin yıllık ihraç hacmi 10 kat artış göstermiştir. Teminatlı borç yükümlülükleri özellikle Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere, İsviçre, Almanya, Hollanda ve Fransa'da ihraç edilmektedir. Diğer ülkelerde yaygınlık kazanmamış olmasının en büyük sebeplerinden biri kredi havuzlarının yetersiz olması ve gerekli yasal düzenlemelerin yapılmamış olmasıdır (Banks. 2006:122).

2004 yılından itibaren dünya genelinde ihraç edilen teminatlı borç yükümlülükleri miktarları aşağıdaki grafikte yer almaktadır.

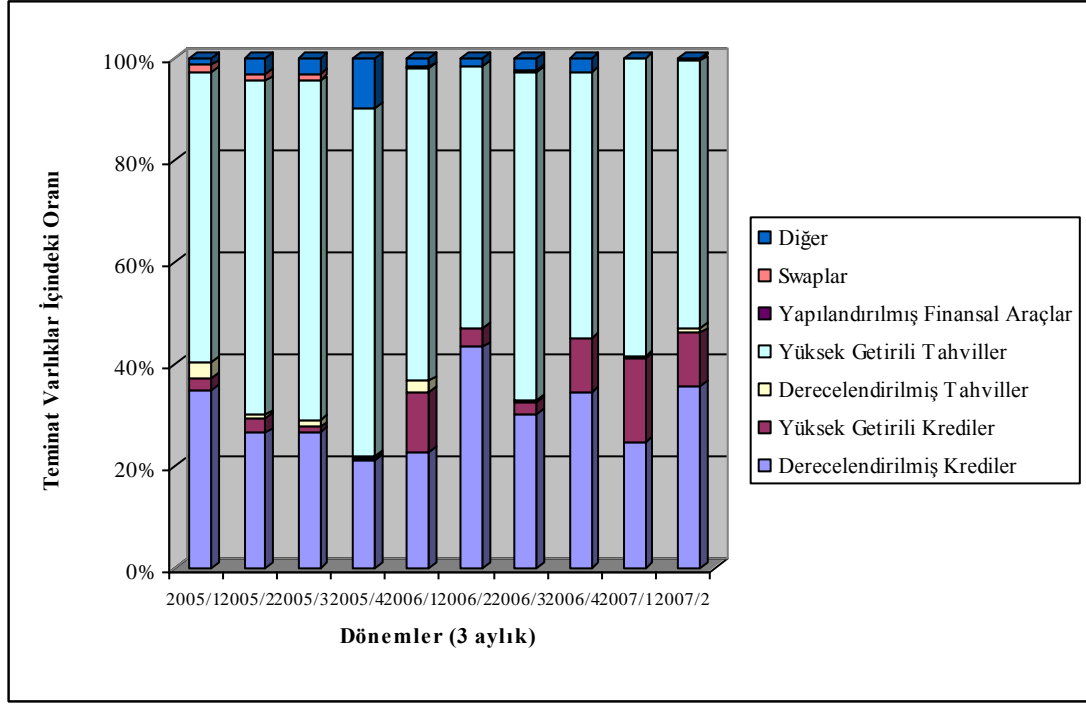
Grafik 1 Dünya Geneline Teminatlı Borç Yükümlülükleri İhraç Büyüklüğü



Kaynak: Securities Industry and Financial Markets Association

Daha önce belirtildiği gibi teminatlı borç yükümlülükleri, borçlanma araçlarından oluşan bir portföye dayanılarak farklı risk ve vadelerde çıkarılmaktadır. Teminatlı borç yükümlülükleri, varlığa dayalı menkul kıymetlerle aynı yapılandırma sistemini kullansa da konut kredileri ya da kredi kartı alacakları gibi homojen yapılar yerine farklı ve daha geniş bir havuz oluşturulmaktadır. Bu havuzda banka kredileri olabileceği gibi, yüksek getirili bonolar (high yield bonds), kredi temerrüt swapları gibi heterojen varlıklar da kullanılmaktadır (Jobst. 2005: 5-6). Aşağıda yer alan grafikte 2005 yılından itibaren teminatlı borç yükümlülükleri ihraçlarında teminat havuzunda yer alan varlıkların büyüklükleri yer almaktadır. Grafikten de görülebileceği gibi teminat varlıklar arasında yüksek getirili tahviller ile derecelendirilmiş krediler yüksek oranlara ulaşmaktadır.

Grafik 2 Teminat Varlıklarının Dağılımı



Kaynak: Securities Industry and Financial Markets Association

Teminatlı borç yükümlülüklerinde görülen en önemli gelişmelerden biri sentetik menkul kıymetleştirmedir. Bu menkul kıymetlerin ihracındaki artışın sebebi; yatırımcılar için getirisinin yüksek olması ve finansal kuruluşlar için ise riskin daha kolay yönetilebilir olmasıdır (Dickler ve Schalast. 2006:14).

Sentetik teminatlı borç yükümlülükleri ihraç edenler, bu finansal aracı risk derecesine göre sınıflara ayırmada zorluklarla karşılaşabilmektedir. Riskin en doğru şekilde ölçümünün sağlanması için farklı yöntemler geliştirilmeye çalışılmaktadır. Bu yöntemlerden biri de tek-sınıflı teminatlı borç yükümlülükleri (single-tranche CDO) ihraç etmektir. Tek-sınıflı teminatlı borç yükümlülükleri, yatırımcının ihtiyaçlarına göre düzenlenebilmesi nedeniyle de tercih edilmektedir. Yatırımcılar katlanabilecekleri zarar dahil teminatlı borç yükümlülüklerine ilişkin tüm tercihlerini bu finansal araçta belirleyebilmektedir.

IV. Teminatlı Borç Yükümlülüklerine Yatırımın Avantaj ve Dezavantajları

IV.1. Teminatlı Borç Yükümlülüklerine Yatırımın Avantajları

Teminatlı borç yükümlülüklerine yatırım yapmanın birçok avantajı bulunmaktadır. Bunlardan bazıları aşağıda yer almaktadır.

IV.1.1. Risk-Getiri Tercihlerine İmkan Tanıması

Bir teminatlı borç yükümlülüğüne yatırım, yatırımcının bu finansal araca ilişkin teminat portföyünde yer alan varlıklara da yatırım yapmasını sağlamaktadır. Tek bir sınıfa yatırım yapmak ise teminat varlıklara doğrudan yatırım yapmaya göre esneklik sağlamaktadır. Yatırımcı bu şekilde teminat portföyünde yer alan varlıkların risk-getiri profilinden farklı bir risk-getiri profilini seçebilme imkanına sahip olmaktadır. Ayrıca yatırımcıların, daha iyi bir portföy optimizasyonuna sahip olması da sağlanmaktadır.

Yatırımcı, alt sınıfa yatırım yapmayarak riskten kaçınabilmekte, alt sınıfta ihraç edilen teminatlı borç yükümlülüklerine sahip yatırımcılar ise daha yüksek risklere katlanarak kaldıraç etkisinden yararlanabilmektedir. Ancak portföy optimizasyonunun sağlanmasında, portföyde farklı varlıkların yer alması ve aktif portföy yönetimi önem taşımaktadır (Barclays. 2002:4).

IV.1.2. Portföy Çeşitlendirmesi

Teminat portföyleri, ihraççıya, sektöre, varlık çeşidine, bölgeye ya da bunlardan birkaçına dayanılarak çeşitlendirilebilmekte ve profesyonel olarak yönetilmektedir. Teminat portföyünün farklı varlıklardan oluşması ve dolayısıyla portföyün tek bir varlığın riskine bağlı olmaması portföydeki ödenmeme riski, karşı taraf riski gibi riskleri minimize etmektedir. (Barclays. 2002:4-5).

Teminatlı borç yükümlülükleri, yatırımcılara analiz etmesi ve yönetmesi zor olan varlık çeşitlerine yatırım yapma fırsatı sağlamaktadır. Örneğin banka kredileri,

varlığa dayalı menkul kıymetler, ipoteğe dayalı menkul kıymetlere yatırım yapma imkanı teminatlı borç yükümlülükleri ile elde edilmektedir (Kuebler. 2004:55-56).

IV.1.3. Sentetik Yapılanma İmkani

Teminatlı borç yükümlülüklerinin sentetik yapıda ihraç edilebilmesi, ihraç maliyetlerini azaltmanın yanı sıra, teminat portföyünün çeşitlendirilmesini de sağlamaktadır. Sentetik ihraçlarda teminat portföyünün oluşturulması, nakit yapılı ihraçlara göre daha kısa sürmekte ve portföy çok daha düşük maliyetle oluşturulabilmektedir. Sentetik yapılarda, ayrıca özel amaçlı kuruluşa aktarılan riskin sadece kredi riski olması, karşı taraf riski, kur riski gibi risklere maruz kalınmasını da önlemektedir.

IV.1.4. İtfa Yapısı

Birçok nakit akışlı teminatlı borç yükümlülükleri işleminde 5 yıla kadar geri çağırılma özelliği bulunmamaktadır. Bu şekilde yatırımcıların yatırımdan çekilmesi önlenmektedir. Bu özellik varlık yöneticilerini ve uzun dönemli yatırımcıları, kısa dönemli yatırımcıların yatırımlarını geri çekmeleri nedeni ile varlıkların düşük fiyattan nakde çevrilmesinden de korumaktadır. Ayrıca orta sınıf ve alt sınıf teminatlı borç yükümlülüklerine sahip yatırımcıları korumak amacıyla opsiyonel olarak geri ödemeler de yapılabilmektedir.

IV.1.5. Fonlara Göre Avantajları

Teminatlı borç yükümlülüklerinde yatırım fonlarının toplam getiri yaklaşımının aksine nakit akışına dayalı yatırım yaklaşımı bulunmaktadır. Bu nedenle nakit akışlı teminatlı borç yükümlülüklerinde portföy yöneticileri teminat portföyündeki varlıkların piyasa değerlerinden ziyade kredibilitesi üzerinde yoğunlaşmaktadır.

Teminatlı borç yükümlülüklerinin fonlara göre avantajlarından biri, kişinin isteklerine uygun yatırım aracı sunulmasıdır. Teminatlı borç yükümlülükleri ile portföyün kredi riski farklı risk taleplerine göre yatırımcılar arasında tekrar

dağıtılmaktadır (Kuebler. 2004:57-58). Üst sınıf araca sahip bir yatırımcı, fonlara yapılan yatırımdan daha fazla teminat bekleyen bir yatırımcıdır. Alt sınıfa sahip olanlar ise yatırımlarında kaldıraç etkisine sahip olmaktadır.

IV.1.6. Aktif Yönetilen Portföyler

Portföyler statik olduğu takdirde, teminatlı borç yükümlülüklerinin teminat varlıklarının değeri düştüğünde, bu düşüşü engelleyecek herhangi bir şey yapılamamaktadır. Bu yüzden aktif yönetilen portföyler ön plana çıkmaya başlamıştır. Örneğin arbitraja dayalı teminatlı borç yükümlülüklerinde, teminat portföyünde yer alan varlıkların miktarı gerekli olduğu takdirde artırılabilir. Yönetim ücretleri nedeniyle daha düşük getirisi olsa da yöneticinin dilediği anda portföyü değiştirme imkanına sahip olması arbitraja dayalı teminatlı borç yükümlülüklerine büyük esneklik kazandırmakta, yüksek zararlardan kaçınılmasını sağlamaktadır. Aktif yönetilen portföylerde yapılandırılmış araçlardan ziyade o yapılandırılmış aracın dayandığı teminat havuzunu yöneten portföy yöneticilerini seçmek, elde edilecek kâr ve zararı etkileyecek olması nedeniyle daha büyük önem taşımaktadır (Kuebler. 2004:59).

