

TİCARİ İŞLETME MENKUL KIYMETLEŞTİRMESİ

M. Murat AKTAŞ*

Özet

Ticari işletme menkul kıymetleştirilmesi, menkul kıymetleştirme olarak nitelenen bir işletme finansman sistemidir. Ticari işletme menkul kıymetleştirilmesi, ilk kez Birleşik Krallık ve onunla benzer iflas hukuku düzenlemelerine sahip ülkelerde uygulanmıştır. Ticari işletme menkul kıymetleştirilmesi en son olarak ise ABD, Japonya ve diğer ülkelerde farklı yapılar dâhilinde uygulanmıştır. Makalede az bilinen ticari işletme finansmanı yöntemi olan ticari işletme menkul kıymetleştirilmesi sistemine ışık tutularak, hukuki ve ekonomik işleyişi ele alınacak ve en son olarak ise sistemin Türk sermaye piyasası hukukunda uygulanabilirliği hususu değerlendirilecektir.

Anahtar Kelimeler: Menkul kıymetleştirme, ticari işletme, finans, sermaye piyasası

WHOLE BUSINESS SECURITIZATION

Abstract

As an innovative financial technique the whole business securitization (WBS) first appeared in the United Kingdom in the mid 1990s. The WBS later expanded to the countries which has insolvency legislations similar to United Kingdom. The WBS spreads to the United States and Japan in the early 2000s which have different insolvency law from that of the United Kingdom.

This article aims to shed a new light on little known WBS to explore new possibilities for innovative securitization after the global financial crisis. This article examines mainly the market background and reasons of the WBS; the legal mechanism and the economic value of the WBS; differences between the traditional securitization and the implementation possibility of the WBS, under the Turkish capital market law.

Keywords: *Securitization, securitisation, whole business, commercial enterprise, finance, capital markets*

I. Giriş

Bu çalışmada, son dönemde “menkul kıymetleştirme” kavramı dâhilindeki yeni bir finansman yöntemi olan ve bizim “ticari işletme menkul kıymetleştirilmesi” olarak adlandırdığımız “*Whole Business Securitization*” (WBS) sistemi ve Türk hukukundaki uygulanabilirliği ele alınmaktadır.

* Dumlupınar Üniversitesi İİBF Öğretim Elemanı.

WBS'nin, menkul kıymetleştirme olarak adlandırılması, öncelikle menkul kıymetleştirme kavramının kısaca ele alınmasını gerekli kılmaktadır. Menkul kıymetleştirmenin tanımlanması, WBS ile yapılan ihraçların niteliğinin tespit edilmesi bakımından da gereklidir. Menkul kıymetleştirme kavramı ele almadan, öncelikle menkul kıymetleştirmenin finansman yöntemleri içindeki yerine ve bu konudaki bazı sınıflandırmalara değinilmesi yerinde olacaktır.

Dünyada menkul kıymet ihracı gerçekleştirilerek işletmelerin finansmanının sağlanması bakımından son dönemde, tahvil ihracı gibi geleneksel yöntemler dışındaki finansman yöntemlerinin kullanımı artmaktadır. Ticari işletmelerin ve özellikle de ticari ortaklıkların menkul kıymet ihracı ile finansmanı bakımından uygulanan finansal yöntemler, bilanço içi (*on-balance sheet*) ve bilanço dışı (*off-balance sheet*) olarak iki farklı yapıda gerçekleştirilmektedir. Bilanço içi-dışı ihraç ayrımı, menkul kıymetlerin sahiplerinin sahip bulunduğu hakların kapsamı bakımından da farklılığa neden olmaktadır.

Bilanço içi finansman sisteminde, geleneksel tahviller ve teminatlı tahviller (*covered bonds*) gibi tahvil türevleri kullanılmaktadır. Bu sistem, Kıta-Avrupasında egemen olan finansman yöntemi niteliğindedir. Bilanço dışı finansman sisteminde ise genel olarak, yapılandırılmış finansman (*structured finance*) ve menkul kıymetleştirme (*securitization*) ile menkul kıymet ihracı gerçekleştirilmektedir.

Menkul kıymetleştirme sistemi, Amerika Birleşik Devletleri (ABD) hukuku ve Anglo-Sakson hukukunun egemen olduğu ülkelerde baskın finansman uygulamasıdır. Bu sistem, konusu olan finansal varlıklar ve buna bağlı özellikler bakımından *mortgage* menkul kıymetleştirmesi (*mortgage securitization*) ve varlığa dayalı menkul kıymetleştirme (*asset-backed securitization*) olarak kendi içinde ikiye ayrılmaktadır. Bu sınıflandırma bakımından *mortgage* menkul kıymetleştirmesi (*mortgage-backed securitization*) dışındaki bütün menkul kıymetleştirmeler “varlık menkul kıymetleştirmesi” (*asset backed securitization*) kapsamındadır.

Varlık menkul kıymetleştirmesi, genellikle motorlu araç kredileri, kredi kartı alacaklarının (varlık) menkul kıymetleştirmesi şeklinde gerçekleştirilmektedir. Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme sonucunda

ihraç edilen menkul kıymetler, varlığa dayalı menkul kıymet (*Asset-Backed Security-ABS*) olarak adlandırılmaktadır¹.

Son dönemde ortaya çıkan yeni dönem varlık menkul kıymetleştirme örnekleri ise sigorta menkul kıymetleştirilmesi² ve ticari işletme menkul kıymetleştirmeleridir. Ancak, aşağıda ele alınacağı üzere bu çalışmanın konusu olan ticari işletme menkul kıymetleştirmesinin özellikle kaynak Birleşik Krallık (UK) bakımından teknik anlamda varlığa dayalı menkul kıymetleştirme olması hususu tartışmalıdır.

Menkul kıymetleştirmeler bakımından yapılan bir diğer ayırım ise ihraç için kullanılan finansal varlıkların (nakit akımlarının) hâlihazırda mevcut alacaklar olması veya ileride doğması beklenen alacaklar (*securitization of future cash flows*) olması konusundadır³. Bu sınıflandırmada WBS, gelecekte doğacak alacaklardan kaynaklı nakit akımlarının menkul kıymetleştirilmesi niteliğini haizdir⁴.

II. Menkul Kıymetleştirme (*Securitization*) Kavramı

1. Kısaca Tarihi Gelişim Süreci

Menkul kıymetleştirme sisteminin özünde, bir kredinin (finansal alacak/ varlık) bütün olarak devredilmesi ile ona katılımın sağlanması düşüncesi yer almaktadır. Bu yöndeki ticari işlemlerin geçmişi ise 1880'lere dayanmaktadır. Münferit kredi alacağının satılmasının (devir) bünyesindeki zorluklar, benzer alacakların toplu olarak devrine imkân sağlayan bir finansal sistemin hukuken ortaya çıkarılmasını sağlamıştır.

¹ ABS ihraçlarına ilginç bir örnek olarak David Bowie'nin ilk 25 albümünün gelirlerinin 1998 senesinde menkul kıymetleştirilmesi belirtilebilecektir (*Bowie bonds*), (Kothari, V. : *Securitization: The Financial Instrument of the Future*, John Wiley & Sons, Singapore 2006, s. 65 (Book)).

² Sigorta menkul kıymetleştirilmesi, sigortacılıktan kaynaklanan riskin, finansal mühendislik olarak nitelendirilen bir süreç ile oluşturulan ve ihraç edilen menkul kıymetler (finansal araçlar) aracılığı ile sermaye piyasalarına dağıtılması olarak tanımlanmaktadır.

Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. **Gorvett, R. W.** : "Insurance Securitization: The Development of a New Asset Class", 22.05.2016 tarihinde <http://www.casact.org/pubs/dpp/dpp99/99dpp133.pdf> adresinden erişildi. s. 137-147; **McMillian, Todd V.** (2001-2002). "Securitization and the Catastrophe Bond: A Transactional Integration of Industries through a Capacity-Enhancing Product of Risk Management", Connecticut Insurance Law Journal, C. 8, S.1, s.131 vd; **Krieger R. A./Tompkins, W.** (1998). Analyzing Insurance Linked Securities, Goldman, Sachs & Co., s. 3 vd.; <http://www.rms.com/Reports/rkcat.pdf>.

³ **Fabozzi, F. J. /Kothari, Vinod** . (2008). Introduction to Securitization, John Wiley & Sons, New Jersey, s. 187.

⁴ **Fabozzi/Kothari**, s. 187 vd. .

Finansal bir yenilik olarak menkul kıymetleştirme, belirli vadelerdeki anapara ve/veya faizden oluşan öngörülebilir nakit getiri akımlarına sahip varlıkların, gruplanarak menkul kıymetler aracılığı ile satışa konu olma sürecidir⁵.

Menkul kıymetleştirme sistemi ile finansman sağlanması, ABD sermaye piyasası hukuku kaynaklı bir uygulamadır. Menkul kıymetleştirme sisteminin gerçek/teknik anlamındaki ilk uygulaması, gerçek satışa menkul kıymetleştirme (*true sale securitization*) nitelikli *mortgage* sistemi olarak gerçekleştirilmiştir⁶. ABD dışındaki geniş anlamda *mortgage* menkul kıymetleştirme örnekleri, 18. yüzyılda görülmüştür⁷.

Gerçek/teknik anlamda ilk menkul kıymetleştirme uygulaması olan ABD *mortgage* sisteminin kökenleri 1930'lardaki büyük buhran dönemine dayanmakla birlikte, sistemin kuruluşu, bir devlet projesi olarak 1970'lerde kamusal destekli kuruluşlar (*Government Sponsored Enterprises-GSE*⁸) eliyle sağlanmıştır⁹. Menkul kıymetleştirme sisteminin

⁵ **Kravitt, Jason H. P.** (2013). *Securitization of Financial Assets*, Third Edition, C.I-II, NewYork, s. 1-1.

⁶ ABD'de geniş anlamda menkul kıymetleştirme olarak nitelendirilebilecek uygulamalar, 18. yüzyılda ve özellikle 1900'lerin başından itibaren varlık menkul kıymetleştirme şeklinde görülmüştür, (**Shenker, Joseph C./ Coletta, Anthony J.** (1990-1991). "Asset Securitization: Evolution, Current Issues and New Frontiers", *Texas Law Review*, S. 69, s. 1363 vd.) .

⁷ Burada, 1793 ve 1794'te Hollandalı tacirler tarafından (Holland Land Company), ABD'de gerçekleştirilen iki gayrimenkul projesi ile ilgili olarak, "*negotiates*" olarak adlandırılan, *mortgage* teminatlı tahvillerin (*mortgage-backed bond*) Hollanda sermaye piyasalarında yatırımcılara sunulması, örnek olarak verilmektedir, (**Frehen, R./ Rouwenhorst, Geert K. / Goetzmann, William N.** (2012). *Dutch Securities for American Land Speculation in the Late-Eighteenth Century*, s. 1 vd. 01.08. 2014 tarihinde <http://www.nber.org/chapters/c12795.pdf> adresinden erişildi) .

