



Ticari İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler ve Yapılandırılması

Yrd. Doç. Dr. Değer ALPER

Uludağ Üniversitesi, İ.İ.B.F.

Özet

Sermaye piyasalarındaki hızlı gelişmeye paralel olarak, bu piyasalarda kullanılan finansal araçlar da gelişmekte ve çeşitlenmektedir. Menkulleştirme kavramının, ABD ve son yıllarda artan şekilde tüm dünyada kabul görmesi ile birlikte, "Ticari İpotekler" gibi varlık tipleri menkulleştirmeye konu olmaktadır. Son yıllarda, Ticari İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler-TİDMK, sabit getirili menkul kıymetler piyasasının hızla büyüyen bir kısmını oluşturmaktadır. Global anlamda yaşanan mevcut ve potansiyel gelişmeler ışığında, kendine has bazı özellikleri olan bu finansal aracın türetilme nedenlerinin anlaşılması son derece önem taşımaktadır. Bu çalışma, piyasalarımız için yeni bir araç olan, TİDMK'lerin yapılandırılma süreci hakkında bilgi sağlamayı, TİDMK anlaşılmasına yardımcı olmayı ve kolaylaştırmayı amaçlamaktadır.

Anahtar Sözcükler: Yapılandırılmış finans, ipoteğe dayalı menkul kıymetleştirme, ticari ipoteğe dayalı menkul kıymetler.

Abstract (Commercial Mortgage Backed Securities-CMBS and Structuring of CMBS)

Paralel to the rapidly development of the capital markets, the financial instruments that are used in these markets are also developed and diversified. As the concept of securitizing assets has become widely accepted, certainly in US and increasingly around the world, asset types, such as "Commercial Mortgage" are considered for securitization. Commercial Mortgage Backed Securities-CMBS are one of rapidly growing segment of fixed income market. In view of the current and potancial growth of Commercial Mortgage Backed Securities-CMBS globally, its important to understand the reasons for being derived this financial instrument which has spesific characteristics. This paper aims to provide a general overview of CMBS structured process; help and facilitate understanding of CMBS, new financial instrument for our markets.

Key Words: Structured Finance, Mortgage Backed Securitization, Commercial Mortgage Backed Securities.

I. Giriş

Son dönemde, ülkemizde, ipoteye dayalı konut sistemine ilişkin önemli bazı gelişmeler yaşanmakta ve sisteme ilişkin yasal alt yapı çalışmaları tamamlanmaya çalışılmaktadır. İpoteğe dayalı finansman sistemi, gelişmiş piyasalarda uzun bir geçmişe sahip olup, öncelikle konut finansmanı ile başlamış, ardından ticari gayrimenkullerin finansmanını da kapsayacak şekilde genişlemiştir. Ancak, söz konusu sistemin başarısı; sistemi fonlayan mekanizmanın başarısına bağlıdır. Bu doğrultuda sistemin fonlanması için kullanılan yapılandırılmış finansman ya da diğer bir ifade ile, menkul-leştirme mekanizmasının son derece sağlıklı şekilde işlemesi gerekmektedir.

Ticari ipoteye dayalı menkulleştirmeye* ilişkin ilk ihraçlar, geniş ve çeşitlendirilmiş, para ve sermaye piyasasına sahip, ABD pazarında gerçekleştirilmiştir. İlk ihraçlardan günümüze, oldukça önemli gelişmeler kaydedilmiş ve özellikle son yıllarda, ticari ipoteye dayalı menkul kıymetler, sabit getirili menkul kıymet piyasasının önemli bir aracı haline gelmiştir. Daha sonra, Avrupa, Asya piyasalarında ve hatta gelişmekte olan piyasalarda da kullanılmaya başlanmıştır. Ancak, tekniğin başarılı şekilde uygulanabilmesi için ekonomik, yasal ve düzenleyici alt yapının oluşturulması yanında, daha da önemli ve öncelikli olarak, söz konusu finans tekniğinin, bu tekniğin yapısının ve türetilen menkul kıymetlerin anlaşılması gerekmektedir.

II. Ticari İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet

2.1. Ticari İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet Tanımı ve Gelişimi

Ticari İpoteğe Dayalı Menkulleştirme-TİDM, ticari kredilerin bir fonda toplanarak, söz konusu kredi ipoteklerinin faiz ve anaparalarına dayalı çeşitli sınıflarda borçlanma senedi ihracı şeklinde işleyen bir fonlama yöntemidir. TİDM'nin amacı, ticari bir gayrimenkul alımını yada projesini finanse etmek ya da daha önceki ipotek yükümlülüğünü yerine getirmek üzere yeni bir ticari kredi oluşturmaktır. (Dunley,

* Ülkemizde, söz konusu yöntemi ifade etmek üzere, "Menkul Kıymetleştirme" terimi de kullanılmaktadır. Çalışmada, daha kısa ve kullanışlı olması nedeni ile "Menkulleştirme" kavramı kullanılmaktadır.

1997,609) Çok çeşitli türde ve büyüklükte ticari kredi TİDM'ye konu olabilmekte ve TİDM, çok çeşitli ticari mülklerin finansmanında kullanılabilir. Söz konusu gayrimenkuller arasında, ofis ve fabrika binaları, alışveriş merkezleri, çok sayıda daireden oluşan binalar, depo-lar, oteller ve çiftlikler sayılabilir. Bu mülklerin finansmanı amacıyla oluşturulan kredi ipoteklerine dayalı olarak gerçekleştirilen, ticari ipoteye dayalı menkul-leştirme süreci sonunda oluşturulan türev ürünler, "Ticari İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler" olarak adlandırılmaktadır. Ticari ipoteye dayalı menkul kıymetler, ticari ipotek havuzundan gelen nakit akımları ile teminatlandırılmış, çok sınıflı şekilde ihraç edilen menkul kıymetlerdir. Ödeme özellikleri yatırımcıya geri ödeme koruması sağlayacak şekilde yapılandırılmıştır.

Günümüzde, TİDM, başta ABD olmak üzere, birçok gelişmiş ve hatta gelişmekte olan ülke piyasalarında, sabit getirili menkul kıymetler piyasasında, hızla artan şekilde kullanılmaya başlanmıştır. TİDM işlemleri sonucunda oluşturulan, Ticari İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler-TİDMK, sabit getirili menkul kıymetler piyasasının hızla büyüyen bir kısmını oluşturmaktadır.

2.2. Ticari İpoteğe Dayalı Menkulleştirmenin Faydaları

Ticari ipoteye dayalı menkulleştirme, ipotek piyasasında yer alan kurumların, geleneksel fon kaynaklarına, maliyet tasarrufu sağlayan yeni bir alternatif eklemiştir. (Din, 1991:193-194) Diğer taraftan, söz konusu piyasadaki kurumların, bilanço dışı fon bulma ihtiyaçlarına da cevap vererek, etkili bir risk yönetimini ve aktif/pasif uyumunun gerçekleştirilmesini mümkün kılmaktadır. (Bhattacharya, 1996:51)

Ticari ipotek menkulleştirmesi, ticari ipoteklere yatırım yapan kurumların, bilançolarını yeniden yapılandırılmalarını mümkün kılmıştır. Bunun yanında, ticari ipotekler, getirileri, kısmen ticari mülk piyasasının performansına bağlı, sabit menkul kıymetler piyasasının klasik getirileri ile ilişkili olmayan getiriler sağlamaktadır. Başka deyişle, ticari ipotekler, birçok portföy için, çok önemli bir çeşitlendirmeyi mümkün kılmaktadır.