IV.2. Teminatlı Borç Yükümlülüklerine Yatırımın Dezavantajları

Diğer yapılandırılmış finansal araçlar gibi teminatlı borç yükümlülüklerine yatırım da bir takım dezavantajlar içermektedir. Bunlar aşağıda yer almaktadır:

IV.2.1. Teminatlı Borç Yükümlülüklerine Yatırımın Riski

Teminatlı borç yükümlülüklerine yapılan yatırımlar bazı riskleri de içinde bulundurmaktadır.

Bu risklerden bir tanesi teminatlı borç yükümlülüklerinin dayandığı portföyde yer alan varlıklara ilişkin ödemelerin zamanında yapılmaması ya da hiç yapılmaması riskini içeren **kredi riskidir**. Bu riskten yüksek teminatlandırma ile korunulmaya çalışılmaktadır.

Teminat havuzunda yer alan değişken ve sabit faizli varlıklarla teminatlı borç yükümlülüklerinin faiz yapısı arasındaki uyumsuzluk ise **faiz riskine** neden olmaktadır. Bu risk, özellikle arbitraja dayalı teminatlı borç yükümlülüklerinde ortaya çıkmaktadır. Faiz riskini azaltmak amacıyla aktif varlık yönetimi tercih edilmektedir.

Likidite riski, bir varlığın ikincil piyasada kısa sürede ve değerinden kaybetmeden nakde dönüştürülemez riskidir. Özellikle yeni ve gelişmekte olan piyasalarda bu risk daha yüksek olmaktadır. Teminatlı borç yükümlülüklerinde, temel olarak iki tür likidite riski ile karşılaşmaktadır. İlki teminatlı borç yükümlülüklerinin ikinci el piyasasının kısıtlı olmasıdır. Teminatlı borç yükümlülükleri piyasasında alıcı ve satıcı sayısının az olması ve işlem hacminin düşük seyretmesi, bu finansal araçların alınıp satılmasını zorlaştırmaktadır. İkincisi teminatlı borç yükümlülükleri, genellikle likiditesi düşük varlıklara dayandırılan finansal araçlardır. Bu nedenle portföy yöneticilerinin gerek gördükleri durumlarda varlıkları hemen nakde çevirme imkanları düşüktür. Bu likidite riski, özellikle likit olmayan teminat varlıkların vadelerinin, teminatlı borç yükümlülüklerinin vadesinden sonra olması durumlarında ortaya çıkmaktadır. Benzer şekilde teminatlı borç yükümlülüklerinden daha az sıklıkta kupon ödemesi vs. olan teminat varlıklar ile sıfır-kuponlu tahviller gibi yatırım dönemi içerisinde herhangi bir ödeme içermeyen finansal araçlar da likidite riskini artırmaktadır (Barclays. 2002:43-44).

Kur riski, teminat havuzuna alınan varlıkların birden fazla para birimi üzerinden ihraç edilmiş olması ya da teminatlı borç yükümlülüklerinin farklı para birimi üzerinden ihraç edilmiş olması durumlarında ortaya çıkmaktadır. Bu riskten korunmak amacıyla sözleşmeler yapılabilmektedir.

Teminatlı borç yükümlülükleri ayrıca ekonomik konjonktürden kaynaklanan ve kaçınılması mümkün olmayan **sistemik risk** ile de karşı karşıyadır. Teminat havuzunda yer alan varlıklar likit olduğu takdirde aktif varlık yönetimi bu riskin gerçekleşmesi nedeniyle ortaya çıkabilecek sorunları azaltabilecektir.

IV.2.2. Teminatlı Borç Yükümlülüklerinin Yanlış Fiyatlandırılması

Teminatlı borç yükümlülüklerinin değerinin belirlenmesinde kullanılan yöntemler, çoğunlukla karışıktır ve portföydeki varlıkların alım-satım fiyatları arasındaki farka ilişkin değişimleri ve temerrüdün etkisini yansıtmamaktadır (Chan-Lau ve Ong. 2006:23). Modele dayalı fiyatlama, risklerin yanlış değerlendirilmesine de yol açabilmektedir. Özellikle yapılandırılmış araçlara dayanılarak çıkarılan teminatlı borç yükümlülüklerinde (CDO, VDMK gibi) teminat varlıklarının kredi derecelerinin hesaplanması da zorlaşmaktadır. Standart bir varlık yapısına sahip olmayan sentetik teminatlı borç yükümlülüklerinde ise piyasa fiyatına göre bir değerlendirme yapılması mümkün olmamaktadır. Teminatlı borç yükümlülükleri yanlış fiyatlandırıldıklarında ise arbitraj imkanı doğmaktadır.

Derecelendirme şirketlerinin verdiği dereceler, menkul kıymetin ortalama riski ve ödenmeme ihtimali ile muhtemel kayıplar hakkında fikir vermektedir. Farklı derecelendirme kuruluşlarının farklı derecelendirme modelleri öngörmesi (bazılarının temerrüt durumuna, bazılarının olası kayıplara daha fazla önem vermesi) finansman maliyetlerini azaltmak için teminatlı borç yükümlülükleri ihraççıların yüksek kredi derecesi veren şirkete yönelmesi sonucunu doğurmaktadır (Chan-Lau ve Ong. 2006:21-23).

IV.2.3. Bilgi Asimetrisi ve Ahlaki Tehlike

Daha fazla ve daha doğru bilgiye sahip olan ihraççı ile daha az bilgiye sahip alıcılar arasında bilgi asimetrisi vardır. Yatırımların sınıflara ayrılması ise bilgi asimetrisini azaltan yöntemlerden bir tanesidir. Üst sınıflarda piyasalar resesyona girmediği ve sistematik risk çok yüksek olmadığı takdirde ters seçim etkileri görülmemektedir. Ancak orta sınıflarda ters seçim etkilerine rastlanacaktır (Papenbrock. 2006:17-18).

Bankaların özellikle nakit akışlı teminatlı borç yükümlülüklerinde, en riskli varlıklarına ilişkin kredi risklerini transfer ettikleri görülmektedir. Bu duruma yol açan iki faktör bulunmaktadır. Birincisi bankalar, teminatlı borç yükümlülüklerinin teminatı olan kredilerin kalitesi hakkında herkesten daha fazla bilgiye sahiptir. Bu

bilgi asimetrisi özellikle, banka kredileri gibi piyasada işlem görmeyen finansal araçlardan oluşan portföylerde görülmektedir. İkincisi, birçok durumda teminat portföyünü izleme görevi bankalarda bulunmaktadır. Teminatlı borç yükümlülüklerine olan nakit akışları ve ödemelerin yapılıp yapılmaması bu izleme sistemine bağlıdır. Alt sınıf teminatlı borç yükümlülüklerine sahip olan bankaların, teminat portföyüne ilişkin izleme yükümlülüklerini daha iyi yerine getirdiğini söylemek mümkündür (Elizalde. 2006:21-22).

Yatırımcıların, yönetilen bir portföye dayalı teminatlı borç yükümlülükleri aldığı anda hangi varlıklara yatırım yapıldığını ve yapılacağını bilememesi ise ahlaki riski ortaya çıkarmaktadır. Yatırımcılar, sadece yöneticiye ve yatırım rehberine ilişkin bilgi sahibidirler. Bununla birlikte portföy yöneticisinin teminatlı borç yükümlülükleri portföyünü yönetmekteki başarısı teminatlı borç yükümlülüklerinin performansında önem taşımaktadır. Teminatlı borç yükümlülükleri ihraççıların aynı zamanda alt sınıfın sahibi olması, kaldıraç etkisinden yararlanmak amacıyla daha riskli varlıkların portföyde yer almasına neden olabilmektedir. Ahlaki risk, teminat olarak gösterilen varlıklar ve bu varlıkların kredi notları sürekli olarak kamuya açıklandığı takdirde azalmaktadır.

Bölüm 2: Teminatlı Borç Yükümlülüklerinde Yatırım

I. Teminatlı Borç Yükümlülüklerinin İhracı

Daha önceki bölümlerde de belirtilmiş olduğu gibi teminatlı borç yükümlülükleri nakit yapı ve sentetik yapı olmak üzere iki farklı yapıda ihraç edilebilmektedir. Nakit yapılar çoğunlukla arbitraje dayalı getiri sağlamaya çalışırken sentetik yapılar bilançoya dayalı teminatlı borç yükümlülüklerinin ihracında kullanılmaktadır. Son yıllarda ise tek sınıflı teminatlı borç yükümlülükleri ihracı ön plana çıkmaya başlamıştır. Söz konusu yapılara göre teminatlı borç yükümlülüklerinin ihraç süreci aşağıda anlatılmaktadır.

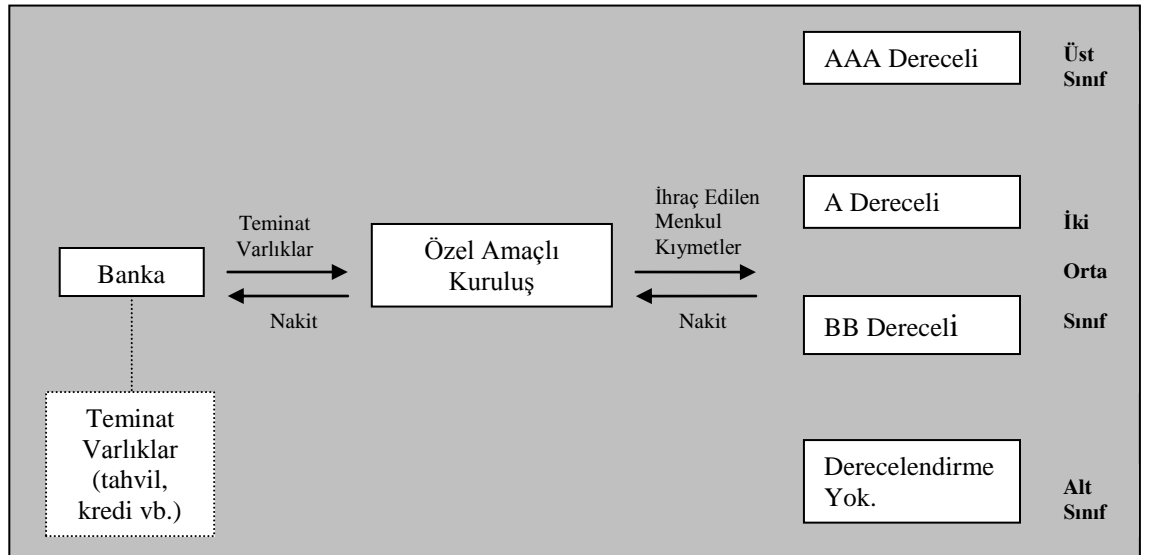
I.1. Nakit Yapılarda İhraç Süreci

Nakit yapılı teminatlı borç yükümlülükleri, özel amaçlı varlık tarafından satın alınan varlık portföyü teminat gösterilerek, iki ya da daha fazla yatırım sınıfında (alt sınıf ve üst sınıf) ihraç edilmektedir. Özel amaçlı kuruluş, teminatlı borç yükümlülükleri araçlarını ihraç etmek üzere kurulmuştur ve faaliyetleri teminatlı borç yükümlülükleri ihraç etme faaliyetleri ile sınırlandırılmıştır. Bu kapsamda özel amaçlı kuruluşun faaliyetleri (Barclays. 2002:21);

1. Borçlanma araçları ve hisse senedi ihraç etmek,
2. Uygun varlıklara yatırım yapmak,
3. Risklerden korunma amacıyla koruma sözleşmeleri düzenlemek,

olarak sınırlandırılmıştır. Yurtdışı uygulamalarda, teminat olan varlıklar genel olarak vergiden muaf tutulmuştur.

