

MENKUL KIYMETLEŞTİRME  
&  
MORTGAGE

Genel ve Hukuki Esaslar

Halil Doğru

**DOĞRU Hukuk Yayınları**

---

---

**MENKUL KIYMETLEŞTİRME & MORTGAGE:**  
**Genel ve Hukuki Esaslar**

**YAYIN KURULU\***  
**(Editorial Board)**

**Prof. Dr. Hakan Pekcanıtez**  
Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakóltesi  
Medeni Usul ve İcra İflas Hukuku Anabilim Dalı Öğretim Üyesi

**Doç. Dr. Tufan Öğüz**  
İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakóltesi  
Medeni Hukuk Anabilim Dalı Öğretim Üyesi

**Doç. Dr. Hanife Öztürk**  
İstanbul Kültür Üniversitesi Hukuk Fakóltesi  
Ticaret Hukuku Anabilim Dalı Öğretim Üyesi

\* Yayın Kurulu sadece bu eserin bilimsel değeriendirilmesi için oluşmuştur.  
Eserde ileri sürülen görüşler yazarına ait olup, Yayın Kurulu bu görüşlerden  
dolayı herhangi bir sorumluluk üstlenmemektedir.

---

**MENKUL KIYMETLEŞTİRME & MORTGAGE:**

**Genel ve Hukuki Esaslar**

**Halil Doğru**

**DOĞRU Hukuk Yayınları**

**İstanbul, 2007**

Doğru Yayıncılık©  
Doğru Hukuk Yayınları©/Finans Hukuku Serisi:1  
Birinci Bası: Mayıs 2007, İstanbul

ISBN:

Tasarım: BEG İletişim  
Kapak Tasarımı: Turgut Sarar  
Cilt ve Baskı: Ohan Matbaacılık San. Tic. Ltd. Şti.

**Sipariş ve Dağıtım:**

Doğru Danışmanlık ve Yayıncılık Ltd. Şti.  
Tevfik Erdönmez Sk. No:22/4 Yayla Palas Apt.  
Esentepe İstanbul  
Tel: (212) 212 88 82 Fax: (212) 212 88 05  
E-Mail: info@dogru.com.tr  
www.dogru.com.tr

Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.  
Himaye-i Etfal Sokak Talas Han No. 13/15  
Cağaloğlu İstanbul  
Tel: (212) 5115432 Fax: (212) 5138705  
E-Mail: betakitap@betakitap.com  
www. betakitap.com

© Bu eserin tüm yayın hakları Doğru Danışmanlık ve Yayıncılık Ltd. Şti.'ye aittir. Her hakkı saklı olup, hiçbir biçimde izinsiz olarak çoğaltılamaz ve dağıtılamaz. Eserden normal ölçüyü aşan şekilde alıntı yapılamaz. Kanuni sınırlar içinde yapılan alıntılarda kaynak gösterilmesi zorunludur.

## Yazar Hakkında

---

Halil Doğru, 1983 yılında işletme fakültesi mezunu olarak SPK'da mesleki kariyerine başladı. SPK Denetleme ve Ortaklıklar Finansman Daireleri'nde dokuz yıl uzman yardımcısı ve uzman olarak çalıştıktan sonra 1992 yılında avukatlık kariyerine Pekin & Pekin'de başladı. Halen 1994 yılında kurmuş olduğu, sermaye piyasası ve finans hukukunda uzmanlığı ile tanınan Doğru Hukuk Bürosu'nda hukuk hizmeti vermeye devam etmektedir.

Mesleki kariyeri yanında Wharton School, London School of Economics ve İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi'nde akademik çalışmalar yapan yazar halen Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi'nde Doktora çalışmalarına (tez aşaması) devam etmektedir.



*Biricik oğlum Cem Doğru'ya...*

## Önsöz

---

Uygulamaya girdiğinde pek çok yönden ülkemizde değişiklikler yaratacağı söylenen, 5582 sayılı Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun, 06 Mart 2007 tarihinde Resmi Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe girdi. Yürürlüğe girmesinden sonra önemli bir kesimi ilgilendirecek bu Kanun, hem finansman hem de hukuki açıdan büyük bir öneme sahiptir. Özellikle konut yapımında ve finans kesiminde yaşanacak yenilikler, hukuk alanında da pek çok yeni uyumsuzluk ve bu uyumsuzlukların çözümü yönünde tartışmaları beraberinde getirecektir. Kanun’un hem yeni oluşu, hem de hukuk dışındaki alanları da ilgilendirmesi uygulamada karşılaşılabilecek sorunların çözümünü zaman zaman güçleştirebilecektir. Bu nedenle, bu alanda yazılacak eserler, bu güçlüklerin aşılmasında önem kazanacaktır. Sayın Avukat Halil Doğru tarafından yazılan ve ülkemizde bu husustaki ilk çalışmalar arasında yerini alan “Menkul Kıymetleştirme & Mortgage” isimli bu eser, uygulamada karşılaşılabilecek sorunların çözümüne önemli bir katkı sağlayacaktır.

Yabancı hukuktaki incelemeleri de esas alarak yapılan bu kapsamlı çalışmanın Giriş Bölümü’nde genel bilgiler verilmeye çalışılmıştır. Kanun ile hukuk terminolojisine katılacak olan yeni terimler açıklanmaya çalışılmıştır. Hukuk bilgisi kadar finans bilgisini de gerektiren bu terim ve açıklamalar Sayın Doğru tarafından başarılı şekilde açıklanmıştır.

Birinci Bölüm’de menkul kıymetleştirme ele alınmıştır.

Hangi varlıkların menkul kıymetleştirilebileceği ve bu konudaki riskler ile risklerin azalması için sağlanan güvenceler Birinci Bölüm §2’de açıklanmıştır.



Birinci Bölüm §3'te menkul kıymetleştirme işleminin tarafları, bu işlemin safhaları ve bu işlemlerde kullanılan sözleşmeler ve diğer belgeler açıklanmaya çalışılmıştır. §4'te ise, menkul kıymetleştirmenin hukuki yönü ele alınarak alacakların özel amaçlı kuruluşa devri, kaynak şirketin iflası veya ödeme güçlüğü içine düşmesi halindeki durum ile özel amaçlı kuruluşun ve alacak tahsilatı yapan kuruluşun iflası halinde ortaya çıkan durum değerlendirilmiştir.

Birinci Bölüm §5 menkul kıymetleştirme işleminin Türk hukuku bakımından değerlendirilmesine ayrılmış ve §4'teki incelemelerin Türk hukuku bakımından arz ettiği özellikler üzerinde durulmuştur. §6 ise, varlığa dayalı menkul kıymetlere ilişkin ülke uygulamalarına ayrılmıştır.

Eserin İkinci Bölümü'nde ipotekli tahviller ve bunlara ilişkin ülke uygulamalarına yer verilmiş; Üçüncü Bölüm'de ise varlığa dayalı menkul kıymetler ve ipotekli tahvillere ilişkin Türkiye'deki uygulama açıklanmıştır.

Uzun süren titiz bir çalışma sonunda hazırlanan bu eserin, uygulama ve doktrinde önemli bir boşluğu dolduracak bir başvuru eseri olacağına inanıyorum ve Sayın Halil Doğru'yu bu başarılı çalışmasından ötürü kutluyorum.

11.04.2007

Prof. Dr. Hakan Pekcanıtez

## Yazarın Önsözü

Bu Kitab'ın öyküsü 1992 yılındaki “finans reformu” kapsamında “varlığa dayalı menkul kıymetler”in Sermaye Piyasası Kanunu'nda düzenlenmesine dek götürülebilir.

Amerika'da büyük bir finansal yenilik (“innovation”) ve finansal aracılığı ortadan kaldıracak, her derde deva bir araç olarak sunulan menkul kıymetleştirme aslında Türk hukukuna girmekte pek fazla gecikmemiştir. Tabii bunda aralarında yer aldığım, o tarihteki Sermaye Piyasası Kurulu'nun hevesli, çalışkan, genç ekibinin ve OECD kapsamında gerçekleştiren Wharton School eğitimlerinin önemli bir rolü olmuştur. Bu arada, daha SPK'nın VDMK Tebliği (Seri: III No. 14) yayınlanmadan ben kendimi masanın öbür tarafında, hukukçu olarak buldum.

Seri: III No. 14 Tebliği'nin yayınlanmasından sonra VDMK ihraçları başlasa da, kısaltmanın okunuşundan dolayı “vıdımık” olarak anılan bu menkul kıymetlerin, Amerika'daki asılları olan “asset backed securities” ile pek ilgisi olduğu da söylenemezdi. Bu menkul kıymetler, bir süre ucuz (mevduat munzam karşılığın tabi olmayan) mevduat olarak aslı ile ilişkisiz biçimde bankalar tarafından kullanıldıktan sonra ekonomi bürokrasisinin haklı bastırmasıyla fiilen durduruldu.

Buna karşın globalleşme sürecinin etkisiyle Seri: III No.14 Tebliği kapsamında yapılamayan, yapılsa bile aslına pek de benzemeyen menkul kıymetleştirmenin yurtdışında nasıl gerçekleştirildiğine hukukçu olarak tanık olma fırsatı buldum: O zamanın öncü yatırım bankalarından birinin iştiraki kredi kartı şirketi kredi kartından doğacak alacaklarını uluslararası piyasalarda menkul kıymetleştirmekteydi. Menkul kıymet ihracı yurtdışındaydı ama alacak Türkiye'de Türk hukukuna tabi sözleşmelerden (kredi kartı sözleşmeleri) doğuyordu. Alacakları yaratan şirket bir Türk şirketi idi ve iflas durumunda; menkul kıymetleşen alacaklar iflas masasına girecek; alacakların yurt dışındaki özel amaçlı kuruluşa devrinin iptalinin istenip istenemeyeceği ve dolayısıyla menkul kıymet sahiplerinin haklarını etkileyecek bu önemli hususlar hep Türk hukukuna tabi olacaktı. Türk hukukçusu olarak bu hususlara ilişkin bir hukuki görüş (“legal opinion”) vermemiz gerekiyordu.

Böylece menkul kıymetleştirmeyi hem teorik olarak inceleme hem de pratik olarak görme şansım oldu. Konunun hukuki zenginliği de oldukça dikkat çekiciydi. Bu yüzden de 2001 yılında yaşanan kriz, yıllarca iş yoğunluğundan bir türlü yazamadığım yüksek lisans tezimi yazmam için bana fırsat sağladığında, tezinin konusu hemen belli oldu: “Menkul

---

Kıymetleştirmenin Hukuki ve Genel Esasları". Kitabın Birinci Bölümü ile Üçüncü Bölümü'nün bir kısmının (§9) nüvesini teşkil eden tezin danışmanlığını Doçent Dr. Tufan Ögüz yaptı. Kendisine yardımları için teşekkürü bir borç bilirim.

Tezi daha önce yayınlamak istediysem de, kitaplaşmadan önce tekrar gözden geçirmeyi arzu ettiğim ve buna da fırsat bulamadığım için bu bugüne kadar bu isteğim gerçekleşemedi. Kitabı yayınlamaya karar verdiğimde ise Mortgage düzenlemeleri çerçevesinde Türkiye'de de uygulanması söz konusu olan Kıta Avrupası'ndaki ipotekli tahvillerin ("mortgage bonds") çalışmaya dahil edilmesi kaçınılmaz olmuştu. Böylece oldukça dinamik bir süreç içinde Kitap'ın İkinci Bölümü ve Üçüncü Bölümü'nün diğer kısmı (§10) yazıldı. Önce SPK'nın ilk tasarısı, bu tasarıdaki değişiklikler ve Hükümet tasarısı derken Mortgage Kanunu ve ipotekli tahvillerin anlatıldığı Üçüncü Bölüm §10'da bir çok kez değişiklikler yapılmak zorunda kalındı. Kitap yayım için dizgiye verildiğinde ise asıl sürpriz ile karşılaştım. Aylardır komisyonlarda bekleyen Tasarı birden TBMM'ye gönderildi ve hızla yasalaştı. Kitap'ta yapılması gereken değişiklik ise, "tasarı" kelimesinin "kanun" ile değiştirilmesinden ve tahminimden çok daha fazla oldu.

Nihayet oldukça uzun süren bu öyküyü noktalamadan önce, Kitap'ın yayınlamasında emeği geçenlere teşekkür etmek isterim.

Öncelikle Kitap'ı okuyup, değerli eleştirileri ile katkıda bulunan ve önsöz yazma nezaketini gösteren Prof. Dr. Hakan Pekcanıtez'e, yine Kitabın Yayın Kurulu'nda yer alan Doç. Dr. Tufan Ögüz ve Doç. Dr. Hanife Öztürk'e katkıları ve ayırdıkları zaman için teşekkür ederim.

Kitabın bu hale gelmesinde, ilk okuyucuları olan Doğru Hukuk Bürosu'ndaki genç meslektaşlarımın önemli bir rolü olmuştur. Başta Av. Burcu Eren olmak üzere Stj. Av. Selen Sümer, Stj. Av. Aydan Erdem ile Kitaba katkısı olan Doğru Hukuk Bürosu'nun mevcut ve eski çalışanlarımın tümüne teşekkür ederim.

Kitabın okuma ve düzeltmelerini yapan, basıma hazırlayan başta Barış Doğru olmak üzere BEG İletişim ekibine de teşekkür borçluyum.

07.05.2007, İstanbul  
Halil Doğru



Yazar Hakkında  
Önsöz  
Yazarın Önsözü

## Giriş

### § 1. Genel Bilgiler

I. Menkul Kıymetleştirme (“Securitization”): Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (“Asset Backed Securities”) ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (“Mortgage Backed Securities”)	3
A. Menkul Kıymetleştirme ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Nedir?	3
B. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Türleri	7
1. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (“Mortgage Backed Securities”) ve Diğer Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler	7
2. Çıkarılma Yöntemi ve Sağladığı Haklar Bakımından Ayrımlar	9
3. SPK Tebliğine Göre İhraç Edilen VDMK'nın Durumu	10
II. İpotekli Tahviller (“Mortgage Bonds” veya “Covered Bonds”)	12
III. İpotek ve “Mortgage” Kavramları	13
IV. Özel Amaçlı Kuruluş (“Special Purpose Vehicle”) ve “Trust” Kavramı	16
V. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (“Asset Backed Securities”) İpotekli Tahviller (“Mortgage Bonds” veya “Covered Bonds”) ve Benzeri İşlemlerin Karşılaştırılması	18
A. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlerin (“Mortgage Backed Securities”) İpotekli Tahviller (“Mortgage Bonds” veya “Covered Bonds”) ile Karşılaştırılması	18
1. Kanuni Düzenleme Gerektirip Gerektirmemesi Bakımından	18
2. İhraççısı Bakımından	20
3. Kaynak Şirketin İhraç Olunan Menkul Kıymete İlişkin Ödemelerden Sorumlu Olup Olmaması Bakımından	21
4. Alacakların Kaynak Şirketin Mal Varlığına Dahil Olup Olmaması Bakımından	21
5. İhraç Edilen Menkul Kıymetin Bilançoda Borç Olarak Görünüp Görünmemesi (“On Balance Sheet”/ “Off Balance Sheet”) Bakımından	22
6. Sermaye Yeterliliği Düzenlemeleri Bakımından	22
7. Kaynak Şirketin İflası Bakımından	22
8. Derecelendirme (“Rating”) Bakımından	25
B. Menkul Kıymetleştirme (“Securitization”) ve İpotekli Tahvillerin (“Mortgage Bonds” veya “Covered Bonds”) Benzer İşlem ve Menkul Kıymetlerle Karşılaştırılması	25
1. Faktoring ile Karşılaştırılması	25
2. Türk Hukuku'nda Mevcut Bazı Menkul Kıymetler ile Karşılaştırılması	27
a. Medeni Kanun'da Düzenlenen Menkul Kıymetlerle Karşılaştırılması	27
(aa) İpotekli Borç Senedi, İrat Senedi, Taşınmaz Rehniyle Temin Edilmiş Senetler	28
(bb) Rehinli Tahvil	31
b. Tahvil ve Finansman Bonosu Gibi Menkul Kıymetlerle Karşılaştırılması	34
3. Sentetik Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerle Karşılaştırılması	35
VI. Terim Sorunu: Menkul Kıymetleştirme (“Securitization”) ve İpotekli Tahviller (“Mortgage Bonds” veya “Covered Bonds”) Terimlerine Verdiğimiz Anlam	37

**Birinci Bölüm****Menkul Kıymetleştirme:****Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler**

<b>§ 2. Genel Esaslar</b>	
<b>I. Hangi Varlıklar Menkul Kıymetleştirilebilir?</b>	<b>41</b>
<b>II. Menkul Kıymetleştirmede Karşılaşılan Riskler</b>	<b>43</b>
A. Alacakların Ödenmemesi Riski (“Credit Risk”)	43
B. Likidite Riski (“Liquidity Risk”)	44
C. Erken Ödeme Riski (“Prepayment Risk”)	44
D. Finansal Riskler (“Financial Risks”)	45
E. Faaliyet Riski (“Performance Risk”)	46
F. Hukuki Riskler (“Legal Risks”)	47
<b>III. Risklerin Azaltılması İçin Güvence Sağlanması (“Credit Enhancement”)</b>	<b>48</b>
A. Genel Olarak	48
B. Kaynak Şirket Tarafından Sağlanan Güvenceler	48
<b>C. Üçüncü Kişiler Tarafından Sağlanan Güvenceler</b>	<b>50</b>
1. Genel Olarak	50
2. Banka Garantisi/Teminat Mektubu (“Bank Guarantee” / “Letter of Guarantee”)	52
3. Birinci Sınıf/İkinci Sınıf Menkul Kıymet İhracı (“Senior/Subordinated Securities”)	53
4. Sigorta Teminatı	54
5. Swap	55
<b>IV. Menkul Kıymetleştirmenin Sağladığı Faydalar ve Menkul Kıymetleştirme Lehinde/ Aleyhindeki Görüşler</b>	<b>56</b>
A. Genel Olarak	56
B. Kaynak Şirketin Sağladığı Faydalar	56
1. Riskin Devri ve Likiditenin Artması	56
2. Sermaye Piyasasından Kaynak Sağlama İmkanı	57
3. Fonlama Maliyetinin Düşmesi	58
4. Kaynak Şirketin Bilançosu Üzerinde Olumlu Etki Sağlaması	59
C. Makro Ekonomik Faydaları	62
D. Menkul Kıymetleştirmenin Aleyhindeki Görüş ve Eleştiriler	62
<b>§ 3. Menkul Kıymetleştirme İşlemi</b>	
<b>I. Menkul Kıymetleştirme İşleminin Tarafları</b>	<b>67</b>
A. Kaynak Şirket (“Originator”)	67
B. Özel Amaçlı Kuruluş (“Special Purpose Vehicle”)	69
C. Yatırım Bankaları (“Investment Bankers” - “Underwriters”)	70
D. Alacaklar İçin Tahsilat ve Takip Hizmetini Veren Kuruluş (“Servicer”)	71
E. Güvence Sağlayan Kuruluşlar (“Credit Enhancers”)	72
F. Derecelendirme (“Rating”) Şirketleri	72
G. Yatırımcılar	74
H. Hukuk Büroları	74