Diğer taraftan, ticari ipoteye dayalı menkulleştirme piyasasında, menkul kıymetler,

klasik kredilendirilmede olduğundan çok daha hızlı şekilde çıkarılabilmekte ya da alınabilmekte ve bu durum, yatırım stratejisi oluşturma ya da düzenleme için gerekli süreyi azaltmaktadır.

Ticari ipoteğe dayalı menkulleştirme yoluyla, borçlular gayrimenkul piyasasına doğrudan girebilmişler, ticari ipotekleri oluşturan kurumlar ise, yapılandırma içinde hizmet kurumu olarak görev almak sureti ile hizmet geliri elde etme şansına kavuşmuşlardır.

TİDM, klasik borçlanma tekniklerinde de esaslı değişiklikler yapmıştır. Geleneksel iki taraflı borçlanma faaliyetlerinin aksine, ticari ipotek menkulleştirmesi, çok özel ve farklı rolleri ve sorumlulukları olan, birçok tarafı kapsamaktadır. Bunun yanında, menkulleştirme, borçlanma piyasasına, geleneksel kredi faaliyetlerinden farklı olarak, ticari ipotek menkul kıymetlerinin yapılandırılması gibi, son derece, farklı ve yeni bir görev yüklemiştir. Menkulleştirme işlemi, borçlu ve yatırımcı arasında, yüksek derecede çeşitlendirilmiş bir görev sırası ile bağ kurmaktadır. Aşamalar, kredinin oluşumundan başlayarak, servis verilmesi ve kredi zenginleştirme ve kredi derecelendirmesinin sağlanması ve plasmana kadar uzayan bir yol izlemekte ve bu görevler çok sayıda tarafta yürütülmektedir.

Diğer taraftan, TİDM işlemlerinde, enformasyon asimetrisi sonucu oluşabilecek kayıplar, varlık havuzundan gelen nakit akımlarının bölünmesi ve farklı menkul kıymetler türetilmesi yolu ile azaltılabilmektedir. Çünkü, türetilen TİDMK'ler, bilgi sahibi olan tarafın, sahip olduğu bilgilerden bağımsız olarak değerlendirilecektir. Kurumlar enformasyon asimetrisinin olmadığı durumlarda dahi, ödenmeme riski olmayan menkul kıymetler ihraç etmek konusunda istekli olabilmektedirler. Çünkü, bu durumda, ödenmeme riski için ilave bir risk primi ödemek zorunda kalmayacaklardır. Aynı zamanda, nakit akımları farklı sınıflara ayrılarak, likidite artırılabilir. Kurumlar, banka aracılığıyla olmaksızın, kurum bazında, nakit akımlarını ayırarak, hem borç hem de hisse niteliğinde menkul kıymetler ihraç ederek, varlık portföylerinden, mevcut varlıklardan daha az riskli menkul kıymetler türetebilmektedirler. (Gordon, 1990:50-51)

III. Ticari İpoteğe Dayalı Menkulleştirmenin Yapılandırılması

Menkulleştirme işlemlerinde, hangi varlık türü kullanılırsa kullanılsın, esas olarak aynı temel süreç söz konusudur. Öncelikle, konu olan varlıklardan uygun bir portföy oluşturulur. Daha sonra, menkul kıymetleri ihraç edecek Özel Amaçlı Kurum yapılandırılır, kredi derecelendirmesi ve kredi zenginleştirilmesi aşamalarının ardından menkul kıymetler ihraç edilerek yatırımcılara satılmaktadır.

Menkulleştirme işlemlerinin yapılandırılmasında amaç, öncelikle, söz konusu olabilecek riskleri anlamak, riskleri azaltacak ya da belirli bir getiri karşılığında riskleri üstlenebilecek taraflara yeniden tahsisini sağlayacak yapının oluşturulmasıdır. (OCC Bulletin 96-52, 1996:2)

TİDM'de, ticari ipoteklerden gelen nakit akımları, belirli öncelikler doğrultusunda, belirli bir yatırımcı kitlesinin ilgisini çekecek yeni nakit akımlarına ayrılmaktadır. Teminat olarak kullanılan ticari ipotekler, sadece sınırlı sayıda yatırımcıya hitap ediyorken, yeni türetilen menkul kıymet sınıfları, yatırım ihtiyaçları farklı geniş bir yatırımcı tabanına hitap edecek şekilde düzenlenebilmektedir. Böylelikle, yatırımcılar için daha geniş ve derin bir sermaye tabanı oluşturulabilmektedir.

Ancak konu olan varlıkların türü ve özellikleri, ihraç edilecek menkul kıymetlerde istenen kredi derecesi, kredi zenginleştirme türü ve seviyesi doğrultusunda, yapılandırma sürecinde bazı farklı düzenlemeler söz konusu olabilmektedir. TİDM işlemlerinde, yapılandırmada en önemli amaçlardan biri, borçluların ve yatırımcıların amaçlarını en doğru şekilde dengeleyecek menkul kıymetlerin türetilmesidir. Tüm menkulleştirme işlemlerinde olduğu gibi ticari ipoteğe dayalı menkulleştirme işlemlerinde de yapılandırma sürecinde, kendi uzmanlık alanlarında faaliyet gösteren çok sayıda taraf yer almaktadır. Bunlar arasında; kaynak kuruluşlar, hizmet kurumu, özel amaçlı kurum, derecelendirme şirketi, kredi zenginleştirme kurumu ve yatırım bankaları sayılabilmektedir.

TİDM işlemlerinde en çok kullanılan, üç temel yapıdan söz etmek mümkündür. Bunlar; Çok Borçlu - Çok Mülklü Yapı, Tek Borçlu - Çok Mülklü Yapı, Tek Borçlu - Tek Mülklü Yapı'dır. Çok borçlu - çok mülklü yapı, havuzlaştırılmış yapı ya da aracı ihraçları olarak da bilinmektedir. Bu yapıda, çok sayıda, çok çeşitli gayrimenkuller ve çok sayıda borçluya verilen kredilerden oluşturulan havuz

teminatında gerçekleştirilen işlemlerdir. Tek borçlu - çok mülklü yapı, tek bir borçluya verilen çok sayıda kredilerden oluşan havuzlar ile teminatlandırılmış işlemler iken, tek borçlu - tek mülklü yapı ise, genellikle, ofis binaları ve büyük perakende satış merkez-leri için verilen kredileri kapsayan işlem-lerdir. (CSSA, 1996)

3.1. Varlıkların ve Havuzun Oluşturulması

Daha önce değinildiği gibi, ticari ipotek menkulleştirmesine, konu olan varlıklar, ticari bir alımın finanse edilmesinde kullanılan krediler ve bu krediler karşılığında oluşturulan ticari ipoteklerdir. Söz konusu ticari alıma konu olan varlıklar ise gelir getirir özelliği olan ticari mülklerdir. Son yıllarda gerçekleştirilen uygulamalar doğrultusunda, bu mülkleri; ofis binaları, perakende satış merkezleri, endüstriyel tesisler ve fabrikalar, oteller ve çok daireli apartmanlar (dört ailenin üzerinde barındırabilen) olarak beş bölüme ayırmak mümkündür.