Nakit yapıdaki bir teminatlı borç yükümlülüklerinin ihraç süreci aşağıdaki şekilde özetlenebilecektir.



Şekil 2 Nakit Yapılı Teminatlı Borç Yükümlülükleri İhracı

Şekil 2’den de görüldüğü üzere teminatlı borç yükümlülükleri ihracında yer alan taraflar; finansal kuruluş (genellikle banka), özel amaçlı kuruluş, portföy

yöneticisi ve yatırımcılardır. Finansal kuruluş, özel amaçlı kuruluşa borçlanma araçlarını ve kredilerini satmakta, bu yolla nakit girişi sağlamaktadır. Ayrıca bu varlıklarını bilançosundan çıkarmış olduğu için, geri ödenmeme riski ve faiz riski gibi kredi risklerini de özel amaçlı kuruluşa aktarmış olmaktadır. Özel amaçlı kuruluş ise finansal kuruluşun varlıklarını, ihraç ettiği teminatlı borç yükümlülükleri ve diğer menkul kıymetlerden sağladığı getiri ile satın almaktadır. Teminatlı borç yükümlülükleri ihraçları nedeni ile çıkarılan izahnamelerde asıl olarak teminat varlıklar, bu varlıkların kredi dereceleri ve portföyün çeşitlilik derecesi açıklanmaktadır (FSA. 2002:8). Teminatlı borç yükümlülüklerine ilişkin yatırım dönemleri EK/1’de ayrıntılı olarak anlatılmaktadır.

Teminatlı borç yükümlülükleri, derecelendirilmiş sınıflar vasıtasıyla ihraç edilmekte ve bu yolla kredi riski yatırımcılara dağıtılmaktadır. Derecelendirme yapılırken teminatların önceki ödemeleri gibi derecelendirme kriterlerine bakılmaktadır. Derecelendirmede düşük sınıflar en yüksek riski üstlenmektedir. Ancak bu sınıflara yatırım yapan yatırımcılar beklenen kayıplarının fazla olması nedeni ile daha yüksek prim almaktadırlar (Elizalde. 2006:14).

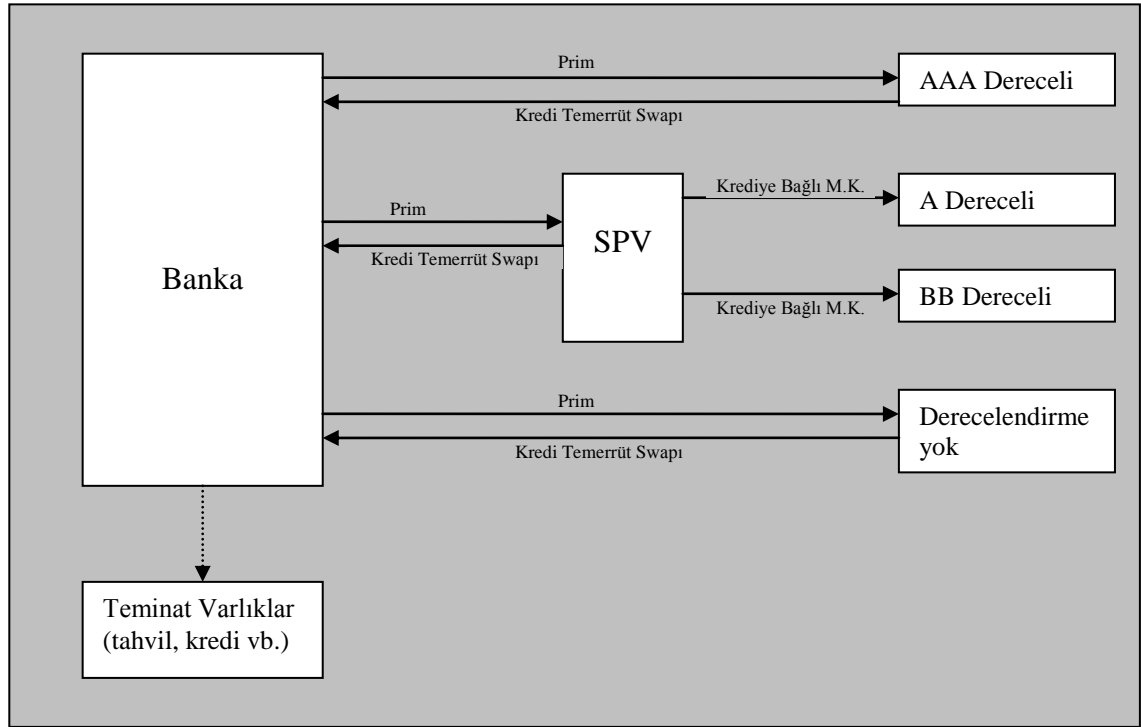
Teminatlı borç yükümlülüklerinde yatırımcılara yapılan ödemeler üç kaynaktan karşılanmaktadır. Bu kaynaklar teminat varlıkların faiz ödemeleri, teminat varlıklara ilişkin vade sonlarında yapılan anapara ödemeleri ve teminat havuzundaki varlıkların satışından kaynaklanan nakittir. Elde edilen nakit ilk olarak üst sınıflara yapılması gereken ödemelerde kullanılmakta, daha sonra diğer sınıflara ödemeler yapılmaktadır. Bu durum üst sınıf teminatlı borç yükümlülüklerinin, teminat varlıklara yapılan doğrudan yatırımlara göre daha az riskli olmasını sağlamaktadır.

Teminatlı borç yükümlülüklerinde, ortaya çıkan zararlar ihraç edilen sınıflar arasında bağlanma ve ayrılma noktalarına göre dağıtılmaktadır. Buna göre en düşük sınır bağlanma noktası, en yüksek sınır ayrılma noktasıdır. Örneğin bir sınıfta bu oranlar %3-%7 ise bağlanma noktası %3, ayrılma noktası %7 olacaktır. Teminat varlıkların zararı %3’ü geçmezse bu sınıf zarardan etkilenmeyecektir. Ancak zarar %3’ü geçtiğinde ayrılma noktası olan %7’ye kadar olan zararları bu sınıf üstlenecektir (Chan-Lau ve Ong. 2006:18-19).

I.2. Sentetik Yapılarda İhraç Süreci

Sentetik menkul kıymetleştirme, varlık portföyündeki risklerin kredi temerrüt swapları ve krediye bağlı menkul kıymetler ile transfer edilmesini içeren yapılandırılmış işlemlerdir. Nakit yapılarda, teminat portföyünü oluşturacak varlıkların özel amaçlı kuruluşa doğru şekilde transferinin önemli olması, ihraçların daha maliyetli olmasına neden olabilmektedir. Bu yüzden kredi türevleri kullanılarak riski transfer etmek, dolayısıyla sentetik yapıları kullanmak daha fazla tercih edilmektedir (FSA. 2002:12).

Aşağıda yer alan Şekil 3'te sentetik menkul kıymetleştirme örneği görülmektedir.



Şekil 3 Sentetik Teminatlı Borç Yükümlülükleri İhracı

Bu ihraç sürecinde, özel amaçlı kuruluş, belirli bir ücret karşılığında kredi riskine karşı koruma satmaktadır. Koruma sözleşmelerinde, referans varlıklar (reference assets) finansal kuruluşun bilançosundan çıkarılmamakta, sadece bu referans varlıklara ilişkin kredi riski koruma satan tarafa, genellikle özel amaçlı kuruluşa devredilmektedir. Dolayısıyla bu menkul kıymetleştirmede asıl amaç

finansman sağlamaktan çok kredi riskinin transferidir. Kredi riski, kredi temerrüt swaplarını kullanmak suretiyle özel amaçlı kuruluşa ya da krediye bağlı menkul kıymet kullanmak suretiyle doğrudan ya da özel amaçlı kuruluş vasıtasıyla yatırımcılara aktarılmaktadır (Chan-Lau ve Ong. 2006:18-20).

Sigorta sistemine benzer işleyen bu süreçte koruma satın alan, özel amaçlı kuruluşa kredi temerrüt swapı çerçevesinde dönemsel bir prim ödemesi yapmaktadır. Referans varlıklara ilişkin kredi riskleri gerçekleşmediği takdirde sözleşme, referans varlıkların vadesinin bitmesiyle birlikte herhangi bir ödeme yapılmadan sona ermektedir. Referans varlıklara ilişkin risk meydana geldiği takdirde ise koruma satan özel amaçlı kuruluş, sözleşme şartlarına uygun olarak finansal kuruluşa ödemede bulunmaktadır.

I.3. Tek Sınıflı Yapılarda İhraç Süreci

Yatırımcıların, son yıllarda, coğrafik ve sektörel özellikleri, kredi dereceleri, çeşitliliği, yatırım döneminin uzunluğu gibi alanlarda kendi tercihlerinin yer aldığı menkul kıymetlere yatırım yapmak istemeleri, tek sınıflı teminatlı borç yükümlülükleri ihraçlarını popüler hale getirmeye başlamıştır. Tek sınıflı teminatlı borç yükümlülükleri ihraçlarında, standart bir portföy ve standart bir sınıf belirlenmektedir. İhraç sonucunda bir taraf yatırım sınıfındaki teminatı satın alırken, diğer taraf da yatırım sınıfındaki teminatı satmaktadır.

Tek sınıflı teminatlı borç yükümlülüklerinde nakit akışları, sentetik teminatlı borç yükümlülükleri ile benzer şekilde gerçekleşmektedir. Fakat bu yapıda, teminat portföyü hiçbir zaman oluşturulmamaktadır. Sadece nakit akışlarını belirlemek için referans bir portföy kullanılmaktadır.

Bu piyasa, endekse dayalı vadeli işlem sözleşmeleri gibi işlem görmektedir ve ihraç sürecinde özel amaçlı varlıklar kullanılabileceği gibi direkt yatırımcılara da ihraç gerçekleştirilebilmektedir.

Tek sınıflı teminatlı borç yükümlülüklerinde, öncelikle bir endeks oluşturulmaktadır. Hisse senedi endeksleri gibi, bu endeksin içeriğinin kamuya

sürekli duyurulması, likidite ve işlem hacimlerinin sürekli gözden geçirilmesi ve değişikliklerin kamuya açıklanması gerekmektedir. Sonrasında, teminatlı borç yükümlülükleri sınıfları, o şirketler teminat portföyünde yer alıyormuş gibi işlem görmektedir. Amerika’da Dow Jones, bu yolla teminatlı borç yükümlülükleri ihraç etmektedir. En fazla işlem gören endeksler yatırım yapılabilir derecesi olan ve Avrupa’da ve Amerika’da faaliyet gösteren 125 şirketi içeren Dow Jones CDX NA IG ve Dow Jones iTraxx Europe’tur (Elizalde. 2006:19-21).