<b>II. Menkul Kıymetleştirme İşleminin Safhaları</b>	<b>76</b>
A. Alacakların ve Kaynak Şirketin Seçimi	76
B. Katılımcıların, Hukuki Yapının ve Alacakların Satış Fiyatının Belirlenmesi	80
1. Katılımcıların ve Hukuki Yapının Belirlenmesi	80
2. Alacakların Satış Fiyatının Belirlenmesi	80
C. Özel Amaçlı Kuruluşun Kurulması	81
D. Alacakların Devri ve Satış Bedelinin Ödenmesi	82
E. Aracılık Yüklenim (“Underwriting”) Sözleşmesinin Akdedilmesi, Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin İhraç ve Satışı	84
F. Alacakların Tahsili ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Geri Ödenmesi	84
<b>III. Menkul Kıymetleştirme İşleminde Kullanılan Sözleşme ve Diğer Dokümantasyon</b>	<b>86</b>
A. Alacakların Devrine İlişkin Sözleşme	86
B. Köprü Finansmanı ve Güvence Sağlanmasına İlişkin Sözleşmeler	87
C. Aracılık Yüklenim (“Underwriting”) Sözleşmesi	88
D. Alacak Tahsilatına İlişkin Vekalet Sözleşmesi	89
E. Hukuki Görüş (“Legal Opinion”)	89
F. Halka Arz ve Satış Dokümanları	90
<b>Ş 4. Menkul Kıymetleştirmenin Hukuki Meseleleri</b>	
<b>I. Alacakların Özel Amaçlı Kuruluşu Devri</b>	<b>92</b>
A. Alacağın Temlikinin Hükmü, Temlik Neticesinde Alacak ve İpotek Hakkının Özel Amaçlı Kuruluşu Geçip Geçmediği	92
B. Alacağın Temlikinde Geçerlilik Şartları	94
C. Alacağın Temlikinde Yetki Sorunu	95
1. Birden Fazla Temlik Olması ve Öncelik Sorunu	95
2. Temlik Yetkisinin Kısıtlanmış Olması	96
3. İleride Doğacak Alacakların Temliki	97
<b>II. Kaynak Şirketin İflası veya Ödeme Güçsüzlüğüne Düşmesi</b>	<b>98</b>
A. Temlikin Gerçek Satış (“True Sale”) veya Ödünç İçin Verilmiş Teminat Olarak Kabul Edilmesi Sorunu	98
1. Genel Olarak	98
2. İşlemin Gerçek Satış veya Ödünç Olarak Kabul Edilmesinde Etkili Faktörler	100
B. Hileli Devir (“Fraudulent Conveyance”)	105
C. İflas Durumunda Kaynak Şirket ve Özel Amaçlı Şirketin Konsolide Edilmesi (“Substantive Consolidation”)	106
<b>III. Özel Amaçlı Kuruluşun İflası</b>	<b>108</b>
<b>IV. Alacak Tahsilatı ve Takibi Hizmeti Veren Kuruluşun İflası</b>	<b>110</b>
<b>V. Menkul Kıymetleştirme İşleminin Tabi Olduğu Mevzuat</b>	<b>111</b>
A. Menkul Kıymet ve Borsa Mevzuatı	111
B. Muhasebe Standartlarına İlişkin Mevzuat	113
1. Genel Olarak	113
2. Uluslararası Muhasebe Standartları IAS 39	114
C. Vergi Mevzuatı	116
D. Sermaye Yeterliliği (“Capital Adequacy”) Mevzuatı	117
1. Genel olarak	117

2. Basel Komitesi Düzenlemeleri	118
a. Basel 1988 Accord Düzenlemesi	118
(aa) Genel Olarak Sermaye Yeterliliği Yükümlülükleri	118
(bb) Menkul Kıymetleştirme İşleminin Sermaye Yeterliliğine Tabi Olmaması İçin Aranılan Şartlar	121
b. Basel II Düzenlemesi	122
(aa) Genel Olarak Sermaye Yeterliliği Yükümlülükleri	122
(bb) Menkul Kıymetleştirme İşleminin Sermaye Yeterliliğine Tabi Olmaması İçin Aranılan Şartlar	124
E. İlgili Diğer Mevzuat	127
<b>§ 5. Menkul Kıymetleştirmenin Türk Hukuku Bakımından Değerlendirilmesi</b>	
<b>I. Genel Olarak</b>	<b>128</b>
<b>II. Alacakların Özel Amaçlı Kuruluşu Devri</b>	<b>128</b>
A. Türk Hukukunda Alacak Hakkının Niteliği ve Devredilebilen Alacaklar	131
B. Alacak Hakkının Devredilmesi; Yenileme / Alacağın Temliki	132
C. Alacağın Temlikinin Hükümleri	134
1. Alacağın Temlik Alanın Mal Varlığına İntikal Etmesi	134
2. Alacağa Bağlı Hakların Temlik Alana İntikali	135
3. Alacakla İlgili Belge ve Bilgileri Verme Yükümlülüğü	135
4. Borçlunun Durumu	136
a. Borçlunun Alacağı Temlik Alana Ödeme Yükümlülüğü	136
b. Borçluların Durumunun Değişmemesi	137
5. Alacağı Temlik Edenin, Alacağın Varlığından ve Borçlunun Ödeme Gücsüzlüğünden Sorumluluğu	139
a. Alacağın Varlığının Garanti Edilmesi	139
b. Borçlunun Ödeme Gücsüzlüğünden Sorumluluk	140
D. Alacağın Temlikinde Geçerlilik Şartları	141
E. Alacağın Temlikinde Yetki Sorunu	141
1. Alacak Hakkının Mevcut Olmaması	141
a. Alacağın Hiç Doğmamış Olması, Geçersiz Bir Sebeye Dayanması ve Muvazaalı Alacaklar	141
b. Birden Fazla Temlik Olması	142
2. Alacağın Temlikinde Hukuki Bir Engel Bulunması	144
a. Kanuni Temlik Engelleri	144
b. Sözleşmede Yer Alan Temlik Engelleri	144
3. İleride Doğacak Alacakların Temliki	145
<b>III. Kaynak Şirketin İflasının veya Ödeme Gücsüzlüğünün Menkul Kıymetleştirme İşlemine Etkileri</b>	<b>153</b>
A. Genel Olarak	153
B. Menkul Kıymetleştirme İşleminin Alacak Satışı veya Ödünç Olarak Kabul Edilmesi Sorunu	154
1. Türk Hukuku Bakımından Menkul Kıymetleştirme İşleminin Hukuki Niteliği	154
2. Menkul Kıymetleştirme İşleminin Ödünç Olarak Kabul Edilmesinin Hukuki Neticeleri	157
a. Menkul Kıymetleştirme İşleminin Ödünç Niteliğinde Olmasının Alacağın Temliki İşlemi Üzerindeki Etkisi	157



b. Kaynak Şirketin İflası Durumunda Menkul Kıymetleştirme İşleminin Ödünç Olarak Kabul Edilmesinin Hukuki Neticeleri	163
(aa) Alacağın Temliki İnançlı İşlem Kabul Edildiğinde	163
(bb) Alacağın Temliki Danışıklı (Muvazaalı) İşlem Kabul Edildiğinde	164
(aaa) Alacak Rehninin Geçersiz Olması	165
(bbb) Alacak Rehninin Geçerli Olması	166
C. Alacağın Temliki İşleminin İptal Edilebilirliği	167
1. Genel Olarak	167
2. İptal Sebepleri	169
a. Temlik Edilen Alacak Karşılığında Alınan Bedelin Çok Düşük Olması	169
b. Kaynak Şirketin Aciz Halindeyken Alacaklarını Temlik Etmesi	171
c. Alacağın Temlikinin Hileli Olması (“Fraudulent Conveyance”)	172
3. İptal Davasını Açabilecek Kişiler	173
4. Alacağın Temliki İşleminin İptal Edilmesinin Neticeleri	174
<b>IV. Özel Amaçlı Kuruluşun İflastan Korunması Meselesi</b>	<b>175</b>
A. Genel Olarak	175
B. Özel Amaçlı Kuruluşun İflasının Etkileri	175
1. Alacakların İflas Masasına Girmesi	175
2. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Muaccel Hale Gelmesi ve Geri Ödenmesi	176
C. Özel Amaçlı Kuruluşun İflastan Korunması	177
D. Yatırım Fonlarının Özel Amaçlı Kuruluş Olarak Kullanılması	179
<b>V. Alacak Tahsilatı ve Takibi Hizmeti Veren Kuruluşun İflası</b>	<b>181</b>
<b>VI. Menkul Kıymetleştirme İşleminin Tabi Olduğu Mevzuat</b>	<b>182</b>
A. Menkul Kıymet ve Borsa Mevzuatı	183
B. Muhasebe Standartlarına İlişkin Mevzuat	184
1. Genel Olarak	184
2. Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Şirketler Bakımından	185
3. Bankalar Bakımından	188
C. Vergi Mevzuatı	189
1. Kaynak Şirket ve Özel Amaçlı Kuruluşun Vergilendirilmesi	189
2. Katma Değer Vergisi Bakımından	190
3. Damga Vergisi	191
4. Harçlar Kanunu	193
5. Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Alım Satım Kazancı ve Faizlerinin Vergilendirilmesi	194
D. Sermaye Yeterliliği (Capital Adequacy) Mevzuatı	195
E. Tüketicinin Korunmasına İlişkin Mevzuat	195
<b>§ 6. Yabancı Ülke Uygulamaları</b>	
<b>I. ABD</b>	<b>197</b>
A. Tarihsel Gelişim	197
B. ABD'deki Menkul Kıymet ve Borsa Düzenlemeleri	199
1. Genel Olarak	199
2. 1940 Tarihli Yatırım Şirketleri Kanunu	200
3. Menkul Kıymetler Kanunu (“Securities Act of 1933”), Borsalar Kanunu (“Securities Exchange Act of 1934”) ve SEC Düzenlemeleri	201
C. Muhasebe Standartları	204

II. İngiltere	208
III. Fransa	210
IV. Almanya	213
V. İsviçre	215

## İkinci Bölüm

### İpotekli Tahviller (Mortgage Bonds)

§ 7. İpotekli Tahviller ve Ülke Uygulamaları	
I. Genel Olarak	219
II. Fransa	221
III. Almanya	222
IV. İsviçre	224

## Üçüncü Bölüm

### Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler ve İpotekli Tahvillere İlişkin Türkiye Uygulaması

§ 8. Türk Menkul Kıymetler Hukuku: Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurulu Uygulamaları	
I. Genel Olarak	227
II. Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Menkul Kıymet Hukukunun Esasları	230
A. Türkiye'de İhraç Olunan Tüm Menkul Kıymetlerin Şartlarının Kurulca Belirlenmesi	230
B. Menkul Kıymetlerin İhraç ve Halka Arz Edilmesi İçin SPK Kaydına Alınmasının Zorunlu Olması	231
C. Menkul Kıymet İhracı İçin Kurul Düzenlemelerindeki Menkul Kıymet Türüne ve Bu Tür İçin SPK Tarafından Belirlenen Şartlara Uyulmasının Zorunlu Olması, SPK Tarafından Düzenlemesi Yapılmamış Bir Menkul Kıymetin İhraç Edilememesi	231
D. Menkul Kıymetlerin Sadece Sermaye Piyasası Kanununda Sayılan İhraççılar Tarafından İhraç Edilebilmesi	232
III. SPK'nın Menkul Kıymet İhdas Etme Yetkisinin Sınırları	233
IV. Yabancılık Unsuru Taşıyan Menkul Kıymet İşlemlerinde SPK Mevzuatı ve Türk Hukukunun Uygulanıp Uygulanmayacağı Sorunu	236
A. Genel Olarak	236
B. Yabancı Menkul Kıymetlerin Durumu	237
1. Yabancı Menkul Kıymetin Halka Arz veya Satışının Türkiye'de Gerçekleşmesi Durumu	238
2. Yabancı Menkul Kıymetin Yurt Dışından Satın Alınması Durumu	241
3. Menkul Kıymetleştirme İşleminde Kaynak Şirketin Türk Şirketi Olması Durumu	242
C. Türk Şirketi Tarafından İhraç Olunan Menkul Kıymetlerin Yurt Dışında Satılması	243

<b>§ 9. Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Düzenlemeleri</b>	
<b>I. Genel Olarak</b>	<b>246</b>
<b>II. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Düzenleme</b>	<b>248</b>
A. 5582 Sayılı Kanun Öncesi	248
1. Genel Olarak	248
2. Sermaye Piyasası Kurulu'nun Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Düzenlemesi (Seri: III No. 14 Tebliği)	252
a. Genel Olarak	252
b. Doğrudan İhraç	253
(aa) Doğrudan İhraç Yetkisine Sahip Kuruluşlar ve Menkul Kıymetleştirilebilecek Alacaklar	253
(bb) İhraç Limiti	254
(cc) Doğrudan İhraç'ta Akdedilecek Sözleşmeler	256
(aaa) Vekalet Sözleşmesi	256
(bbb) Saklama Sözleşmesi Yapılması ve Alacak Portföyünün Saklanması	258
(dd) Doğrudan İhraç Yöntemi İle Çıkarılan VDMK'nın Değerlendirilmesi	259
(aaa) 1999 Öncesi Dönem	259
(bbb) 1999 Sonrası Dönem	260
(aaaa) "Alacaklar" ve "Duran Varlıklar" Üzerine Getirilen Tasarruf Yetkisi Sınırlamalarının Kapsam ve Hukuki Niteliği	261
(bbbb) Türk İcra ve İflas Hukuku Bakımından Alacaklar Üzerindeki Haciz Yasağının Hukuki Neticeleri	263
(aaaaa) İflas Dışında	263
(bbbbb) İhraççının İflası Durumunda	264
(cccc) Alacaklar Üzerindeki Tasarruf ve Haciz Yasağının VDMK Üzerindeki Etkisinin Değerlendirilmesi	266
c. Alacağın Temlik Yoluyla Yapılan İhraç	267
(aa) İhraççılar	267
(aaa) Genel Finans Ortaklığı ("GFO")	267
(bbb) Bankalar	269
(bb) Alacak Temellük Ederek VDMK İhracında Menkul Kıymetleştirilebilecek Alacaklar	269
(cc) İhraç Limiti ve İşlem Limiti	270
(dd) Alacak Temellük Yolu İle VDMK İhracında Akdedilmesi Gereken Sözleşmeler	271
(aaa) Alacağın Temlik Sözleşmesi	271
(bbb) Vekalet Sözleşmesi	273
(ccc) Saklama Sözleşmesi Yapılması ve Alacak Portföyünün Saklanması	274
(ee) Alacağın Temlik Yoluyla Yapılan VDMK İhraçlarının Değerlendirilmesi	275
B. 5582 Sayılı Kanun Sonrası	276

<b>§10. Mortgage Kanunu ve İpotek Teminatlı Menkul Kıymet Düzenlemeleri</b>	
<b>I. Genel Olarak</b>	<b>280</b>
<b>II. Konut Finansmanı Kavramı ve Konut Finansmanı İşlemlerine Uygulanacak Hükümler</b>	<b>281</b>
A. Konut Finansmanının Tanımı ve Unsurları	281
B. Konut Finansmanı Kapsamına Giren İşlemlere Uygulanacak Hükümler	286
1. İcra ve İflas Kanunu Hükümleri	286
a. Konut Finansmanından Kaynaklanan İpotekli Alacakların Haciz Yoluyla Takip Edilebilmesi (İİK md. 45)	287
b. İhalenin Feshini İsteyenlerin Yüzde On Yerine Yüzde Yirmi Oranında Para Cezasına Çarptırılması (İİK md. 134/II)	287
c. İpotegün Paraya Çevrilmesi Yoluyla Takipte Satışın Durdurulması İçin Gereken Teminatın %15'ten %30'a Yükseltilmesi (İİK md. 149/a)	288
d. Kıymet Takdiri ve Bilirkişi İncelemelerinin Belirli Kişilerce Yapılması	289
2. Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun Hükümleri	289
a. Genel Olarak	289
b. Bağlı Kredide Kredi Veren ve Krediyi Devralanın Sorumluluğu (TKHK md. 4/III ve 7/III)	290
c. Kredi Verenin Sorumluluğunun Daraltılması	294
d. Konut Finansmanı Sözleşmelerine Uygulanacak Hükümler	295
C. Vergi Teşvikleri	298
1. Gelir Vergisi İstisnaları	298
a. Konut Finansmanı İşlemlerine İlişkin Faiz Giderlerinin Ücretten Düşülmesi	298
b. Menkul Kıymetlere Ödenecek Kâr Payı, Faiz ve Benzeri Gelirlerden Yapılacak Vergi Kesintileri	298
2. Harçlar Kanunu İstisnaları	298
a. Tapu Harçları	298
b. Yargı Harçları	299
3. Damga Vergisi	299
a. Konut Finansmanı İşlemleri	299
b. Menkul Kıymet İhraç İşlemleri	299
4. Gider Vergisi	299
5. Katma Değer Vergisi	300
<b>III. İpotek Teminatlı Menkul Kıymet (İTMK)</b>	<b>301</b>
A. Genel Olarak	301
B. İpotek Teminatlı Menkul Kıymet İhraç Edebilecek Kuruluşlar	302
1. Bankalar	302
2. İpotek Finansmanı Kuruluşları (İFK)	303
a. Kuruluş Şartları	303
b. Faaliyetleri ve Denetimi	304
c. Teminatların Korunması	305
(aa) Korunmaya Tabi Teminatlar	305
(bb) Teminatların Korunması ve Hukuki Neticeleri	307
(aaa) Tasarruf Yetkisinin Sınırlandırılması	307
(bbb) Teminatların Üçüncü Kişilerden Korunması	310
(aaaa) Hacedilememesi	310
(bbbb) İhtiyati Tedbire Konu Olmaması	311
(cccc) İflas Masasına Dahil Olmaması	312