⁸ Kamusal destekli kuruluşlar, genel olarak belirli kredi piyasalarındaki (konut *mortgage* piyasası, tarım) fon akışını düzenlemek ve takip etmek üzere federal düzeyde bir kanun ile özel hukuk mülkiyetine tabi olmak üzere kurulan ve düzenlenen (*chartered*) finansal kuruluşlardır. Bunlara örnek olarak, "Fannie Mae", "Freddie Mac" ve "Federal Home Loan Banks", "Farm Credit System" ve Farmer Mac (Farmer's Home Administration) verilebilecektir, (**The Congress of the United States Congressional Budget Office.** (2001). *Federal Subsidies and The Housing GSEs*. 22.04.2016 tarihinde <http://www.cbo.gov/sites/default/files/cbofiles/ftpdocs/28xx/doc2841/gses.pdf> adresinden erişildi).

hızla tesisini ve gelişmesini *mortgage* sistemi özelinde sağlayan kamusal kuruluşlardan¹⁰ en önemlileri, kamusal destekli kuruluş niteliğindeki Freddie Mac¹¹ ve Fannie Mae'dir¹².

Menkul kıymetleştirme, ABD hukukunda düzenleme eksikliği ve ekonomik krizler beraberinde gelişim göstermiştir¹³. Menkul kıymetleştirme zamanla uygulanma alanını, *mortgage* alacakları dışındaki finansal alacakları/varlıkları da kendisine konu almak suretiyle genişletmiştir.

2. Tanım

Menkul kıymetleştirme (*securitization/securitisation*¹⁴), küresel anlamda son dönemde görülen en önemli hukuki-ticari yenilik niteliğini haiz bir finansal araç ve sistemdir¹⁵. Bu sistemde, tek başına devri zorluk arz eden para alacakları (dayanak alacaklar) homojen şekilde oluşturulan havuzlar üzerinden toplu halde devredilebilmektedir. Menkul kıymetleştirme kavramı, ilk bakışta salt kelime anlamı olarak, belirli varlıkların menkul kıymet haline getirilmesi veya onunla ilişkilendirilmesi şeklinde algılanabilecektir. Ancak bu kavram, gerçek anlam ve niteliği

⁹ “*Federally sponsored quasi -governmental corporation*” kavramı ile ilgili olarak için bkz. **Horton, Brent J.** : “In Defense of Private Label Mortgage-Backed Securities”, Florida Law Review, S. 61 (2009), s. 845.

⁹ **Forte, Joseph Philip.** (Fall 1996). “Capital Markets Mortgage: A Ratable Model for Main Street and Wall Street”, Real Property, Probate and Trust Journal, S. 3, s. 2; Hill, C. A. . (1996). Securitization: “A Low-Cost Sweetener for Lemons”, Washington University Law Quarterly, C. 74, S. 4, s. 1063.

¹⁰ Kamunun dahil olduğu konut *mortgage* teminatlı bir menkul kıymet piyasasının, Freddie Mac ve Fannie Mae'nin kurulmasından yaklaşık yarım asır önceki büyük buhran (1929-1930) öncesi dönemde de var olduğu ifade edilmektedir, (**Goetzmann, William N./Newman, F.** . (2010). Securitization in the 1920's, National Bureau of Economic Research-NBER Working Paper No:15650, Massachusetts, s. 18).

¹¹ Uygulamada “FHLMC” kısaltmasıyla da anılan, “Federal Home Loan Mortgage Corporation”.

¹² Uygulamada, “FNMA” olarak ifade edilen, “Federal National Mortgage Association”.

¹³ **Goetzmann/ Newman**, s. 1; **Simkovic, Michael.** (2013). “Competition and Crisis in Mortgage Securitization, Indiana Law Journal, S. 88, s. 216.

¹⁴ ABD dışında, özellikle Kıta-Avrupasında menkul kıymetleştirmenin karşılığı olarak “*securization*” yerine “*securitisation*” ifadesi kullanılmaktadır, (**Schwarcz, Steven L.** (2011). Securitization and Structured Finance, Elsevier's Encyclopedia of Financial Globalization 6, s. 1 vd. .

¹⁵ **Plank, Thomas E.** (2004). “The Security of Securitization and the Future of Security”, Cardozo Law Review, C. 25, S. 5, s. 1656 vd. .

bakımından çok daha karmaşık araç ve yöntemlerin kullanıldığı bir finansal sistemi ifade etmektedir.

Öğretide menkul kıymetleştirme, sözde daha önce var olmayan bir değeri ortaya çıkarması nedeniyle bir simya'ya (*alchemy*) benzetilmektedir¹⁶. Günümüzde geçirdiği hızlı gelişim nedeniyle farklı anlamları haiz olabilen menkul kıymetleştirme kavramı, esasında dar bir anlamı haiz teknik bir terimdir¹⁷. Menkul kıymetleştirme dar (gerçek) anlamda, bilanço dışı finansman niteliğindeki gerçek satışa dayalı menkul kıymetleştirme (*true sale securitization*) sistemini ifade etmektedir.

Bir yapılandırılmış finansman (*structured finance*) işleminin menkul kıymetleştirme olarak nitelendirilebilmesi, onun asgari bazı nitelikleri taşımasına bağlıdır. Bu nedenle, menkul kıymetleştirme, bilanço dışılık, gerçek satış, kurucusundan bağımsız şekilde yönetilen iflas korumalı özel amaçlı kuruluş (*special purpose vehicle-SPV*) gibi temel şartları sağlamalıdır. Kanımızca, menkul kıymetleştirme bakımından özellik arz eden ilk husus dayanak alacakların menkul kıymet yatırımcılarına en az kesinti ve üçüncü kişi taleplerinden yalıtılmış (varlık yalıtımı) şekilde aktarılmasıdır. Menkul kıymetleştirme bakımından özellik arz eden diğer husus ise dayanak alacaklardaki kredi riskinin yatırımcılara devrediliyor olmasıdır.

Menkul kıymetleştirme sisteminin işleyişi açık olmakla birlikte, tanımlanması konusunda yeknesaklık bulunmamaktadır¹⁸. Menkul kıymetleştirmeyi tanımlamadaki farklılıklar, esasa etkili olmaktan ziyade teorik temellidir.

Menkul kıymetleştirme bir tanımlamaya göre, menkul kıymetleştirilmeye uygun vade ve nakit akımı özelliklerini haiz para

¹⁶ **Schwarcz, Steven L.** (1994). "The Alchemy of Asset Securitization", *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, S.1, s. 133-154 (Alchemy). Simya (*alchemy*), ortaçağ kimyagerlerinin değersiz maddeleri altına çevirme tekniğine yönelik uğraşılardır, (**Schwarcz**, Alchemy, s. 134 dn. 3). SCHWARCZ, menkul kıymetleştirme işlemi için özel amaçlı kuruluş (SPV) kullanımını zorunlu görmektedir, (**Schwarcz**, Alchemy, s. 133-135).

¹⁷ Çalışmamızda menkul kıymetleştirme kavramı bu anlamı ile kullanılmaktadır.

¹⁸ **Klee, Kenneth N./ Butler, Brent C.** (2002). "Asset-Backed Securitization, Special Purchase Vehicles and Other Securitization Issues", *Uniform Commercial Code Law Journal*, S. 35, s. 23 vd. .

alacağı şeklindeki finansal varlıkların,¹⁹ kaynak kuruluştan kaynaklanan taleplerden yalıtılmış biçimde “havuzlanarak” (*pooling*)²⁰ bütünleştirilmesi ve bu alacaklar karşılığında (dayanağında), menkul kıymetleştirilen varlığın türü ve ihraç edilen menkul kıymetin sahibine sağladığı hakların niteliğine göre çeşitlilik arz eden menkul kıymetlere bağlanmasıdır²¹.

Menkul kıymetleştirme, devir kolaylığı bulunmayan finansal aktiflerin pazarlanabilir sermaye piyasası araçlarına (menkul kıymetlere) dönüştürülmesi ve finansal kuruluşların ve diğer şirketlerin riskli varlıklarını toplayarak bir özel amaçlı kuruluşa gerçek satışla (*true sale*) devri süreci olarak da tanımlanabilmektedir²².

Menkul kıymetleştirme bir diğer tanımda, sahip olunan varlıklardaki kredi riskini devretmek ve bu varlıkları daha likit hale getirmek için yapılandırılmış ticari işlemlerinin kullanılmasıdır. Menkul kıymetleştirmenin, kredi riskinin yayılması yanında, daha güvenilir ve pazarlanabilir²³ menkul kıymetler oluşturulması amacına sahip olduğu da ifade edilmiştir²⁴. Menkul kıymetleştirme sürecinde ihraç edilen menkul kıymetler ile varlık havuzu arasında mülkiyet hakkı (*equity*) veya teminat ilişkisi kurulabilmektedir²⁵.

Menkul kıymetleştirme, LIPSON tarafından²⁶, belirli kredi güvenilirliğine sahip temel alacak haklarının (*primary payment rights*),

¹⁹ Konut *mortgage* teminatlı kredi alacakları, ticari *mortgage* alacakları, otomobil kredileri, kredi kartı alacakları gibi çeşitli akdi temelli düzenli gelir getiren diğer parasal alacaklar. Bu alacakların, öngörülebilir anapara ve/veya faiz getirili, belirli uzunlukta vade içeren varlıklar olması gereklidir.

²⁰ Ülkemizde havuzlama genel olarak, bir finans ortaklığının birden çok işletmenin/ortaklığın kendisine devredilen varlıklarına dayalı olarak, onların harmanlanması ile menkul kıymet çıkarılması ve bunların yatırımcılara arz edilmesi olarak da ifade edilmektedir.

²¹ **Kravitt**, s. 1-1; **Simkovic**, s. 216 vd. .

²² **Siems, Mathias M.** (2009). “The Foundations of Securities Law”, *European Business Law Review*, S. 20, s. 141-171. 22.05.2016 tarihinde <http://ssrn.com/abstract=1089747> adresinden erişildi.

²³ Dayanak varlıkların mülkiyetinin doğrudan devredilmesine oranla, burada yapılacak devrin daha kolay olması anlatılır.

²⁴ **Hill**, s. 1063 dn. 5.

²⁵ **Shenker/Coletta**, s. 1374-75.