Yatırımcılar, teminatlı borç yükümlülükleri sınıflarında kısa ya da uzun pozisyon alıp belirli bir para ödediklerinde, vade sonuna kadar nakit akışlarını belirleyen şey endekste yer alan firmaların değerindeki değişimler olmaktadır. Endekste bir firma borcunu ödeyemez duruma geldiğinde endeksten çıkarılmakta ve endekse yeni bir firma eklenmektedir. Ancak yeni eklenen firma eski sözleşmelerde dikkate alınmamakta, sadece yeni sözleşmeleri etkilemektedir. Borç ödeyememe durumunun yanı sıra likidite ve buna benzer konularda da endeksin bileşimi değiştirilebilmektedir.

II. Teminatlı Borç Yükümlülüklerine Yatırım Yapan Yatırımcılar

Teminatlı borç yükümlülükleri yatırımlarında, yatırımcılar kendi risk ve getiri tercihlerine göre farklı sınıflarda yatırım yapma imkanına sahip olmaktadır. Yatırımcı dilediği takdirde yüksek getiri sağlayacak en riskli sınıfı alabilecektir. Ancak yatırımcı en riskli sınıfa yatırım yaparak aynı zamanda teminat olarak gösterilen portföyde meydana gelen temerrütler nedeniyle çıkan kayıpları da üstlenecektir. Diğer yandan yatırımcı düşük getiri sağlayan bir sınıfa yatırım yaptığı takdirde temerrütler nedeniyle oluşan kayıplardan daha az etkilenecektir.

Yapılan araştırmalarda alt sınıf teminatlı borç yükümlülüklerinin, borçlanma araçlarına yapılan yatırıma göre 13-17 kat daha riskli olduğu belirlenmiştir. Orta sınıfta bu risk 5-7 kat arasında değişmektedir. Üst sınıfta ise riskin doğrudan yatırımlardan daha düşük olduğu belirlenmiştir (Papenbrock. 2006:16).

Üstlendikleri temerrüt riskine göre yatırımcıların sınıflandırılması aşağıda yer almaktadır.

II.1. Üst Sınıf Yatırımcılar (Senior Tranche Investors)

Üst sınıf teminatlý borç yükümlülükleri, AAA ile AA arasında derecelendirilen ve nakit akışlarında ilk talep hakkına sahip olan finansal araçlardır. Genellikle yapının %70 ile %90'ını üst sınıf araçlar oluşturmaktadır. Bu yatırım sınıfı çok düşük riske sahiptir ve ancak ekonomide çok büyük durgunluk ya da gerileme olduğunda ya da başka bir sistematik risk gerçekleştiğinde itfa edilmektedir.

Üst sınıf yatırımcılar genellikle, bankalar, serbest yatırım fonları (hedge funds), sigorta şirketleri ve emeklilik şirketleridir. Bankalar, üst sınıf araçları Basel II kriterlerini sağlamak amacıyla, düşük risk ağırlıklandırmasına sahip olduğu için almaktadır. Serbest yatırım fonları, teminatlý borç yükümlülüklerinin en büyük alıcısı konumundadır. Sigorta şirketleri ve emeklilik fonları ise hem varlık portföyünü çeşitlendirmek hem de daha büyük getiriler kazanmak için üst sınıf araçlara yatırım yapmaktadır (Kuebler. 2004:50). 2004 yılından itibaren bireysel yatırımcıların da teminatlý borç yükümlülüklerine yatırım yapmasına izin verilmiştir.

II.2. Orta Sınıf Yatırımcılar (Mezzanine Tranche Investors)

Orta sınıf teminatlý borç yükümlülükleri genellikle A ile B arasında derecelendirilmiştir ve teminatlardan sağlanan nakit akışları üzerinde ikinci derecede söz hakkına sahiptir. Bu sınıfın katlanacağı risk alt sınıfın büyüklüğüne ve teminat portföyün riskliliğine bağlıdır. Ayrıca ekonomik durgunluklarda itfa edilmesi istenebilmektedir.

Orta sınıf yatırımcıları, genel olarak kurumsal yatırımcılar oluşturmaktadır. Sigorta şirketleri, serbest yatırım fonları orta sınıftan kaynaklanan riskleri daha yüksek getiri sağlamak amacıyla talep etmektedir.

II.3. Alt Sınıf Yatırımcılar (Equity Tranche Investors)

Alt sınıf teminatlý borç yükümlülükleri genelde derecelendirilmemiştir ve teminatların kalan getirilerini alabilmektedir. Portföyde oluşan bir zarar, ilk olarak bu

sınıfa yansıtıldığı için bu sınıf, ilk-zarar pozisyonu (first-loss position) olarak da adlandırılmaktadır. Teminatlardan daha yüksek bir getiriye ve getiri volatilitesine sahip olması nedeniyle bu sınıfa yatırım, kaldıraçlı bir yatırımı içermektedir. Dolayısıyla bu sınıfta kazanç sağlamak portföy yöneticisinin yeteneklerine bağlıdır.

Alt sınıf yatırımcılar, genellikle portföy yöneticileri ya da ihraççı olmaktadır. Bunların haricinde sigorta şirketleri ve emeklilik fonları, serbest yatırım fonları alt sınıf araçlara yatırım yapmaktadır.

Sigorta şirketleri ve emeklilik fonları tarafından alt sınıf teminatlalı borç yükümlülükleri, farklı ve yüksek getirili yatırım araçlarına ihtiyaç duyulması ve teminatlalı borç yükümlülüklerinin hisse senetleri ve tahvillerle çok düşük korelasyona sahip olması nedenleriyle tercih edilmektedir.

Serbest yatırım fonları ise riskli araçlara yatırım yapmakta ve kaldıraç etkisinden yararlanmayı tercih etmektedir. Bu nedenle alt sınıf araçlara yatırım yapmaktadır (Kuebler. 2004:51).

III. Teminat Portföyünün Kalitesinin Artırılması

III.1. Aşırı Teminatlandırma ve Diğer Sınıflara Bağlılık

Aşırı teminatlandırma, bir ya da daha fazla teminatlalı borç yükümlülükleri sınıfının teminat altına alınması için o sınıfın bugünkü değerine göre daha fazla teminat ayrılması durumudur. Toplam teminat miktarının, her bir sınıfın toplam tutarına bölünmesi ile hesaplanır.

Diğer sınıflara bağlılık (subordination) ise her bir sınıfın aşırı teminatlandırılmasını finanse eden yükümlülükler toplamıdır (Barclays. 2002:25).

Varlıklar (Bin YTL)	Yükümlülükler (Bin YTL)
500.000 YTL	A sınıfı finansal araçlar: 350.000
-Yüksek Getirili Tahviller	B sınıfı finansal araçlar: 60.000
-Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler	C sınıfı finansal araçlar: 50.000
-Sentetik Araçlar vb.	Alt sınıf finansal araçlar: 40.000

Yukarıdaki tabloda A sınıfı finansal araçların toplam tutarı 350 milyon YTL, bağlılık miktarı ise tüm ikincil sınıfların toplam tutarı olan 150 milyon YTL'dir. A sınıfının aşırı teminatlandırma oranı ise toplam teminatın, A sınıfı finansal araçların değerine bölünmesi ile % 143 (500 milyon/350 milyon) olarak bulunmaktadır. B sınıfı, A sınıfına göre ikincil durumda olduğu için bu sınıfın daha düşük bağlılık tutarı ve daha düşük aşırı teminatlandırma oranı olacaktır. B sınıfının bağlılık tutarı C sınıfı ve alt sınıfların toplam tutarı olan 90 milyon YTL'dir. B sınıfının aşırı teminatlandırma oranı ise toplam teminat oranının A sınıfı ve B sınıfının toplam tutarına bölünmesi ile hesaplanan %122 (500 milyon/410 milyon)'dir. Benzer şekilde C sınıfının bağlılık miktarı 40 milyon YTL ve aşırı teminatlandırma oranı %109 (500 milyon/460 milyon)'dir.

III.2. Yüksek Kazanç Sağlama

Üst ve orta sınıf yatırımcılara yapılması gereken faiz ve anapara ödemeleri yerine getirildikten sonra, alt sınıf yatırımcılar için elde edilebilir olan kazancı ifade etmektedir. Yüksek kazanç, temerrüt durumu ortaya çıkmadığı takdirde alt sınıf yatırımcılar tarafından elde edilebilecektir.

III.3. Dışarıdan Teminat Alınması

Teminatlı borç yükümlülükleri tarafından ihraç edilen bir ya da daha fazla sınıfa ilişkin kredi garantisi sağlamak amacıyla üçüncü şahıslara yapılan koruma ödemelerini ifade etmektedir. Genellikle yüksek kredi notuna sahip sigorta şirketleri tarafından teminat sağlanmaktadır. Sentetik işlemlerde ise bu teminat, kredi temerrüt swapları ile sağlanmaktadır (Barclays. 2002:26).

III.4. Hedging İşlemleri

1. Faiz Oranı İşlemleri

Teminatlı borç yükümlülüklerinin faiz oranı riskini hedge etmek amacıyla yapılan sözleşmeleri kapsamaktadır. İşlem yapısına göre, çoğunlukla; faiz oranı swapları, toplam getiri swapları, likidite swapları vb. kullanılmaktadır.

2. Kur İşlemleri

Çoğunlukla teminatlı borç yükümlülüklerinin, varlık ve yükümlülükleri aynı para birimleri ile ifade edilseler de varlık ve yükümlülükleri birden fazla para birimi ile ifade edilen teminatlı borç yükümlülükleri de bulunmaktadır. Para birimi olarak varlık ve yükümlülükler arasında uyumsuzluklar olduğu takdirde kur riskinden korunmak amacıyla sözleşmeler yapılmalıdır.

IV. Teminatlı Borç Yükümlülüklerine İlişkin İkincil Piyasa İşlemleri

Teminatlı borç yükümlülüklerine ilişkin ikincil piyasa işlemleri son yıllarda gelişim göstermiştir. Ancak ikincil piyasalarda çok az aktif alıcı ve satıcı bulunmaktadır. Çoğunlukla nakit akışlarına ilişkin eksik bilginin mevcut olması, teminat havuzunun içeriği ve derecelendirme notları devamlı kamuya duyurulsa dahi teminatlandırmanın yeterli olup olmadığını analiz etmenin ve portföy değeri ile teminatlı borç yükümlülükleri değerini karşılaştırabilmenin diğer yatırımcılar için güç olması, bu piyasadaki yatırımcıların genellikle serbest yatırım fonları olmasına neden olmaktadır. İkincil piyasada tüm sınıflar da işlem görmemekte, genel olarak üst sınıfa ilişkin teminatlı borç yükümlülükleri ile orta sınıfın bir kısmının ikincil piyasalarda alım ve satımı yapılabilmektedir (Banks. 2006:130).

Bölüm 3: Mevcut Durum ve Düzenleme Önerileri

I. Basel II Çerçevesinde Teminatlı Borç Yükümlülükleri

Basel II Uzlaşısı'na (Uzlaş) göre daha riskli varlıklara sahip bir bankanın, daha az riskli varlıklara sahip bir bankaya göre tutması gereken asgari sermayesinin daha fazla olması gerekmektedir.

Uzlaş, riskin genel olarak tanımlanması yerine her bir riskin ayrı olarak tanımlanmasını içermektedir. Riskler; kredi riski, operasyonel risk, piyasa riski olarak belirlenmiştir. Kredi riskinin bankaların sermaye miktarının belirlenmesinde

dikkate alınan risklerden biri olması sebebiyle de bu riskin yönetimi zorunlu hale gelmiştir.