C. İhraç Usulü	314
D. Teminat Havuzu ve Teminat Gösterilebilecek Varlıklar	314
1. Genel Olarak	314
2. Teminat Gösterilebilecek Varlıklar	315
a. İpotek Teminatı Taşıyan Alacaklar	315
b. İkame Varlıklar	317
c. Türev Sözleşmeleri	318
3. Teminatın Oluşumuna İlişkin Şartlar	318
4. Teminat Havuzunun Hukuki Niteliği	319
E. İTMK'ya Uygulanacak Hükümler ve İTMK Sahiplerinin Hakları	325
1. Genel Olarak	325
2. Teminat Havuzundaki Varlıkların Korunması	328
a. Tasarruf Yetkisinin Sınırlandırılması	328
b. Haciz Yasağı (SPKn. md. 13/A f.13)	331
c. İhtiyati Tedbir Yasağı (SPKn. md. 13/A f.13)	332
d. İflas Masasına Dahil Olmaması (SPKn. md. 13/A f.13)	332
3. SPK Tarafından Tedbir Alınması Gereken Durumlar ve Alınabilecek Tedbirler (SPKn. md. 13/A f.15 ve 16)	334
a. SPK Tarafından Tedbir Alınmasını Gerektiren Durumlar	334
(aa) İTMK'dan Kaynaklanan Yükümlülüklerin Vadesinde Yerine Getirilmemesi	334
(bb) İhraççının Yönetiminin Kamu Kurumlarına Devredilmesi veya Faaliyet İzninin Kaldırılması	334
(cc) İhraççının İflası	335
(dd) İflas Dışı Tasfiye ve İflasın Ertelenmesi	335
b. SPK Tarafından Alınabilecek Tedbirler	337
(aa) Genel Olarak	337
(bb) İTMK'ların Erken İtfa Edilip Edilmeyeceği Hususunda Karar Verilmesi	338
(cc) Teminat Havuzundaki Varlıkların Tahsil ve İdaresi ile İTMK Sahiplerine Ödeme Yapılması İşlerini Yürütecek Kuruluşun Belirlenmesi	339
(aaa) İdareci Atanması	339
(bbb) Varlıkların İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlerden Kaynaklanan Her Türlü Yükümlülüğü Üstlenecek İhraççı Niteliğini Haiz Bir Başka Kuruluşa Devredilmesi	341
(ccc) Teminat Havuzundaki Varlıkların Tedrici Tasfiyesi İle Tedrici Tasfiyeye İlişkin İşlemlerin Yatırımcıları Koruma Fonu Tarafından Yürütülmesi	343
c. İTMK Tebliğ Taslağı'ndaki Düzenleme	344
(aa) İhraççının Listeden Çıkarılması	344
(bb) İhraççının Listeden Çıkarılması Durumunda Uygulanacak Tedbirler	346
(aaa) İdareci Atanması ve Erken İtfa	346
(bbb) Varlıkların İhraççı Niteliğine Haiz Bir Başka Kuruluşa Devri	348
(cc) İhraççının İflası Durumunda Uygulanacak Tedbirler	349
F. İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlere İlişkin Değerlendirme	350
IV. Varlık Teminatlı Menkul Kıymet (VTMK )	353
KAYNAKÇA	355
YABANCI TERİMLER VE KARŞILIKLARI	367
DİZİN	370

**KISALTMALAR**

32 Sayılı Karar	Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ASB	Accounting Standards Board
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BK	Borçlar Kanunu
Blkz.	Bakınız
Bl.	Bölüm
bs.	Bası
c.	Cümle
C.	Cilt
dn.	Dipnot
E.	Esas
f.	Fıkra
Fannie Mae	Federal National Mortgage Association
FAS	Statement of Financial Accounting Standard
FASB	Financial Accounting Standards Board
FASIT	Financial Asset Securitization Investment Trust
Freddie Mac	Federal Home Loan Mortgage Corporation
FSA	Financial Services Authority
GFO	Genel Finans Ortaklığı
Ginnie Mae	Government National Mortgage Association
HD	Hukuk Dairesi
HGB	Hypothekbankgesetz
IAS	International Accounting Standards
İBK	İçtihadı Birleştirme Kararı
İFK	İpotek Finansmanı Kuruluşu
İİK	İcra ve İflas Kanunu
İTMK	İpotek Teminatl Menkul Kıymet
İTMK Tebliğ Taslağı	SPK Tarafından Hazırlanarak Kamuoyunun Bilgisine Sunulan İpotek Teminatl Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Tebliğ Taslağı
K.	Karar
KDV	Katma Değer Vergisi
KFK	Konut Finansmanı Kuruluşu
Krş.	Karşılaştırma
KHK	Kanun Hükmünde Kararname
md.	Madde

---

MK	Türk Medeni Kanun
Mortgage Kanunu	5582 sayılı Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun
MÖHUK	Milletlerarası Özel Hukuk ve Usul Kanunu
MS Tebliği	15.11.2003 tarihli SPK Seri: XI No. 25 Sermaye Piyasalarında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ
No.	Numara
OECD	Organization for Economic Co-operation and Development
REMIC	Real Estate Mortgage Investment Conduit
RG	Resmi Gazete
SEC	Securities and Exchange Commission
s.	Sayfa
S.	Sayı
SPK veya Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn.	Sermaye Piyasası Kanunu
SPV	Special Purpose Vehicle
TBMM	Türkiye Büyük Millet Meclisi
TİRK	Ticari İşletme Rehni Kanunu
TKHK	Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun
TOKİ	Toplu Konut İdaresi
TTK	Türk Ticaret Kanunu
UCITS	EU Directive on Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities
vb.	Ve benzeri
vd.	Ve devamı
VDMK	Varlığa Dayalı Menkul Kıymet*
VTMK	Varlık Teminatlı Menkul Kıymet
YİBK	Yargıtay İçtihadı Birleştirme Kurulu

\* Bu kısaltma sadece SPK Seri: III No. 14 Tebliği'ne göre ihraç edilen "varlığa dayalı menkul kıymetler" için kullanılmıştır.

# Giriş

---

## § 1. Genel Bilgiler

I. Menkul Kıymetleştirme (“Securitization”): Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (“Asset Backed Securities”) ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (“Mortgage Backed Securities”)

II. İpotekli Tahviller (“Mortgage Bonds” veya “Covered Bonds”)

III. İpotek ve “Mortgage” Kavramları

IV. Özel Amaçlı Kuruluş (“Special Purpose Vehicle”) ve “Trust” Kavramı

V. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (“Asset Backed Securities”) İpotekli Tahviller (“Mortgage Bonds” veya “Covered Bonds”) ve Benzeri İşlemlerin Karşılaştırılması

VI. Terim Sorunu: Menkul Kıymetleştirme (“Securitization”) ve İpotekli Tahviller (“Mortgage Bonds” veya “Covered Bonds”) Terimlerine Verdiğimiz Anlam



# Giriş

## § 1. Genel Bilgiler

### I. Menkul Kıymetleştirme (“Securitization”): Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (“Asset Backed Securities”) ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (“Mortgage Backed Securities”)

#### A. Menkul Kıymetleştirme ve Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Nedir?

Menkul kıymetleştirme<sup>1</sup> (“securitization”), nakit akımına dayalı finansman sağlamaya yönelik bir finansman tekniği olarak tanımlanmaktadır.<sup>2</sup> İngilizce’de “securitization”, “asset securitization” ve “structured finance” terimleri birbirlerinin yerine geçecek şekilde kullanılmaktadır. Her bir terim, bir şirketin finansman sağlamak için, kendi varlıklarından doğan **nakit akımını** kullandığını, bu terimler içinden “securitization” ise nakit akımına dayalı finansmanın, **menkul kıymet** ihracıyla sağlandığını ifade etmektedir.<sup>3</sup>

Menkul kıymetleştirmede, çok sayıdaki tüketici kredileri veya diğer kaynaklardan doğan alacaklar bir araya getirilerek bir **havuz** oluşturulmakta; bu havuzdaki **alacaklar menkul kıymete dönüştürülerek** yatırımcılara satılmaktadır.<sup>4</sup> Bu sayede, likiditesi olmayan çok sayıda, küçük tutarlardaki alacaklar, likit ve ikincil piyasada dolaşımı mümkün olan menkul kıymetlere dönüşmektedir.

---

<sup>1</sup>“Menkul kıymetleştirme terimi, bu işlemin anavatanı olan ABD’de kullanılan ‘securitization’ kelimesinin Türkçeleştirilmiş şeklidir.” Ünal Tekinalp (Reha Poroy / Ersin Çamoğlu), Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku, 7. bs., Beta Yayınları, İstanbul, 1997, s. 562.

<sup>2</sup> Steven L. Schwarcz, Structured Finance: A Guide to the Principles of Asset Securitization, 3rd Edition, Practising Law Institute, New York, 2002, Bl. 1, s. 2; Leon T. Kendall / Micheal J. Fishman, A Primer on Securitization, The MIT Press, London, 1996, s. 1.

<sup>3</sup> Schwarcz, Bl. 1, s. 2.

<sup>4</sup> Christine A. Pavel, Securitization, Probus Publishing, Chicago, 1989, s. 3; Kenneth N. Elmgren, “An Overview of Securitizations”, International Asset Securitization, Joseph J. Norton / Mithell S. Dumper / Paul R. Spellman (Ed.), Lloyd’s of Press London, London, 1995; Kendall / Fishman, s. 2.

Menkul kıymetleştirme neticesinde ihraç edilen menkul kıymetler, **varlığa dayalı menkul kıymetler** (“asset backed securities”) olarak adlandırılmaktadır. Bunun sebebi, bu menkul kıymete ilişkin anapara ve faiz ödemelerinin, menkul kıymetleştirilen varlıklardan elde edilen nakit akımı ile yapılmasıdır.

Varlığa dayalı menkul kıymet, her şeyden önce, bir “**tahvil**” (“bond”) veya “**finansman bonosu**” (“commercial paper”) gibi sahibine, anapara ve bu anaparanın faizinden oluşan bir alacak hakkı sağlar.<sup>5</sup> Varlığa dayalı menkul kıymetin ihraççısı, menkul kıymeti satın alana veya sonradan devredilmişse vade tarihinde elinde bulundurana, belirli bir vade veya vadelerde varlığa dayalı menkul kıymetin satın alınması için ödenen anapara ve bu anaparaya karşılık gelen faizi ödemeyi taahhüt eder. Geleneksel bir borçlanma aracı olan tahvil ile varlığa dayalı menkul kıymet arasında bu bakımdan bir farklılık bulunmamaktadır. Ancak geri ödemesinde kullanılan kaynaklar ve karşılaşılan riskler kıyaslandığında, tahvil gibi klasik menkul kıymetler ile varlığa dayalı menkul kıymetler arasında önemli hukuki ve finansal farkların mevcut olduğu görülür:

Tahvil gibi **klasik menkul kıymetler**, fona gereksinimi olan şirketin kendisi tarafından ihraç edilir ve ihraççı şirketin bilançosunun pasifinde bir yükümlülük olarak yer alır. Tahvil ihraç eden şirket, mali açıdan zor duruma düştüğünde, tahvil sahiplerinin yatırdıkları paraları geri almaları tehlikeye girebilir veya en azından gecikebilir. Şirketin iflas etmesi durumunda, öncelikle rehin hakkı sahipleri ile şirket çalışanları gibi imtiyazlı alacaklılar alacaklarını tahsil ederler. Tahvil sahipleri, ancak bunlardan artan bir mal varlığı kaldığı takdirde, alacaklarını tahsil edebilir. İflas durumundaki bir şirketin, bu zor durumdan kurtulmak için tüm yolları deneyeceği, varlıklarını rehin ederek yeni kaynaklar temin etmeye çalışacağı göz önüne alındığında, böyle bir durumda tahvil sahipleri gibi imtiyazsız alacaklıların, alacaklarının tamamını elde etmeleri pek mümkün olmamaktadır. Dolayısıyla, tahvil gibi klasik menkul kıymetlerin geri ödenip ödenmemesi ihraççı şirketin gerek mevcut, gerekse menkul kıymetin vade süresi içindeki mali yapı ve performansına sıkı sıkıya bağlıdır. Bu nedenle tahvil alım kararı verilirken, tahvil ihraç eden şirketin şu anki ve gelecekteki mali yapısı, faaliyetlerinin kârlılığı ve riskleri dikkate alınır.

---

<sup>5</sup>Varlığa dayalı menkul kıymet bir şirket tarafından değil de ABD’de olduğu gibi “trust” olarak adlandırılan Türk hukukundaki yatırım fonuna benzer bir kuruluş tarafından ihraç edildiğinde, yatırımcılar, “trust”ın sahip olduğu menkul kıymetleştirilen alacaklara payları oranında katılma hakkına sahip olmaktadır. Bu durumda varlığa dayalı menkul kıymetin kendisi görünüşte bir alacak hakkı değil, mal varlığına katılma hakkı tanısa da, özünde yine anapara ve faizden oluşan bir alacak hakkı sağlamaktadır. “Trust” kavramı için bkz. § 1.IV.

Bu yüzden de mali yapısı yeteri kadar güçlü olmayan ve bünyesinde finansal riskler barındıran şirketlerin sermaye piyasalarında tahvil ihracı ile fon sağlaması zordur.

Menkul kıymetleştirmede, bir şirkete ait alacaklar o şirketin varlıklarının (aktifinin) dışına çıkarılır ve geri ödemesi, söz konusu alacaklardan elde edilecek nakit akımları ile yapılacak bir menkul kıymet ihraç edilir. Burada temel amaç, alacakları, alacakların sahibi olan şirketin mali yapısı ve faaliyetleri ile ilgili doğabilecek tüm risklerden izole ederek, sadece varlığa dayalı menkul kıymetlerin geri ödemesine tahsis etmektir.<sup>6</sup> Bu nedenle, alacaklar üzerinde varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri dışında hiç kimsenin hak sahibi olmayacağı bir hukuki mekanizmanın kurulması gerekir. Bu yüzden de varlığa dayalı menkul kıymetler, fona ihtiyaç duyan, nihai olarak fonu kullanacak olan alacakların sahibi olan şirket (“kaynak şirket” - “originator”)<sup>7</sup> tarafından değil, sadece alacaklara güvenli bir liman (“safe harbor”)<sup>8</sup> olması amacıyla devreye giren bir kuruluş (“özel amaçlı kuruluş”- “special purpose vehicle”)<sup>9</sup> tarafından ihraç edilir. Böylece, kaynak şirketin ödeme güçsüzlüğü (“insolvency”) veya iflası (“bankruptcy”) halinde alacaklardan elde edilen nakit akımı menkul kıymet sahiplerine ödenmeye devam olur, kaynak şirketin alacaklılarının bu alacaklar üzerinde hak sahibi olmaları engellenir.<sup>10</sup>

<sup>6</sup> Elmgren, s. 8.

<sup>7</sup> İngilizce literatürde, alacağın oluşumuna neden olan ilişkinin tarafı olduğu için bu şirket “originator” (ilk kez ortaya çıkarıcı, ortaya çıkmasına kaynaklık eden) olarak adlandırılmaktadır. “Originator” karşılığı olarak Türkçe kaynaklarda genellikle “kaynak şirket” veya “satıcı” ifadesi kullanılmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu’nun konu ile ilgili Seri: III No. 14 Tebliği’nde belirli bir tanım değil, “alacaklarını temlik eden kuruluş” ifadesi kullanılmıştır (Bkz. Seri: III No. 14 Tebliği md. 15 ve 17). Bu Kitap’ta, sahibi olduğu alacakları menkul kıymetleştirmek üzere özel amaçlı kuruluşa devreden şirket, “kaynak şirket” olarak adlandırılacaktır.

<sup>8</sup> Alacakları üçüncü kişilerin hak iddia ve taleplerinden koruyan bir yer olması.

<sup>9</sup> İngilizce literatürde, alacakları devralarak varlığa dayalı menkul kıymet ihraç etmek amacıyla kurulan kuruluş, “Special Purpose Vehicle” (“SPV”) veya “Special Purpose Company” (“SPC”) olarak adlandırılmaktadır. SPV, konu ile ilgili Türkçe kaynaklarda genellikle ihraççı kuruluş veya özel amaçlı kuruluş olarak Türkçe’ye çevrilmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu’nun konu ile ilgili Seri: III No. 14 Tebliği’nde, SPV’nin fonksiyonunu karşılamak (alacakları devralarak menkul kıymet ihraç etmek) üzere kurulan şirket, “Genel Finans Ortaklığı” (GFO) olarak adlandırılmıştır. Ancak SPK düzenlemesindeki GFO’ya verilen fonksiyon, yurt dışı uygulamalardan farklıdır. En önemli farklardan biri, yurt dışı uygulamalarda SPV bir araç olarak sadece bir ihracı gerçekleştirmek üzere kurulurken, SPK Tebliği’nde GFO, faaliyeti sürekli olarak varlığa dayalı menkul kıymet ihraç etmek olan bir işletme tipi olarak öngörülmüştür. Bu nedenle Kitap’ta, Türk mevzuatında yer alan GFO’lar ile karışmaması için varlığa dayalı menkul kıymet ihracını gerçekleştirmek üzere yapılandırılan kuruluşu, “özel amaçlı kuruluş” olarak adlandırmayı tercih ettik.

<sup>10</sup> Schwarcz, Bl 1, s. 5.