²⁶ **Lipson, Jonathan C.** (2012). : “Re: Defining Securitization”, *Southern Carolina Law Review*, C. 85, S. 5, s. 1229 -1282.

kaynak şirket kaynaklı iflas ve diğer tasfiye taleplerinden bağımsız özel amaçlı kuruluşlarca satın alınması ve satın alınan bu alacaklar ile tanımlanmış (*value of the securities determined*) getirilere sahip menkul kıymetlerin doğrudan veya dolaylı olarak ihraç edilmesi, olarak tanımlanmıştır. LIPSON'un tanımı, SCHWARCZ tarafından eleştirilmiştir. SCHWARCZ'a göre "girdi" olan alacak, izolasyonu sağlayan yapı (*structure*) olan özel amaçlı kuruluş ve çıktı (*outputs*) olan menkul kıymet bakımından yapılan bu tanımlama yetersizdir²⁷. SCHWARCZ, ayrıca LIPSON'un tanımındaki belirli temel ana alacaklar (*primary payment rights*) ile sınırlı menkul kıymetleştirme tanımının, teminatl borç yükümlülüklerinin (*Collateralized Debt Obligations-CDO*), "gerçek birer menkul kıymetleştirme" olarak değerlendirilmemesi sonucuna neden olabileceğini belirtmektedir²⁸.

LIPSON'un "ara yapı" bakımından, kaynak şirketten kaynaklı taleplerden hukuki yalıtılmışlığı zorunlu bir unsur olarak öngörmesi, SCHWARCZ tarafından bazı menkul kıymetleştirmeler bakımından bunun şart olmaması²⁹ nedeniyle eleştirilmektedir.

LIPSON'un tanımındaki bir diğer eleştiri konusu ise, menkul kıymetlerin değerinin, özel amaçlı kuruluş üzerinden bağlantısının kurulduğu finansal varlıklara bağlanmış olması noktasındadır. SCHWARCZ bu varlıkların, menkul kıymetlerin ödeme vadelerine etki ettiğini kabul etmekle birlikte, yapılacak ödemelerin değerinin vadeden ziyade bu varlıkların faiz oranları ile ilişkide olduğunu belirtmektedir³⁰.

SCHWARCZ ayrıca, kanuni bir tanımlaması bulunmayan menkul kıymetleştirmenin zayıf/riskli alacakları dışlayan, iflas bağımsızlığını her durumda şart koşan sınırlayıcı bir tanımlamasının yapılmasını yerinde bulmamakla birlikte, geniş kapsamlı bir tanımlamanın da kapsamı

²⁷ Ayrıntılı bilgi için bkz. **Schwartz, Steven L.** (2012). "What is Securitization? and for What Purpose?", *Southern Law Review C.* 85, S. 5, s. 1283-1299 (What).

²⁸ **Schwartz**, What, s. 3, 4.

²⁹ Muhasebe standartları bakımından, "FAS 140" kurallarındaki değişiklikler beraberinde, "gerçek satış" değerlendirmesi için "iflas bağımsızlığı" şartının kaldırılmış olması burada belirtilebilecektir. Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. **Brown, Mayer.** (22.06.2009). "Big Changes to Securitization Accounting", 23.05. 2016 tarihinde https://www.mayerbrown.com/files/Publication/fab3ec91-d064-4740-89b2-a9c42d373dc1/Presentation/PublicationAttachment/6a14e039-2b95-4246-85b8-bde2733bb7fb/UPDATE_Securitization_FASB_0609_V2.pdf adresinden erişildi.

³⁰ **Schwartz**, What, s. 6.

gereğinden fazla genişletebileceğini ifade etmektedir³¹. Menkul kıymetleştirme tanımının genişletilmesi onunla ilgili düzenlemelerinde sınırlandırılmasını güçleştirecektir.

Türk hukuku bakımından menkul kıymetleştirme süreci genel bir tanımlamayla, özünde borçlar hukuku anlamında ödünç sözleşmesinden kaynaklanan alacakların ivazlı temlik edilmesi ve bu alacakları devralan kuruluşlar tarafından bu alacaklardan oluşan havuzlarla (*pool*) ilişkili menkul kıymetler ihraç edilmesi olarak ifade edilebilecektir.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) tarafından da “geleneksel menkul kıymetleştirme”³² ve “menkul kıymetleştirme” tanımları yapılmıştır. Geleneksel (gerçek) menkul kıymetleştirme burada “menkul kıymetleştirmeye konu varlıkların bu menkul kıymetleri ihraç eden özel amaçlı menkul kıymetleştirme şirketine; menkul kıymetleştirmeye konu varlıkların sahipliğinin devredilmesi veya ikincil katılımlar yoluyla ve ihraç edilen menkul kıymetlere ilişkin ödemeler menkul kıymetleştirme kurucusu bankanın yükümlülüğünde olmayacak şekilde ekonomik devri” olarak tanımlanmıştır. Bu tanımlamada, “gerçek satış” ve “özel amaçlı kuruluş” kullanımı esas alınmıştır.

BDDK “menkul kıymetleştirme”yi ise, maruz kalınan bir riskle veya risk havuzuyla bağlantılı kredi riskinin dilimlere ayrıldığı, ödemelerin taşınan riskin veya risk havuzunun performansına bağlı olduğu ve kayıp dağılımının bu dilimlerin sıralamasıyla belirlendiği menkul kıymet ihracına yönelik işlem veya planı olarak, tanımlanmaktadır³³. Geniş kapsamlı bu tanım ile daha çok menkul kıymetleştirmenin finansal mühendislik ile oluşturulan ihraç yapılarını (sentetik menkul kıymetleştirme gibi) da kapsar nitelikte olması amaçlanmıştır.

Sonuç olarak kanımızca ABD kaynaklı *mortgage* sistemi ile ilk kez uygulanmış olan “menkul kıymetleştirme” kavramı veya sistemi, bilanço dışılık, gerçek satış ve özel amaçlı kuruluş tarafından menkul kıymet

³¹ Schwarcz, What, s. 9-11.

³² 28.06.2012 tarih ve 28337 sayılı RG’de yayımlanan “Menkul Kıymetleştirmeye İlişkin Risk Ağırlıklı Tutarların Hesaplanması Hakkındaki Tebliğ” (BDDK Risk Tebliği) m. 3(1)(g).

³³ 06.09.2014 tarih ve 29111 sayılı RG’de yayımlanan “Bankaların Sermaye Yeterliliğinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik” (Sermaye Yeterliliği Yönetmeliği) m. 3(1)(uu).

ihracının temel alındığı finansman sistemini ifade eden teknik bir terimdir. Gerçek satışa dayalı veya geleneksel menkul kıymetleştirme, menkul kıymetleştirme kavramının esas karşılığını oluşturmaktadır. Menkul kıymetleştirme kavramı ile ifade edilen sistemin, gerçek satış, bilanço dışılık, üçüncü kişi taleplerinden korunaklı ihraççı özel amaçlı kuruluş gibi asgari nitelikleri bulunmaktadır. Zaman içerisinde ortaya çıkan “yapay menkul kıymetleştirme” (*synthetic securitization*) ve “yeniden menkul kıymetleştirme” (*re-securitization*) gibi uygulamalar, menkul kıymetleştirmeden farklılık arz etmektedir. Yapay menkul kıymetleştirme ürünü kredi temerrüt takasları (*credit default swaps*) menkul kıymetleştirme uygulamalarında dış kaynaklardan sağlanan kredi değerini artırım/kredi riskini azaltım³⁴ (*credit enhancement*) araçlarından en önemlilerindendir.

3. Menkul Kıymetleştirme Sisteminin İşleyişi

Gerçek satışa dayalı menkul kıymetleştirmede, “kaynak kuruluş” (*originator*)³⁵ olarak adlandırılan finansal kuruluşlar, mevcut alacaklarını “gerçek satış” (*true sale*) şeklinde ivazlı devir yoluyla kesin olarak bilanço dışına çıkarırlar. Burada finansal varlıkları menkul kıymet ihracında kullanmak üzere devralan kuruluş, özel amaçlı kuruluş (SPV) olarak adlandırılmaktadır. Son dönemde menkul kıymetleştirme sürecinde devredilen finansal alacaklardan kaynaklı kredi riskinin belirli oranda (%5’ten az olmamak üzere) “menkul kıymetleştiriciler”de

³⁴ “Kredi riski azaltımı” gibi farklı isimlerle de ifade edilebilen bu kavram, kredi riskinin (borçlunun temerrüde düşme riski) kullanılan çeşitli yöntemlerle (iç ve dış kaynaklı) azaltılmasını anlatmaktadır.

Kredi riskinin azaltımı yöntemleri, menkul kıymetleştirmelerdeki ihraççı kuruluş (SPV) bünyesinde ihraç edilen menkul kıymetlerden kaynaklı yükümlülükleri zamanında ifayı teminat altına almak için kullanılan çeşitli akdi ve yapısal yöntemlere verilen genel isimdir. Burada kullanılan yöntemlerle ilgili somut uygulamalar için bkz. **Stone, Charles Austin/ Zissu, Anne.** (2012) : *The Securitization Markets Handbook*, Second Edition, John Wiley & Sons, New Jersey, s. 33. Türk hukukunda bu kavram, BDDK Sermaye Yeterlilik Yönetmeliği m. 3’te bankaca maruz kalınan kredi riski tutar ya da tutarlarının azaltımı amacıyla kullanılan teknik olarak tanımlanmıştır.

Türk hukukunda bankalara yönelik bu konudaki düzenlemeler ile ilgili olarak bkz. BDDK tarafından 06.09.2014 tarihinde 29111 sayılı RG’de yayımlanan “Kredi Riski Azaltım Tekniklerine İlişkin Tebliğ”.

³⁵ Menkul kıymetleştirme terminolojisinde menkul kıymetleştirilen alacağı akdederek onu ortaya çıkararak ve o finansal ilişkide alacaklı konumunda bulunan finansal kuruluştur.

(kaynak/sponsor kuruluşlar) kalması zorunludur (*credit risk retention rule*)³⁶.

Burada kaynak kuruluş, sahip olduğu finansal alacakları "gerçek satış" şeklinde ihraççı özel amaçlı kuruluşa devretmekte; özel amaçlı kuruluşa devraldığı bu alacaklar karşılığında menkul kıymet ihraç etmektedir. Kaynak kuruluş ve/ya sponsor³⁷ kuruluşun, ihraççı özel amaçlı kuruluşun ihraç ettiği menkul kıymetlerden kaynaklanan bir yükümlülüğü bulunmaz. Menkul kıymetleştirme ile ihraç edilen menkul kıymetlerin arzı genel olarak kurumsal yatırımcılara yönelik olarak gerçekleştirilmektedir. Bu durum, kurumsal kuruluşların kuruluş belgelerinde yüksek kredi notunu haiz menkul kıymetlere yatırım yapmalarının zorunlu tutulmasının bir sonucudur.