Menkulleştirme işleminin ilk aşaması, menkulleştirmeye konu olan varlıkların oluşturulmasıdır. TİDM’de, ilk aşama, kredili bir ticari mülk alımının gerçekleştirilmesi ve bunun karşılığında bir ipoteğin oluşturulmasıdır. Ticari ipotek menkulleştirmelerinde, yeni oluşturulan ya da daha önce oluşturulup, yatırım bankaları gibi kurumlar tarafından elde tutulan ipotek kredileri kullanılabilir. TİDM’ye büyük tutarda tek bir ipotek ya da daha küçük tutarlarda çok sayıda ipotek, tam ve eşit taksitler halinde ya da vade sonunda tek ödemeli ipotekler konu olabilmektedir. (Books,1990:188) Sayılan mülk türlerine ait menkulleştirmeye konu olabilecek ipoteklerin büyüklüğü, 1 milyon \$ ve 200 milyon \$ arasında değişebilmektedir. (Dunlevy, 1997: 610)

Ticari ipotek havuzları, 10 yıl vadeli, vade sonunda sadece faiz ödemeli ipotekler ya da 15 yıl vadeli tam geri ödemeli krediler gibi çok çeşitli geri ödeme planına sahip, çok farklı özellikler taşıyan kredilerden oluşabilmektedir. Ancak, en çok kullanılan ticari ipotek yapısı, 10. ve 15. yıllarda tek bir ödemeleri olan 20-30 yıl vadeli yapısıdır.

Diğer taraftan, TİDM’ye konu olacak kredi ve ipoteklerin oluşturulmasında göz önünde bulundurulması gereken bazı standartlar söz konusudur. Örneğin, kredi havuzuna dayanak teşkil eden mülklerin bazı standartları taşıması

gerekli olup, mülk tipi ve coğrafik konum açısından çeşitlendirilmiş olmalıdır. Konu olan krediler, faiz karşılama ve kredi/varlık oranları bakımından da uygun olmalıdır.

TİDM işlemlerinin çoğunda, fon sağlama süresini kısaltabilmek ve daha büyük bir kredi havuzu oluşturabilmek için, birden fazla kaynak kuruluş yer almaktadır. Diğer deyişle birden fazla kurumun oluşturduğu kredilerden bir havuz meydana getirilmekte, böylelikle, büyük ihraçlar gerçekleştirilebilmekte ve bu şekilde men-kul kıymetlerin daha etkili şekilde fiyatlanmasını mümkün kılmaktadır.

3.2. Ticari İpoteklerin Özel Amaçlı Kuruma Satışı

Menkulleştirme yapısında yer alan en önemli taraflardan biri Özel Amaçlı Kurum-ÖAK’dur. ÖAK, sadece TİDMK’lerin ihracını gerçekleştirmek üzere kurulmuş, iflas korumalı (Bankruptcy-remote) olarak yapılandırılmış ihraççı kurumdur. Klasik sabit getirili menkul kıymet ihraçlarında, ihraç edilen menkul kıymetleri satın alan yatırımcılar, ihraççı kurumun finansal problemleri ya da iflası sonucu oluşabilecek, anapara ve faiz ödemelerine ilişkin gecikme ve ödenmeme riski ile karşılaşır. Oysa, TİDM işlemlerinde, yatırımcıların, söz konusu ödemeler ile ilgili olarak kaynak kuruluş ile bir bağı bulunmamaktadır. TİDM yapısında, ticari ipotek kredileri, TİDMK’lerin ihraççısı olan, “Özel Amaçlı Kurum-ÖAK”a devredilmektedir.

Bu devir sonucunda, ticari ipotek-lerin, onları oluşturan kurum ile hiçbir ilişkisi kalmamaktadır. ÖAK, bir anonim şirket, sınırlı sorumlu bir ortaklık ya da fon şeklinde kurulabilmektedir. (Bhattacharya, 1996:459-460)

Özetle, ticari ipoteklerin, kredi riskinden korunması için, iki temel şartın yerine getirilmesi gereklidir. Birincisi, ÖAK’un, iflas korumalı bir kurum olması sağlanmalıdır. Kaynak kuruluşun iflası halinde, ÖAK, ipotekleri oluşturan kurum ile konsolide edilmeyeceğini garantileyecek şekilde kurulmalı ve faaliyet göstermelidir. İkincisi, ticari ipotekler, yasal olarak ÖAK’a satılmalı ve bu satış “gerçek satış” şeklinde olmalıdır. Bunlara ilave olarak, menkulleştirme işlemlerinde, ÖAK, sadece kaynak kuruluşun iflasından korunmalı, fakat aynı zamanda, bir işletme olarak, ÖAK da iflastan korunmalıdır. Bunun için,

ÖAK, kendine gereksiz riskler yükleyecek faaliyetlerde bulunmayacak şekilde yapılandırılmalıdır. Bu amaçla, ÖAK'nın faaliyetleri, genellikle, borçların rücu edilmesi, varlık oluşturma ve kredilere servis verme gibi işletme faaliyetlerinde bulunmaları yasaklanmıştır. (Schwarcz,1996:1)

TİMK ihraçlarında, ÖAK kriteri ve konsolidasyon, iki seviyede oluşmaktadır. Birincisi, ipotek varlıklarının havuzlaştırıldığı ihraççı seviyesinde, ikincisi, her ipoteğin oluşturulduğu borçlu seviyesindedir. Tek ya da az sayıda borçlunun oluşturduğu kredi havuzunun söz konusu olduğu işlemlerde, tek tek borçlular bazında, ÖAK kriterinin ve konsolidasyon konusunun dikkatle incelenmesi gerekmektedir. Ticari ipotek havuzu, büyüdükçe ve havuzdaki borçlular çeşitlendikçe, tek borçlu havuzlarına nazaran, bu tür havuzlarda konsolidasyon tehlikesi oldukça azalacaktır. ÖAK kriterlerini karşılamayan borçluların olduğu havuzlar, istenen derecenin elde edilebilmesi için daha yüksek seviyede bir ikinci sınıfı gerektirmekte, bu durum, men-kulleştirmenin ekonomikliğini azaltmaktadır. (Sargent, 2000)

3.3. İşleme İlişkin Hizmetlerin Verilmesi

Ticari ipotek menkulleştirmelerinin başarısında, işleme ilişkin servislerin düzenli ve aksamadan verilmesi son derece önemlidir. Bir TİDM sürecinde, hizmet kurumunun görevleri arasında; aylık ödemeleri toplamak, ödemelere ilişkin kayıtları tutmak, gayrimenkullerin ve sigortalarını ödemek, menkulleştirmeye konu olan mülklerin durumlarını gözlemek, işlemlerde yer alan Yeddiemin için raporlar düzenlemek, toplanan fonları Yeddiemin'e devretmek gibi hizmetler yer almaktadır.