Uzlaşma'ya göre;

1. Bankaların asgari sermaye gereksinimi, bankaların gerçek kredi riskini gösterecek şekilde derecelendirilen ve riske göre ağırlıklandırılmış varlıklarla hesaplanacaktır.
2. Kuruluşlar için sermaye yeterliliği ve iç değerlendirme sürecinin gözetimi ve denetimi gerekmektedir.
3. Gerekli olan tüm bilgiler zamanında ve en doğru şekilde açıklanmalı ve bu yolla piyasa disiplini sağlanmalıdır.

Basel II ile birlikte bankalar asgari sermaye yeterliliğine sahip olup olmadıklarını Basel I'den farklı olarak risk derecelendirmelerini dikkate alarak hesaplamaktadır. Basel II ile operasyonel risk tanımının da getirilmiş olması asgari sermaye miktarını daha da artırmıştır. Finansal kuruluşlar, Uzlaşma'dan kaynaklanan yükümlülüklerini yerine getirmek amacıyla geleneksel yöntemlerin dışında kredi türevlerini ve menkul kıymetleştirme yöntemini kullanmaya başlamışlardır. Bu yolla hem kredi risklerini hem asgari sermaye gereksinimlerini azaltmışlardır.

Amerika'da menkul kıymetleştirmenin artması, düzenleme ve gözetim faaliyetlerinde birçok büyük boşlukla karşılaşılmasına yol açmıştır. Bunun sonucunda Para Denetleme Bürosu (Office of the Comptroller of Currency), bankalar tarafından yapılan menkul kıymetleştirmeleri izlemek üzere düzenlemeler yapmıştır (Chan-Lau ve Ong. 2006:15-16). Buna göre;

1. Menkul kıymetleştirme programlarını incelemek üzere uzman kadro oluşturulacaktır.
2. Kalan risk bileşimlerine ilişkin olarak bağımsız değerlendirme yöntemleri geliştirilecektir.
3. Her bankadan her menkul kıymetleştirme aracı hakkında bilgi alınacaktır.

Bu kapsamda bankaların yapması gerekenler aşağıdaki gibidir;

1. Her bir aracın muhasebe standartları ve yasal çerçevede gözetimi yapılacaktır.
2. Diğer varlıklar için de risk analizi yapılacaktır.
3. Likidite ve rezerv planları yapılacaktır.

II. Avrupa Birliği Direktifleri Çerçevesinde Teminatlı Borç Yükümlülükleri

14.06.2006 tarihinde yayınlanan Avrupa Birliği'nin 2006/48/EC sayılı Direktifi'nin (Direktif) 4'üncü maddesinde yer alan tanımlamalar içerisinde menkul kıymetleştirmeye de yer verilmiştir. Bu tanıma göre menkul kıymetleştirme varlıktan ya da varlık havuzundan kaynaklanan kredi riskinin sınıflara ayrılması yoluyla yapılan işlemlerdir. Direktif'te bu işlemlerin varlığın ya da varlık havuzunun performansına bağlı olması gerektiği ve sınıfların işlemler sonucunda oluşan zararların nasıl paylaşılacağını göstermesi gerektiği de belirtilmiştir.

Direktif'te menkul kıymetleştirme, geleneksel menkul kıymetleştirme ve sentetik menkul kıymetleştirme olmak üzere ikiye ayrılmıştır. *Geleneksel menkul kıymetleştirme*, varlığın ya da varlık havuzunun menkul kıymetleri ihraç edecek özel amaçlı kuruluşa devredilmesini içermektedir. O varlık ya da varlık havuzunun mülkiyeti özel amaçlı kuruluşa geçmiş olduğu için ihraç edilen menkul kıymetlere ilişkin ödemelerin yapılmaması halinde varlıkları devreden finansal kuruluşa başvurulamayacaktır.

Sentetik menkul kıymetleştirmede ise sınıflara ayırma, kredi türevleri ya da teminatlar vasıtası ile yapılmaktadır. Bu menkul kıymetleştirme işleminde varlık havuzu ihraççının bilançosundan çıkarılmamaktadır.

III. Ülkemizde Menkul Kıymetleştirmeye İlişkin Yapılmış Düzenlemeler

III.1. Varlık Teminatlı Menkul Kıymetler ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler

29.04.1992 tarih ve 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda Değişiklik Yapılmasına, Bankalar Kanununun Bir Maddesinin Değiştirilmesine ve 35 Sayılı KHK'nin Bazı Maddelerinin Yürürlükten Kaldırılmasına Dair Kanun uyarınca Sermaye Piyasası Kanunu'na eklenen 13/A maddesinde varlığa dayalı menkul kıymetlerin (VDMK); alacaklar ve duran varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilebileceği hükme bağlanmıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:III, No:14 sayılı Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliğ (Seri:III, No:14 sayılı Tebliğ) ile SPKn'nun 13/A maddesinde belirtilen VDMK'lerden alacaklar karşılık gösterilmek suretiyle ihraç edilecek olanlar ile genel finans ortaklıklarının kuruluş ve faaliyet ilkeleri düzenlenmiştir. Söz konusu tebliğ ile VDMK'ler, menkul kıymetleştirmenin fon sağlama özelliğine yönelik olarak düzenlenmiş, bu nedenle kredi riskinin aktarımında kullanılamamıştır (Kavlak. 2003:14).

Seri:III, No:14 sayılı Tebliğ'e göre; VDMK ihracına yetkili kuruluşlar, bankalar, genel finans ortaklıkları ve finansal kiralama şirketleridir. SPKn'nda, VDMK'lerin alacak ve duran varlık karşılığı çıkarılabileceği öngörülmüş olsa da Tebliğ'de sadece alacaklar karşılık gösterilerek VDMK ihraç edileceğinin hükme bağlandığı görülmektedir. Tebliğde menkul kıymetleştirilebilecek alacaklar tüketici kredileri, konut kredileri, finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar ve mal ve hizmet üretimi faaliyetinde bulunan anonim şirketler ile özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüslerinin müşterilerine yaptıkları taksitli satışlardan doğan ve senede bağlanmış alacakları olarak belirlenmiştir. 1994 yılından sonra işleme konu olacak alacakların kapsamı genişletilmiş ve bankalar ve özel finans kurumlarının açmış oldukları ve fiilen ihracatta kullandıkları krediler ile faktoring işlemleri yapan anonim şirketlerce elde edilen ihracat karşılığındaki işlemlerden doğan alacaklar; T.C. Ziraat Bankası'nın senede bağlı alacakları, T. Halk Bankası'nın esnaf ve sanatkarlarla küçük işletmelere açtığı ihtisas kredileri de

menkul kıymetleştirilebilecek alacaklara eklenmiştir. 10.01.1995 tarih ve 22167 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri III. No:18 Tebliği Geçici 1'inci maddesi ile bankaların tüketici kredileri başlığı altındaki, tüketici, otomobil, konut, kredi kartı, dövizde endeksli otomobil ve konut kredileri karşılığında varlığa dayalı menkul kıymet ihraçlarının Kurul'un öngöreceği bir tarihe kadar Kurul kaydına alınmayacağı hükme bağlanmıştır. 1994-1998 yılları arasında Kurul kaydına alınan VDMK ihraçlarının dayandığı alacak portföyleri Ek/2'de yer almaktadır.

5582 sayılı Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun (5582 sayılı Kanun) uyarınca Sermaye Piyasası Kanunu'na getirilen değişiklikler çerçevesinde varlığa dayalı menkul kıymetler tekrar tanımlanmıştır. Yapılan değişikliklerle daha önce varlığa dayalı menkul kıymet tanımının yer aldığı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 13/A maddesinde ipotek teminatlı menkul kıymetlere ilişkin düzenlemelere yer verilmiştir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 13/B maddesinde ise **varlık teminatlı menkul kıymetler** düzenlenmiştir. Anılan madde uyarınca varlık teminatlı menkul kıymetler, ihraççıların genel yükümlülüğü niteliğinde olan, alacaklar ve duran varlıkların teminatı altında ihraç edilen borçlanma senetleridir. Görüldüğü üzere 5582 sayılı Kanun öncesi “varlığa dayalı menkul kıymet” olarak adlandırılan söz konusu sermaye piyasası araçları, 5582 sayılı Kanun'la yapılan değişiklikler sonucu “varlık teminatlı menkul kıymetler” olarak ifade edilmiştir. **Varlığa dayalı menkul kıymet** ise varlık finansmanı fonları tarafından ihraç edilecek sermaye piyasası araçları olarak tanımlanmıştır.

Varlık teminatlı menkul kıymet ihraç edecek kuruluşlara, ihraç limitlerine, ihraç şartlarına, teminat gösterilebilecek alacak ve varlık türlerine, teminat gösterilebilecek varlıklara ilişkin sınırlamalara, teminat gösterilen alacak ve varlıkların değerlendirilmesine ve raporlanmasına ilişkin usûl ve esasların Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirleneceği hükme bağlanmıştır. Ancak Sermaye Piyasası Kurulu tarafından varlık teminatlı menkul kıymetlere ve varlığa dayalı menkul kıymetlere ilişkin ikincil düzenlemeler henüz tamamlanmamıştır.

III.2. İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler

5582 sayılı Kanun ile Sermaye Piyasası Kanunu'na eklenen 13/A maddesinde ***ipotek teminatlı menkul kıymetler***; ihraççıların genel yükümlülüğü niteliğinde olan ve oluşturulan teminat havuzundaki varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen borçlanma senetleri olarak tanımlanmıştır. İpotek teminatlı menkul kıymetlere teminat gösterilen varlıkların diğer varlıklardan ayrılabilmesi amacıyla ihraççılara, ipotek teminatlı menkul kıymetlerin teminatı olan varlıkları, diğer varlıklarından ayrı olarak, oluşturacakları teminat havuzu içerisinde izleme yükümlülüğü getirilmiştir. Bununla birlikte Kanun; ihraççının sahip olduğu varlıklardan hangilerinin teminat havuzunda yer aldığı konusunda oluşabilecek tereddütleri ortadan kaldırmak adına, bu kayıtların ihraççının yanı sıra ayrı bir kayıt kuruluşunda da tutulmasını sağlamak amacıyla düzenleme yapılmasını öngörmektedir.

Teminat havuzu; yapı kullanma izni alınmış konut ve diğer gayrimenkuller üzerine ipotek tesis edilmek suretiyle teminat altına alınmış alacaklar, ikame varlıklar ve bunların riskten korunması amacıyla yapılan sözleşmelerden oluşturulabilecektir. İkame varlıkların nakit, devlet iç borçlanma senetleri, hazine kefaletiyle ihraç edilen menkul kıymetler, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı'na (OECD) üye ülkelerin merkezi yönetimleri ile merkez bankalarınca ya da bunların kefaletiyle ihraç edilen menkul kıymetler olacağı belirlenmiştir. Bunlar dışında kalan varlık ve alacakların teminat havuzuna dahil edilmesine SPKn'nda izin verilmemiştir.

SPKn'nun 38/B maddesinde ise ***ipoteğe dayalı menkul kıymetler***, konut finansmanı fonu tarafından ihraç edilen menkul kıymetler olarak tanımlanmıştır. İpoteğe dayalı menkul kıymetler, konut kredileri, nakit, nakit benzeri kısa vadeli araçlar ve türev sözleşmelere dayalı olarak çıkarılabilecektir.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun Seri:III, No:33 İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ ile Seri:III, No:34 Konut Finansmanı Fonlarına ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'de de ipotek teminatlı menkul kıymetler ile ipoteye dayalı menkul kıymetlere ilişkin ayrıntılı düzenlemeler yapılmıştır.