Burada kaynak/sponsor kuruluş ile özel amaçlı kuruluş ilişkisi bakımından ya ihraç edilen menkul kıymetlerin bedeli, belirli bir iskonto karşılığında kaynak kuruluşa aktarılmakta ya da devralman finansal alacakların bedeli olarak kaynak kuruluşa ihraç edilen menkul kıymetlerden verilmektedir. Özel amaçlı kuruluş, ihraç ettiği menkul kıymetlerin sahiplerine yapılacak ödemeleri ise, devraldığı finansal alacaklardan kaynaklı nakit akımlarından karşılar. Özel amaçlı kuruluş, alacakları devralmanın karşılığı olarak kaynak kuruluş ve/ya sponsor kuruluşa yapacağı devir bedeli ödemesini ise menkul kıymet ihracından elde edeceği gelir ile karşılayacaktır.

En sade haliyle yukarıdaki şekilde anlatılabilecek olan sistem, uygulamada çok daha karmaşık şekilde işlemektedir. Öncelikle sistem dâhilinde birbirinden farklı isimleri haiz çok farklı türde ve sınıfta menkul kıymet ihraç edilmektedir. İkinci olarak ise, uygulamada yatırımcılar lehine SPV'nin talep yalıtkanlığının (*bankruptcy remote*) sağlanması amacıyla çift katmanlı (*two-tier*) SPV kullanılabilir. Sistemde kredi kalitesinin artırımı kavramı dâhilinde iç ve dış kaynaklı çok sayıda

³⁶ Taşın altına elini koymak (*Skin in the game*) olarak da ifade edilebilecek bu kural, "Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 (Dodd-Frank)" sec. 941 ile Securities Exchange Act of 1934 sec. 15G'ye (15 United States Code Sec. 78o-11) eklenmiştir.

Bu kural hakkındaki değişiklik teklifi için bkz. <http://www.sec.gov/rules/proposed/2013/34-70277.pdf> 22.05.2016 tarihinde erişildi.

³⁷ Uygulamada kaynak kuruluş ve ihraççı kuruluş arasında sayısız devir söz konusu olabilmektedir. Genellikle kaynak kuruluş ile aynı kuruluş olan sponsor kuruluş, menkul kıymetleştirme terminolojisinde özel amaçlı kuruluşun kurucusudur.

yöntem ve araç kullanılmaktadır. Kanımızca, menkul kıymetleştirme sürecinin başarısı, süreç içinde kullanılan yöntem ve araçların bir bütünlük arz etmesine ve ihraç edilen menkul kıymetlerdeki sadelik ve açıklığın korunmasına bağlıdır. Böylece, menkul kıymetleştirmenin temel hedefi olan, getirisi yüksek ve güvenilir menkul kıymet ihracı sağlanabilecektir.

Sade yapıli (*plain vanilla*) bir menkul kıymetleştirmede, özel amaçlı kuruluşun yükümlülüğü, nakit akımlarının ihraç belgelerindeki şartlar dairesinde menkul kıymet sahiplerine aktarımından ibarettir. Bu halde, menkul kıymetleştirmede ihraç edilen menkul kıymetler bakımından nihai (*ultimate*) alacaklı, menkul kıymet yatırımcıları; nihai borçlu ise dayanak finansmanlardaki borçlular olacaktır.

Menkul kıymetleştirme sistemi, finansal varlıklardan kaynaklanan kredi riskini, kaynak kuruluştan yatırımcılara devretmeyi amaçlamaktadır. Uygulamada, menkul kıymetleştirilen alacaklar ile kaynak kuruluş arasındaki yegâne hukuki bağ, devredilen bu alacaklara ilişkin hizmet sağlama (*servicing*) faaliyetinin alacağın yeni sahibini temsilen sürdürülmesidir³⁸.

Menkul kıymetleştirme konusu olabilecek varlıkların, ekonomik anlamda menkul kıymet ihracına imkân verecek şekilde nakit akımı sağlayabilecek olması gerekmektedir.

WBS yapısındaki menkul kıymet ihraçları, özellikle Birleşik Krallık (UK) bakımından yukarıda anlatılan sistemden farklı şekilde işlemektedir. WBS’de UK bakımından SPV kullanımı, bilanço dışılık, gerçek satış, iflas koruması gibi nitelikler yerine UK iflas hukukundaki özgün düzenlemeler ile bir “menkul kıymetleştirme” gerçekleştirilmektedir. WBS’nin teknik anlamda menkul kıymetleştirme olarak nitelendirilmesi yerinde değildir. WBS, geniş anlamda menkul kıymetleştirme kavramı dâhilinde ele alınmalıdır. Aşağıda ele alınacağı üzere, UK iflas hukuku düzenlemelerinden farklı düzenlemelere sahip ABD-Japonya bakımından WBS, özel amaçlı kuruluş kullanımı nedeniyle menkul kıymetleştirme niteliğini sağlamaya daha yakındır.

³⁸ **Bell, Ian/Dawson, Petrina.** (2002). “Synthetic Securitization: Use of Derivative Technology for Credit Transfer”, *Duke Journal of Comparative & International Law*, S. 12, s. 549-550.

III. Whole Business Securitization

1. Genel Değerlendirme ve Tanım

WBS ilk kez, 1990'larda Birleşik Krallık'ta öncelikle özelleştirmelerde³⁹ kullanılmaya başlanan bir “menkul kıymetleştirme” uygulamasıdır⁴⁰. WBS'yi anlatmak üzere, ortaklık menkul kıymetleştirilmesi (*corporate securitization*), işletme varlıklarının menkul kıymetleştirilmesi (*securitization of operating assets*), işletme gelirlerinin menkul kıymetleştirilmesi (*operating revenues securitization*) ve melez finansman (*hybrid finance*) ifadeleri de kullanılabilir⁴¹.

WBS ile bir işletmenin net/bakiye gelirlerini veya değerini (*residual value*)⁴² temsil eden menkul kıymet ihracı gerçekleştirilmektedir. WBS ile genel olarak, gelecekte doğacak nakit akımları menkul kıymetleştirilmektedir (*future receivables securitization*)⁴³. WBS sürecinde, geleneksel menkul kıymetleştirmelerden farklı olarak, hâlihazırda mevcut gelirler yerine gelecekte ortaya çıkarılacak (*origination*) gelirler kullanılmaktadır⁴⁴. İleride ortaya çıkacak gelirlerden kaynaklı nakit akımlarının menkul kıymetleştirilmesi bakımından bir ineğin varlığı halinde ortada henüz süt olmasa bile ileride üretilen sütün menkul kıymetleştirilebileceği örneği verilmektedir⁴⁵. Ancak bunun ön şartı, bu ineğe her sahip olanın, o inekten süt alabilecek olmasıdır. Eğer hem inek hem de süt yoksa ortada menkul kıymetleştirilebilmeye uygun bir varlık da bulunmamaktadır.

³⁹ <http://vinodkothari.com/wholebusiness/>, 22.05.2016 tarihinde erişildi.

⁴⁰ Günümüzde ABD, Japonya, Malezya'da da uygulanan bu sistemin, Hong-Kong ve Singapur'da da uygulanması tartışılmaktadır, (Hill, C. A. (2002). “Whole Business Securitization in Emerging Markets”, Duke Journal of Comparative & International Law, Symposium: International Securitization and Structured Finance, C. 12, S. 2, s. 521-533 (WBS) ; Murakami, Yusuke. (2012). Innovative Securitization after the Crisis? Whole Business Securitization in the U.S. and Japan, Harvard Law School Yayınlanmamış Yüksek Lisans Bitirme Tezi, s. 1-7. <http://www.law.harvard.edu/programs/about/pifs/symposia/brazil/yusuke-murakami.pdf> adresinden 01.08.2014 tarihinde erişildi).

⁴¹ Fabozzi/Kothari, s. 195.

⁴² Diğer yükümlülükler ödendikten sonra kalan meblağdır.

⁴³ Standard & Poor's, Criteria. (17. 08 2007). Corporate Performance Assessment For Global Structured Finance Transactions Backed By Future Receivables.

⁴⁴ Fabozzi/Kothari, s. 195.

⁴⁵ Fabozzi/Kothari, s. 188.

WBS’de kullanılan ihraç yapısında menkul kıymet geri ödemeleri, işletmenin fiili gelirleri ile doğru orantılı şekilde dalgalı bir seyir izleyebilecektir⁴⁶. WBS ürünü menkul kıymetlerin ihraç bedeli, işletmenin alacakları için önceden öngörülen nakit akımlarına oranla iskonto olmaktadır. Bu fark (iskonto), yatırımcıların esas karını oluşturmaktadır. WBS işlemi, bu yönüyle faktöring işlemi ile de benzerlik arz etmektedir.

WBS uygulamasının, bir nevi “menkul kıymetleştirilmiş, kredili/kaldıraçlı satın alma” (*secuitized, leveraged buyout-LBO*⁴⁷) olduğu da ifade edilmektedir⁴⁸. WBS’nin niteliği bakımından teminatlı ve teminatsız borç finansmanının bir karması olduğu da belirtilmiştir⁴⁹. WBS ile teminatlı kredi ilişkisi arasındaki temel fark, WBS finansmanın SPV tarafından ihraç edilen menkul kıymetler aracılığı ile sağlanıyor olmasıdır⁵⁰.

WBS uygulamasında ihraç edilen menkul kıymetlerin ödenebilmesi için dayanak varlıklardan gelir elde edilmesinin gerekli olması, onu klasik ortaklık finansmanı yöntemlerine yaklaştırmaktadır⁵¹. WBS sisteminde yatırımcının aldığı kredi riski, karşılık işletmenin çalışmaya devam etmesi ve öngörülen şekilde gelir sağlaması şeklindedir.

WBS, işletmenin elde ettiği nakit akımlarının doğrudan yatırımcılara aktarılması gibi varlığa dayalı menkul kıymetleştirmenin birçok özelliğini bünyesinde barındırmaktadır. Bununla birlikte WBS’nin geleneksel menkul kıymetleştirmelerden şu temel farklılıkları bulunur: Gelirler yanında ticari işletmenin bütün malvarlığının da menkul kıymetleştirme konusu yapılması; kredi riski konusunda bir ayırıştırmanın (ve risk transferinin) yapılmaması⁵². Öğretide WBS’nin varlığa dayalı

⁴⁶ Paul, A. U. Ali/ Kanako, Yano. (2004). Eco-finance: The Legal Design and Regulation of Market-based Environmental Instruments, Kluwer Law International, s. 37-38.