TİDM işlemlerinde, çok farklı türde hizmet kurumları yer alabilmektedir. Alt hizmet kurumları, uzman hizmet kurumları ve özel hizmet kurumları bu tür men-kulleştirme işlemleri içinde sorumluluk üstlenen hizmet kurumları arasında sayılabilmektedir. Alt hizmet kurumları, genellikle, ihraçlarda, kredileri satmak ancak, hizmeti elinde tutmak isteyen, kredileri oluşturan kurumdur. Tüm ödemeler ve mülke ilişkin bilgiler, daha sonra, bu hizmet kurumu tarafından, uzman hizmet kurumuna yollanacaktır. Uzman hizmet kurumunun görevleri arasında, TİDMK'le-rin ihracına

nezaret etmek, hizmet anlaşmasının sürekliliğini kontrol etmek, ana-para ve faiz ödemelerinin zamanında yapılmasını kolaylaştırmak, ödenmeme durumunda gerekli tutarı sağlamak sayılabilir. Uzman hizmet kurumunun deneyimi ve finansal gücü, sayılan görevlerin başarılı şekilde yerine getirilebilmesi açısından son derece önemlidir.

TİDM işlemlerinde yer alan özel hizmet kurumları ise, kredilerin vadesinin uzatılması, kredi değişikliklerin yapılması, kredilerin yeniden yapılandırılması ve gerekli olan hallerde krediye el konması ve mülkün satılması görevlerini üstlenen taraftır. Özel hizmet kurumları, ikincil menkul kıymet yatırımcıları için daha çok önem taşımaktadır. Çünkü, ikincil menkul kıymetlerin getirilerini etkileyen, kayıp seviyesi, özel hizmet kurumlarının çalışmalarının başarısı ile çok yakından ilgilidir. (Dun-levy, 1997:617)

3.4. Kredi Derecelendirmesi

Menkulleştirme uygulamaları açısından derecelendirme, belirli bir sürede, ipoteğe dayalı menkul kıymetlere yapılması gerekli olan ödemelerin, yatırımcılar tarafından elde edilebilme olasılığının belirlenmesidir. (Barnett, 1996: 23) İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin derecesi, ipoteklerin kredi riski, yasal yapının yeterliliği, kaynak kurumunun, hizmet kurumunun ve kredi zenginleştiricinin yeterliliği ve finansal yapı doğrultusunda belirlenmektedir.

TİDM'nin yapısı, söz konusu krediler ya da ipotekler derecelendirme şirketleri tarafından değerlendirildikten sonra şekillenmektedir. Bu değerlendirme sonucunda, istenilen kredi seviyesinin sağlanabilmesi, başka bir ifade ile ihraç edilecek TİDMK'in istenilen kredi derecesini alabilmeleri için, gerekli kredi zenginleştirme seviyesinin belirlenecektir. Örneğin, faiz karşılama oranı veya kredi/varlık oranı yeterli bulunmadığında, alt sınıflı yapılandırma ile kredi zenginleştirilmesi yapılacaktır. (Dun-levy, 1997:610)

TİDMK'in kredi kalitesi, büyük ölçüde havuzdaki gayrimenkullerin, çoğu zaman 10 yıl veya üzerinde bir zaman içinde, gelir oluşturma kabiliyetlerine bağlıdır. Bu süreç içinde, her gayrimenkulün nakit akımı mülkün kiracı karmasına, piyasadaki pozisyonuna veya fiziksel koşullarına bağlı olarak değişebilir. TİDMK yatırımcıları için son derece önemli olan

bu riskler, kredilerin oluşturulması aşamasında çok katlı bir kredi analizi yolu ile belirlenebilecektir. Derecelendirme şirketlerinin, TİDM uygulamalarında en önemli görevi, havuzun nakit akım gücünü, diğer deyişle, kredi riskini değerlendirmektir. Havuzun kredi riskini değerlendirebilmek için, derecelendirme şirketleri, havuzdaki her kredinin; faiz karşılama oranını, kredi/varlık oranını, vadeyi, faiz yapısını ve mülkün özelliklerini en iyi şekilde analiz etmelidir. (Adams, 1996a: 230) Söz konusu oranlar, varlık havuzu seviyesinde karşılanamaz ise, kredi derecelendirme şirketleri, bu seviyenin karşılanması için bazı kredi zenginleştirme yöntemlerinin kullanılmasını isteyebilmektedir.

Derecelendirme ve zenginleştirme işlemleri tamamlandıktan sonra, ihraç edilen menkul kıymetlerin kredi derecesi belirli semboller ile ifade edilmektedir. Bu semboller, yatırımcıları söz konusu menkul kıymetlerin kredi riskleri konusunda bilgilendirmektedir. Tablo 3.1 Standart&Poor's ve Moodys' Derecelendirme Şirketlerinin sembolleri ve bunların anlamları hakkında bilgi vermektedir. AAA/Aaa derecesi en yüksek yatırım derecesini, CCC/Caa en düşük kredi derecesini ifade etmektedir. AAA/Aaa'dan BBB/Baa'ya kadar olan dereceler yatırım derecesinde olan menkul kıymetlere, BB/ Ba ve altındaki dereceler ise yatırım derecesi altındaki menkul kıymetlere verilmektedir.

Tablo 3.1. Derecelendirme Sembolleri

S&P	MOODYS	Açıklama
AAA	Aaa	En Yüksek Yatırım Kalitesi
AA	Aa	Yüksek Yatırım Kalitesi
A	A	Orta Üzeri Yatırım Kalitesi
BBB	Baa	Orta Yatırım Kalitesi
BB	Ba	Spekülatif Yatırım Kalitesi
B	B	Yüksek Spekülatif Yatırım Kalitesi
CCC	Caa	En Düşük Yatırım Kalitesi

3.4.1. Faiz Karşılama Oranı

Faiz karşılama oranı, mülkün net faaliyet geliri ile faiz ödemelerini karşılaştırır. Bu amaçla net faaliyet geliri, tüm mülk gelirlerinden (kira, diğer ücretler, rambursmanlar vb.) tüm faaliyet giderleri (yönetim giderleri, mülk vergileri, elektrik, su havagazı giderleri vb.) düşülerek hesaplanır. Bu oran, mülk faaliyetlerinin en son tam yılına ait finansal veriler doğrultusunda hesaplanır.

Ancak, mülk kısa süre önce edinilmiş veya yenileme dolayısı ile bir süre boş kalmış ise, en son yıllık veriler mülkün potansiyel gelirini tam olarak yansıtmayabilir.

Bu durumda, bir yıldan daha kısa dönem ait verilerden, yıllık verilere ulaşılmaya çalışılır.

Sağlıklı bir faiz karşılama oranının ne olması gerektiği, mülkün türüne ve konumuna göre değişecektir. Bazı kredi kurumları, çok düzenli bir finansal görünümü

olan mülkler için 1,15'lik bir faiz karşılama oranı kabul etmelerine rağmen, genelde, mülkün, gerekli faiz ödemelerinin 1,25'ini karşılayacak nakit akımını oluşturabilmesi arzu edilmektedir. Ancak, ticari ipoteye dayalı menkulleştirmelerde, faiz karşılama oranı 1,30 veya 1,40 olan havuzlarda, kredi zenginleştirme mekanizması olarak alt sınıflı yapılandırmaya, yani ikincil sınıf menkul kıymetlere başvurulmaktadır. (Adams, 1996b: 201)

Teminat olarak tek varlığın kullanıldığı menkulleştirme işlemlerinde ise, tek kredideki risk yoğunluğunun son derece yüksek olması nedeni ile, daha yüksek faiz karşılama oranları aranmaktadır. AA ve daha üzerinde bir derece elde edebilmek için, derecelendirme şirketleri 2,00 gibi bir oran aramaktadırlar. Ancak, rezerv hesap veya faiz ödemeleri için kiracı garantisi gibi diğer kredi zenginleştirme yöntemlerinin söz konusu olduğu durumlarda bu oran daha aşağılara çekilebilmektedir.