Tipik bir menkul kıymetleştirme işleminde fona ihtiyaç duyan kaynak şirket, menkul kıymetleştirilecek alacaklarını belirli bir satış bedeli karşılığında, özel amaçlı kuruluşa satar. Özel amaçlı kuruluş, alacakları, kaynak şirketin aktifinden çıkmasına ve kendi aktifine girmesine sebep olacak şekilde devralır. Devraldığı alacaklar karşılığında varlığa dayalı menkul kıymet ihraç eder. Bu kuruluşun aktifinde sadece, varlığa dayalı menkul kıymet ihracı için devraldığı alacaklar; pasifinde ise sadece varlığa dayalı menkul kıymet ihracından doğan borçları bulunur.<sup>11</sup> Varlığa dayalı menkul kıymetler sermaye piyasalarında satılır; satıştan elde edilen fonlarla kaynak şirketten satın alınan alacakların bedeli ve diğer ihraç masrafları karşılanır.

Görüldüğü üzere tahvil gibi geleneksel menkul kıymetlerden farklı olarak menkul kıymetleştirme, bir menkul kıymetin geri ödenmeme riskini, alacakları kaynak şirketin varlıklarından ayırmak suretiyle, şirketin karşılaşılabileceği risklerden izole etmektedir. Bu nedenle, menkul kıymetleştirme işleminde, kaynak şirketin mali durumu ve riskleri değil, menkul kıymetleştirilen alacakların geri ödenip ödenmeyeceği ve geri ödenen alacaklar üzerinde hukuken varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri dışında bir üçüncü kişinin hak sahibi olup olmayacağı, yani alacaklardan elde edilecek nakit akımlarının sadece varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerine ödenmesini sağlayacak bir hukuki mekanizmanın kurulup kurulmadığı önem taşır.

**Menkul kıymetleştirmede kaynak şirket**, aktifindeki henüz vadesi gelmemiş alacaklarını belirli bir iskonto karşılığında devrederek bedelini peşin olarak tahsil etmekte ve böylece aktifindeki alacaklar ile finansman sağlamaktadır. Sermaye piyasalarında tahvil ihraç etmek için mali yapısı yeteri kadar güçlü olmayan, ancak menkul kıymetleştirmeye uygun sağlam alacaklara sahip bir şirket, başka bir yolla temin edemeyeceği fonları, menkul kıymetleştirme sayesinde sağlayabilir.<sup>12</sup>

---

<sup>11</sup> Bkz. § 3.I.B.

<sup>12</sup> Schwarcz, Bl. 1, s. 2.

Menkul kıymetleştirmede yatırımcı, yatırımını tahvil veya hisse senedinde olduğu gibi bir şirkete ve şirketin geleceğine değil, belirli bir varlık kalemine, yani menkul kıymetleştirilen alacaklara yapmaktadır. Zira, satın aldığı menkul kıymetin geri ödemesi, şirketin kaynaklarından değil, menkul kıymetleştirilen alacakların geri ödenmesinden doğan nakit akımlarından yapılacaktır. Bu bakımdan, menkul kıymetleştirmede yatırımcıların yatırım kararı verirken, esas olarak, kaynak şirketin mali durumuna ve risklerine değil, menkul kıymetleştirilen alacakların güvenilirliğine bakmaları gerekir.

## B. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Türleri

### 1. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (“Mortgage Backed Securities”) ve Diğer Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler

Varlığa dayalı menkul kıymet türleri içinde en önemli ayırım, menkul kıymetleştirilen alacakların bir taşınmaz rehni (“ipoteke” veya “mortgage”)<sup>13</sup> ile teminat altına alınıp alınmadığına göre yapılmaktadır:

Eğer menkul kıymetleştirilen alacaklar ipoteke ile teminat altına alınmış ise bu alacakların menkul kıymetleştirilmesi neticesinde ihraç edilen menkul kıymetler, özel bir isimle, “ipoteğe dayalı menkul kıymetler” (“mortgage backed securities”) olarak adlandırılmaktadır. İpoteke teminatı taşımayan diğer her türlü alacak karşılığında çıkarılan menkul kıymetler ise “varlığa dayalı menkul kıymetler” (“asset backed securities”) olarak adlandırılmaktadır.

Menkul kıymetleştirme uygulamaları ABD’de, konut kredilerinden doğan, ipoteke (“mortgage”) ile temin edilmiş alacakların menkul kıymetleştirilmesi, yani ipoteğe dayalı menkul kıymetler ile başlamış, ipoteke teminatı taşımayan alacakların menkul kıymetleştirilmesine ise daha sonra geçilmiştir.<sup>14</sup>

<sup>13</sup> İpoteke ve “mortgage” kavramları ve aralarındaki farklar için bkz. § I.3.

<sup>14</sup> Bkz. § 6.I.A.

Hemen belirtmek gerekir ki ipoteye dayalı menkul kıymetler ile diğer varlığa dayalı menkul kıymetler arasında, menkul kıymetleştirilen alacakların ipotekle teminat altına alınmış olup olmaması dışında temel bir farklılık bulunmamaktadır: İpoteğe dayalı menkul kıymetler de diğer varlığa dayalı menkul kıymetler gibi, kaynak şirketin aktifindeki (ipotek teminatı taşıyan) alacakları devralan özel amaçlı kuruluş tarafından ihraç edilmekte ve alacaklardan elde edilecek nakit akımları ile geri ödenmektedir. Aralarındaki fark, menkul kıymetleştirilen alacakların, ipoteye dayalı menkul kıymetlerde ipotek teminatı taşınması; diğer varlığa dayalı menkul kıymetlerde ise ipotek teminatı taşınmamasıdır.

Türk hukukunda olduğu gibi birçok ülke hukuk sisteminde alacakların temlik ile birlikte alacağa bağlı tüm hakların kendiliğinden temlik alana geçmesi öngörülmüştür.<sup>15</sup> Dolayısıyla menkul kıymetleştirme işleminde kaynak şirket, aktifinde bulunan ipotek teminatlı konut kredisi alacaklarını özel amaçlı kuruluşa devrettiğinde, başka bir merasime veya işleme gerek kalmaksızın alacakları teminat altına alan ipotek hakları da kendiliğinden özel amaçlı kuruluşa devrolunur. Bunun neticesinde de alacakların teminatı olan ipotek hakkından, özel amaçlı kuruluş vasıtasıyla ipoteye dayalı menkul kıymet sahipleri yararlanır. Bu sayede menkul kıymetleştirilen alacaklar, borçluları tarafından zamanında veya hiç geri ödenmez ise ipoteye dayalı menkul kıymet sahiplerinin ellerinde kullanabilecekleri sağlam bir teminat bulunmaktadır. Alacak ödenmediğinde bu teminat (ipotek) paraya çevrilir, yani üzerinde ipotek bulunan taşınmaz satılır. Taşınmazın satış bedelinden menkul kıymetleştirilen alacaklar tahsil edilerek ipoteye dayalı menkul kıymet sahiplerine ödenir. İpotek teminatı taşınması yüzünden ipoteye dayalı menkul kıymetler, diğer varlığa dayalı menkul kıymetlere göre daha güvenli olarak kabul edilir.

İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin, Kıta Avrupası ülkelerindeki uygulaması çok eskilere dayanan “ipotekli tahviller” (“mortgage bonds” veya “covered bonds”) ile karıştırılmaması gerekir. Her ne kadar ipotekli tahviller, zaman zaman menkul kıymetleştirme ve ipoteye dayalı menkul kıymetler kavramı içinde değerlendirilse de bu iki menkul kıymet arasında önemli farklılıklar bulunmaktadır.<sup>16</sup>

---

<sup>15</sup> Bkz. § 5.II.C.2.

<sup>16</sup> İpotekli tahviller (“mortgage bonds” veya “covered bonds”) ile ipoteye dayalı menkul kıymetlerin karşılaştırılması için bkz. § 1.V.

## 2. Çıkarılma Yöntemi ve Sağladığı Haklar Bakımından Ayrımlar

Varlığa dayalı menkul kıymetler, sahibine bir mal varlığına katılma veya alacak hakkı vermesine göre, “pass through” veya “pay through” olarak adlandırılmaktadırlar.

Eğer özel amaçlı kuruluş, ABD ve Fransa uygulamasında görüldüğü gibi “trust”<sup>17</sup> yapısındaysa, varlığa dayalı menkul kıymetler, sahiplerine alacak hakkı değil, bir mal varlığına (menkul kıymetleştirilen alacaklara) payları oranında katılma hakkı verir. Bu durumda bahse konu menkul kıymetler, ihraççısı açısından da borç niteliğinde olmamaktadır. ABD’de bu tür, alacak hakkı değil, bir alacak havuzuna katılma hakkı sağlayan varlığa dayalı menkul kıymetler, “pass through” olarak adlandırılmaktadır.<sup>18</sup>

Eğer özel amaçlı kuruluş, “trust” değil de bir şirket ise, varlığa dayalı menkul kıymetler sahiplerine bu kez alacak hakkı tanır. Bu menkul kıymetler ihraççı şirket bakımından borçluluğu temsil eder. ABD’de, sahibine alacak hakkı tanıyan ve ihraççısı açısından da borç niteliğinde olan bu tür varlığa dayalı menkul kıymetler ise “pay through” olarak adlandırılmaktadır.<sup>19</sup>

Yine ABD’de Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) ve Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) gibi kamu kuruluşları tarafından organize edilen ipoteye dayalı menkul kıymetler, devlet garantisi taşıyıp taşıyamaması, vergi istisnalarına tabi olup olmaması, sabit veya değişken faizli olması gibi çeşitli özelliklerine göre farklı isimlerle adlandırılmaktadır.<sup>20</sup>

<sup>17</sup> Bkz. § 1.IV.

<sup>18</sup> Pavel, s. 4.

<sup>19</sup> Pavel, s. 8-9.

<sup>20</sup> Söz konusu menkul kıymetlerin özellikleri için bkz. Murat Bahadır Peker, Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara, 1996; Nurcan Öcal, Türkiye’de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara, 1997; Saadet Tantan, Menkul Kıymetleştirme; ABD Uygulamaları ve Bankacılık Sektörüne Etkileri, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara, 1996.

### 3. SPK Tebliğine Göre İhraç Edilen VDMK'ların Durumu

SPK Tebliğine göre ihraç olunan VDMK'nın ele alındığı Üçüncü Bölümde ayrıntılı olarak açıklanacağı gibi, menkul kıymetleştirmenin Türkiye'deki uygulaması ile ABD ve diğer yurt dışı uygulamaları arasında kanaatimizce her ikisinin aynı kavram altında değerlendirilmesini imkansız kılacak kadar önemli farklılıklar bulunmaktadır.

Türk sermaye piyasası mevzuatına göre, “varlığa dayalı menkul kıymet” olarak adlandırılan menkul kıymetler, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: III No. 14 Tebliği hüküm ve şartlarına uymak suretiyle ihraç edilebilmektedir.<sup>21</sup> SPK Seri: III No. 14 Tebliği, VDMK'nın (1) genel finans ortaklıkları ve bankalar<sup>22</sup> tarafından, üçüncü kişilerden temlik alınan alacaklar karşılığında ve (2) banka, finansman şirketleri, finansal kiralamaya yetkili kuruluşlar ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları tarafından kendi aktifinde bulunan alacaklar karşılığında ihraç edilmesini öngörmüştür.

Bugüne kadar birinci yöntemle, yani alacak devralmak suretiyle VDMK ihracı gerçekleşmemiş, yani ihraçların hiçbirinde özel amaçlı kuruluş kullanılmamıştır. Dolayısıyla bugüne kadar ihraç edilen tüm VDMK'lar, kaynak şirketlerin, kendi aktiflerinde bulunan alacaklar karşılığında ihraç edilmiştir.

Oysa yukarıda belirtildiği gibi varlığa dayalı menkul kıymetleri, diğer klasik menkul kıymetlerden ayıran en önemli özellik, menkul kıymetleştirilen alacakların kaynak şirket tarafından özel amaçlı kuruluşa devredilmesi ve varlığa dayalı menkul kıymetin, alacakların sahibi olan kaynak şirket tarafından değil de, alacakları devralan özel amaçlı kuruluş tarafından ihraç edilmesidir. Zira bu sayede varlığa dayalı menkul kıymetlerin geri ödenmeme riski, kaynak şirkete ait risklerden arındırılmakta ve dolayısıyla alacaklar üzerinde sadece varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerinin hak sahibi olacağı hukuki bir mekanizma kurulmaktadır.

<sup>21</sup> Türk şirketlerinin alacaklarının yurt dışında menkul kıymetleştirilmesinde varlığa dayalı menkul kıymet yurt dışında ihraç edildiğinden, bu ihraç, Seri: III No. 14 Tebliği'ne tabi olmaktadır. Türk şirketlerinin alacaklarının yurt dışında menkul kıymetleştirilmesi hakkında açıklamalarımız için bkz. § 8.IV.B.3.

<sup>22</sup> Bankaların alacak devralmak suretiyle VDMK ihraç etmelerinin, aslında alacak devralınmadan yapılan VDMK ihraçları ile bir farkı bulunmamaktadır. Zira alacakları devralan bankanın başka alacaklıları da mevcut olduğundan, bu alacaklar üzerinde VDMK sahipleri dışındaki diğer banka alacaklıları da hak sahibi olacaktır. Dolayısıyla burada asıl önemli olan, menkul kıymet ihracının borçlanma kısıtlanmış bir özel amaçlı kuruluş tarafından yapılmasıdır.



Varlığa dayalı menkul kıymetleri tahvil gibi klasik menkul kıymetlerden ayıran en önemli fark da menkul kıymetin ihraççı şirketin risklerinden arındırılıp arındırılmadığı hususundadır.

Bugüne kadar SPK Tebliği çerçevesinde yapılan ihraçların hiçbirisinde özel amaçlı kuruluş (Tebliğ'deki ifadesiyle “Genel Finans Ortaklığı”) kullanılmadığı gibi, menkul kıymetleştirilen alacaklar üzerinde kaynak şirketin diğer alacaklılarının hak sahibi olmasını kısıtlayan, sadece VDMK sahiplerinin hak sahibi olması neticesini doğuracak başka bir hukuki mekanizma da bulunmamaktadır.<sup>23</sup>

Dolayısıyla, bugüne değin SPK Tebliği uyarınca ihraç olunan VDMK'ların, karşılık gösterilen alacaklar üzerinde sağladığı haklar veya diğer bakımlardan tahvil gibi klasik menkul kıymetlerden bir farkının olmadığını söylemek mümkündür.<sup>24</sup> Zira kendi aktifindeki alacakları karşılık göstererek VDMK ihraç eden ihraççı iflas ettiğinde, VDMK sahipleri, tahvil ve imtiyazsız diğer alacaklılar ile aynı konumda olacaklar; alacaklardan elde edilecek nakit tahsilatın kendilerine ödenmesini talep edemeyecekler; alacaklarını ancak iflas masasından talep edebilecekler; VDMK'lardan olan alacaklarının muaccel hale gelmesi ve faizinin düşmesi riskleri ile karşılaşacaklardır.

Sonuç olarak, SPK Tebliğinde ihracı öngörülen menkul kıymetlerin, her ne kadar aynı adı taşısa da en temel özelliklerini taşımaktan uzak olmaları nedeniyle, “menkul kıymetleştirme / securitization” veya “varlığa dayalı menkul kıymet / asset backed securities” kavramları içinde değerlendirilmesinin mümkün olmadığını düşünmekteyiz. Bu nedenle de SPK Tebliği uyarınca çıkarılan VDMK, Üçüncü Bölüm § 9'da ayrı bir başlık altında ele alınacaktır.

Bu arada 5582 sayılı Kanun ile Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan değişiklikle SPKn. md 13/A'daki varlığa dayalı menkul kıymetlere ilişkin hükümler metinden çıkarılmış, bunun yerine SPKn. md. 38/B ve C'de varlığa dayalı menkul kıymetler ve ipotega dayalı menkul kıymetleri ihraç edecek varlık finansmanı fonu ve konut finansmanı fonu düzenlenmiştir. Kanunda 5582 sayılı Kanun ile yapılan değişiklik sonrası durum aşağıda § 9.2.B'de incelenmiştir.

<sup>23</sup> 1999 yılında yürürlüğe giren 4487 sayılı Kanun ile yapılan değişiklik ile VDMK sahiplerini koruma amacıyla bazı hükümler getirilmiştir. Ancak bu tarihten sonra VDMK ihracı gerçekleşmemiştir.

<sup>24</sup> Bkz. s. 269.

## II. İpotekli Tahviller (“Mortgage Bonds” veya “Covered Bonds”)

İpotekli tahviller (“mortgage bonds” veya “covered bonds”), konut kredisi işlemleri ile uğraşan kredi kurumları tarafından çıkarılan ve bu kurumların aktifinde yer alan ipotek teminatlı tüketici kredilerinden doğan alacaklar üzerinde rehin teminatı sağlayan menkul kıymetlerdir.

İpotekli tahvil sahipleri, ihraççı kurumun aktifinde bulunan ve ipotek teminatı taşıyan alacaklar üzerinde kanun hükümleri uyarınca rehin hakkına sahip olur. Alacak rehni hükümleri sayesinde, menkul kıymet sahipleri, alacak rehni ile birlikte alacağa bağlı haklar üzerinde, bu arada alacakların teminatını teşkil eden ipotek hakları üzerinde de hak sahibi olur. Böylece, alacakları teminat altına alan ipotek haklarından da ipotekli tahvil sahipleri yararlanır.

İpotekli tahviller ile menkul kıymetleştirme işlemi neticesinde ihraç olunan ipoteye dayalı menkul kıymetler arasındaki ortak nokta, her ikisinin de geri ödemelerinde kullanılacak bir alacak havuzunun ve bu havuzdaki alacaklardan elde edilecek bir nakit akımının mevcut olmasıdır. Alacak havuzu ve nakit akımının mevcut olması, ipotekli tahviller ve ipoteye dayalı menkul kıymetleri, ipotek teminatı taşıyan diğer menkul kıymetlerden tamamıyla ayırır.<sup>25</sup>

Aralarındaki bu benzerliğe rağmen her iki menkul kıymet arasında bazı önemli farklar da mevcuttur.<sup>26</sup> Bu farklar aşağıda ayrı bir başlık altında irdelenecektir.<sup>27</sup>

İpotekli tahvil ihracı özel bir kanuni düzenlemeyi gerektirmektedir. Zira, Kıta Avrupası hukuk sisteminde bir şirketin ihraç ettiği menkul kıymetin, kendi aktifinde bulunan alacaklar üzerinde rehin hakkı sağlaması için kanunlarda bu yönde bir hüküm bulunması gerekir. Nitekim, Hollanda hariç Kıta Avrupası ülkelerinin tümünde ipotekli tahviller için özel bir kanuni düzenleme mevcut bulunmaktadır.<sup>28</sup>

---

<sup>25</sup> Bkz. s. 27.