⁴⁷ LBO uygulamasında bir şirketin satın alınması, ilgili şirketin varlıkları teminat gösterilerek alınan finansmanlar ile sağlanmaktadır, (<http://www.investopedia.com/terms/l/leveragedbuyout.asp>).

⁴⁸ <http://vinodkothari.com/wholebusiness/>.

⁴⁹ Chesler, C. . (Summer/Fall 2007). “A New British Invasion? Whole Business ABS (A Wholly Securitizable Business)”, American Securitization, C. 1, S. 2, s 49.

⁵⁰ Fabozzi/Kothari, s. 196.

⁵¹ Fabozzi/Kothari, s. 187.

⁵² Hill, WBS, s. 521; Robbé, Jan Job de/ Ali, Paul A. U/Coyne, Tim .(2008). Vries Securitization Law and Practice: In the Face of the Credit Crunch, Kluwer Law International, s. 373.

menkul kıymetler (*asset-backed securities*-ABS) ve geleneksel ortaklık finansmanı arasında bir noktada bulunduğu ve tartışmalı da olsa ikincisine daha yakın olduğu belirtilmektedir⁵³.

WBS ile yapılan menkul kıymet ihracının teminatı, ilgili işletmenin bütün malvarlığı değerleri ve hatta payları oluşturmaktadır⁵⁴. WBS ihracına konu olan işletmenin malvarlığı konusunda bir ayrıma gidilmemektedir. Malvarlığında ayrıma gidilmemesi nedeniyle işletmenin sahip olduğu marka patent gibi sınai mülkiyet hakları da ilgili ihraçlar bakımından karşılık/dayanak varlık niteliğindedir.

WBS, sadece belirli bir finansal alacak havuzunun ihraç edilen menkul kıymetlerin hem karşılık/dayanak hem de teminat işlevini haiz olduğu geleneksel menkul kıymetleştirmelerden daha karmaşıktır. Bunun nedeni, bir işletmenin kendisinin veya bir işletmesinin sağladığı bakiye (*residual*) gelirlerden oluşan nakit akımının, bir bütün olarak menkul kıymet ihracına karşılık/dayanak oluşturmasıdır. Bir diğer ifadeyle burada işletmenin kendisi, bir nevi menkul kıymetleştirme terminolojisindeki varlık “havuz”unun işlevini görmektedir. Bu durum, menkul kıymet ihracında kullanılan varlıkların, kaynak kuruluşun diğer varlıklarından yalıtılması şeklindeki geleneksel menkul kıymetleştirme uygulamasını da gereksiz kılmaktadır.

WBS'nin, ilk kez uygulandığı UK ve onun iflas hukukunu temel alan ülkelerdeki uygulaması ile başta ABD ve Japonya olmak üzere diğer ülkelerdeki uygulaması birbirinden farklılık arz etmektedir. Bununla birlikte WBS, bir ticari işletmenin gelecekte elde edeceği⁵⁵ işletme gelirlerini genellikle bir bütün olarak temsil eden menkul kıymetlerin ihracı ile gerçekleştirilen; işletmenin bütün malvarlığının bu ihracın teminatını oluşturduğu; “menkul kıymetleştirme” olarak adlandırılan bilanço içi⁵⁶ işletme finansmanı yöntemi olarak tanımlanabilecektir. WBS sisteminde SPV'nin menkul kıymet ihracı ile sermaye piyasalarından elde

⁵³ **Kothari V.** : “Whole Business Securitization: Secured Lending Repackaged? A Comment on Hill”, Duke Journal of Comparative & International Law, Symposium: International Securitization and Structured Finance, C. 12, S. 2 (2002), s. 537 (WBS).

⁵⁴ <http://vinodkothari.com/wholebusiness/>.

⁵⁵ Bunların yanında halihazırda akdedilmiş sözleşmelerden kaynaklı gelirler de WBS konusu olabilecektir. Bu konuda örnek verilebilecek “Dunkin Brands Inc.” WBS işlemi için bkz. Murakami s. 22 vd. .

⁵⁶ **Fabozzi/Kothari**, s. 190. Ancak, burada ABD WBS uygulamasında gerçek satışa dayalı menkul kıymet ihracının gerçekleştirildiği unutulmamalıdır.

ettiği fon ilgili varlıkları halen kontrolü altında tutan kaynak/operatör kuruluşu aktarılmaktadır. WBS, geleneksel menkul kıymetleştirmelerden SPV'ye gerçek satış şeklinde bir varlık devrinin yapılmayışı ve gelecekte ortaya çıkacak işletme alacakların kullanımı bakımından ayrılmaktadır.

2. Başlıca Yararlı Yönleri

WBS uygulamasının ortaya çıkışında, tasfiye halindeki bir işletmenin kontrolünün sağlanması, iflas masraflarının azaltılması⁵⁷ ve işletmenin henüz bilançoda yer almayan gelecekteki gelirlerinin menkul kıymetleştirilebilmesi⁵⁸ gibi yararlı yönler etkili olmuştur.

WBS, özellikle UK uygulamasında SPV'ye gerçek satış yapılmaması nedeniyle bir bilanço içi finansman yoludur(*on-balance sheet funding method*). Bu nedenle UK uygulamasında, menkul kıymetleştirmelerdeki bilanço dışı finansman (*off-balance sheet funding method*) niteliğinin sağladığı yararlar bulunmaz.

WBS yolu ile finansman sağlayacak şirketler/işletmeler, genellikle kendi kredi notları yüksek olmayan; diğer bir ifadeyle tahvil ihracı ile ucuz finansman elde edemeyecek riskli şirketlerdir. Klasik borçlanma araçları veya diğer menkul kıymetleştirme yöntemleri yerine bir ticari işletmenin gelirlerinin bütünüyle menkul kıymetleştirilmesinin neden tercih edildiği hususu ise çok açık değildir⁵⁹. WBS kullanımına gerekçe olarak, alternatif yöntemlere göre daha yüksek tutardaki finansmanı az bir maliyet sağlaması gösterilebilecektir.

Geleneksel fon sağlama yöntemlerinin hepsinde kaynak şirket konusunda mevcut olan performans (geri ödeme ve temerrüt) riski, menkul kıymetleştirme bakımından da mevcuttur. Ancak, gelecekteki nakit akımlarının menkul kıymetleştirilmesi, kredi riski ve ülke risklerini⁶⁰ bertaraf etmektedir⁶¹. Kaynak kuruluşun geri ödeme riski ile kredi riski kavramları birbirinden farklı anlamları haizdir. Kredi riski, kaynak kuruluşun elinde nakit akımı varken yatırımcılara ödeme yapmaması

⁵⁷Özellikle, ABD uygulamasında iflas süreci oldukça masraflı şekilde gerçekleştirilmektedir.

⁵⁸ **Kothari**, WBS, s. 540.

⁵⁹ **Hill**, WBS, s. 521.

⁶⁰ Bu risk uluslararası finansmanlarda görülür. Bkz. **Fabozzi/Kothari**, s. 191.

⁶¹ **Fabozzi/Kothari**, s. 191.

halini ifade eder. SPV, hukuken menkul kıymetleştirilen nakit akımlarını kaynağında elde etmek konusunda yetkilendirilerek kredi riski ortadan kaldırılmaktadır.

WBS'nin, bu şekilde finansman sağlayan işletmeler için beş temel faydası bulunmaktadır:

Öncelikle işletme, finansal varlıklarını işletmenin bir parçası olarak kullanmaya veya onlar üzerindeki kontrolünü sürdürmeye devam edecektir. Diğer bir ifadeyle gerçek menkul kıymetleştirmede olduğu üzere, bir varlık satışı ve bilanço dışılık söz konusu değildir. Bu avantaj, işletmenin faaliyetlerinin sürdürülmesi bakımından ticari işletme rehindeki durum ile benzerlik göstermektedir.

İkinci olarak, WBS ile elde edilen finansman, ilgili işletmenin kendisinin sahip olduğu kredi notuna olumlu etki yapacaktır (*increased leverage*). Bu olumlu etki, bir diğer bilanço içi fon sağlama aracı olan tahvil yerine WBS'nin tercih sebeplerindedir. Kredi notu, üçüncü kişilerden (dış kaynaklı) sağlanan kredi riskini azaltım yöntemleri (*third party credit enhancements*) kullanılmaması halinde, yalnızca ilgili işletmenin taşıdığı risklere göre belirlenmektedir. WBS ihracı, ilgili işletmenin bütün ticari risklerini kapsamaktadır. Bu nedenle WBS'de, geleneksel menkul kıymetleştirmelerdeki gibi bir risk sınırlanması imkânı bulunmamaktadır.

Üçüncü olarak, ihraççı işletme kendi kredi notundan daha yüksek kredi notlu bir menkul kıymet ihracı ile sermaye piyasalarından ucuz finansman imkânına kavuşabilecektir⁶². WBS ihracı ile işletmenin normalde ödeyeceği finansman faizi maliyetlerine göre, 100-200 baz puanlık bir indirimin sağlandığı belirtilmektedir⁶³.

Dördüncü olarak WBS, marka gibi işletmenin bilançosunda gösterilemeyen fikri mülkiyet varlıkları bulunan işletmeler bakımından çekici bir finansman yoludur.

En son olarak ise burada gerçekleştirilen finansmanın uzun vadeli olduğunu belirtebiliriz.

WBS'nin yatırımcılar bakımından başlıca yararlı yönleri olarak ise işletmenin belirli gelirlerinin havuzlanarak menkul kıymetleştirilmesi yerine, bütün gelirlerinin menkul kıymetleştirilmesinin ortaya çıkaracağı

⁶² Murakami, s. 14.

⁶³ Chesler, s. 49.

avantaj ve olası bir temerrüt ve/veya iflas halinde yatırımcının ihraca kaynaklık eden işletmenin kontrolünü çeşitli yöntemlerle (akdi şartlar, bağımsız yöneticiler, altın paylar gibi) elde edebilmesi gösterilebilecektir⁶⁴.

3. Sistemin Farklı İşleyiş Yapıları ve Uygulama Örnekleri

A. Sistemin Farklı İşleyiş Yapıları

WBS, düzenli ve öngörülebilir gelir elde eden işletmeler için uygun olabilecek bir finansman yöntemidir⁶⁵. Bunun nedeni WBS ihracının, işletmenin geçmiş dönemlerdeki net gelir akımı verilerine göre tespit edilen gelecek dönemlerdeki gelir akımı beklentilerine göre yapılmasıdır.

WBS, genellikle işletme devralmalarında kullanılmaktadır. WBS sisteminde, devralınan işletmenin devir bedeli, gene işletmenin net/bakiye gelirleri ile re-finanse edilmektedir⁶⁶.