IV. Ülkemizde Kredi Riskinin Yönetilmesi

Borçlu kişi ya da kuruluşun karşı tarafa olan yükümlülüklerini, yapılmış olan anlaşmaya uygun olarak yerine getirmeme olasılığı olarak tanımlanan kredi riski, finansal kuruluşların mali yapılarını etkileyen en önemli risklerden bir tanesidir. Finansal kuruluşlar, verdikleri kredi ve borçları zamanında ve daha önceden belirlenen şekilde tahsil edememeleri halinde beklenen nakit akışlarının gerçekleşmemesi sebebiyle likidite sıkıntısına düşmekte ve gelirleri azalmaktadır. Basel II Uzlaşısı çerçevesinde yüksek kredi riski olan varlıkları elinde tutan finansal kuruluşun, daha fazla sermaye bulundurması zorunluluğu da finansal kuruluşları zor durumda bırakmaktadır.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu tarafından yayınlanmış olan Haziran 2007'ye ilişkin Finansal Piyasalar Raporu'nda bankacılık sektörünün kredi riskine ilişkin değerlendirmeler yer almaktadır. Söz konusu rapor uyarınca Haziran 2007 itibarıyla toplam krediler 247,5 milyar YTL ile toplam aktiflerin %46,4'ünü oluşturmaktadır. Bankaların bilançolarında yer alan tahsili gelmiş alacakların 9,4 milyar YTL, özel karşılık tutarının ise 8,3 milyar YTL'ye yükseldiği görülmektedir. Raporda nakdi ve gayri nakdi kredilerin zarara dönüşmesi durumunda sermaye yeterlilik rasyosunda¹ (SYR) meydana gelecek azalmalara ve ortaya çıkacak zararlara yer verilmiştir.

Tablo 1 Bankaların Maruz Kaldıkları Kredi Riskine İlişkin Analiz

Senaryo	Zarar (Bin YTL)	SYR (%)	SYR Değişimi (Puan)
Nakdi Kredilerin %1'inin Zarara Dönüşmesi	1.990	20,08	-0,58
Nakdi Kredilerin %5'inin Zarara Dönüşmesi	9.951	17,71	-2,94
Gayri Nakdi Kredilerin %1'inin Zarara Dönüşmesi	435	20,53	-0,13
Gayri Nakdi Kredilerin %5'inin Zarara Dönüşmesi	2.174	20,02	-0,63

Tablodan da görüldüğü üzere kredi riskinin gerçekleşmesi halinde bankaların hem gelirleri hem de sermayeleri etkilenmektedir. Söz konusu varlıkların

¹ Sermaye yeterlilik rasyosu, banka öz kaynaklarının, riskli aktiflere oranını (Özkaynaklar/Kredi Riski+Operasyonel Risk+Piyasa Riski) ifade etmektedir. Uzlaşım'da SYR'nun %8'den az olamayacağı belirlenmiştir.

teminatlandırılması kredi riskinden kaynaklanacak olası zararları azaltabilecek bir yöntemdir. Ancak tahsili gelmiş alacakların sadece %55-60 oranındaki bölümünün teminatlandırıldığı görülmektedir. Toplam kredilerin teminatlandırma oranı ise yaklaşık %40'tır. Kredilere ilişkin teminatların yüksek tutarda olmaması, diğer alacaklara ilişkin kredi riskinin yönetilmesinde alternatif çözüm yöntemlerinden yararlanma gereğini doğurmaktadır.

Kredi riskini azaltmak hatta ortadan kaldırmak için kullanılacak araçlardan biri teminatlı borç yükümlülükleridir. Nakit yapılı teminatlı borç yükümlülüklerinde, finansal kuruluş ya da şirket, varlıklarını özel amaçlı kuruluşa satarak nakit sağlamakta ve aynı zamanda bu varlıklar dolayısıyla katlandığı kredi riskini de özel amaçlı kuruluşa aktarmaktadır. Sentetik yapılı teminatlı borç yükümlülüklerinde ise bilançoda yer alan varlıklar devredilmeden bu varlıklara ilişkin kredi riski özel amaçlı kuruluşa ya da yatırımcılara transfer edilebilmektedir.

V. Teminatlı Borç Yükümlülüklerine İlişkin Düzenleme Önerileri

Mevzuatımızda teminatlı borç yükümlülüklerine ilişkin bir düzenleme bulunmamaktadır. Ancak ipotek teminatlı menkul kıymetlere, varlık teminatlı menkul kıymetlere, ipoteğe dayalı menkul kıymetlere ve varlığa dayalı menkul kıymetlere ilişkin yapılan düzenlemelerin bazı noktalarda teminatlı borç yükümlülükleri ile paralellik arz ettiği görülmektedir. Teminatlı borç yükümlülükleri ile aralarındaki ortak ve farklı noktalar EK/3'te belirtilmektedir.

Menkul kıymetleştirmeye ilişkin mevzuatımızda yer alan düzenlemeler dikkate alındığında teminatlı borç yükümlülükleri için gerekli ek düzenlemelere ilişkin öneriler aşağıda yer almaktadır.

V.I. İhraççı

Nakit yapılarda teminatlı borç yükümlülüklerini özel amaçlı kuruluşlar; sentetik yapılarda varlıkları bilançosunda taşıyan finansal kuruluşlar ya da özel amaçlı kuruluşlar ihraç etmektedir. Dolayısıyla mevzuatımızda teminatlı borç yükümlülüklerini ihraç etme amacıyla kurulmuş olan özel amaçlı kuruluş

tanımlamasına ihtiyaç duyulmaktadır. Ülkemizde “trust” şeklinde yapılar menkul kıymet yatırım fonlarının yanı sıra konut finansmanı fonları ve varlık finansmanı fonları için de düzenlemiştir. Tüzel kişiliği olmayan bu fon yapısının teminatlı borç yükümlülüklerinde de uygulanabileceği düşünülmektedir. Söz konusu fonların bankalar, finansman şirketleri ve belirli koşullara sahip aracı kurumlar tarafından kurulmasına imkan sağlanmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

V.2. Teminat Varlıklar

Teminatlı borç yükümlülüklerinin dayandırıldığı teminat havuzunun aşağıda yer alan varlıklardan oluşabileceği düşünülmektedir.

- 1) Diğer teminatlı borç yükümlülükleri,
- 2) Tüketici kredileri (tüketici kredileri, konut kredileri, ihtiyaç kredileri vb.),
- 3) Finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar,
- 4) İhracat işlemlerinden doğan alacaklar,
- 5) İthalat kredileri,
- 6) Kredi kartı alacakları,
- 7) Teminat mektupları, akreditif kredileri, prefinansman kredileri, diğer garanti ve kefaletler gibi gayri nakdi krediler,
- 8) Diğer ülkelerin borçlanma araçları,
- 9) Özel sektör tahvilleri,
- 10) İTMK, İDMK, VTMK ve VDMK,
- 11) İkame varlıklar (nakit, Devlet İç Borçlanma Senetleri gibi),
- 12) Türev araçlar.

İzahnamede teminat portföyünün aktif olarak yönetilip yönetilmeyeceğine ilişkin bir maddenin de yer alması gerekmektedir. Aktif yönetilen portföylerde, teminatlı borç yükümlülükleri itfa edilinceye kadar teminat portföyünde yer alan varlıklar değiştirilebilecek, satılabilecek, farklı varlıklar alınabilecektir. Ancak izahnamede tek bir varlık çeşidine yatırım yapılması öngörülüyorsa teminat portföyüne farklı bir varlık alınması mümkün olmayacaktır.

V.3. Teminat Varlıklara Getirilen Sınırlandırmalar

İpotek teminatlı menkul kıymetlerde teminat portföylerinin büyük bölümünün ipotekli konut kredilerinden oluşmasını sağlamak ve kredi kalitesini yüksek tutmak amacıyla ipotekli ticari krediler, ikame varlıklar ve türev ürünlerin, portföyün en fazla %15'ini oluşturabileceğine ilişkin hükme yer verilmiştir. İpoteğe dayalı menkul kıymetler, varlığa dayalı menkul kıymetler ve varlık teminatlı menkul kıymetlerde ise bu hususa ilişkin bir düzenleme yapılmamıştır.

Teminatlı borç yükümlülüklerinde, tek bir varlık çeşidine dayalı olarak ihraç edilme imkanı bulunmaktadır. Bu çerçevede teminat varlıkların portföyde hangi oranlarla yer alabileceğine ilişkin bir düzenleme yapılmasına gerek bulunmamaktadır. Ancak teminat portföyünün hem likit olmayan hem de yüksek riskli yatırım araçlarından oluşmasını önlemek amacıyla aşağıdaki sınırlamaların getirilebileceği düşünülmektedir.

a) Fonların portföylerine alabilecekleri diğer ülkelerin borçlanma araçlarının en az yatırım yapılabilir derecesine sahip olması gerekmektedir.

b) Yatırım yapılabilir derecesine sahip olmayan özel sektör tahvilleri teminat portföyünün %10'unundan fazlasını oluşturmamalıdır.

c) Türev araçlar, borsalarda alım satıma konu olmalı veya karşı tarafı, kurulduğu ülke yetkili otoritesi tarafından yetkilendirilmiş bir banka, kredi kuruluşu, sigorta şirketi veya merkezi takas kuruluşu olmalı ve kredi derecelendirme kuruluşlarınca belirlenen derecelendirme notu en az yatırım yapılabilir seviyede olmalıdır.

Teminatlı borç yükümlülüklerinin tek bir varlık çeşidine dayandırılarak ihraç edilebilme imkanının olması sentetik yapılanmaya da imkan tanıyacaktır. Bu çerçevede sentetik yapılandırmanın araçlarından olan kredi temerrüt swapları ve krediye bağlı menkul kıymetlere ilişkin düzenlemelerin de yapılması gerekmektedir.

V.4. Alacakların Devri

Finansal kuruluşun alacakları özel amaçlı kuruluşa Borçlar Kanunu'nda yer alan alacağın temlik hükmüne göre devredilecektir. Ancak varlıklardan özel devir hükümlerine tabi olanların devir işlemlerinin söz konusu hükümlere göre yapılması gerekmektedir.

V.5. İhraç Yöntemi

Fon, yatırımcıların taleplerinde yer alan risk, faiz ve vade yapısına sahip teminatlı borç yükümlülükleri ihraç edecek, daha sonra bu finansal araçların teminatını oluşturacak portföyü oluşturmaya çalışacaktır. Teminat portföyünün, kapanış gününden itibaren 60 gün içerisinde teminatlı borç yükümlülükleri sahiplerine ödenecek olan anapara tutarından az olmayacak şekilde oluşturulmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

Teminatlı borç yükümlülükleri iki ya da daha fazla sınıfta ihraç edilebileceği gibi tek bir yatırımcının taleplerini karşılamak amacıyla tek bir sınıfta da ihraç edilebilecektir. Fon, ihraç ettiği alt sınıf teminatlı borç yükümlülüklerini kendi portföyüne alabilecektir.

V.6. Menkul Kıymet Ödemeleri

Teminatlı borç yükümlülüklerinde ödemeler, teminat portföyünde yer alan varlıkların anapara, faiz gibi nakit akışları ile bu varlıkların satışından sağlanan nakit ile yapılmaktadır.