Perakende satış merkezleri, çok daireli apartmanlar ve depo binaları nakit akımları daha düzenli mülk tipleri arasında sayılabilirken, oteller, ofis binaları, endüstriyel tesis ve binalar, sağlık kurumları, dinlenme tesisleri, nakit akımları değişken mülk tipleri arasında sayılabilecektir.

3.4.2. Kredi/ Varlık Oranı

TİDMK'in analizinde kullanılan ikinci oran, kredi tutarı ile mülkün değerini oranlayan Kredi/Varlık oranıdır. Kredi veren taraf, mülkten gelen nakit akımlarının azalması durumunda dahi, borçluların faiz ödemelerini devam ettirmelerini sağlamak için, bu oranı maksimum seviyede belirlemeye çalışmaktadır. Bu oranın, % 65 ve %75 arasında olması tercih edilmektedir. Faiz karşılama oranında olduğu gibi, mülkün türüne, kalitesine ve krediye ilişkin diğer faktörlere bağlı olarak, perakende satış merkezleri, çok daireli apartmanlar daha yüksek Kredi/Varlık oranına, ofis binaları, oteller ve tek varlık TİDMK'i ise daha düşük ve daha korumacı oranlara sahiptir. Sadece, söz konusu oranın belirli bir aralıkta olması yeterli değildir. Ödeme durumunda mülkün satılabilirliği de son derece önemlidir. (Adams,1996b:201)

3.4.3. Erken Ödemelerin Değerlendirilmesi

Ticari ipotek menkulleştirmesinde kredi riskinin, diğer deyişle nakit akımlarının değerlendirilmesinde son derece önemli diğer bir konu, kredilerden gelen nakit akımlarının kalitesini etkileyen erken ödemelerdir. Ticari ipoteklerdeki erken ödemeler belirli açılardan, konut ipotek erken ödemeleri ile benzerdir. Ancak, konut ipotekleri, istenildiği zaman, herhangi bir kısıtlama ile karşılaşılmaksızın geri ödenebilirken, ticari ipotekler, bazı önemli erken ödeme korumalarına sahiptir. Bu koruma mekanizmaları ile, borçluların kısa bir dönem için ya da kredinin vadesi boyunca erken ödeme yapması engellenebilir. (Kau vb, 1991) Ticari ipotek menkulleştirmelerinde en çok kullanılan koruma yöntemleri arasında; Erken ödeme kilidi (ya-sağı), erken ödeme cezaları ve kazanç koruma cezaları sayılabilir. (Dunlevy, 1997:620)

En çok kullanılan ve en güçlü korumayı sağlayan erken ödeme koruması, erken ödeme kilididir. Bu koruma yönteminde, belirli bir süre tüm erken ödemeler yasaklanmaktadır. Bu süre genellikle üç veya dört yıla kadar uzayabilmekte ve erken ödemesiz bu dönem, farklı bir koruma yöntemi ile birkaç yıl daha uzatılmaktadır.

Erken ödeme cezaları, borçlunun tekrar finansman istemesi halinde, kredinin kalan anapara bakiyesi üzerinden, önceden belirlenen bir oran doğrultusunda ödemek zorunda olduğu cezalıdır. En çok bilinen ve kullanılan erken ödeme yapısı "5-4-3-2-1" tablosudur. Bu yapıya göre, borçlu anapara bakiyesini ilk yıl içinde ödemek isterse, anapara bakiyesinin % 5'i, ikinci yıl içinde ödemek isterse % 4'ü, üçüncü yıl içinde ödemek isterse % 3'ü ve bu şekilde devam eden sıra ile belirlenen tutarlarda ceza ödemek zorundadır.

Kazanç koruma cezaları, en basit anlatımı ile, yatırımcıları, erken ödemelerin yaratacağı kazanç kaybından korumak amacı ile oluşturulmuştur. Kazanç koruma oranları, sadece düşük ipotek oranları elde edebilmek amacı ile, tekrar finansmanı ekonomik olmaktan çıkarmaktadır. Bu korumanın en basit ve sınırlayıcı şekli, borçlunun ipotek faiz oranı ve hazine bonusu faiz oranı arasındaki farka bağlı olarak cezalandırılmasıdır. Borçlu, istediği vadede erken ödemeyi yapabilir, fakat sözkonusu faiz oranları arasındaki farkı, ceza olarak ödemek zorundadır.

Çoğu ticari ipotek menkulleştirmesinde, sayılan bu üç koruma faktörü, farklı kom-binasyonlarla kullanılabilir. Örneğin, 10 yıl vadeli bir kredi, ilk dört yılında, erken ödeme yasağına, sonraki beş yıl için 5-4-3-2-1 korumasına sahip olabilir. Kredi vadesinin son yılında ise herhangi bir koruma olmayabilir. Erken ödeme korumaları, genellikle, zaman içinde azalan şekilde oluşturulmaktadır. Hatta, çoğu zaman, son bir yıllık ya da altı aylık dönem için tamamen kaldırılmaktadır.

Özetlemek gerekirse, erken ödeme korumaları, TİDMK yatırımcılarına iki önemli yarar sağlamaktadır. Birincisi; borçlular, kredilerini erken ödememek

konusunda önemli bir ekonomik nedene sahiptirler. İkincisi; erken ödemeler olduğunda, TİDM yapısında, ilave nakit akımları, anaparaların vadeden önce dönmesinden en çok etkilenen menkul kıymetlerin, kayıp getirilerinin bir kısmının ya da tamamının dengelenmesinde kullanılmaktadır.

3.5. Kredi Zenginleştirme

Kredi zenginleştirme, teminatların ya da kredi havuzunun, yatırımcıyı, kredi kayıplarına karşı koruyamayacağı, diğer deyişle, varlık havuzundan gelecek nakit akımlarında sorunlar ile karşılaşılması durumunda, yatırımcıyı garanti altına almak amacı ile oluşturulmuş bir mekanizmadır. Ancak, kredi zenginleştirme öncesinde, derecelendirme kuruluşlarının menkulleştirme yapısını incelemesi, en kötü koşullarda dahi, ihraç edilen menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemelerinin karşılanması için gerekli nakit akımı doğrultusunda zenginleştirme seviyesini belirlemesi gereklidir. Diğer deyişle, kredi zenginleştirme seviyesi, ihraç edilecek menkul kıymetlerin türü, konu olan varlıkların özellikleri, geç ödenme ya da ödenmemeye ilişkin geçmiş istatistik veriler, varlıklardan gelecek nakit akımlarının güvenilirliği doğrultusunda, derecelendirme kuruluşu tarafından belirlenmektedir. (Barbour, 1993:305)

Kredi zenginleştirme, menkulleştirme işlemlerinde hayati öneme sahip bir aşamadır. Zenginleştirme, menkulleştirme işlemlerinde karşılaşılabilen kredi riskini azaltmak ya da belirli koşullarda ortadan kaldırmak amacı ile gerçekleştirilmektedir. Kredi zenginleştirme yolu ile yüksek dereceli menkul kıymetlerin ihracı söz konusu olmakta, böylelikle, TİDMK'in pazarlanabilirliği ve likiditesi artmaktadır. (Wenman, 1991:165)

Ticari ipotek menkulleştirmelerinde, kredi zenginleştirme seviyesi, ihraç edilecek menkul kıymetlerin derecesi, işleme konu olan ticari ipoteklerin türü (sabit faizli, değişken faizli, iki aşamalı, basamak ödemeli vb.), geç ödenme ve ödenmemeye oranları, ipoteklerden gelecek nakit akımları ve nakit akımlarının güvenilirliği gibi

kriterler doğrultusunda belirlenmektedir. TİDM işlemlerinde kullanılan zenginleştirme mekanizmaları; alt sınıflı yapılandırma, rezerv fonlar, aşırı teminatlandırma gibi içsel; kredi mektubu, işletme garantileri, sigortalar gibi dışsal zenginleştirme yöntemleridir. TİDM işlemlerinde en çok kullanılan zenginleştirme yöntemi, alt sınıflı yapılandırma ve aşırı teminatlandırma değildir.