<sup>26</sup> Bkz. s. 18-25.

<sup>27</sup> Bkz. § 1.V.A.

<sup>28</sup> Sergio Nasarre-Aznar, *Securitization & Mortgage Bonds: Legal Aspects and Harmonization in Europe*, Gostick Hall Publication, Cambridge, 2004, s. 5, 24 ve 66, dn. 71.

İpotekli tahvillerin her ülkede ayrı bir kanun hükmü ile düzenlenmiş olması ve ülkeler arasındaki mevzuat farklılıkları nedeniyle Kıta Avrupası ülkelerinde tek bir tür ipotekli tahvilden bahsedilmesi mümkün değildir. İlgili ülke kanunlarına göre ipotekli tahvillerin türleri, özellikleri ve sağladığı haklar farklılık göstermektedir. İpotekli tahvillerin ülke uygulamalarına ilişkin bilgilere İkinci Bölümde yer verilmiştir.

### III. İpotek ve “Mortgage” Kavramları

İpotek (“*hypothec*”), Kıta Avrupası hukuk sistemlerinde düzenlenmiş, taşınmaz rehni türlerinden biridir.<sup>29</sup> Ülkeden ülkeye bazı farklılıklar gösterse de ipotek hakkının temel özelliklerini şöyle sıralayabiliriz:

(1) Diğer rehin hakları gibi ipotek hakkı, bir alacağı güvence altına alır. Buradaki güvence, alacak ödenmez ise taşınmazı paraya çevirme hakkı veren aynı bir güvencedir. Öyle ki taşınmaza sahip olan ister borçlu olsun ister olmasın, ipotek hakkı sahibinin ipoteği paraya çevirme hakkına katlanmak zorundadır.

(2) İpotek hakkı alacağa bağlı bir haktır. Alacak hakkı sona erdiğinde ipotek hakkı da kendiliğinden sona erer. İpotek hakkı, güvence altına aldığı alacağın temlik ile birlikte, kendiliğinden temlik alana geçer. İpotek hakkının alacaktan bağımsız olarak devredilmesi mümkün değildir.

İpotek hakkının alacağa bağlı olmasının diğer bir hukuki neticesi ise alacak üzerinde hak sahibi olanın, alacağın güvencesi olan ipotek hakkından da faydalanmasıdır.<sup>30</sup> Bu durumda ipotek teminatlı alacağın rehnedilmesi halinde alacağa bağlı ipotek hakkından rehin hakkı sahibi faydalanacaktır.

---

<sup>29</sup> Türk Medeni Kanunu'nda düzenlenmiş olan diğer taşınmaz rehin türleri, ipotekli borç senedi ve irat senedir. İpotek, ipotekli borç senedi ve irat senedi dışında başka bir tür taşınmaz rehni tesisi mümkün değildir (Bkz. Hüseyin Hatemi / Rona Serozan / Abdülkadir Arpacı, Eşya Hukuku, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1991, s. 718-719). İpotekli borç senedi ve irat senedi hakkında açıklamalarımız için bkz. s. 27.

<sup>30</sup> Bkz. s. 135.

İpotek hakkının bu şekilde alacağa bağlı olması hem ipoteğe dayalı menkul kıymetler hem de ipotekli tahviller bakımından önemli bir rol oynar:

İpoteğe dayalı menkul kıymetlerde, ipotek güvenceli alacakların özel amaçlı kuruluşu ile birlikte ipotek hakları da özel amaçlı kuruluşu devrolunur. Yani, özel amaçlı kuruluş vasıtasıyla ipotek güvencesinden varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri yararlanır.

İpotekli tahvillerde ise, ipotekli tahvil sahipleri taşınmaz üzerindeki ipotek hakkına değil, ipoteği teminat altına alan alacaklar üzerinde rehin hakkı sahibidirler. Ancak alacaklar üzerinde rehin hakkına sahip olmanın hukuki neticesi olarak ipotek hakkından da yararlanırlar.

“Mortgage” ise ABD ve İngiliz hukukundaki ipoteğe denk düşen bir taşınmaz teminatıdır.

Her ikisi de taşınmaz teminatı olmakla birlikte ipotek ile “mortgage” arasında bazı farklar bulunmaktadır:<sup>31</sup> İlk olarak, yukarıda belirtildiği gibi, ipotek alacağa bağlı bir haktır; alacaktan ayrı devredilemez ve alacaktan ayrılamaz. Buna karşın “mortgage”, alacaktan ayrı devredilebilir; alacaktan ayrılabilir. İkinci olarak, ipotekte, borçlunun borcu ödememesi durumunda, alacaklıya ipotekli taşınmazı edinme hakkı veren her türlü sözleşme geçersizdir. Buna “lex commissoria” yasağı denmektedir. Fakat “mortgage”da bu mümkündür. Sözü edilen farklılıklara rağmen, her ikisinin de menkul kıymetleştirme ve ipotekli tahviller için gördüğü işlev aynıdır.

Türk Medeni Kanunu'nda ipotek müessesesi (MK md. 850-897) düzenlenmiş olmasına rağmen Türkiye'de “kira öder gibi taşınmaz edinme” olarak kısaca tanımlanan sistem için, “ipotek” değil İngilizce'den alınmış “mortgage” terimi yaygın olarak kullanılmaya başlanmıştır.

---

<sup>31</sup> Nasarre-Aznar, s. 102 vd.

“Mortgage”, teknik olarak bir taşınmaz teminatı türünü değil, daha ziyade, uzun vadeli konut kredisi ile konut edinme (“kira öder gibi taşınmaz edinme”) sistemini ifade etmek için kullanılmaktadır.

Klasik olarak bankalar konut kredisi açmak için gerekli fonu, kendi öz kaynaklarından ve borçlanarak temin ettikleri yabancı kaynaklardan sağlarlar. Konut kredisi açmada kullanılan yabancı kaynakların büyük bir kısmı esas olarak tasarruf mevduatlarından elde edilmektedir. Ancak bankaların gerek öz kaynakları gerekse topladıkları mevduatlar, hızlı şehirleşmenin ortaya çıkardığı konut ihtiyacını finanse etmede yetersiz kalmaktadır.

“Mortgage” olarak adlandırılan sistemde ise konut kredileri için gerekli olan fon, sermaye piyasalarından menkul kıymet ihraç edilmesi suretiyle temin edilmektedir. Bu sistemi diğerlerinden farklılaştıran, sermaye piyasalarından fon temin edilmesinde konut kredilerinden doğan alacakların kullanılıyor olmasıdır. Böylece, konut kredisi veren bankalar, açtıkları konut kredilerinden doğan alacaklarını kullanarak sermaye piyasalarından yeni fon sağlamış ve bu fonları yeni konut kredileri açmada kullanarak kredi açma kapasitelerini artırmış olmaktadır.

Konut kredilerinden doğan alacakların kullanılarak menkul kıymet ihraç edilmesi iki farklı yöntemle yapılmaktadır: Kitabın konusunu oluşturan bu yöntemlerden birincisi konut kredisinden doğan alacakların menkul kıymetleştirilmesi; yani, konut kredisi alacaklarının bankalar (kaynak şirket) tarafından özel amaçlı bir kuruluşa devredilmesi ve özel amaçlı kuruluş tarafından ipotekle dayalı menkul kıymet ihraç edilmesidir. Öteki yöntem ise konut kredisi alacaklarına sahip olan bankanın kendisi tarafından, ipotek güvencesine sahip bu alacakların teminatını (rehnini) taşıyan ipotekli tahvil<sup>32</sup> ihraç edilmesidir.

Türkiye’de, “mortgage” olarak adlandırılan sistemi düzenlemek üzere çıkarılan 5582 sayılı Kanun’da hem ipotekle dayalı menkul kıymet, hem de ipotekli tahvil (“ipotek teminathı menkul kıymetler” ismiyle) ihracı suretiyle sermaye piyasalarından konut finansmanı için fon temin edilmesi öngörülmektedir.

---

<sup>32</sup> 5582 sayılı Kanun ile değişik SPK md. 136A’da bu menkul kıymetler, “ipotek teminathı menkul kıymetler” olarak adlandırılmıştır.

Hemen belirtmek gerekir ki her ne kadar sistem “mortgage” olarak tanımlansa da Kanunda MK'da düzenlenen ipotek hakkının özüne ilişkin bir değişiklik bulunmamaktadır.<sup>33</sup> Mortgage Kanunu'na göre sistemin bel kemiğini oluşturan, karşılığında menkul kıymet ihraç edilecek olan uzun vadeli konut kredilerinden doğan alacakların güvencesi MK'da düzenlenmiş olan ipotek hakkıdır. Mortgage Kanunu Üçüncü Bölüm § 10'da ele alınmıştır.

#### **IV. Özel Amaçlı Kuruluş (“Special Purpose Vehicle”) ve “Trust” Kavramı**

Özel amaçlı kuruluş (“special purpose vehicle”) daha çok ABD ve İngiltere gibi Anglo-Sakson hukukunun uygulandığı ülkelerde kullanılmaktadır.

Özel amaçlı kuruluş belirli bir projeyi geliştirmek, yönetmek veya proje ile ilgili varlıkları edinmek gibi belirli bir amaç (“single purpose”) için kurulmuş, bu amaç dışında başka bir fonksiyonu olmayan kuruluş olarak tanımlanmaktadır.<sup>34</sup>

Özel amaçlı kuruluşun kullanılma amacı, genellikle, menkul kıymetleştirmede olduğu gibi, bir işlemde alacaklı sayısının ve bazı risklerin sınırlandırılması suretiyle, belirli bir alacaklı veya yatırımcı grubuna belirli risklerden arındırılmış bir proje sunulmasıdır.

Menkul kıymetleştirmede de özel amaçlı kuruluşun yer almasının tek sebebi, menkul kıymetleştirilen alacakların kaynak şirketin risklerinden arındırılması ve alacakların sadece menkul kıymet sahiplerine tahsis edilmesini sağlamaktır. Özel amaçlı kuruluşun kurulma sebebi olan proje tamamlandığında (örneğin varlığa dayalı menkul kıymetler tamamen itfa edildiğinde), özel amaçlı kuruluş da sona erer.

---

<sup>33</sup> Kanun'da ipoteğin paraya çevrilmesi ile ilgili olarak İcra ve İflas Kanunu'nda bazı değişiklikler yapılması öngörülmektedir. Konu hakkındaki açıklamalarımız için bkz. § 10.II.B.1.

<sup>34</sup> Black's Law Dictionary, 7th Edition, St. Poul, Minn, West Group Publishing, 1999, s. 1405.

Özel amaçlı kuruluş ABD ve İngiltere'de şirket formunda kurulduğu gibi “trust” yapısı altında da kurulabilmektedir.

“Trust”, başka bir kişinin (“trustee”) mülkiyetinde olan bir mal varlığından yararlanma hakkıdır. “Trustee” ise, kurucunun (“settlor”) iradesi doğrultusunda, kendi mülkiyetindeki bir mal varlığını (“trust property”) üçüncü bir kişi (“lehdar” “beneficiary”) yararına idare etmekle yükümlü olan kişidir. “Trust” kavramı üç unsur içermektedir: (1) “Trustee”; hakkın konusu olan mal varlığını, bu haktan faydalanan kişi (lehdar- “beneficiary”) yararına elinde bulundurmaya ve kullanmaya yükümlü olan kişi (2) Lehdar (“Beneficiary”); haktan faydalanan ve “Trustee”nin, yararına hareket etme borcu altında olduğu kişi ve (3) Mal Varlığı (“Trust Property”); “trustee”nin lehdar yararına elinde bulundurduğu, hakkın konusu olan mal varlığı.<sup>35</sup>

Menkul kıymetleştirmede özel amaçlı kuruluş (“trustee”), menkul kıymetleştirilen alacakları (mal varlığını / “trust property”), varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri (“beneficiary”) yararına elinde bulundurmaya ve kullanmaktadır. Şirketlere kıyasla daha basit ve çok amaçlı kullanılabilir olmaları nedeniyle “trust”ların bu tür finansal işlemlerde kullanılması giderek yaygınlaşmaktadır.<sup>36</sup>

Kıta Avrupası sistemine dahil olan Türk hukukunda “trust” düzenlenmemiştir. Bununla birlikte SPKn.'nda düzenlenen yatırım fonları, menkul kıymet işlemlerinde “trust”a benzer bir işlev görmeye uygundur. Nitekim, Mortgage Kanunu ile yapılan değişiklikle yatırım fonlarının ipotega dayalı menkul kıymet ihracında kullanılması öngörülmüştür.<sup>37</sup>

<sup>35</sup> Black's Law Dictionary, s. 1513.

<sup>36</sup> Nasarre-Aznar, s. 91.

<sup>37</sup> Bkz. § 9.II.B.

## V. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (“Asset Backed Securities”) İpotekli Tahviller (“Mortgage Bonds” veya “Covered Bonds”) ve Benzeri İşlemlerin Karşılaştırılması

### A. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlerin (“Mortgage Backed Securities”) İpotekli Tahviller (“Mortgage Bonds” veya “Covered Bonds”) ile Karşılaştırılması

#### 1. Kanuni Düzenleme Gerektirip Gerektirmemesi Bakımından

İpoteğe dayalı menkul kıymetler ile ipotekli tahviller arasındaki birinci fark, ilkinin özel bir kanuni düzenleme yapılmaksızın, tamamıyla özel hukuk ilişkileri ve neticelerini düzenleyen medeni kanun, borçlar kanunu ve icra ve iflas kanunu gibi temel kanunların hükümleri çerçevesinde gerçekleştirilmesi, öbürünün ise mutlaka kanuni bir düzenleme gerektirmesidir.

Menkul kıymetleştirme, katılan tarafların çokluğu ile oldukça kompleks bir işlem olsa da aslında, hemen hemen tüm modern hukuklarda düzenlenmiş iki temel hukuki işleme dayanmaktadır: (1) alacağın (menkul kıymetleştirme işlemi için yeni kurulmuş, borçlanma ve başka faaliyette bulunması kısıtlanmış) bir özel amaçlı kuruluşa devri ve (2) bu özel amaçlı kuruluş tarafından tahvilden hiçbir farkı olmayan bir menkul kıymet ihraç edilmesi.

Menkul kıymetleştirme işleminde en önemli rolü, **alacağın devri** müessesesi oynamaktadır. Bu müessese sayesinde, (1) menkul kıymetleştirilen alacaklar ve bu alacakların teminatını teşkil eden ipotekler kaynak şirketin mal varlığından ve tasarrufundan çıkmakta ve özel amaçlı kuruluşun mal varlığına ve tasarrufuna girmektedir, (2) böylece, kaynak şirketin alacaklıları menkul kıymetleştirilen alacaklar ve alacakların teminatını teşkil eden ipotekler üzerinde hak iddia edememektedir. Dolayısıyla, kaynak şirket iflas etse bile alacaklar iflas masasına girmemekte ve bu sayede varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri, kaynak şirketin iflasından olumsuz yönde etkilenmemektedir. Böylece, menkul kıymetleştirilen alacaklar ve bunlara bağlı teminatlar üzerinde, yalnızca varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerinin hak sahibi olacağı bir hukuki yapı kurulmuş olmaktadır.

Menkul kıymetleştirmenin temelini oluşturan **alacağın temlik**i ve **tahvil ihracı** tüm modern hukuk sistemlerinde düzenlenmiş olduğundan, menkul



kiymetleştirme esas olarak özel bir kanuni düzenleme gerektirmez.<sup>38</sup> Nitekim, ABD'de menkul kıymetleştirmenin ortaya çıkması sırasında herhangi bir özel düzenleme yapılmamış; mevcut temel kanun hükümleri kullanılmak suretiyle ihtiyaç duyulan bir araç olarak menkul kıymetleştirme geliştirilmiştir.

Bu anlamda menkul kıymetleştirme, tamamen piyasa aktörlerinin ihtiyaçları doğrultusunda, finansal piyasalardaki düzenlemelerin azaltılmasının (“deregulation”) neticesi olarak ortaya çıkmış, yerleşik finansal aracılık ve fonlama alanlarında devrim yaratan, en önemli finansal yenilik (“innovation”) olarak görülmektedir.<sup>39</sup>

Buna karşılık ipotekli tahviller ise 18. yüzyıldan bu yana Kıta Avrupası ülkelerinde kanuni düzenlemelere dayanarak ihraç edilen geleneksel menkul kıymetlerdir. İpotekli tahvil ihracı için kanuni düzenlemeye gerek duyulmasının birinci nedeni, bir şirketin çıkardığı bir menkul kıymetin, bu şirketin kendi aktifinde bulunan alacakları üzerinde rehin hakkı sağlaması için kanunda bu yönde bir hükmün mevcudiyetinin şart olmasıdır. Zira, Kıta Avrupası hukukunda rehin gibi bir aynı hakkın yaratılması kanuni bir düzenleme gerektirmektedir.<sup>40</sup> İkincisi, iflas durumunda rehin hakkı sahibinin alacağını tahsil etmede önceliği olsa da iflasın rehin hakkı sahibini olumsuz etkileyen yönlerinin de bulunmasıdır.<sup>41</sup> İşte iflastaki bu olumsuzlukları kaldırmak için de kanuni düzenleme yapılması yoluna gidilmektedir.