Kaynak kuruluş, kesin getirisi öngörülemez nitelikte olan gelecekteki nakit akımlarının menkul kıymetleştirilmesinde bu alacaklardan doğan nakit akımının bir kısmını yatırımcılara, diğer kısmını ise kendisine aktarır. WBS sisteminde, geleneksel menkul kıymetleştirmelere oranla daha yüksek bir “ek teminatlandırma” (*over-collateralization*)⁶⁷ yapılmaktadır.

WBS sistemi, yürütüldüğü ülkedeki hukuki düzene göre farklı şekillerde işleyebilmektedir. WBS'nin uygulanışı bakımından ilk grupta, kaynak UK ve ona benzer hukuk sistemlerinin uygulandığı ülkeler yer alır. İkinci grupta ise ABD ve Japonya gibi UK iflas düzenlemelerinin bulunmadığı ülkeler bulunmaktadır. Japonya bakımından hem ABD tipi gerçek satışa sayılı WBS'nin hem de UK tipi teminatlı krediye dayalı WBS sisteminin uygulanabildiği söylenebilecektir⁶⁸. Esasen her iki yapı da aynı ekonomik değeri elde etmeye yönelmektedir⁶⁹.

⁶⁴ Murakami, s. 18.

⁶⁵ Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz. Fabozzi/Kothari, s. 202.

⁶⁶ Fabozzi/Kothari, s. 152.

⁶⁷ Bu kavram, SPV bünyesinde (iç kaynaklardan) ihraç edilen menkul kıymetlerin geri ödemeleri için her vadede bu geri ödeme tutarlarından daha fazla kaynak tutulması şeklindeki kredi riskini azaltım yöntemini ifade eden teknik bir terimdir. Burada kayık kuruluşun performans riskine karşı yatırımcıların korunması hedeflenmektedir. Bkz. Fabozzi/Kothari, s. 194.

⁶⁸ Murakami, s. 30-33.

⁶⁹ Murakami, s. 49.

a. Teminatlı Kredi Sistemine Dayalı UK Yapısı

WBS sisteminde menkul kıymet ihracı ile işletme finansmanının sağlanması şu şekilde cereyan etmektedir: Öncelikle ihraççı SPV, sermaye piyasalarında tahvil ihraç ederek kendisi fon elde etmektedir. SPV ihraç ettiği tahvillerden elde ettiği gelir ile kaynak kuruluşu (kredi borçlusu) teminatlı kredi (*secured loan structure*) sağlayacaktır. WBS’de finansman sağlayacak işletme (kaynak şirket/operatör), ihraç için kullanılan SPV’den borç almaktadır.

UK tipi WBS sistemi uygulamasında, kaynak kuruluş (borçlu/operatör) ile SPV arasında işletmenin bütünü üzerinde kurulu bir teminatı (*floating charge*) haiz kredi/ödünç ilişkisi kurulmaktadır. Bu nedenle WBS, gerçek satış⁷⁰ yerine kredi/ödünç ilişkisine dayanan bir sistemdir. Aşağıda ele alınacağı üzere bu teminatlı kredi ilişkisi, operatör kuruluşun iflası halinde, ihraççı SPV yöneticisinin, operatör kuruluşun bütünü üzerinde yönetim yetkisini haiz bir yöneticinin atmasına imkân vermektedir.

WBS’de kaynak şirket, aldığı krediyi sabit anapara ve faiz şeklinde geri ödemekle yükümlüdür. SPV’de aldığı bu ödemeyi ihraç ettiği tahvilleri itfa etmekte kullanacaktır. İşletmenin ve dolayısı ile alacakların kontrolünün operatör kuruluşta kalması nedeniyle UK tipi WBS, gerçek satış yerine gerçek kontrole (*true control*) dayalı olarak işlemektedir. UK tipi WBS’nin, geleneksel menkul kıymetleştirmelerden diğer bir farklılığı, SPV’nin kaynak/operatör kuruluşun bütünüyle bağımsızlığının (*orphan*) şart olmamasıdır⁷¹.

Japonya’da, UK benzeri iflas düzenlemeleri olmamasına rağmen WBS uygulamasının teminatlı kredi ilişkisi dâhilinde gerçekleştirildiği belirtilmektedir⁷².

WBS sürecindeki temel hukuki metin, kaynak kuruluş ile SPV arasındaki teminatlı kredi/ödünç ilişkisine dair sözleşmelerdir. Bu sözleşmeler ile öncelikle “*floating charge*” niteliğinde bir alacak ihdas edilmektedir. Sözleşme kapsamında, SPV yöneticisinin, “*trigger event*” olarak belirlenen tetikleyici olayların gerçekleşmesi halinde

⁷⁰ Gerçek satış ile ayrıştırılan ve SPV’ye devredilen varlıklar, sadece ilgili menkul kıymet yatırımcılarının itfasında kullanılmaktadır.

⁷¹ <http://207.57.79.93/solomons/artwholesecuritisation.htm> adresinden 22.05.2016 tarihinde erişildi.

⁷² Murakami, s. 30-32.

kaynak/operatör kuruluşa işletmeyi yönetmek üzere yönetici atama yetkisi de düzenlenmektedir.

Kaynak kuruluş ile SPV arasındaki kredi/ödünç sözleşmesi, kaynak/operatör kuruluşun ticari faaliyetleri (malvarlığı satışı ve borçlanma gibi) konusunda pek çok sınırlamayı da bünyesinde barındırmaktadır. Böylece, fiilen kaynak/operatör kuruluşun iflası ve menkul kıymet yatırımcıları dışındaki üçüncü kişi taleplerine konu olması ve işletmenin teminat değerinin azalması engellenmektedir.

Kaynak kuruluşun ödünç ilişkisi içerisinde borçlu olduğu SPV'ye yapacağı anapara ve faiz geri ödemelerinin yatırımcılara aktarılması, ihraç şartları çerçevesinde gerçekleştirilir. Kaynak kuruluşun iflası halinde SPV'nin (yöneticisinin), kaynak kuruluşun malvarlığını ve gelirlerini, öncelikle ihraç edilen menkul kıymet yatırımcılarının alacaklarının ödenmesi için kullanacak bir yediemin atama yetkisi bulunmaktadır. Belirtilen yetki, WBS'yi geleneksel teminatlı krediden farklı kılan temel husustur. WBS sisteminde SPV yöneticisinin belirtilen şekilde yetkilendirilmesi, menkul kıymet yatırımcılarının haklarının, gerçek satış olmaksızın iflas koruması (*safe-harbor rules*) altına alınmasını sağlamaktadır.

Kıta-Avrupasında kullanılan bilanço içi finansman araçları bakımından menkul kıymet yatırımcılarının haklarının iflas gibi üçüncü kişi taleplerinden koruması, farklı yöntemlerle sağlanmaktadır. Kıta-Avrupasında baskın bilanço içi finansman aracı olan teminatlı tahviller, teminatlı tahvil ihraççısının iflası halinde sahibine ihraççının bilançosunda yer alan ilgili teminat havuzlarından öncelikli yararlanma (*double recourse*) hakkı tanımaktadır.

b. Gerçek Satışa Dayalı ABD Yapısı

WBS günümüzde ağırlıklı olarak UK ve onu mehz alan hukuk sistemlerinde uygulanmaktadır. WBS'nin UK uygulamasına alternatif bir yöntem olarak gösterilen⁷³ ve başta ABD olmak üzere Japonya'da da uygulanan WBS sistemi ise gerçek satışa dayalı, farklı bir metodolojiye sahiptir⁷⁴.

⁷³ Murakami, s . 7-8.

⁷⁴ ABD ve Japonya'da uygulanan WBS sistemi, özellikle kullanılan çok çeşitli iç ve dış kaynaklı kredi riskini azaltım yöntemleri farklılık oluşturmaktadır. Belirtilen yapıda kullanılan çok sınıflı ihraç yapısında en üst /öncelikli sınıfta yer alan menkul kıymetler için "monoline" sigortacı veya bir tahvil garanti şirketi tarafından sağlanan sigorta

ABD Sermaye Piyasası Kurulunun (Securities Exchange Commission-SEC) ilk varlığa dayalı menkul kıymet düzenlemesi olan “Regulation AB”de WBS sistemi düzenlenmemiştir. WBS’nin, Regulation AB Item 1101(c)’de yer alan ABS tanımındaki menkul kıymetleştirilecek varlıklara dâhil olmaması, Regulation AB düzenlemelerinin WBS için uygulanmasına engeldir. WBS, Regulation AB düzenlemesinin sonraki sürümü olan “Regulation AB II”de ABS tanımına dahil edilerek, varlıklara, taraflara yönelik bilgilendirme zorunlulukları ve özellikle de WBS’ler bakımından uygulanabilir olmayan durağan havuz verisi (*static pool data*; Regulation AB, Item 1105) sunulmak zorunda kalınabilecektir.

ABD ve Japonya’da, UK iflas rejimindeki şekilde teminatlı alacaklıyı koruyan bir düzenleme bulunmaz. Bu nedenle kaynak kuruluşun kendisinden kaynaklı kredi riski ile menkul kıymetleştirilen gelirleri birbirinden ayırarak menkul kıymet yatırımcısını koruyacak yapı, farklı yöntemlerle oluşturulmaktadır. ABD ve Japonya’da kaynak kuruluş, borçlu (*borrower*) olarak değil *sponsor* olarak adlandırılmaktadır. Belirtilen yapıda yer alan SPV’ler, kaynak şirketin (*sponsor*⁷⁵) gelir getiren bütün faaliyetlerini menkul kıymetleştirmek üzere satın alırken; UK tipi WBS’de SPV, kaynak/operatör kuruluşu işletmenin bütün malvarlığı üzerinde teminat hakkını haiz şekilde kredi vermektedir⁷⁶.

ABD ve Japonya WBS uygulamasında sponsor kuruluş, WBS konusu işletmenin özünü oluşturan malvarlığı değerlerini bir bütün halinde SPV’ye devretmektedir. Kaynak/sponsor kuruluş ile SPV arasında teminatlı kredi ilişkisi bulunmamaktadır.

ABD ve Japonya WBS uygulamasında hemen hemen bütün iç kaynaklı kredi riskini azaltım metotları kullanılmaktadır. Bu metotlardan en sık kullanılanı farklı sınıflarda menkul kıymet ihracı (*tranching*) gerçekleştirilmesidir. Küresel finansal kriz öncesi dönemde ABS’ler için kredi riskini azaltım metodu olarak kullanılan sigorta teminatları

teminatı nedeniyle AAA kredi notu (en üst derece) verilmektedir. Örneğin, “Arby’s”in franchise gelirlerinin menkul kıymetleştirilmesinde menkul kıymetler “Ambac” tarafından teminat altına alınmıştır.