Teminat portföyünden elde edilen nakit akımlarından teminatlı borç yükümlülükleri sınıflarına yapılması gereken ödemeler yapıldıktan sonra kalan tutar alt sınıf teminatlı borç yükümlülüklerine yatırım yapanlara aktarılacaktır.

V.7. Bağımsız Denetim

Fon'un yıllık finansal tabloları Sermaye Piyasası Kurulu'nun yetkili kuruluşlar listesinde yer alan bağımsız denetim kuruluşları tarafından bağımsız denetime tabi olmalıdır. Ayrıca bağımsız denetim kuruluşunun fon portföyündeki varlıklara ilişkin altı aylık dönemler halinde de rapor hazırlamasının uygun olacağı düşünülmektedir.

V.8. Derecelendirme

Teminatlı borç yükümlülüklerinde, teminat portföyünde yer alan varlıkların ipotege dayalı menkul kıymetlere ve varlığa dayalı menkul kıymetlere göre çok daha sık değişmesi, ihraç edilen teminatlı borç yükümlülüğünün kredi notunun da daha sık değişmesine yol açmaktadır. Bu nedenle Fon tarafından teminatlı borç yükümlülüklerinin ve bu finansal araca teminat olan varlıkların kredi derecelerine ilişkin bilgilerin yer aldığı raporlar altı aylık dönemler itibari ile internet ortamında yayınlanmalı ve söz konusu raporlar teminatlı borç yükümlülüklerinin satışının yapıldığı yerlerden de edinilebilmelidir.

V.9. Kamuyu Aydınlatma

Fon'un teminat portföyüne ve teminatlı borç yükümlülüklerinin performansına ilişkin raporları kamuya açık olmalıdır. Fon, teminatlandırma yaparken kredi derecelendirme notlarından farklı değerlendirme yapıyorsa bunu nedenleri ile açıklamalıdır. Ayrıca yatırımcılara, yapılmış olan  demeler ile yapılacak faiz ve anapara ödemeleri hakkında bilgi verilmelidir.

Finansal kuruluş, kredi riskine maruz varlıkları özel amaçlı kuruluşa devrederek bilançosundan çıkartıyorsa, menkul kıymetleştirilen aktiflerin miktarı ve türüne ilişkin bilgiye de finansal tablolarında yer vermelidir.

Kredi temerrüt swaplarına dayalı teminatlı borç yükümlülükleri ihraç eden finansal kuruluşlar ise kredi türevlerinin bilançolarına etkisini finansal tablolarının dipnotlarının yanı sıra ayrı bir dokümanda da belirtmeli, bu finansal araçların

bilançoda gösterilirken nasıl değerlendirildiği ayrıca belirtilmelidir. Bu araçlar vasıtasıyla alınan ya da transfer edilen kredi riskinin büyüklüğü, finansal tablolarda yer alan değerleri kamuya açıklanmalıdır.

Bölüm 4: Genel Değerlendirme ve Sonuç

Bankalar ve diğer finansal kuruluşların karşılaştığı en önemli risklerden biri kredi riskidir. Bu riskten korunmak amacıyla dışarıdan teminat alma, garanti isteme, ikili ya da çoklu netleme anlaşmaları yapma gibi yöntemler kullanılabilir. Kredi riskinin transferinde kullanılabilecek yeni enstrümanlardan biri ise teminatlı borç yükümlülükleridir.

Kredi riskinin transferinde kullanılan teminatlı borç yükümlülükleri, aslında menkul kıymetleştirilmiş bir borçlanma aracıdır. Banka, kredi riskine maruz olan varlıklarını özel amaçlı kuruluşa devretmekte ve özel amaçlı kuruluş bu varlıklara dayanarak borçlanma araçları ihraç etmektedir. Teminatlı borç yükümlülüklerinin kredi türevleri kullanılarak ihraç edilebilmesi de önemli bir avantaj sağlamaktadır.

Teminatlı borç yükümlülüklerinde, teminat varlıklar, çok az piyasa likiditesi olan ya da hiç olmayan birbirinden farklı varlıklardan oluşmaktadır. Bu yolla hem bu varlıklar likidite kazanmaktadır hem de yatırımcılar yüksek getiri elde edebilmektedir. Ancak bu finansal araçlarda borçlulara ve sektörlere ilişkin çeşitlendirme varlığa dayalı menkul kıymetlerden ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlerden daha fazla yapılmalıdır. Portföyde çeşitlendirmenin yüksek olması, teminat portföyünde ortaya çıkabilecek zararları azaltırken, ödenmeme riski, likidite riski ya da erken ödeme riskine karşı da koruma sağlamakta, ihraç edilen teminatlı borç yükümlülüklerinin kaldıraç derecesini artırmaktadır. Ancak teminatlı borç yükümlülüklerinin teminatı olan portföylerin içeriği hakkında kamuya sürekli bilgi verilmesi önem taşımaktadır.

Teminatlı borç yükümlülükleri Basel II Uzlaşısı'nda getirilen şartların sağlanması açısından da yararlı bir enstrüman olacaktır. Uzlaşısı'nda yer alan yapısal bloklardan biri asgari sermaye gereksiniminin tespitinde riske göre ağırlıklandırılmış varlıkların esas alınmasıdır. Kredi riski, piyasa riski ve operasyonel riski yüksek

varlık ve yükümlülükleri bilançosunda tutan finansal kuruluşların, daha yüksek sermaye tutmaları gerekmektedir. Finansal kuruluşlar, maruz kaldıkları kredi riskini teminatlı borç yükümlülükleri kullanmak suretiyle başka kuruluşlara ya da yatırımcılara aktarabileceklerdir. Risk transferi Avrupa Birliği'nin 2006/48/EC sayılı Direktifi çerçevesinde varlıkların bilançodan çıkarılarak özel amaçlı kuruluşlara devri ile olabileceği gibi kredi türev araçlarını kullanmak suretiyle sadece o varlıklara ilişkin kredi riskinin aktarılması ile de olabilecektir.

Öte yandan teminatlı borç yükümlülüklerinin teminat portföyünün, değerlemesi bireysel yatırımcılar için zor olan ve piyasada yeterli bilginin bulunmadığı krediler gibi varlıklardan oluşması teminat varlıkların riskinin belirlenmesini güçleştirmektedir. Özellikle teminatlı borç yükümlülüklerine ve varlığa dayalı menkul kıymetlere dayanılarak çıkarılan teminatlı borç yükümlülüklerinde faiz oranının ve teminat varlıkların risk derecelerinin belirlenmesi zordur.

Teminatlı borç yükümlülüklerinin ikincil piyasalarda işlem görmesi ihraççının ve Borsa'nın uygun görmesi halinde mümkün olsa da yurtdışı piyasalarda da likiditesinin çok düşük olduğu göz ardı edilmemelidir. Halka arz edilme imkanı tanınsa da değerlemesinin ve analiz edilmesinin zor olması küçük yatırımcıların bu tür finansal araçlara ilgisini azaltmaktadır. Teminatlı borç yükümlülüklerinin daha çok serbest yatırım fonları, sigorta şirketleri ve emeklilik şirketleri tarafından tercih edilmesinden dolayı ikincil piyasalarda alıcı ve satıcı sayısı azdır. Bu durum serbest yatırım fonları ve benzeri yatırımcıların, teminatlı borç yükümlülüklerinin fiyatını değiştirmek amacıyla ikincil piyasalarda manipülasyon yapma riskini de artırmaktadır.

Teminatlı borç yükümlülüklerinin belirtilen dezavantajları yanında finansal kuruluşlar için likidite sağlaması, faiz ve kur riskinden koruması, finansman maliyetlerini düşürmesi, farklı alanlara yatırım imkanı tanınması; yatırımcılar için kendi risk, getiri ve vade tercihlerine göre yatırım yapma imkanına sahip olmalarını sağlaması açısından önem taşıdığı unutulmamalıdır. Bu finansal aracın sermaye piyasalarına katılmasıyla, piyasaların derinliğinin ve genişliğinin artmasının sağlanacağı, likit olmayan varlıkların likidite kazanacağı açıktır. Bu kapsamda

mevzuatımızda teminatlı borç yükümlülüklerinin ihracına ilişkin düzenlemelerin yapılmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR-ARAŞTIRMA RAPORLARI-MAKALELER

Bankalar Birliği

- 2000 Bankaların Kredi Riskleri Hakkında Kamuoyunu Bilgilendirmesi, Türkiye Bankalar Birliği Bankacılık ve Araştırma Grubu.

BANKS, Eric

- 2006 Synthetic and Structured Assets, Wiley Finance Series, USA.

Basel Committee On Banking Supervision

- 2005 Credit Risk Transfer, International Association Of Insurance Supervisors C/O Bank For International Settlements Ch-4002 Basel , Switzerland.

CHAN-LAU, Jorge A. ve L. L. ONG

- 2006 The Credit Risk Transfer Market and Stability Implications for U.K. Financial Institutions, IMF Working Paper, WP/06/139.

COVAL, Joshua D. ve Başk.

- 2007 Economic Catastrophe Bonds, <http://ssrn.com/abstract=995249>.

DICKLER, Robert A. ve C. SCHALAST

- 2006 Distressed Debt in Germany: What's Next?- Possible Innovative Exit Strategies, HfB – Working Paper Series, No:73.

ELIZALDE, Abel

- 2006 Credit Risk Models IV: Understanding and Pricing CDOs, CEMFI Working Paper, No:0608.

ERNE, Manfred

- 2004 Having A Look at CDOs from The Structuring Perspective, Bachelor Thesis, Hochschule Nuertingen University.

FABOZZI, Frank J. ve Başk.

- 2006 Introduction To Structured Finance, Wiley Finance, John Wiley and Sons Inc.

FRANKE, Günter ve J. P. KRAHNEN

- 2005 Default Risk Sharing Between Banks and Markets: The Contribution of Collateralized Debt Obligations, Center for Financial Studies, Working Paper, No:2005/06.

FSA

- 2002 Cross-Sector Risk Transfers, Discussion Paper, May.

HYDER, Iftikhar U.

- 2002 The Barclays Capital Guide to Cash Flow Collateralized Debt Obligations, CDO and Structured Funds Group, Barclays, www.stern.nyu.edu.

IMF

- 2006 The Influence Of Credit Derivative And Structured Credit Markets On Financial Stability, IMF Publications, May.

JOBST, Andreas A.

- 2002 Collateralised Loan Obligations (CLOs)-A Primer, Center for Financial Studies, Working Paper, No:2002/13.
- 2005 What Is Structured Finance?, The Securitization Conduit, Volume 8, No: 06.
- 2005 Risk Management Of CDOs During Times Of Stress, Derivatives Week, November 28.

KAVLAK, Dilek

- 2003 Kredi Riski ve Türev Araçlar Kullanılarak Aktarımı, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara.

KİRAZCI, Alper Deniz

- 2005 Yapılandırılmış Menkul Kıymetler, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara.

KUEBLER, Martin

- 2004 Collateralized Debt Obligations-Are they attractive for investors?, Nuertingen University, International Finance Bachelor Thesis.

KRAHNEN, Jan Pieter ve C. WILDE

- 2006 Risk Transfer With CDOs and Systematic Risk in Banking, Center for Financial Studies, Working Paper, No:04.

LUCAS, Douglas J. ve Başk.

- 2007 Collateralized Debt Obligations and Credit Risk Transfer, Yale ICF Working Paper, No. 07-06.

MASON, Joseph R. ve J. Rosner

- 2007 How Resilient Are Mortgage Backed Securities to Collateralized Debt Obligation Market Disruptions?, <http://www.criterioneconomics.com>.