<sup>38</sup> Ancak bazı hukuk sistemlerindeki alacağın temlikine ilişkin hükümler, menkul kıymetleştirme için bir engel oluşturabilir. Örneğin, ilgili düzenlemelere göre ipotek ve diğer teminatların, alacağın temlik ile birlikte temlik alana devrolmaması veya alacağın temlikinin borçlulara bildirilmesinin zorunlu olması menkul kıymetleştirmeyi olumsuz etkiler. Menkul kıymetleştirmede çok sayıda borçlu bulunduğundan borçlulardan her birine bildirim yapılmasının zorunlu olması menkul kıymetleştirmede bir engel olarak görülmektedir. Yine alacağa bağlı ipotek gibi teminatların temlik ile birlikte kendiliğinden özel amaçlı kuruluşa geçmemesi, ayrıca tapuda işlem yapılmasının gerekmesi, yol açacağı maliyet ve zaman kaybı nedeniyle menkul kıymetleştirme için önemli bir engel teşkil edecektir. Örneğin, Fransız hukukundaki alacağın temlikine ilişkin hükümler menkul kıymetleştirmeyi olumsuz etkilediğinden Fransa'da menkul kıymetleştirme için özel bir kanuni düzenleme yapılmıştır. Türk hukukuna göre alacağın temlikinde borçlulara bildirim zorunlu olmaması ve alacakların güvencesini teşkil eden teminatların temlik ile birlikte kendiliğinden temlik alana geçmesi menkul kıymetleştirme için olumlu özelliklerdir.

<sup>39</sup> Lamia Obay, *Financial Innovation in The Banking Industry; The Case of Asset Securitization*, Garland Publishing Inc., Newyork & London, 2000, s. 17 vd.

<sup>40</sup> Bkz. s. 235.

<sup>41</sup> Bkz. s. 22 vd.

İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin kanuni düzenleme olmaksızın ihraç edilmesi, ihraç şartları bakımından esneklik, dolayısıyla bir avantaj sağlarken, aynı zamanda bazı hukuki belirsizliklerin ortaya çıkmasına da neden olabilmektedir.<sup>42</sup> Nitekim, ABD'de menkul kıymetleştirmede ortaya çıkan hukuki belirsizlikleri ortadan kaldırmak için bir kanun tasarısı hazırlanmış, ancak Enron skandalının patlak vermesinden sonra bu tasarının yürürlüğe sokulmasından vazgeçilmiştir.<sup>43</sup>

İpotekli tahvil ihracının kanun ile düzenlenmesi nedeniyle, ilgili kanunlara uygun ve gerekli hükümler konulması şartıyla, ipotekli tahvillerde, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerde görülen hukuki belirsizlikler ortaya çıkmaz. Buna karşın, kanuni düzenlemenin mevcut olması ipotekli tahvil ihracını daha az esnek kurallara tabi hale getirebilmektedir. Zira, kanun ile düzenlenen şartların, piyasa koşullarına uymaması veya sonradan uyumsuz hale gelmesi durumunda, var olan kanuni düzenlemeler bir engel haline gelebilecek, bunların kaldırılması için yeni kanun değişikliklerinin yapılması gerekebilecektir.

## 2. İhraççısı Bakımından

Varlığa dayalı menkul kıymetler, sadece bir ihracı gerçekleştirmek için kurulmuş başkaca bir faaliyeti olmayan özel amaçlı kuruluş tarafından ihraç edilir. Özel amaçlı kuruluşun sermayesi çok az ve semboliktir. Menkul kıymetleştirmede ihraççının (özel amaçlı kuruluşun) mali yapısı değil, alacakların sağlamlığı önem taşır. Özel amaçlı kuruluşun tek fonksiyonu vardır: Bu da menkul kıymetleştirilen alacaklar için, üçüncü kişilerin hak iddialarından korunacağı güvenli bir liman ("safe harbor") oluşturmaktır.

İpotekli tahviller ise kanunla düzenlenmiş **ipotek bankaları** ("mortgage banks") veya başka isimlerle anılan sermayesi güçlü finansal kurumlar tarafından ihraç edilir.<sup>44</sup> Bu kurumlar sadece bir kez değil, sürekli olarak

---

<sup>42</sup> Bkz. s. 98 vd.

<sup>43</sup> Bkz. s. 104.

<sup>44</sup> Mortgage Kanunu'nda ipotekli tahvillerin karşılığı olarak düzenlenen ipotek teminatl menkul kıymetlerin, bankalar ve ipotek finansmanı kuruluşları tarafından ihraç edilmesi ve ipotek finansmanı kuruluşlarının sermayelerinin asgari 20 milyon YTL olması öngörülmüştür. Bkz. Ş 10. III.B

İpotekli tahvil ihracında bulunurlar. Bu nedenle, ipotekli tahvil sahipleri için alacaklar kadar, bu kurumların mali yapılarının sağlamlığı da önem taşır.

İpotekli tahvillerde ipotek havuzunda bulunan alacaklar, belirli bir grup ipotekli tahvillerin değil, aynı kurum tarafından ihraç edilen tüm ipotekli tahvillerin toplu teminatını teşkil eder. Oysa, menkul kıymetleştirmede özel amaçlı kuruluş, belirli bir alacak havuzu grubu karşılığında tek bir varlığa dayalı menkul kıymet ihraç eder.

### **3. Kaynak Şirketin İhraç Olunan Menkul Kıymete İlişkin Ödemelerden Sorumlu Olup Olmaması Bakımından**

Menkul kıymetleştirmede kaynak şirket, menkul kıymeti kendisi ihraç etmediğinden, bu konuda özel bir güvence vermiş olmadıkça, temlik ettiği alacakların ve varlığa dayalı menkul kıymetlerin geri ödenmesinden sorumlu olmaz.

İpotekli tahvillerde ise kaynak şirket, menkul kıymetleri kendisi ihraç ettiğinden ihraç olunan ipotekli tahvillerin borçlusu konumundadır. Bundan dolayıdır ki ipotekli tahvillerin geri ödenmesinden ihraççı şirket birinci derecede sorumludur.

### **4. Alacakların Kaynak Şirketin Mal Varlığına Dahil Olup Olmaması Bakımından**

Menkul kıymetleştirmede alacaklar, menkul kıymeti ihraç edecek özel amaçlı kuruluşa devredildiğinden, kaynak şirketin mal varlığı (aktif) içinde değil, varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri yararına kullanılmak üzere özel amaçlı kuruluşun mal varlığı (aktif) içinde yer alır.

İpotekli tahvillerde ise alacaklar, menkul kıymeti ihraç eden kaynak şirketin mal varlığı (aktif) içinde kalmaya devam eder.

### 5. İhraç Edilen Menkul Kıymetin Bilançoda Borç Olarak Görünüp Görünmemesi (“On Balance Sheet”/ “Off Balance Sheet”) Bakımından

Menkul kıymetleştirmede, ilgili muhasebe standartlarında yer alan şartlara da uyulduğu takdirde menkul kıymetleştirilen alacaklar kaynak şirketin bilançosunun aktifinden çıkarılacağı gibi, ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymet tutarı da bilançonun pasifinde (yükümlülükleri arasında) borç olarak görünmez.<sup>45</sup> Bu şekilde sağlanan finansmanın bilançoda görünmemesi nedeniyle, menkul kıymetleştirme, bir bilanço dışı (“off balance sheet”) finansman tekniği olarak adlandırılmaktadır.

Buna karşılık, ipotekli tahvillerde ise ihraç olunan ipotekli tahvillere ilişkin anapara ve faiz ödemeleri kaynak şirketin bilançosunun pasifinde borç olarak yer alır.

Bu bakımdan varlığa dayalı menkul kıymet yoluyla sağlanan finansman neticesinde kaynak şirketin bilançosu, ipotekli tahvil veya tahvil gibi klasik bir menkul kıymet ihracına kıyasla daha az borçlu durumda olacaktır.

### 6. Sermaye Yeterliliği Düzenlemeleri Bakımından

Kaynak şirket, sermaye yeterliliği düzenlemelerine tabi bir finansal kurum olduğunda, ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetlerin bilançoda borç olarak yer almaması, bu kurumu ek sermaye koyma yükümlülüğünden (sermaye yeterliliği düzenlemelerine göre her birim borç için belirli bir sermaye bulundurma zorunluluğu bulunmaktadır.) kurtarır.<sup>46</sup> Oysa ipotekli tahviller, söz konusu finansal kuruluşun pasifinde borç olarak yer alır ve pasifte yer alan bu borç için ek sermaye koyma borcu ortaya çıkar.

### 7. Kaynak Şirketin İflası Bakımından

Varlığa dayalı menkul kıymetleri ipotekli tahvillerden ayıran önemli farklardan biri, varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerinin, özel amaçlı kuruluş vasıtasıyla “ipotekle teminat altına alınmış alacak hakkına” sahip olmaları; buna karşılık ipotekli tahvil sahiplerinin ise, alacak hakkı üzerinde “rehin” hakkına sahip olmalarıdır.

---

<sup>45</sup> Bu durumda menkul kıymetleştirme işleminin bilanço dipnotlarında açıklanması ile yetinilecektir.

<sup>46</sup> Bkz. § 4.V. D.

Gerçekten varlığa dayalı menkul kıymetler, özel bir kanuni düzenleme olmaksızın borçlar hukukunda düzenlenmiş olan alacağın temlik gibi bir müessese sayesinde, alacaklar üzerinde varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri lehine (özel amaçlı kuruluş vasıtasıyla) bir mutlak hak sağlarken, ipotekli tahviller, sahiplerine kanuni bir düzenleme ile sınırlı bir aynı hak olan “rehin hakkı” sağlamaktadır.

Menkul kıymetleştirmede özel amaçlı kuruluş, varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri adına alacakların sahibidir. Kaynak şirketin alacaklar üzerinde sahip olduğu haklar alacakların devri ile birlikte sona ermekte ve bu haklar özel amaçlı kuruluşa intikal etmektedir.<sup>47</sup>

İpotekli tahvillerde ise kaynak şirket, alacaklara sahip olmaya devam etmektedir.<sup>48</sup> İpotekli tahvil sahipleri, kaynak şirketin sahip olduğu bu alacaklar üzerinde rehin hakkına sahiptirler.

Rehin hakkı, sahibine rehinli alacakları tahsil etme hakkını sağladığından kaynak şirketin iflası durumu dışında, iki menkul kıymet arasında önemli bir fark yoktur. Ancak kaynak şirketin iflas etmesi durumunda, iki menkul kıymet arasında önemli farklar ortaya çıkar. Her ülkenin icra ve iflas hukuku hükümlerine göre ufak tefek değişiklikler olsa da kaynak şirketin iflası durumunda ortaya çıkan farkları şöyle sıralayabiliriz:

**Menkul kıymetleştirmede,** kaynak şirket iflas ettiğinde, alacaklar kaynak şirketin mal varlığından çıkıp özel amaçlı kuruluşun mal varlığına girdiğinden, alacaklar kaynak şirketin iflas masasına girmez. Dolayısıyla, kaynak şirketin iflası, esas olarak menkul kıymetleştirmeyi etkilemez. Varlığa dayalı menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemeleri normal vadelerine yapılmaya devam eder.

Yani, alacağın devrinin hükümsüz veya alınan borç karşılığı verilmiş teminat sayılması gibi hukuki risklerin<sup>49</sup> ortaya çıkma hali bir yana bırakıldığında, kaynak şirketin iflasının menkul kıymetleştirme üzerinde herhangi bir olumsuz etkisi bulunmaz.

<sup>47</sup> Kaynak şirketin alacakları tahsil hizmeti vermesi durumunda, kaynak şirket, alacakları tahsil yetkisini özel amaçlı kuruluş ile yapmış olduğu vekalet sözleşmesinden alacaktır. Özel amaçlı kuruluşun vekalet aktını feshetmesi veya kaynak şirketin iflası halinde, kaynak şirketin alacaklar üzerinde hiçbir yetkisi kalmayacaktır. Konu ile ilgili açıklamalar için bkz. § 4.IV.

<sup>48</sup> Bkz. § 7.I.

İpotekli tahvillerde ise; ipotekli tahvil sahiplerinin rehin hakkına sahip olduğu, ipotek teminatı taşıyan alacaklar iflas masasına dahil olur. Bunun anlamı, ipotekli tahvil sahiplerinin alacakları tahsil yetkisinin sona ermesi ve alacakları tahsil yetkisinin iflas masasına ait olmasıdır. Öte yandan, iflasın diğer bir neticesi ise müflis şirketin diğer borçları gibi ipotekli tahvil sahiplerinin alacaklarının da muaccel hale gelmesidir. Bu hükümlerin neticesinde, vadesi ne olursa olsun tüm ipotekli tahviller muaccel hale gelir; ipotekli tahvillere ilişkin ödemeler bir süreliğine tatil edilebilir;<sup>50</sup> hatta yeni bir kaynak bulunabilmesi için alacaklar üzerinde üçüncü kişiler lehine daha üstün bir rehin hakkı tesis edilebilir.<sup>51</sup>

Dolayısıyla, kaynak şirketin iflası, esas olarak, varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerini etkilemezken, ipotekli tahvil sahiplerini oldukça olumsuz bir biçimde etkileyebilmektedir.

1980'li yıllarda varlığa dayalı menkul kıymetlerin ortaya çıkması ve piyasalarda oldukça fazla rağbet görmesinden sonra Almanya gibi Kıta Avrupası ülkelerinin, ipotekli tahvillere ilişkin yasalarında değişiklik yaptıkları ve iflasın ipotekli tahviller üzerindeki sözü edilen olumsuz etkilerini azaltma yoluna gittikleri görülmektedir.

Örneğin, Almanya 1899 tarihli İpotek Bankaları Yasası'nda (HGB) 1998 yılında yaptığı değişiklikle ihracı yapan kredi müessesesinin iflası durumunda, ipotekli tahvillerin muaccel hale gelmeyip normal vadesinde geri ödenmesini, ipotekli tahvillerin teminatını teşkil eden ipotekle teminat altına alınmış alacakların iflas masasına girmeden bir

---

<sup>40</sup> ABD'de menkul kıymetleştirme ile ilgili en önemli risklerden biri kaynak şirket tarafından özel amaçlı kuruluşa yapılan alacak devrinin gerçek satış değil, borç karşılığı rehin verme işlemi olarak kabul edilmesidir. Bu durumda varlığa dayalı menkul kıymetler, alacaklar üzerinde rehin hakkı sağlayacağından bir anlamda ipotekli tahvil haline gelmekte ve iflas durumunda ipotekli tahviller için geçerli olan riskler bunlar için de söz konusu olmaktadır. Konu hakkındaki açıklamalarımız için bkz. § 4.II.B. ve § 5.III.B.

<sup>50</sup> ABD'de iflasın açılması ile birlikte müflisin tüm ödemeleri bir süreliğine tatil ("automatic stay") edilmektedir. Konu ile ilgili açıklamalarımız için bkz. s. 99.

<sup>51</sup> Kaynak şirketin iflasının neticeleri hakkındaki açıklamalarımız için bkz. § 4.III. ve § 5.III.

başka kuruluşa devredilmesini kabul etmiştir.<sup>52</sup> Türkiye'de 5582 sayılı Kanun ile Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan değişiklikle “**ipotek teminatl  menkul kıymetler**” ismi ile düzenlenen menkul kıymetlerde iflas durumunda bu menkul kıymetlerin teminatını teşkil eden varlıkların iflas masasına dahil olmayacağı hüküm altına alınmıştır.<sup>53</sup>

#### 8. Derecelendirme (“Rating”) Bakımından

Menkul kıymetleştirmede derecelendirme (“rating”), sadece alacaklar ve menkul kıymetleştirmeye ilişkin hukuki riskler dikkate alınarak yapılır. Eğer alacaklar sağlam ve hukuki risklere ilişkin olumlu bir hukuki görüş alınmış ise kaynak Şirketin mali gücüne ve risklerine bakılmaksızın varlığa dayalı menkul kıymetler için iyi bir derece alınabilir.

Buna karşın, ipotekli tahvillerde derecelendirme, alacakların kalitesinin yanı sıra ihra ı kurumun mali durumu da dikkate alınarak yapılır. Yani alacaklar istendiği kadar sağlam olsun, ihra ı Şirketin mali yapısı g c li değilse iyi bir derece alınması mümkün olmaz.

### B. Menkul Kıymetleştirme (“Securitization”) ve İpotekli Tahvillerin (“Mortgage Bonds” veya “Covered Bonds”) Benzer İŞlem ve Menkul Kıymetlerle Karşılaştırılması

#### 1. Faktoring ile Karşılaştırılması

“Faktoring”de menkul kıymetleştirmede olduğu gibi, bir iŐletmenin faaliyetlerinden doğan alacaklarının temliki suretiyle finansman sağlanması söz konusudur. Dolayısıyla faktoring ile menkul kıymetleştirme arasında bu yönden bir benzerlik bulunmaktadır.

Buna karşın, ipotekli tahvillerde, alacak devri ve alacakları devralan (faktoringdeki faktor veya menkul kıymetleştirmedeki özel amaçlı kuruluş gibi) bir kuruluş söz konusu olmadığından ipotekli tahviller ile faktoring işlemi arasında bir benzerlik yoktur.

<sup>52</sup> Nasarre-Aznar, s. 56.

<sup>53</sup> Bkz. s. 332.

Alacak temlik ile finansman sağlanması bakımından menkul kıymetleştirme ile faktoring işlemi birbirine benzese de, diğer yönlerden karşılaştırıldığında ise aralarında önemli farklar ortaya çıkar.

“Faktoring”de alacaklar “faktor” adı verilen bir kişi veya kuruluşa devredilir. Ticari ve hukuki anlamda faktor, mal satımı ve hizmet arzı ile uğraşan işletmelerin bu satışları dolayısı ile doğmuş ya da doğacak alacaklarını temellik ederek tahsilini üstlenen, bu alacaklara karşılık peşin ödemelerde bulunarak finansal kolaylıklar sağlayan, aynı zamanda mali, ticari ve idari konularda işletmeye verdiği hizmetler karşılığı ücrete hak kazanan kişi veya kuruluştur.<sup>54</sup>

Bu tanımdan anlaşıldığı üzere, faktoring işleminde faktor, müşterilerine mali, ticari ve idari hizmet veren, amacı kâr elde etmek olan bir işletmedir. Faktor sadece bir müşteri ile değil birçok müşteriyle çalışır, kredi kullanır ve eleman çalıştırır. Dolayısıyla, Faktor'un ücret, kira ve faiz gibi faaliyet giderleri mevcuttur. Oysa menkul kıymetleştirme işleminde özel amaçlı kuruluş, sadece belirlenmiş bir alacak havuzunu devralarak sermaye piyasalarında varlığa dayalı menkul kıymet ihraç etmek amacıyla kurulur; başka bir faaliyette bulunmaz ve borçlanmaz; amacı kâr elde etmek değil, alacakları kaynak şirketin risklerinden izole ederek bunların sadece varlığa dayalı menkul kıymet sahiplerince tahsil edilmesini sağlamaktır. Özel amaçlı kuruluşun elemanı ve başka bir faaliyeti de bulunmadığından varlığa dayalı menkul kıymet ihraç giderleri dışında bir faaliyet gideri de yoktur.