3.5.1. Alt Sınıflı Yapılandırma

Kredi sınıflandırması olarak da bilinen, "Alt Sınıflı Yapılandırma", TİDM işlemlerinde ve en çok kullanılan zenginleştirme yöntemidir. Bu yapıda, türetilen menkul kıymetler, tek yada daha fazla sınıfa ayrılabilir. Varlık havuzunun tek bir risk getiri yapısı, bir çok sınıf TİDMK yolu ile, çok sayıda risk-getiri yapısına dönüştürülebilmektedir. Bu tür zenginleştirmede, menkul kıymet sınıfları, bu sınıflar aracılığı ile likidite, dolayısı ile menkul kıymetlerin değeri arttırılmaktadır. (Lee, 1998:5) Varlıkların nakit akımı, çok sayıda faiz ve anapara bileşenine ayrılmaktadır. Yatırımcılara ödenen nakit akımları, belirli öncelikler doğrultusunda düzenlenebilir ve aynı işlemde birden fazla ikincil yapı kullanılabilir. Alt yapı sınıflandırılmış işlemlerde, B parçaları olarak da adlandırılan, ikincil menkul kıymetler, ihraççı tarafından tutulabileceği gibi, halka arz ya da özel plasman şeklinde satılabilir. Ancak, ikincil sınıflar, birincil sınıflardan daha büyük bir kayıp riski ile karşı karşıya olduklarından, yatırım derecesini alabilmek için, genellikle, bir ya da daha fazla kredi zenginleştirmesine ihtiyaç duyarlar. (Zimmerman, 1996:306) Başarılı bir sınıflı yapılandırmada, kayıplar birincil sınıflara ulaşmadan önce ortadan kaldırılmaya çalışılır.

Alt sınıflı yapılandırmada, menkul kıymet sınıfları, oransal ödemeli ve/veya ardisık ödemeli şekilde oluşturulabilir. Diğer deyişle, herhangi bir kayıp olduğunda, bu kayıplar, birincil menkul kıymet sahipleri etkilenmeden önce, ikincil sınıflara yansıtılır. Basit bir oransal ödemeli yapılandırmada, alacak havuzunun peşin ihraç oranı genellikle % 90 civarındadır. Geriye kalan

% 10 dolayındaki ikincil faiz, ÖAK tarafından alıkonabilir. Tek birincil ve tek ikincil sınıfı olan, tipik bir oransal ödemeli yapıda, her iki sınıftaki menkul kıymet de, işlemin süresi boyunca anapara ödemelerini alacaklardır. İkincil menkul kıymetlere, herhangi bir kayıp tahsis edilmediğini farz edersek, destek seviyesi (ikincil menkul kıymetlerin bir bütün olarak katlanmak zorunda oldukları faiz oranı) sabit kalacaktır. Ardışık ödemeli yapıda ise, ikincil menkul kıymetler, ilk para ödemesini birincil yapının tamamı ödendikten sonra alabilir ve sınıfların öncelikleri doğrultusunda, ödemelere bu şekilde devam edilir. Ardışık ödemeli yapıda, faizler tüm sınıflara ödenmektedir. Ancak, tüm menkul kıymetlere faiz ödemeleri yapıldıktan sonra kalan tutarlar, öncelikle, derecesi en yüksek A Sınıfının anapara ödemelerinin yapılmasında kullanılır. A Sınıfının anapara ödemelerinin tamamlanmasının ardından, B Sınıfının anapara ödemeleri yapılacaktır.

Üzerinde durulan ardışık ve oransal ödemeli yapılar dışında, başka türlü yapılanmalar da söz konusu olabilir. Örneğin, ikincil menkul kıymet, belirli hedefler ve formülasyonlar doğrultusunda anapara ödemesini daha önce alabilir. Bu tür işlemlerde destek seviyesi, başlangıçta daha düşük bir düzeyde belirlenebilir ve zaman içinde artabilir. Ancak, bu yapılar oluşturulurken, statik kayıp eğrilerinden faydalanılmalıdır.

Genellikle, oransal ödemeli yapıda, ardışık ödemeli yapıdakinden daha yüksek bir destek seviyesine ihtiyaç duyulmaktadır. Çünkü, herhangi bir ödenme durumunun olmadığı bir ortamda, oran doğrultusunda ödeme yapılan yapıda, destek seviyesi aynı kalırken, ardışık ödemeli yapıdaki ilk sınıfların, destek seviyesi zaman içinde artmaktadır. Eğer, hem oransal ödemeli, hem de ardışık ödemeli yapıda, kredi zenginleştirme seviyesi aynı düzeyde belirlenirse, ödenme durumunda, oransal ödemeli yapıda oluşturulan kredi desteği hızla erimektedir.

Alt sınıflı yapıda, diğer bir alternatif yapılanma, faiz özelliklerinin değiştirilmesi yoluyla gerçekleştirilir. Yapı, ikincil sınıflara tahsis edilmesi gereken tüm erken ödeme tutarının,

birincil sınıflara ödenmesini kapsar. Böylece, ihraç amortize edilerek birincil sınıfların destek seviyeleri arttırılır. Faiz yapısının değiştirilmesinde son bir gelişme, AAA orta sınıf olarak adlandırılan, birincil destek sınıfları ilavesidir. Bu yapı, genellikle süper birincil / birincil destek yapı olarak bilinir ve süper birincil sınıflar için ilave bir destek yaratır. AAA orta sınıf, erken ödemenin yapılamadığı period boyunca destek sınıfın ödeme özelliklerini gösterir. Daha sonra bu sınıfa tahsis edilen erken ödenme miktarı ihraç itfa edildikçe ve belirli itfa başlatma mekanizmaları olmadıkça, zaman içinde artacaktır.

3.5.2. Aşırı Teminatlandırma

Basit ve çok yaygın olarak kullanılan diğer bir içsel zenginleştirme yöntemi, aşırı teminatlandırma, ticari ipotek havuzunun değerinin altında bir tutarda varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edilmesi, diğer deyişle, ticari ipotek dayalı menkul kıymetlerin tutarı üzerinde bir ipotek portföyü tarafından desteklenmesi şeklinde işleyen zenginleştirme yöntemidir. Aşırı teminatlandırma mekanizmasında, havuzdan gelen nakit akım fazlalıkları kullanılmaktadır. Söz konusu nakit akımları; ipoteklerden gelen nakit akımlarından, TİDMK'lerin ödemeleri yapıldıktan sonra kalan tutardır. Bu yapıda, normal koşullarda, ticari ipotek havuzundan gelen nakit akımı, TİDMK'lere yapılan ödemelerden fazladır. Bu nakit fazlası, kayıpların karşılanmasında ve menkul kıymetlerin anapara peşin ödemelerini hızlandırılmasında kullanılmaktadır.