PAPENBROCK, Jochen

- 2006 Institute for Statistics and Mathematical Economic Theory, Diploma Thesis, www.statistik.uni-karlsruhe.de.

PARTNOY, Frank, D. A. SKEEL

2007 The Promise and Perils of Credit Derivatives, Legal Studies Research Paper, University of San Diego School of Law, No. 07-74, <http://ssrn.com/abstract=929747>.

PENG, Scott Y., R. E. DATTATREYA

1995 The Structured Note Market-The Definitive Guide for Investors, Traders and Issuers, Probus Publishing, Cambridge.

PICONE, Domenico

2002 Collateralised Debt Obligations, Working Paper, City University Business School, London Royal Bank of Scotland.

UÇAK, Nizamettin

2000 Gelecekteki Nakit Akımlarına Dayalı Menkul Kıymetleştirme, SPK Yeterlilik Etüdü, Ankara.

VINK, Dennis ve A. E. THIBEAULT

2007 ABS, MBS and CDO Compared: An Empirical Analysis, MPRA Paper 5028, University Library of Munich, Germany.

İNTERNET SİTELERİ

- 1- www.bddk.org.tr
- 2- www.fsa.gov.uk
- 3- www.imf.org
- 4- www.sec.gov
- 5- www.spk.gov.tr
- 6- www.tbb.org
- 7- www.occ.treas.gov

EK DİZİNİ

EK/1 Yatırım Dönemleri

EK/2 Yıllar İtibariyle VDMK İhraçları

EK/3 Teminatlı Borç Yükümlülükleri ile Mevcut Düzenlemelerin Karşılaştırılması

YATIRIM DÖNEMLERİ

1. Kapanıştan Önceki Yatırım Dönemi (Pre-closing Period)

Kapanış günü, portföy yöneticisinin borçlanma araçlarını özel amaçlı varlığa devrettiği günü ifade etmektedir. Portföy yöneticisi finansal araçları kapanış gününden önce elde etmeye başlamaktadır. Finansal araçların getirilerinin varlıklara yapılan ödemelerde kullanılabilmesi için en az kapanış gününde ihraç edilmeleri gerekmektedir. Bu nedenle finansal araçlara ilişkin ihraçlar genellikle kapanış gününden önceki dönemde yapılmaktadır.

2. Yayılma Dönemi (Ramp-up Period)

Yayılma dönemi, özel amaçlı varlık tarafından teminat portföyünün oluşturulduğu dönemdir. Kapanış gününde, özel amaçlı varlıklar tarafından iki ya da daha fazla sınıfta yatırımcılara teminatlı borç yükümlülükleri ihraç edilmektedir. Farklı sınıflarda yapılan ihraçlardan elde edilen nakit ile teminat havuzunda yer alacak varlıklar satın alınmaktadır. Teminat varlıkların satın alımı genellikle kapanış gününü takip eden 180 günlük süre içerisinde yapılmaktadır. Bazı durumlarda yayılma dönemi uzamaktadır.

Bu dönemde varlık satın alınması finansal araçların fiyatlarında dalgalanmalara neden olabilmektedir. Bu yayılma riski alınan varlık miktarına ve yayılma döneminin uzunluğuna göre değişmektedir (Barclays. 2002:21).

3. Yeniden Yatırım Dönemi (Reinvestment Period)

Teminat havuzunun aktif olarak yönetildiği dönemdir. Genellikle yayılma döneminden sonraki 3 ile 7 yıl yeniden yatırım dönemi olmaktadır. Ancak her teminatlı borç yükümlülüklerinin yeniden yatırım dönemi bulunmamaktadır.

Yeniden yatırım dönemi içerisinde amortizasyon, vade bitimi, erken ödeme ve varlıkların satışı dolayısıyla anapara geri ödemelerinden elde edilen nakit, yeniden yatırıma dönüştürülmektedir. Elde edilen nakit ve kazançlar, portföy yöneticisi tarafından teminatlı borç yükümlülükleri yatırım rehberlerindeki varlıklara yatırım

yapma kararı alınıncaya kadar kısa dönemli, likit varlıklara yatırılabilir. Ancak nakdin kısa dönemli ve likit varlıklara yatırılması nedeniyle, teminat olan portföy negatif arbitrajla karşılaşabilmektedir (Barclays. 2002:21-22).

4. Amortizasyon Dönemi (Amortization Period)

Yeniden yatırım döneminin ardından gelen amortizasyon döneminde anapara geri ödemelerinden elde edilen tüm nakit, yatırımcılara ödenmekte ve bu dönemde varlıklara yeniden yatırım yapılmamaktadır. Bu dönem yüksek getirili teminatl borç yükümlülükleri için 5 yıl olabileceği gibi varlığa dayalı menkul kıymetler ile ipoteye dayalı menkul kıymetlere dayalı olarak çıkarılan teminatl borç yükümlülükleri için 30 yıl olabilmektedir (Barclays. 2002:22).

Yıllar İtibariyle VDMK İhraçları

YILLAR	İhraç Tutarı	Tüketici Kredileri	Otomobil Kredileri	Konut Kredileri	Kredi Kartı	Döviz Endeksli Otomobil Kr.	Döviz Endeksli Konut Kr.	İhracat İşlemlerinden Doğan Alacaklar	Tarım Kredi Kooperatifleri	Esnaf Sanat. Küçük İşl. Açıl. İhtisas Kr.	Alacak Portföy Toplamı
1994	42.299.369	14.798,78	4.420,51	12.749,38	2.422,69	11,36	15,10	0	13.195,45	0,00	47.613,27
1995 ²	113.928.450	0,00	0,00	8.380,00	0,00	0,00	0,00	76.562,38	34.509,00	12.794,80	132.426,18
1996	41.628.500	6.055,36	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	22.276,07	22.792,00	9.512,64	60.636,08
1997	23.000.000	9.051,58	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1.453,48	0,00	53.153,41	63.658,47
1998	11.000.000	11.325,25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1.863,60	0,00	0,00	13.188,84

Kaynak: SPK Aylık İstatistik Bülteni (2007-Ekim)

² 10.01.1995 tarih ve 22167 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri III. No:18 Tebliği Geçici 1'nci maddesi hükmüne göre bankaların tüketici kredileri başlığı altındaki, tüketici, otomobil, konut, kredi kartı, döviz endeksli otomobil ve konut kredileri karşılığında varlığa dayalı menkul kıymet ihraçları Kurul'un öngöreceği bir tarihe kadar Kurul kaydına alınmayacaktır.

Kriter	Teminatlı Borç Yükümlülükleri	İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler	İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler	Varlık Teminatlı Menkul Kıymetler	Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler
Kanuni Düzenleme	Yok	SPKn. 13/A, 28, 38/A, 46/A	SPKn. 38/B	SPKn. 13/B, 28	SPKn. 38/C
İkincil Düzenleme	Yok	SPK'nın Seri:III, No:33 Tebliği	SPK'nın Seri:III, No:34 Tebliği	Yok	SPK'nın Seri:III, No:14 Tebliği
İhraççı	Finansal Kuruluş ya da Özel Amaçlı Kuruluş (SPV)	Bankalar ve İpotek Finansman Kuruluşları	Konut Finansmanı Fonu (SPV)	Finansal Kuruluş	Kanunda Varlık Finansmanı Fonu (SPV), Tebliğde Finansal Kuruluş ya da Genel Finans Ortaklıkları (SPV).
Yatırımcı	Nitelikli Yatırımcılar ve Bireysel Yatırımcılar. Ayrıca kredi veren, alt sınıflara ait menkul kıymetleri alabilir.	Nitelikli Yatırımcılar ve Bireysel Yatırımcılar	Nitelikli Yatırımcılar ve Bireysel Yatırımcılar. Ayrıca kredi veren, alt sınıflara ait menkul kıymetleri alabilir.	-	-
Farklı Sınıflarda İhraç Etme Olanağı	Var.	Yok.	Var.	Yok.	SPKn'nda farklı sınıflarda ihraç edilebileceği hükme bağlanmıştır.
Faiz Yapısı	Sabit veya değişken faizli, iskontolu veya primli.	Sabit veya değişken faizli, iskontolu veya primli.	-	-	İskontolu, dönemsel ve değişken faizli.
Menkul Kıymet Ödemelerinin Kaynağı	Teminat portföyünün nakit akışları.	İhraççının genel nakit akışları.	Teminat havuzunun nakit akışları.	İhraççının genel nakit akışları.	Teminat havuzunun nakit akışları.
Kredi Kalitesinin Artırılması	-Dışarıdan garanti -Farklı sınıflarda ihraç -Yüksek teminatlandırma -Yüksek kazanç -Koruma sözleşmeleri	-Dışarıdan garanti -Yüksek teminatlandırma - Koruma sözleşmeleri	-Dışarıdan garanti -Farklı sınıflarda ihraç -Yüksek teminatlandırma -Koruma sözleşmeleri	-	-

Menkul Kıymet Ödemeleri Yapıldıktan Sonra Kalan Paranın Kullanımı	Alt sınıflara ödenir.	Yayımlanacak izahname ve sirkülerde ayrıntılı olarak belirtilir.	Yayımlanacak izahname ve sirkülerde ayrıntılı olarak belirtilir.	-	İhraççı tarafından yayımlanacak izahname ve sirkülerde ayrıntılı olarak belirtilir.
Teminat Durumu	Finansal kuruluşun bilançosunda kalır ya da SPV'ye satılır.	Finansal kuruluşun bilançosunda kalır.	SPV'ye satılır.	Finansal kuruluşun bilançosunda kalır.	SPV'ye satılır.
Teminat Varlıklar	Genel olarak krediler, borçlanma araçları, diğer yapılandırılmış menkul kıymetler.	İpotekli konut kredileri, ipotekli ticari krediler, ikame varlıklar, türev sözleşmeler.	İpotekli konut kredileri, İDMK, İTMK, nakit benzeri kısa vadeli yatırımlar, yedek hesaplardaki varlıklar, türev sözleşmeler.	Alacaklar ve duran varlıklar.	Tüketici kredileri, konut kredileri, finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar, ihracat işlemlerinden doğan alacaklar, diğer alacaklar
Teminat Varlıklara İlişkin Sınırlama	Yok.	İpotekli ticari krediler ve ikame varlıklar ve türev araçlarının oranı teminat havuzunun %15'ini aşamaz.	Kurucu veya kurucuyla sermaye, yönetim ve denetim bakımından doğrudan veya dolaylı ilişkisi bulunan diğer kurucular tarafından kurulan diğer fonlara ait İDMK'ler fon portföyünün %10'unu aşamaz. Fonun türev araca taraf olmasından doğan haklar, riske maruz tüm varlıkların kalan toplam anapara nominal değerini; yükümlülükler, ihraç edilen riske maruz İDMK'nin kalan toplam anapara nominal değerini aşamaz.	-	-
Aktif Yönetimi İmkanı	Var.	Var.	Var.	-	-
İkincil El Alım-Satım	Piyasada Serbest	Serbest	Serbest	-	Serbest

İflas Durumu	Nakit yapılarda özel amaçlı kuruluş varlıklarına başvurulabilir sadece.	İhraççının malvarlığına başvurulabilir.	diğer da	Menkul kıymet sahipleri - KFF'nin varlıkları üzerinde tek hak sahibidir.	İhraççının malvarlığına başvurulabilir.	diğer da
--------------	---	---	----------	--	---	----------