Faktor, “gerçek faktoring”de<sup>55</sup> alacakların borçluları tarafından ödenmemesi riskini üstlenir; alacaklar borçluları tarafından ödenmez ise faktor zarar edebilir, hatta mali açıdan zor duruma düşebilir. Oysa, menkul kıymetleştirmede alacakların ödenmeme riski nihai olarak, bu riski üstlenmeye hazır menkul kıymet sahiplerine aittir. Alacaklar ödenmezse özel amaçlı kuruluş da varlığa

<sup>54</sup> Cumhuriyet Özakman, Faktoring Sözleşmeleri, İstanbul, 1989, s. 13.

<sup>55</sup> Faktörün, borçluların ödeme güçsüzlüğünden sorumlu olup olmamasına göre de faktoring sözleşmeleri “gerçek faktoring” ve “gerçek olmayan faktoring” olarak ikiye ayrılmaktadır. Gerçek faktoringde faktor alacakları menkul kıymetleştirmede olduğu gibi satın almış, ödenmeme riskini üstlenmiştir. Devraldığı alacaklar borçluları tarafından ödenmediğinde ödenmeyen alacak tutarını alacaklarını devredenden müşterisinden talep edemez. Gerçek olmayan faktoringde ise faktor, ödenmeyen alacakların bedelini müşterisinden talep edebilir. Zira, gerçek olmayan faktoringde faktor, alacakları satın almamış, müşterisine açtığı kredi karşılığında teminat olarak almıştır. “Gerçek faktoring ... satın sözleşmesi niteliğindedir”, “Buna karşılık görünüşte faktoring alacağın temlik ile güvence altına alınmış bir ödünçtür.”, Tekinalp, Türk Mali Kurumlar Hukuku: Banka Hukukunun Esasları, C. I, İstanbul, Beta Yayınları, 1988, s. 366; Arif B. Kocaman, Faktoring İşleminin Hukuki Niteliği, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayını, Ankara, 1992, s. 85, 116, 120 ve 129; Krs. Özakman, s. 96.



dayalı menkul kıymet sahiplerine ödeme yapamaz. Zira, özel amaçlı kuruluş, menkul kıymetleştirmede bir “araç” ve bir “aracı” durumundadır; menkul kıymet sahiplerine ödeme yapabilecek kaynaklara da sahip değildir.

Faktoring işletmesi, müşterilerinin alacakları karşılığında müşterilerini fonlarken, kendisini de öz sermaye ve yabancı kaynaklar ile fonlaması gerekir. Bir finansal kurum olan faktoring işletmesinin alabileceği riskler ilgili mevzuat ile sınırlanmış olup, faktoring işletmesi belirli bir sermaye bulundurma yükümlüğü altındadır. Bu nedenle, faktoring işletmesinin müşterilerine sağlayabileceği fon sermayesi ile orantılıdır. Oysa özel amaçlı kuruluş bir finansal kurum değil, sadece bir araç olduğundan esas olarak sermaye yeterliliği düzenlemelerine tabi değildir. Özel amaçlı kuruluş, fonu, menkul kıymetleştirilen alacaklar karşılığında ihraç ettiği menkul kıymetlerden sağladığından, öz kaynağa veya başka bir yabancı kaynağa da ihtiyaç duymaz.

## 2. Türk Hukuku'nda Mevcut Bazı Menkul Kıymetler ile Karşılaştırılması

### a. Medeni Kanun'da Düzenlenen Menkul Kıymetlerle Karşılaştırılması

İpotekli borç senedi (MK md. 898-902), irat senedi (MK md. 903-908) ve taşınmaz rehniyle temin edilmiş senetler (MK md. 930)<sup>56</sup> Medeni Kanun'da düzenlenmiş olan taşınmaz rehni ile ilgili kıymetli evraklardır.<sup>57</sup> Bunlar dışında MK'da düzenlenmiş taşınmaz rehni ile ilgili diğer bir menkul kıymet ise rehinli tahvildir (MK md. 970).

Bu senetlerin ortak özelliği, taşınmaz rehnini (ipotekli borç senedi, irat senedi ve MK md. 930/1'e göre düzenlenmiş taşınmaz rehniyle temin edilmiş senetler) veya taşınmaz rehni ile teminatlı alacak rehnini (rehinli tahviller ve MK md. 930/2'ye göre düzenlenmiş taşınmaz rehniyle temin edilmiş senetler) bir kıymetli evraka bağlamasıdır.

Dolayısıyla, bu kıymetli evraka sahip olanlar, taşınmaz rehninden veya alacak rehninden faydalanma hakkına sahip olurlar.

<sup>56</sup> 1 Ocak 2002 tarihinde yürürlüğe giren 4721 sayılı yeni Türk Medeni Kanunu öncesinde bu menkul kıymet, Kanun'da “gayrimenkul karşılıklı senet” ismi ile düzenlenmiş bulunmaktaydı. Yeni Medeni Kanun ile bu menkul kıymetin ismi “rehinli tahviller” olarak değiştirilmiştir. Ancak, Medeni Kanun'un 970. maddesinde aynı isimle (“rehinli tahvil”) düzenlenmiş bir başka menkul kıymet daha bulunmaktadır. Karışıklığı önlemek için MK md. 930'da düzenlenmiş olan menkul kıymet, Kitapta “taşınmaz rehniyle temin edilmiş senet”, MK md. 970'de düzenlenmiş olan menkul kıymet ise MK'daki ismiyle, yani “rehinli tahvil” olarak anılacaktır.

<sup>57</sup> Söz konusu kıymetlerin seri halinde çıkarılması durumunda bu kıymetler, kıymetli evrakın bir türü olan menkul kıymet haline gelmektedir.

Taşınmaz rehni ile ilgili olmaları bakımından MK'da düzenlenmiş bu senetlerin, ipoteğe dayalı menkul kıymetler (“mortgage backed securities”) ve ipotekli tahviller (“mortgage bonds” veya “covered bonds”) ile karşılaştırılması daha anlamlı olacaktır.

#### (aa) İpotekli Borç Senedi, İrat Senedi, Taşınmaz Rehniyle Temin Edilmiş Senetler

İpotekli borç senedi (MK md. 898-902) bir taşınmaz rehni çeşididir. Bir borcu taşınmaz rehni ile teminat altına alır ve bu hakkı bir kıymetli evrakla bağlar. Böylece, taşınmaz değerini tedavül ettirir.<sup>58</sup> İpotekli borç senedine sahip olan, taşınmaz rehni ile teminatl bir alacağa ve dolayısıyla alacak ödenmezse taşınmazı paraya çevirterek alacağını tahsil etme hakkına sahip olur. İpotekli borç senedinde, taşınmaz bedeli ile karşılanmayan borç için senedi düzenleyen kişisel sorumluluğu vardır. Taşınmaz sahibi ile senet borçlusunun aynı kişi olması da zorunlu değildir. Fakat borçlu olmayan taşınmaz maliki, senet bedeli borçlusu tarafından ödenmediğinde, taşınmazının paraya çevrilmesine katlanmak durumunda kalır.<sup>59</sup>

İrat senedi (MK. md. 903-908) de, taşınmaz rehni ve taşınmazın değerinin tedavülünü sağlar. Bu bakımdan ipotekli borç senedine benzer. Ancak, irat senedinde, ipotekli borç senetlerinin aksine borçlunun kişisel sorumluluğu yoktur. Sorumluluk taşınmaz değeri ile sınırlıdır. Taşınmaz el değıştirse dahi söz konusu yükümlülük ile beraber devredilir.<sup>60</sup>

İpotekli borç senedi ve irat senedi tertip halinde de çıkarılabilir. (MK md. 931-938). Bu durumda ipotekli borç senetleri ve irat senetleri menkul kıymet halini alır.

**Taşınmaz rehniyle güvence altına alınan ödünç senetleri,** (MK md. 930) iki ayrı yöntemle çıkarılır:

MK md. 930/1'de düzenlenmiş birinci yöntemde ödünçü temin edecek

---

<sup>58</sup> Kemal Oğuzman / Özer Seliçi, Eşya Hukuku, 6. bs., Filiz Kitabevi, İstanbul, 1992, s. 862.

<sup>59</sup> Oğuzman / Seliçi, s. 863.

<sup>60</sup> Oğuzman / Seliçi, s. 864.

taşınmazın maliki ödünçün tümü için bir ipotek veya ipotekli borç senedi kurar. Buradaki taşınmaz rehni sözleşmesi taşınmaz maliki ile bir aracı banka (ihraççı kurum) arasında yapılır. Aracı banka bu sözleşmede senet sahiplerinin temsilcisi sıfatıyla hareket eder.<sup>61</sup> Böylece senet sahipleri, taşınmaz rehnine doğrudan değil, temsilci vasıtası ile sahip olur. Senetler aracı banka tarafından çıkarılır. Ancak senetlerin borçlusu aracı banka değil, ödünç alan kişidir. Yani aracı banka, senetlerin ihracında, bu kez de ödünç alanın temsilcisi sıfatıyla hareket eder.

İkinci yöntemde (MK md. 930/2) ise ödünç alan, aldığı ödünçün güvencesi olarak aracı bankanın yararına bir ipotek, ipotekli borç senedi veya irat senedi tesis eder. Rehin sözleşmesi yine taşınmaz maliki ile aracı banka arasında yapılır. Ancak bu kez aracı banka rehin sözleşmesinin kurulmasında senet sahiplerinin temsilcisi sıfatıyla hareket etmez. Taşınmaz rehni doğrudan aracı bankanın yararına kurulur. Bu durumda aracı banka, taşınmaz rehniyle temin edilmiş bir alacak hakkına sahip olur. Aracı banka kendisinin borçlu sıfatıyla imzaladığı senetler çıkarır ve sahibi olduğu rehinli alacağın üzerinde senet sahipleri yararına rehin hakkı kurar.<sup>62</sup> Dolayısıyla, senet sahipleri, doğrudan doğruya taşınmaz üzerinde rehin hakkı sahibi olmayıp, aracı bankanın rehinli alacağı üzerinde rehin hakkına sahip olurlar. Senet sahiplerinin rehinli alacak üzerinde rehin hakkına sahip olması bakımından MK md. 930/2'ye göre çıkarılan senetler, MK md. 970'e göre ihraç edilen rehinli tahvillere benzer. Ancak rehinli tahvillerin aksine bu senetlerde, alacaklar üzerinde senet sahipleri yararına rehin tesis edilmesi için yazılı bir rehin sözleşmesinin (alacağın rehni) bulunması gerekir.<sup>63</sup>

MK'da düzenlenen bu senetlerin ortak özelliği senet alacaklıları karşısında tek bir borçlunun olması ve senetlerden doğan borcun geri ödenmesinde kullanılacak bir alacak havuzunun mevcut olmayışındır. Söz konusu senetlerden doğan borcun geri ödenip ödenmemesi tamamen borçlunun inisiyatifindedir.

<sup>61</sup> Bülend Köprülü / Selim Kaneti, Sınırlı Ayni Haklar, 2. bs., Fakülteler Matbaası, İstanbul, 1982-1983, s. 434.

<sup>62</sup> Köprülü / Kaneti, s. 434.

<sup>63</sup> Köprülü / Kaneti, s. 434.

Borçlu yeterli nakde sahip olsa bile ödeme yapmaktan kaçınabilir.<sup>64</sup> Bir alacak havuzu bulunmadığından bu senetlerin geri ödemelerinde kullanılacak bir nakit akımı da mevcut değildir.

Borcun ödenmemesi durumunda (MK md. 930/2'ye göre çıkarılanlar hariç) senet sahipleri tarafından yapılacak tek şey, icraya başvurmak taşınmazı paraya çevirmek suretiyle alacaklarını tahsil etmektir. Taşınmaz yeterli teminat sağlasa bile taşınmazı paraya çevirmek belirli bir zaman alacağından, bu durumda en azından senet sahiplerine yapılacak ödemelerde gecikme olacaktır. Ayrıca, taşınmazın paraya çevrilmesi için zorunlu olarak yapılması gereken masraflara katlanmak da özellikle küçük tasarruf sahibi için hiç cazip değildir.

MK md. 930/2'ye göre çıkarılan senetlerde ise senet sahiplerinin diğer senetlerden farklı olarak taşınmazı paraya çevirmenin yanı sıra bir de senet borçlusu olan aracı bankayı da takip edebilirler.

Oysa **ipoteğe dayalı menkul kıymetler ve ipotekli tahviller** belirli bir alacak havuzu karşılığında ihraç edildiğinden, bunların geri ödemeleri havuzdaki alacaklardan yapılacak tahsilatlarla gerçekleştirilir. Alacaklardan yapılacak tahsilatların, menkul kıymet sahiplerine yapılacak ödemeleri karşılaması daha en baştan planlanmıştır.

**İpoteğe dayalı menkul kıymetlerde**, menkul kıymetleştirilen alacaklar, özel amaçlı kuruluşa temlik edildiğinden kaynak şirketin, menkul kıymet anapara ve faiz ödemelerinin yapılıp yapılmamasında hiçbir etkisi yoktur. Varlığa dayalı menkul kıymetler kaynak şirket tarafından değil, alacakları devralan özel amaçlı kuruluş tarafından ihraç edildiğinden geri ödemelerin yapılıp yapılmamasına ilişkin inisiyatif, bu ihraçtan fon sağlayan kaynak şirkete değil, özel amaçlı kuruluşa aittir. Özel amaçlı kuruluş ise yatırımcılar adına hareket etmek üzere kurulmuştur. Dolayısıyla, özel amaçlı kuruluş alacakları tahsil edecek ve tahsil ettiği tutarlarla varlığa dayalı menkul kıymete ilişkin anapara ve faiz ödemelerini yapacaktır.

---

<sup>64</sup> Özellikle irat senedinde, taşınmaz malikinin kişisel sorumluluğu da bulunmadığından, taşınmazın değeri çok düştüğünde borcu ödememek daha avantajlı olabilecektir.

İpotekli tahvillerde ise menkul kıymet sahipleri, alacaklar üzerinde rehin hakkına sahip olduğundan alacakları tahsil etme hakkına da sahiptirler.<sup>65</sup> Yani ipotekli tahvili ihraç eden kurum menkul kıymetlere ilişkin ödemeleri aksattığında, menkul kıymet sahipleri, kaynak şirketi takip veya alacakların teminatını oluşturan ipotekleri paraya çevirmeyi takip etmeden önce teminat havuzundaki alacakları tahsil etme imkanına sahiptir.

Dolayısıyla, ipotekli borç senedi, irat senedi ve taşınmaz rehniyle temin edilmiş senetler ile ipoteğe dayalı menkul kıymetler ve ipotekli tahviller arasındaki en temel fark, varlığa dayalı menkul kıymet ve ipotekli tahvillerin geri ödemelerinin bir alacak havuzundan elde edilen nakit akımlarla yapılması, buna karşılık diğerlerinde ise böylesi bir alacak havuzunun bulunmamasıdır.

İpoteğe dayalı menkul kıymetler ve ipotekli tahvillerde ipotek hakkı, menkul kıymet geri ödemelerinin aksaması durumunda başvurulacak ilk ve tek çare olmaktan öte; karşılığında menkul kıymet çıkarılan alacakların zamanında ve tam olarak ödenmesini sağlayan, alacakları, dolayısıyla menkul kıymeti daha güvenilir hale getiren ek bir güvencedir.

#### **(bb) Rehinli Tahvil**

Türkiye'de taşınmaz rehni ile ilgili bir kıymetli evrak ihraç edilmesi konusu gündeme geldiğinde, akla hep ipotekli borç senetleri ve irat senetleri gelmiş ve bu kıymetli evraklarla ilgili kanundaki engel ve zorlukların kaldırılması veya bunların yeniden düzenlenmesi hususu tartışılmış,<sup>66</sup> ama nedense MK md. 970-972'de düzenlenmiş rehinli tahvillerin ihracı gündeme hiç gelmemiştir.

Oysa Mortgage Kanunu'yla içinde "ipotek teminatlı menkul kıymetler" ismiyle düzenlenmek istenen Kıta Avrupası'ndaki ipotekli tahvillerin ("mortgage bonds" veya "covered bonds") Türk hukukundaki karşılığı MK. md. 970-972'de düzenlenmiş olan rehinli tahvillerden başka bir şey değildir.<sup>67</sup>

<sup>65</sup> Medeni Kanunumuz alacak rehminde rehin hakkı sahibine alacakları tahsil etme yetkisi vermektedir. Borçlunun iflası durumunda ise rehin hakkı sahibinin bu yetkisi sona ermektedir.

<sup>66</sup> Bu tartışmalara örnek olarak bkz. İpotekli Borç Senetleri Sempozyumu, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 1984.

<sup>67</sup> İsviçre'de rehinli tahvil MK md. 970-972'nin karşılığı olan İsviçre Medeni Kanunu'nun 884-886 maddelerinde düzenlenmiş olup, bu maddeler 25.06.1980 tarihli "Rehinli Tahvilat Çıkarılması Hakkında Federal Kanun" ile yürürlükten kaldırılmıştır (Bkz. Köprülü / Kaneti, s. 559).