Aşırı teminatlandırma, yapıda menkul kıymet bakiye rasyosunun üzerinde bir teminat sağlamaktadır. Kayıplar olduğunda, menkul kıymetler, aşırı teminatlandırma nedeniyle, borçlu duruma düşmekten korunmuş olmaktadır. Aşırı getiri, menkul kıymet, anapara ve faiz ödemeleri için ekstra bir nakit akımı sağlamakta ve böylelikle ilave bir kredi desteği yaratmaktadır.

Eğer işlemde, varlıklar içinde birden fazla grup olduğunda, örneğin, sabit faizli ve değişken faizli krediler gibi, bir gruptan gelen aşırı getiriler, öncelikle, aynı gruptan

sağlanan nakit akımlarından oluşturulan menkul kıymetlerin zenginleştirilmesinde kullanılmaktadır. Eğer, daha fazla aşırı getiri kalırsa, kalan bu tutarda diğer teminat gruplarından oluşturulan menkul kıymetlerinin zenginleştirilmesinde kullanılmaktadır.

IV. Ticari İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlerin Yatırım Özellikleri

Ticari ipoteğe dayalı menkul kıymetler, sabit getirili menkul kıymetler sınıflandırması içinde yer alan finansal araçlardır. Ticari ipotekler ve türevleri, kurumsal yatırımcılar açısından son derece önemli bir yatırım alternatifini oluşturmaktadır. Çünkü, genellikle, uzun vadeli yükümlülükler ile uyumlu, uzun bir vade ve ortalamasının üzerinde getiriler sunmaktadır. Yatırım derecesindeki TİDMK'ler, uzun vadeli yatırım yapan, kurumsal ticari ipotek yatırımcıları tarafından; sigorta şirketleri, bankalar, emeklilik fonları tarafından, herhangi bir sabit getirili tahvil ya da özel plasman şeklinde yönetilebilmektedir.

Ticari ipoteğe dayalı menkul kıymetlerde kredi sınıflandırmasının olması, yatırımcıların, risk ve getiri seviyelerini etkili şekilde belirlemelerini sağlamaktadır. Yüksek seviyede kredi kalitesi arayan yatırımcılar, AAA ve AA dereceli menkul kıymetleri tercih edeceklerdir. Yüksek dereceli bu sınıflar, diğer TİDMK'den daha likittir ve genellikle aynı risk derecesindeki sabit getirili işletme tahvillerinden, hazine bonolarından daha yüksek getiriye sahiptir. (Wratten, 1996:16) Aslında, TİDMK'lerin tümü, sabit getirili işletme tahvilleri üzerinde getiriler sunacak şekilde yapılandırılmaktadır. Ancak, yüksek dereceli TİDMK içlerinde en az risk taşıyanlardır. İkincil sınıf TİDMK'de yüksek getiri sağlamalarına rağmen, havuzdaki kredilerin performansından oldukça fazla etkilenirler. Başka deyişle, havuzda oluşabilecek küçük bir kayıp, ikincil menkul kıymetlerin anapara ödemelerini ortadan kaldıracak ya da büyük ölçüde etkileyecektir.

V. Türkiye'de Ticari İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler

Ülkemizde son dönemde, ipotekli konut finansmanına ilişkin olarak, yasal alt yapı çalışmaları doğrultusunda, sermaye piyasa kanunu, icra ve iflas kanunu, tüke-ticinin korunması hakkında kanun, finansal kiralama kanunu ve çeşitli vergi kanunlarında gerekli düzenlemeler ve değişiklikler yapılmıştır. Bu doğrultuda, yapılan son değişiklikler ile ipotek teminatlı menkul kıymetler, varlık teminatlı menkul kıymetler ve varlığa dayalı menkul kıymetler ihraç edebilmek mümkündür.

Konut finansman sistemi tanımında bulunmamakla birlikte, yapılan düzenlemeler, ticari ipoteklerin de sisteme dahil edilmelerini mümkün kılmaktadır. Örneğin, ipotek teminatlı menkul kıymetlere ilişkin oluşturulacak teminat havuzu; yapı kullanma izni alınmış konut ve diğer gayrimenkuller üzerine ipotek tesis edilmek suretiyle teminat altına alınmış alacaklar, ikame varlıklar ve bunların riskten korunması amacıyla yapılan sözleşmelerden oluşabilecektir. Diğer gayrimenkuller ile ifade edilen, teminat havuzunun %15'ini geçmemek koşulu ile ticari gayrimenkullerle teminat altına alınmış kredilerdir. Başka bir ifade ile, ticari ipoteklerde teminat havuzuna dahil edilebilmektedir.

Ayrıca konut finansman fonlarının alacaklarının belirli kısımları için farklı sınıflarda sermaye piyasası aracı ihraç edilebileceği öngörülerek yapılandırılmış ve finansman tekniklerinin uygulanmasına imkan tanınmıştır. Bu doğrultuda, aynı alacak havuzu içerisinde farklı alt havuzlar oluşturularak farklı nitelikte sermaye piyasa araçları ihraç edilebilecektir. Bu yapılandırmanın ticari ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin ihracında da kullanılması mümkündür.

Sistem ayrıca, gayrimenkul değerlendirme uzmanlığı kurumunu, derecelendirme kurumlarını ve hizmet sağlayıcı kurumları tanımlamış ve kredi zenginleştirme mekanizmaları için alt yapı oluşturmuştur. Örneğin, teminat havuzunda yer alan varlıkların net bugünkü değerinin ipotek teminatlı menkul kıymetlerin net bugünkü değerinden yüzde ikisi oranında fazla olması,

zorunluluğu ile bir ölçüde aşırı teminatlı ipotek finansmanı kurumu, konut finansmanı landırma mekanizmasını getirmiştir. kurumu ve Sermaye Piyasası Kanunu'nun

Ülkemizde, ipotekli konut finansman sisteminde yapılan değişikliklerle düzenlenmeye yönelik olarak yapılan düzenlemeler, büyük ölçüde ticari ipoteye dayalı menkul kıymetlerin ihracını da mümkün kılacak niteliktedir. Fakat, bununla birlikte, ilave bazı düzenlemelere ve yapılandırma çalışmalarına gereksinim duyulacaktır. Ticari ipoteklerin, konut ipoteklerinden oldukça farklı bir yapıya sahip olmaları nedeni ile ihraç edilecek ticari ipoteye dayalı menkul kıymetler de bu farklılıkları taşıyacaktır.

VI. Sonuç

Ticari ipoteye dayalı menkulleştirme, son yıllarda, artan şekilde, bir likidite kaynağı olarak, sabit getirili portföylerden ve ticari ipoteklerden sağlanan getirileri zenginleştirme aracı olarak kullanılmaktadır. Esasen, TİDM; çeşitlendirilmiş kredi havu-zunda, belirli bir risk seviyesini hedefleme imkanı sunmaktadır. Ancak TİDM, tüm menkulleştirme uygulamalarında olduğu gibi oldukça kompleks ve finans mühendisliği çalışmaları gerektirmektedir. Bu nedenle, yoğun ve kapsamlı alt yapı çalışmalarını gerektirmektedir. TİDMK'ler, bir taraftan söz konusu, ofislerin, fabrika binalarının, perakende satış yapılan alışveriş merkezlerinin, çok sayıda daireden oluşan binaların ve otellerin finansmanı için bir alternatif olabilecek, diğer taraftan, gerek kurumsal, gerekse bireysel yatırımcıların portföy çeşitlendirmelerinde ve risk minimizasyonunda kullanabilecekleri çok önemli bir alternatifi oluşturabilecektir.