⁷⁵ Teminatlı kredi ilişkisinin olmaması nedeniyle kaynak kuruluş sponsor olarak adlandırılır, (Murakami, s. 7).

⁷⁶ Fabozzi/Kothari, s. 196; Murakami, s. 7.

(*monoline wraps*) ise sigorta şirketlerinin (*monoline*) bu sigortaları artık yapamaması nedeniyle kullanılamamaktadır⁷⁷.

Gerçek satışa sayılı WBS ihraçlarında birden çok SPV kullanılmaktadır. ABD WBS uygulamalarında genellikle sponsor kuruluş tarafından doğrudan veya dolaylı olarak kontrol edilen, anonim ortaklık ve limited şirket (LLC) şeklinde organize olmuş SPV'ler tercih edilirken; Japonya örneğinde *trust* şeklindeki SPV'ler de kullanılabilir⁷⁸. Japonya'da, WBS sisteminde SPV bakımından, *trust* dışında kullanılan diğer organizasyon yapıları, "*Kabushiki-Kaisha*" (anonim ortaklık), "*Godō-Kaisha*" (limited şirket) veya "*Tokutei-Mokuteki-Kaisha*"dır (kanuni menkul kıymetleştirme aracı)⁷⁹.

ABD-Japonya tipi WBS uygulamasında sponsor kuruluş, ana hizmet sağlayıcı (*primary-master servicer/ manager*⁸⁰) sıfatıyla SPV'ye devrettiği işletmenin faaliyetlerini, gene SPV'yi temsilen sürdürmeye devam etmektedir⁸¹. Hatta sponsor kuruluş, daha önce sattığı varlıkları geri kiralayarak (*sales-and lease back* veya *opco-proco*) işletme faaliyetini bu satış hiç olmamış gibi sürdürebilmektedir⁸². Sponsor kuruluş belirtilen yetkilerini, ihraç belgelerinde belirli olan tetikleyici olaylardan birinin gerçekleşmesi halinde, yedek servis sağlayıcıya devretmek zorundadır⁸³.

B. Uygulama Örnekleri

WBS'nin ilk kez uygulandığı UK bakımından örnek verilebilecek bazı ihraçlar şunlardır: Formula 1; *Madame Tussaud's* müzesi; Londra Şehir Havaalanı; *Marne et Champagne* (Fransız şampanya şişelerinin menkul kıymetleştirilmesi)⁸⁴; *pub* zincirleri; telekomünikasyon şirketleri⁸⁵. WBS daha sonraki dönemde, özellikle Japonya ve ABD'de

⁷⁷ **Murakami**, s. 25. ABD'deki WBS uygulama örnekleri için bkz. **Murakami**, s. 18 vd. .

⁷⁸ **Murakami**, s. 33.

⁷⁹ **Murakami**, s. 33.

⁸⁰ **Murakami**, s. 22.

⁸¹ **Murakami**, s. 8; 22.

⁸² **Murakami**, s. 8.

⁸³ **Murakami**, s. 8.

⁸⁴ <http://vinodkothari.com/wholebusiness/>.

⁸⁵ **Fabozzi/Kothari**, s. 202.

uygulanmıştır⁸⁶. ABD’de 1990’ların ortalarından bu yana 80 milyar dolardan fazla WBS ihracı gerçekleştirilmiştir⁸⁷.

Japonya’da *Sofnam*’ın “Vodafone KK”yı devralması sırasında yaşadığı finansman ihtiyacı (re-finansman) 12 milyar doları aşan bir WBS uygulaması ile aşılmıştır. Bu ihraçta, yeni devralınan işletmenin bütün varlıkları karşılığında iki ayrı sınıfta menkul kıymet ihraç edilmiştir. Burada ayrıca bu işletmenin payları da menkul kıymet sahipleri lehine rehin verilmiştir.

WBS ABD örneğinde genellikle büyük çapta franchise zincirine sahip işletmelerce tercih edilmektedir. Özellikle 2012 senesinde tamamlanan “Domino’s Pizza Inc.” WBS menkul kıymetleştirilmesi buna örnektir. Bu WBS örneğinde, Domino’s, bağlı şubelerinden aldığı franchise gelirlerini WBS konusu yapmış ve bunun üzerinden ABS ihracında bulunmuştur⁸⁸. Domino’s Pizza Inc. kaynak kuruluş/sponsor olarak, bir bağlı kuruluşu olan aracı SPV’ye (Domino’s Inc.) işletme gelirlerini devretmiştir⁸⁹. Daha sonra aracı SPV tarafından gene bağlı kuruluş niteliğindeki “*manager*” SPV olarak “Domino’s Pizza LLC”ye ve sırasıyla iki ayrı SPV’ye daha devir gerçekleştirilmiş ve son olarak ihraççı SPV olarak “Domino’s Pizza Master Issuer LLC”, varlıkları menkul kıymet ihraç etmek üzere elde etmiştir.

4. Geleneksel/Gerçek Menkul Kıymetleştirmeden Farklı Olan Hususlar

WBS ile geleneksel (gerçek) varlığa dayalı menkul kıymetleştirmenin farklı olduğu temel noktalar şunlardır⁹⁰:

- Kaynak kuruluş, WBS terminolojisinde “*originator*” yerine “*operator*” kuruluş olarak adlandırılmaktadır⁹¹,
- WBS bilanço içi finansman iken gerçek menkul kıymetleştirme bilanço dışı finansman niteliğindedir,

⁸⁶ Murakami, s. 22.

⁸⁷ Chesler, s. 48 vd. .

⁸⁸ Chesler, s. 49.

⁸⁹ İlgili kredi notu değerlendirmesi ile ilgili olarak bkz. https://www.moodys.com/research/Moodys-upgrades-Dominos-whole-business-securitization--PR_235639.

⁹⁰ Kothari, WBS, s. 537; Fabozzi/Kothari, s . 197.

⁹¹ Kaynak kuruluşun sistemdeki farklı işlevinden kaynaklı terminolojik farklılıktır.

- WBS özellikle UK ve ona benzer şirket ve iflas kanunu bulunan ülkelerde uygulanırken; gerçek menkul kıymetleştirme küresel çapta uygulanmaktadır,
- WBS’de menkul kıymetleştirilecek finansal varlıkların (nakit akımlarının) SPV’ye hukuken devri (gerçek satış) yapılmamaktadır⁹²,
- WBS’de operatör kuruluş bakımından dayanak varlıkların hukuki izolasyonu/yalıtımı ve ayrı bir varlık havuzu bulunmamaktadır⁹³,
- WBS’de dayanak varlıklardan kaynaklanan nakit akımlarının doğrudan menkul kıymet sahiplerine özgülenerek aktarımı bulunmamaktadır,
- WBS’de işletmenin tanımlanabilen bütün nakit akımları, yatırımcılara aktarılacak geri ödemelerin kaynağını oluşturmaktadır⁹⁴.
- WBS’de yapılan ihraçlar, 25-30 yıl gibi oldukça uzun vadeli yapıdadır⁹⁵,

⁹² WBS’de kaynak/operatör kuruluş ve onun bütün işletme malvarlığı üzerinde, teminatlı (*fixed and floating charge*) kredi şeklinde daha etkin bir kontrol kurulmaktadır.

⁹³ Geleneksel menkul kıymetleştirmelerdeki durağan ve yalıtılmış varlık havuzu, WBS bakımından bulunmaz. WBS sisteminde, işletmenin bütün nakit akımlarının ve temerrüt halinde malvarlığının ihraç edilen menkul kıymetlerin itfasında kullanılması prensibi bulunmaktadır. Bu prensip kaynak kuruluşun bazı varlıklarının gerçek satış ile devri ve yalıtılmasını gereksiz kılmaktadır. Diğer bir ifadeyle yatırımcıları iflas vb. risklerden korumak ve gelirleri onlara özgülemek üzere varlık yalıtımı yapılması WBS bakımından fiilen işlevsizdir. WBS bakımından işletmenin gelirleri aslında sanal biçimde kaynak kuruluşun malvarlığında gözükmektedir. WBS sisteminde yalıtılması düşünülebilecek varlık, işletmenin bütünüdür. Bir bütünün içinden bu bütünün çıkarılarak yalıtım sağlanmaya çalışılması, ya geride hiçbir değer bırakmayacak ya da aslında hiçbir şeyi ayırtırmayacaktır, (**Fabozzi/Kothari**, s. 198).

⁹⁴ WBS’de işletmenin bütün tanımlanabilen nakit akımları yatırımcılara aktarılacak nakit akımı kaynağını oluşturması nedeniyle ticari işletmenin çalışmaya devam ederek beklenen geliri üretmesi, yatırımcı bakımından kilit önemdedir. WBS ile ihraç edilen menkul kıymetler dayanak işletmenin devamlılığı riskini taşımaktadır. Belirtilen risk nedeniyle WBS sistemi ürünü menkul kıymetler, en yüksek kredi notu olan “AAA” notunu alamayacak yapıdadır, (http://business.loveto-know.com/wiki/Whole_Business_Securitization).

Geleneksel menkul kıymetleştirme bakımından yatırımcılar bakımından önceden belirli olan varlıklardan kaynaklı öngörülebilir nakit akımı esas alınmaktadır.

⁹⁵ Geleneksel menkul kıymetleştirmede ihraç edilen menkul kıymetlerin vadesi dayanak varlıklarla paralel ve çok uzun değildir.

- WBS’de hizmet sağlayıcı/operatör, malik olması nedeniyle ihraçta kullanılan varlık ve alacaklar üzerinde aktif kontrol sahibidir⁹⁶,
- WBS’de kaynak kuruluştan (*operator/originator*) bağımsız bir hizmet sağlama (*servicing*) faaliyeti bulunmaz (*no originator independence*)⁹⁷,
- WBS, yatırımcı yararına kesin bir iflas bağıışıklığını hedeflemez⁹⁸.

5. Hukuki Temeli Olarak İflas Bağıışıklığı/Koruması

WBS’nin hukuki temeli, yatırımcının alacaklarının olası bir iflas ve diğer üçüncü kişi taleplerinden hukuken korunması noktasındadır.

A. İflas Bağıışıklığı Kavramı

İflas/talep bağıışıklığının sağlanması, gerçek menkul kıymetleştirilenin temel şartlardan birisidir. İflas bağıışıklığı kavramı ile ifade edilmek istenen husus, menkul kıymetleştirilecek varlıkların, onlara dayanılarak ihraç edilen menkul kıymet sahipleri (onlara yapılacak geri ödemeler bakımından) dışındaki bütün taleplerden korunaklı olması halidir. Bu korumanın bir diğer yönünü, ihraççı kuruluşun fiilen iflas edemeyecek ve kurucusunun iflasından da etkilenmeyecek bir yapıda olması oluşturur.