Rehinli tahviller, ihracı yapan kredi müessesesinin aktifinde bulunan ipotekle teminat altına alınmış kredi alacakları üzerinde rehinli tahvil sahipleri lehine, kanun hükmü uyarınca rehin hakkı sağlayan menkul kıymetlerdir.<sup>68</sup>

MK md. 970'de rehinli tahviller ve bu tahvilleri çıkaracak müesseselerin kanun ile düzenleneceği belirtilmektedir. Ancak, sözü edilen kanun çıkarılmadığından rehinli tahvil müessesesi Türkiye'de hiç uygulanmamıştır. Oysa Türk Medeni Kanunu'nun alındığı İsviçre'de 26.06.1930 tarihli “Rehinli Tahvil Çıkarılması Hakkındaki Federal Kanun” ile rehinli tahvil müessesesi düzenlenmiş<sup>69</sup> ve bu tarihten sonra ipotekli tahvil uygulamasına başlanmıştır.<sup>70</sup>

MK md. 970'e göre *“işletme olarak taşınmaz rehni karşılığında ödünç verme işleriyle uğraşmak üzere yetkili makamdan izin alanlar özel bir rehin sözleşmesi ve teslim yükümlülüğü olmasa bile, taşınmaz rehniyle güvence altına alınmış alacakları ile cari işlerden doğan alacaklarını karşılık göstererek rehinli tahvil çıkarabilirler”*.

Madde metninden anlaşılacağı gibi, rehinli tahvil sahipleri, doğrudan doğruya alacakları teminat altına alan taşınmaz üzerinde bir rehin hakkına sahip olmayıp, taşınmaz rehni ile teminatlı alacaklar üzerinde kanun hükmü uyarınca rehin hakkına sahip olurlar. Taşınmaz rehniyle temin edilmiş alacak üzerinde rehin hakkı sağlanması bakımından MK md. 930/2'ye göre çıkarılan senetlere benzemektedir. Ancak, bu maddenin sağladığı imkan, kanuni şarta (yazılı alacak rehni sözleşmesi) uymak zorunda olmadan, menkul kıymet sahipleri lehine “alacaklar” üzerinde rehin tesis edilebilmesidir. Bu madde sayesinde başka bir işleme gerek olmaksızın rehinli tahviller, sahiplerine ihracı kredi müessesesinin aktifinde bulunan alacaklar üzerinde rehin hakkı sağlar. Oysa, MK md. 930/2'ye göre çıkarılan senetlerde rehin tesisi için yazılı rehin sözleşmesinin bulunması şarttır.<sup>71</sup>

<sup>68</sup> Oğuzman / Seliçi, s. 924.

<sup>69</sup> Oğuzman / Seliçi, s. 924.

<sup>70</sup> İsviçre'deki ipotekli tahvil uygulaması için bkz. § 7.IV.

<sup>71</sup> Alacak rehni yazılı olması zorunlu bir şekil şartıdır. Aksi takdirde rehin hakkı doğmaz.

Rehinli tahvilleri, MK'da düzenlenmiş taşınmaz rehni ile ilgili diğer senetlerden ayıran ve Kıta Avrupası'ndaki ipotekli tahviller ve ABD'deki ipoteğe dayalı menkul kıymetlere yaklaştıran, rehinli tahvillerin geri ödenmesinde kullanılacak bir alacak havuzunun varlığıdır. Rehinli tahvil sahipleri, ihraççı kredi kuruluşunun sahibi olduğu ipotek teminatlı alacaklar üzerinde rehin hakkına sahiptirler.

Rehinli tahviller, ipoteğe dayalı menkul kıymetler ile kıyaslandığında ise alacaklara sahip olan kuruluşun kendisi tarafından ihraç edilmesi bakımından bahse konu menkul kıymetlerden ayrılırlar. Aradaki fark, esas olarak, yukarıda değinilen Kıta Avrupası'ndaki ipotekli tahviller (“mortgage bonds” veya “covered bonds”) ile varlığa dayalı menkul kıymetler arasındaki fark gibidir. Ancak, rehinli tahvillere ilişkin olarak özel bir istisna getirilmesi söz konusu olmadığından ihraççı şirketin iflası durumunda İcra ve İflas Kanunu hükümlerinin uygulanması söz konusu olur.<sup>72</sup>

İhracı yapan kredi kuruluşunun iflas hali dışında, aslında rehinli tahviller ile varlığa dayalı menkul kıymetler sahiplerine benzer haklar sağlarlar:

Rehinli tahvil, alacaklar üzerinde rehin hakkı sağladığından ipotekle teminatlı alacakları tahsil yetkisi, rehinli tahvil sahiplerine aittir. ihraççı kuruluşun müessesinin rehinli tahvil sahiplerine ödemelerini aksatması durumunda, rehinli tahvil sahipleri, üzerinde rehin hakkına sahip olduğu alacakları tahsil ederek kendi alacaklarına kavuşma imkanına sahip olurlar.

Ancak, kredi müessesinin iflası durumunda rehinli alacaklar iflas masasına dahil olur; rehinli tahvil sahiplerinin, alacakları tahsil etme yetkileri sona erer ve bu yetki iflas idaresine geçer. Ayrıca, iflas halinde rehinli tahvil sahiplerinin alacakları muaccel hale gelir.<sup>73</sup>

---

<sup>72</sup> Bkz. s. 24 ve 335.

<sup>73</sup> Bkz. s. 335.

Dolayısıyla, aksi yönde kanuni bir düzenleme olmadıkça rehinli tahvil sahipleri, ihraççı kuruluşun iflasından olumsuz olarak etkilenirler. Oysa varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri, kaynak şirketin iflasından etkilenmez.

Mortgage Kanunu ile yapılan değişiklikle, MK'daki mevcut rehinli tahvil hükümlerine hiç değinilmeksizin Kıta Avrupası'ndaki ipotekli tahvillerin karşılığı olarak "ipotek teminatl menkul kıymetler" ismi ile yeni bir menkul kıymet düzenlenmiştir. İpotek teminatl menkul kıymetler Üçüncü Bölüm Ş 10.'da ele alınacaktır.

#### **b. Tahvil ve Finansman Bonosu Gibi Menkul Kıymetlerle Karşılaştırılması**

Tahvil<sup>74</sup> ve finansman bonoları<sup>75</sup> ihraççı açısından bir ödünç işlemidir. Borçlanmayı ifade etmeleri bakımından söz konusu menkul kıymetler varlığa dayalı menkul kıymetlere ve ipotekli tahvillere benzerler.

Tahvili (veya finansman bonolarını) ticari, sınai veya mali faaliyetleri bulunan şirketin kendisi ihraç eder ve tahvil bu şirketin bilançosunun pasifinde borç olarak yer alır. İpotekli tahviller de kaynak şirketin kendisi tarafından ihraç edildiğinden söz konusu menkul kıymetler ile ipotekli tahviller arasında bu bakımdan farklılık yoktur. Ancak ipotekli tahviller sahiplerine, ihraççı şirketin aktifinde yer alan alacaklar üzerinde rehin hakkı sağlar. Dolayısıyla, kaynak şirket iflas ettiğinde ipotekli tahvil sahipleri bu alacaklar üzerinde öncelikli bir hakka sahip olurlar; alacaklardan elde edilecek tahsilat öncelikle ipotekli tahvil sahiplerine ödenir. Buna karşın, tahvil veya finansman bonosu sahiplerinin ihraççı şirketin varlıkları üzerinde böyle bir rehin hakları bulunmaz. Dolayısıyla, ihraççı şirketin iflası durumunda adi alacaklı olarak iflas masasına yazılırlar; öncelikli hak sahiplerine yapılan ödemelerden sonra, bir mal varlığı arta kalırsa tahvil sahipleri alacaklarını tahsil edebilirler.

Varlığa dayalı menkul kıymetler ise kaynak şirketin kendisi tarafından ihraç edilmez. Bu şirket, faaliyetlerinden doğan alacaklarını, sırf bu ihraç için kurulmuş özel amaçlı kuruluş olarak adlandırdığımız kuruluşa temlik eder.

---

<sup>74</sup> SPK Seri: II No. 13 Tebliği ile düzenlenmiştir.

<sup>75</sup> SPK Seri: III No. 13 Tebliği ile düzenlenmiştir.



Varlığa dayalı menkul kıymet de özel amaçlı kuruluş tarafından ihraç olunur. Menkul kıymetleştirmede kaynak şirketin iflas etmesi durumunda, alacaklar, temlik neticesinde kaynak şirketin mal varlığından çıktığından iflas masasına dahil olmaz ve menkul kıymet sahipleri iflastan olumsuz yönde etkilenmezler.

Tahvil bedellerinin geri ödenmesi tamamıyla şirketin mali durumuna bağlıdır. Varlığa dayalı menkul kıymet bedellerinin geri ödenmesi ise şirketin mali durumuna değil, karşılık gösterilen alacakların geri ödenmesine bağlıdır. İpotekli tahvillerde ise alacaklardan karşılanmayan ödemelerden ihraççı şirket sorumlu olduğundan, geri ödemelerin yapılması, hem rehinli alacakların geri ödenmesine hem de ihraççının mali yapısına bağlıdır.

### 3. Sentetik Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerle Karşılaştırılması

Sentetik menkul kıymetleştirmede menkul kıymetleştirilen alacaklar, özel amaçlı kuruluşa devredilmemekte, kaynak şirketin aktifinde kalmaya devam etmektedir. Bu bakımdan tahvillere benzese de, tahvillerden farklı olarak sentetik varlığa dayalı menkul kıymetler kaynak şirketin kendisi tarafından değil, menkul kıymetleştirmedeki gibi özel amaçlı kuruluş tarafından ihraç edilmektedir.

Sentetik menkul kıymetleştirmede, özel amaçlı kuruluş, kaynak şirketin aktifindeki alacakların risk ve getirilerine tabi olan bir menkul kıymet (“sentetik varlığa dayalı menkul kıymet”)<sup>76</sup> ihraç etmektedir.

Sentetik menkul kıymetleştirmede özel amaçlı kuruluş, alacakları hukuken temlik / devir almamakta, buna karşın alacakların ekonomik fayda ve risklerini sözleşmeyle devralmaktadır. Dolayısıyla menkul kıymet ihracından sonra da alacaklar kaynak şirketin aktifi içinde kalmaya devam etmektedir.

Alacaklara ilişkin risklerin (alacakların ödenmemesi ve faiz oranlarının değişmesinden doğabilecek tüm riskler) kaynak şirketten özel amaçlı kuruluşa geçmesi, menkul kıymetleştirmede alacakların temlik edilmesinin hukuki neticesiyken, sentetik menkul kıymetleştirmede bu husus, bir sözleşme hükmü uyarınca gerçekleşmektedir.

<sup>76</sup> Nasarre-Aznar, s. 57.

Sentetik menkul kıymetleştirmede alacağa ilişkin riskler devredilmiş olduğundan artık bu alacakların geç veya erken geri ödenmesinden veya hiç geri ödenmemesinden doğan zararlar kaynağa değil, özel amaçlı kuruluş ve dolayısıyla menkul kıymet sahiplerine ait olmaktadır.<sup>77</sup>

Sentetik varlığa dayalı menkul kıymetlerin satışından elde edilen hasılat, menkul kıymetleştirmede olduğu gibi kaynağa şirkete ödenmemekte, sentetik varlığa dayalı menkul kıymetler ve diğer borçlardan doğan yükümlülükleri teminat altına almak üzere bir hesapta bloke edilmiş olarak tutulmaktadır.<sup>78</sup> Bloke hesaptaki nakit, devlet tahvili veya ipotega dayalı menkul kıymetler gibi riski düşük menkul kıymetlere yatırılabilir.<sup>79</sup>

Menkul kıymetleştirmede varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri, alacaklara özel amaçlı kuruluş vasıtasıyla sahiptir. İpotekli tahvillerde, menkul kıymet sahipleri, alacaklar üzerinde rehin hakkına sahiptir. Sentetik menkul kıymetleştirmede ise menkul kıymet sahipleri, alacaklar üzerinde bir aynı hakka sahip değildir. Menkul kıymet sahipleri, sadece alacaklardan yapılacak tahsilatların ve alacaklara ilişkin ekonomik yararların kendilerine ödenmesini kaynağa şirketten özel amaçlı kuruluş vasıtasıyla ve bir nispi hak olarak talep edebilirler. Sentetik menkul kıymet sahiplerinin alacaklarının teminatı menkul kıymetleştirilen alacaklar değil, bloke banka hesabında bulunan varlıklardır.

Sentetik menkul kıymetleştirmede alacaklar kaynağa şirketin aktifinde kalmaya devam ettiğinden, alacaklar kaynağa şirket tarafından tahsil edilir.<sup>80</sup> Buna karşılık, menkul kıymetleştirmede alacaklar özel amaçlı kuruluşa devredildiğinden alacakların tahsilatı bu kuruluş tarafından yapılır.

---

<sup>77</sup> Nasarre-Aznar, s. 57.

<sup>78</sup> Nasarre-Aznar, s. 57.

<sup>79</sup> Nasarre-Aznar, s. 57.

<sup>80</sup> Alacakların tam olarak ve zamanında tahsil edilememesi ya da erken ödenmesi nedeniyle bir zarar ortaya çıkması durumunda riskin devredilmiş olması nedeniyle bu zarar banka hesabındaki teminatlardan karşılanarak kaynağa şirkete ödenecektir.

## VI. Terim Sorunu: Menkul Kıymetleştirme (“Securitization”) ve İpotekli Tahviller (“Mortgage Bonds” veya “Covered Bonds”) Terimlerine Verdiğimiz Anlam

Yukarıda açıklandığı gibi, 1980'li yıllarda ABD'de bir finansal yenilik (“innovation”) olarak ortaya çıkan menkul kıymetleştirme (“securitization”) ile 18. yüzyıldan bu yana Kıta Avrupası'nda uygulanan ipotekli tahviller (“mortgage bonds” veya “covered bonds”) arasında bazı benzerlikler olsa da, aralarında yukarıda değinmiş olduğumuz çok temel farklar bulunmaktadır.

Bu temel farklılıklara rağmen, menkul kıymetleştirme ve ipoteğe dayalı menkul kıymet terimlerinin zaman zaman ipotekli tahvilleri de içerecek şekilde geniş olarak kullanıldığı görülmektedir.<sup>81</sup> Nitekim, Mortgage Kanunu'nun gerekçesinde de Kıta Avrupası'ndaki ipotekli tahvillerin karşılığı olarak düzenlenen ipotek teminatl menkul kıymetler, menkul kıymetleştirme kavramının içinde değerlendirilmiştir.<sup>82</sup>

Kanaatimizce, aradaki temel farklılıklar nedeniyle Kıta Avrupası'nda uygulanan ipotekli tahvillerin, menkul kıymetleştirme ve ipoteğe dayalı menkul kıymetler kavramı içinde değerlendirilmemesi gerekir. Bu yüzden, Kitapta “menkul kıymetleştirme”, “varlığa dayalı menkul kıymetler” ve “ipoteğe dayalı menkul kıymetler” kavramları, sadece ABD'deki uygulamada olduğu şekilde, alacakların devri suretiyle özel amaçlı kuruluş tarafından yapılan ve aşağıdaki unsurlara sahip olan menkul kıymet ihraçları için kullanılacaktır.

- Menkul kıymetleştirmeye konu alacaklar, kaynak şirkete ilişkin risklerden hukuki olarak arındırılmış olmalıdır.
- Bu amaçla, kaynak şirket, alacakları özel amaçlı kuruluşa devretmiş olmalı ve varlığa dayalı menkul kıymetler kaynak şirket tarafından değil, özel amaçlı kuruluş tarafından ihraç edilmedir.

<sup>81</sup> Nasarre-Aznar, s. 8.

<sup>82</sup> “Konut finansmanına yönelik bir menkul kıymetleştirme aracı olarak, özellikle Kıta Avrupası'nda kullanılan ve “covered bond” olarak adlandırılan varlık teminatl ve ipotek teminatl menkul kıymetler düzenlenmiştir” (Bkz. Mortgage Kanunu'na ilişkin genel gerekçe).

- Bu devir, hukuken alacakların kaynak şirketin mal varlığından çıkması ve özel amaçlı kuruluşun mal varlığına dahil olması sonucunu doğuracak şekilde (“gerçek satış”) yapılmalıdır.
- Özel amaçlı kuruluşun başkaca faaliyette bulunması ve borçlanması kısıtlanmalıdır.
- Bu şekilde, menkul kıymetleştirilecek alacaklar üzerinde, varlığa dayalı menkul kıymet sahipleri dışında üçüncü kişilerin hak iddia edemeyeceği hukuki bir yapı kurulmuş olmalıdır.

Kitapta, ipotekli tahviller terimi ise, Kıta Avrupası'nda uygulandığı şekliyle, bir şirketin kendi aktifinde bulunan ipotek teminatı taşıyan alacaklar karşılığında ihraç ettiği ve ipotek teminatı taşıyan alacaklar üzerinde rehin hakkı sağlayan menkul kıymetler için kullanılacaktır. Kıta Avrupası ülkelerinde tek bir ipotekli tahvilden bahsedilmesi mümkün değildir. İlgili ülke kanunlarına göre ipotekli tahvillerin özellikleri farklılık gösterebilmektedir. Bu nedenle, ihraççının kendi aktifinde bulunan ipotek teminatı taşıyan alacaklar üzerinde rehin hakkı sağlayan tüm menkul kıymetler, kendi içlerindeki farklılıklara bakılmaksızın “ipotekli tahvil” (“mortgage bonds” veya “covered bonds”) kavramı içinde değerlendirilecektir.

Bu kapsamda, MK md. 970-972'de düzenlenmiş bulunan rehinli tahvilleri de, Kıta Avrupası'nda uygulanan ipotekli tahvillerin kapsamı içinde gördüğümüzü belirtmek isteriz. Ancak, MK md. 970-972'de düzenlenen menkul kıymetlerden söz edildiğini vurgulamak için bu menkul kıymetler için “rehinli tahvil” terimi kullanılacaktır.

Bu arada, gerek SPK Seri: III No. 14 Tebliği'nde düzenlenen VDMK gerekse Mortgage Kanunu'yla düzenlenen ipotek teminatlı menkul kıymetler, menkul kıymetleştirme ve ipotekli tahvil kavramı dışında değerlendirilecek olup, bu menkul kıymetler, Üçüncü Bölüm'de ayrı başlık altında ele alınacaktır.