İpotekli kredi sistemi mevzuatımızda olmasına rağmen, ipotekli konut finansmanına ilişkin olarak yapılan yeni düzenlemeler, konut piyasaları ile sermaye piyasaları arasında bir yasal altyapı oluşturarak, bu ilişkiyi bir yasal temele dayandırmaya çalışmaktadır. Ancak, sistem ile ilgili diğer önemli bir sorun, kredilere kaynak yaratma sorunudur. Bu doğrultuda yapılan düzenlemeler genellikle sistemin fonlama tarafını düzenlemek şeklinde olmuştur. İkincil piyasalar; varlık teminatlı menkul kıymetler, ipoteye dayalı menkul kıymetler, ipotek teminatlı menkul kıymetler ;

ipotek finansmanı kurumu, konut finansmanı kurumu ve Sermaye Piyasası Kanunu'nun içerisinde yapılan değişikliklerle düzenlenmeye çalışılmıştır. Ayrıca riskleri bir parça azaltabilmek amaçlı değişken faiz uygulaması getirilmiştir. Fakat, ülkemiz ekonomisinden ve piyasalarımızın yapısından kaynaklanan problemler uygulamaları güçleştirecek niteliktedir. Yüksek faiz oranları, kurumsal yatırımcıların yetersizliği vb. sorunlar sistemin fonlanmasını yabancı yatırımcılara bağımlı kılmaktadır.

Bu doğrultuda, söz konusu finansal aracın Türk Sermaye Piyasasında başarılı şekilde yapılandırılabilmesi ve kullanılabilmesi için öncelikle bu aracın anlaşılması ve ardından da gerekli ekonomik ve yasal alt yapı çalışmalarının tamamlanmasına bağlıdır. Öncelikle, ipoteye dayalı konut finansman sisteminin oturtulması ve ardından sisteme ticari ipoteklerinde dahil edilmesi mümkün olacaktır. Ancak, bu menkul kıymet türünün global anlamdaki hızlı gelişimi, ülkemizde de bu konuda gerekli çalışmaların yapılmasını teşvik eder niteliktedir.

Kaynakça

- Adams, J., Koren, I., Hsu, L., "Investing in Interest-Only Commercial Mortgage-Backed Securities", Der., Bhattacharya, A. K., Fabozzi, Frank J., Asset-Backed Securities, Frank J. Fabozzi Associates, New York, 1996a, s.227-235.
- Adams, Jonathan "The Commercial Property Market and Underwriting Criteria for Commercial Mortgages", Der., Bhattacharya, A. K., Fabozzi, Frank J., Asset-Backed Securities, Frank J. Fabozzi Associates, New York, 1996b, s.187-206.
- Adams, Jonathan, "CMBS Structures and Relative Value Analysis", Der., Bhattacharya, A. K., Fabozzi, Frank J., Asset-Backed Securities, Frank J. Fabozzi Associates, New York, 1996, s.207-226.
- Adler, Tamara L., "Securitizing Commercial Mortgages"; Der., Zweig, Philip L., The Asset Securitization, Dow Jones-Irwin, Illinois, 1989, s.150-183.
- David Barbour, R. E. Parsons, "Asset Securitization Developments", Der. Joseph J. Norton, Raymond M. Auerback, International Finance in the 1990s Challenges and Opportunities, Blackwell Finance, Cambridge Mass, 1993, s. 305.

- Barnett, Gary, "Fundamental Principles and Structuring Techniques in Domestic and Cross-Border Securitization", *New Developments in Securitization 1996*, Practising Law Institute, New York, 1996, s. 23.
- Bhala, Raj, "Commercial Banks, Risk-Based Capital, and Mortgage Backed Securities Transactions", *Der.*, Fabozzi, F. J., Konishi, A., *The Handbook of Asset/Liability Management*, Irwin, Chicago, 1996, s.459-460.
- Bhattacharya, A. K, Zimmerman, T.A., "Asset Securitization: Prospects and Issues", *Der.*, Fabozzi, F. J., Konishi, A., *The Handbook of Asset/Liability Management*, Irwin, Chicago, 1996, s.47-68.
- Books, R.P., Blum, T.C., Najafi, J.J., "Securitization Design for Commercial Mortgage Securitization", *Der.*, Kuhn, R.L., *Mortgage and Asset Securitization*, Dow-Jones Irwin, Illinois, 1990, s.184-215.
- CSSA, "CMBS Basic Overview", 1996, http://www.cssacmbs.org/education_library.htm
- Din, S., "Commercial Property", *Der.*, Stone, C, Zissu, A., Lederman, J., *Asset Securitization: Theory & Practice in Europe*, Euromoney Books, Londra, 1991, s.193-194.
- Dunlevy, John N., "Commercial Mortgage Backed Securities", *Der.*, Fabozzi, Frank J., *The Handbook of Fixed Income Securities*, 5. Baskı, Irwin, Chicago, 1997, s.609-624.
- Gordon, G., Pennacchi, G., "Financial Intermediaries and Liquidity Creation", *The Journal Of Finance*, Cilt: 45, No: 1, Mart 1990, s. 50-51.
- Kane, Carl, "Fundamentals of Commercial Securitization", *Mortgage Banking*, Temmuz 1992, s.18.
- Kau, J.B., Keenan, D.C., Muller, W.J., "Designing Commercial Mortgages and Their Mortgage-Backed Securities", *Der.*, Stone, C, Zissu, A., Lederman, J., *Asset Securitization: Theory & Practice in Europe*, Euromoney Books, Londra, 1991, 137-146.
- Lee, D., Chen, W. "Securitization: An Overview of Arbitrage and Tranching", *The Securitization Conduit*, Cilt: 1, No: 1, 1998, <http://www.the-financier.com>, s.5.
- OCC Bulletin (occ96-52), Comptroller of the Currency Administrator of National Banks, 25.Eylül.1996, s.2.
- Sargent, P.C., "Structural and Legal Issues In Commercial Mortgage Securitization Transaction", <http://www.andrewskurth.com/news/mortgage.shtml>
- Schwarcz, S.L., *Structured Finance, A Guide to the Principles of Asset Securitization*, 2. Baskı, Practising Law Institute, New York, 1996, s.1.
- Snyderman, Mark, "Update on Commercial Mortgage Defaults", *The Real Estate Finance Journal*, 1994.
- Wenman, Stephen L., "Credit Enhancement: Introduction and Overview"; Zoe, Shaw, *International Securitization*, Stocton Press, ABD, 1991, s.164-170.
- Wratten, T. F., "Introduction to Commercial Real Estate Secondary and Securitization Market", http://www.cssacmbs.org/education_library.htm, s. 1-44.
- Zimmerman, T., "ABS B-Pieces", *Der.*, Anand K. Bhattacharya, Frank F. Fabozzi, *Asset-Backed Securities*, Fabozzi Ass., ABD, 1996, s.306.