Geleneksel menkul kıymetleştirmelerde bu koruma, SPV kullanımı ve SPV’ye yapılan varlık devirlerinin “gerçek satış” şeklinde olması, SPV hukuki organizasyon yapısı olarak “*trust*”un kullanılması ve iki aşamalı (*two-tier*) SPV kullanımı gibi yöntemlerle sağlanmaktadır.

⁹⁶ Gerçek menkul kıymetleştirmede hizmet sağlayıcının sorumluluğu genel olarak, gelir akımlarını aktarma (pasif nitelikli), tahsilat ve geri ödemeleri gerçekleştirme şeklindedir.

⁹⁷ **Fabozzi/Kothari**, s. 189. WBS’de menkul kıymetlerin geri ödemeleri ayrı bir hizmet sağlayıcı kuruluş yerine, doğrudan kaynak kuruluşun kontrolündedir. WBS’deki bu durum, kaynak kuruluşun işletmeyi kontrol etmeye devam etmesinin bir sonucudur.

Geleneksel menkul kıymetleştirmelerde kaynak kuruluş hizmet sağlama görevini sadece hizmet sağlayıcı sıfatıyla yerine getirebilmektedir. Bu halde dahi kaynak kuruluşun dayanak varlıklar üzerinde hizmet sağlama faaliyeti dışında bir kontrolü bulunmamaktadır.

⁹⁸ WBS ile operatör kuruluşun iflası halinde yatırımcıların iflas masasında öncelikli olarak yer alacağı ve şirket varlıklarının kontrolünü ele geçireceği bir yapı oluşturulmaktadır. Bununla birlikte yatırımcı bakımından iflas riski, bütünüyle ortadan kaldırılmayarak sadece azaltılmış olmaktadır. Geleneksel menkul kıymetleştirmeler, yatırımcı yararına kesin bir üçüncü kişi talep yalıtıklığını sağlamayı hedefler.

Geleneksel menkul kıymetleştirmede önceden menkul kıymetleştirilmek üzere belirlenen varlıklar, sadece ilgili menkul kıymetlerin geri ödemelerinde kullanılmak ve onların getirilerinden sadece ilgili menkul kıymet sahiplerinin hak sahibi (SPV üzerinden dolaylı olarak) olmasını sağlamak üzere ayrıştırılarak yalıtılır. Aşağıda ele alınacağı üzere bu koruma, UK WBS uygulamalarında iflas hukukundaki özgün düzenlemeler eliyle sağlanmaktadır.

B. UK WBS Uygulamasında Sağlanması

a. True Control Kavramı

UK uygulamasında WBS, geleneksel menkul kıymetleştirmelerde görüldüğü usulde bir iflas koruması sağlamamaktadır. Bunun öncelikli nedeni, kaynak/operatör kuruluşun nakit akımlarına kaynaklık edecek alacakları (ki burada bu ticari işletme bir bütün olarak ele alınır) SPV'ye gerçek satış ile devretmemesidir.

Burada WBS yapısı ile sağlanan finansmanlarda, SPV'ye “*true sale*” şeklinde bir varlık temlik⁹⁹ ve SPV üzerinden sağlanan varlık yalıtımı bulunmaz. Bir diğer ifadeyle WBS, yatırımcılarına gerçek satışa dayalı bir iflas bağıışıklığı sağlamamaktadır¹⁰⁰. Bu nedenle dayanak ticari işletme halen kaynak kuruluşun iflasa tabi malvarlığına (*bankruptcy estate*) dahil bulunmaktadır. UK WBS sisteminde iflas koruması, kredi veren lehine hükümler barındıran UK iflas düzenlemeleri ile sağlanmaktadır¹⁰¹.

UK iflas düzenlemeleri ile operatör kuruluşun olası bir tasfiyesi halinde, işletme varlıkları ve hatta payları ile teminat altına alınan teminatlı alacaklı (yatırımcı) kendi alacağını bu teminatlar üzerinden almaya devam edebilecektir. Bir diğer ifade ile WBS ile ihraç edilen menkul kıymetler, işletmenin bütün varlıklarına yayılan bir teminat ile korunmaktadır¹⁰². Dolaylı olarak iflas bağıışıklığı sunan bu yapıya “*true sale*”den esinlenerek, “*true control*” adı verilmektedir¹⁰³. WBS bu

⁹⁹ Aslında operatör kuruluşu kredi veren SPV'ye yönelik olarak alelade bir varlık temlik dahi yapılmamaktadır.

¹⁰⁰ **Fabozzi/Kothari**, s. 152.

¹⁰¹ **Chesler**, s. 49.

¹⁰² **Fabozzi/Kothari**, s. 152.

¹⁰³ **Hill**, WBS, s. 521-533; **Murakami**, s. 1-7.

bakımdan, menkul kıymetleştirmeden ziyade, teminatlı finansman niteliğindedir¹⁰⁴.

UK WBS sisteminde kaynak kuruluşun (*operator/originator*) yönetimi/işletilmesi, önceden belirli olan ve “*trigger event*” (tetikleyici olay) olarak adlandırılan iflas vb. bir olayın gerçekleşmesi halinde, ihraççı SPV’nin atayacağı bir idarecinin yönetimine geçebilmektedir.

WBS bakımından burada kilit önemdeki husus, kaynak/operatör kuruluşun iflası halinde yatırımcılara ödemeleri aktaracak ve gene onların yararına gelirleri yönetecek bir yedek hizmet sağlayıcının (*back-up servicer*) varlığı ve onun güvenilirliğidir¹⁰⁵. Aşağıda ele alınacağı üzere, UK iflas düzenlemeleri kapsamında SPV yöneticisi tarafından kaynak/operatör kuruluşa bir yönetici atanması, geleneksel menkul kıymetleştirmelerde asıl hizmet sağlayıcının (genellikle kaynak kuruluşun kendisidir) iflası veya görevlerini yerine getirmeyecek konumda olması halinde SPV tarafından onun yerine atanan yedek hizmet sağlayıcının (*back-up servicer*) konumuna benzemektedir.

b. İlgili Yasal Düzenleme

UK Insolvency Act of 1986 Part III’de yapılan “*Receivership*” (yedieminlik) düzenlemesine göre bir ticari işletmenin bütünü üzerinde sınırlandırılmamış bir teminatlı alacak (“*floating charge*”) hakkını haiz kişinin bu hakkı, borçlunun iflası halinde dahi öncelikli konumdadır. Bu düzenleme gereğince ihraççı SPV’nin yöneticisi, menkul kıymet ihracının teminatı olan sabit ve değişken (alacaklar gibi) teminat varlıklarının satılması halinde onlar üzerinde tam kontrolü haiz olmaktadır. UK Insolvency Act of 1986 benzeri düzenlemelerin Malezya ve Hong-Kong’daki iflas ve tasfiye kanunlarında da bu bulunduğu belirtilmektedir¹⁰⁶.

UK iflas düzenlemeleri, “*floating charge*” şeklindeki teminatlı alacaklıya (WBS menkul kıymetleri),WBS borçlusunun iflası halinde, iflas halinde mahkeme tarafından atanan yedieminin (*bankruptcy administrative receiver; Insolvency Act of 1986 Part III sec. 29(2)*) etkisinden korunmak üzere işletmenin idaresini ele almak hakkı tanımıştır. SPV tarafından atanan iflas yedieminini (*administrative receiver/manager*)

¹⁰⁴ Fabozzi/Kothari, s. 152.

¹⁰⁵ Kothari, WBS, s. 537.

¹⁰⁶ Kothari, WBS, s. 537-538.

kaynak işletmenin yönetimini, öncelikle işletmenin bütünü üzerinde teminatlı alacağı haiz alacaklıları (WBS menkul kıymetleri) tatmin etmek üzere devralmaktadır. SPV'nin (yöneticisinin) bu özel yetkisinin kaynağı, operatör kuruluşun bütün malvarlığı üzerinde ona tanınmış olan teminat hakkıdır (*floating charge*).

UK iflas düzenlemeleri kapsamında WBS ile ihraç edilen menkul kıymetler lehine kaynak kuruluşun bütün varlıkları üzerinde sınırsız veya kapsamı değişken bir teminatlı alacak hakkı sağlaması, (*floating charge over all the assets of the originator*) bu menkul kıymetlerin sahiplerinin SPV üzerinden operatör kuruluşun idaresinde öncelikli hak sahibi olmasına neden olmaktadır.

Belirtilen UK iflas düzenlemesi kapsamında operatör kuruluşun iflas başvurusundan önce işletmenin bütün malvarlığı bir yediemin yönetimine girebilmektedir. Böylece işletmenin diğer alacaklılarının iflas başvurusu yapmaları, fiilen önlenmektedir¹⁰⁷. İşte bu nedenle WBS ile sağlanan aslında bir iflas-talep yalıtkanlığı değildir. Ancak, UK bakımından ele alınan *receivership* (yedieminlik) müessesesinin gerçek satışa benzer bir sonuç ortaya çıkarabileceği de ifade edilmektedir¹⁰⁸. Düzenleme bu şekilde olmakla birlikte WBS'nin iflas koruma işlevi, henüz mahkemelerde test edilmemiştir.

c. Floating Charge Kavramı

UK WBS sisteminde bir alacaklının iflas korumasından yararlanabilmesi için bu alacağın "*floating charge*"¹⁰⁹ niteliğini haiz

¹⁰⁷ Fabozzi/Kothari, s. 198.

¹⁰⁸ Fabozzi/Kothari, s. 198.

¹⁰⁹ *Floating charge* kavramı ile işletmenin belirli bir malvarlığı veya şirketin kendisi üzerinde alacak ve rehin hakkı kurulması anlatılmaktadır. Bkz. http://www.companylawclub.co.uk/topics/fixd_and_floating_charges.shtml.

UK bakımından şirket finansmanında (*debentures*) kullanılan teminatlar, *fixed charge* (sabit, kapsamı sınırlı teminat) ve *floating charge* (esnek/değişken kapsamı sınırlı olmayan teminat) olarak iki başlıkta ele alınmaktadır. *Fixed charge*, şirketin belirli bir mülkü veya eşyası üzerinde kurulan (*mortgage* gibi) teminatır.

Floating charge ise, sadece şirketlerin borçlu olduğu ödünç ilişkilerinde kullanılan bir teminatır. *Floating charge* bakımından borçlu şirketin hâlihazırdaki mevcut ve sonraki dönemde elde edeceği bütün malvarlığı, borcun teminatını oluşturmaktadır. *Floating charge* teminatının kapsamı şirketin belirli bir tip malvarlığı (payları gibi) ile de sınırlandırılabilir. *Floating charge* teminat tipi, özellikle sabit teminat olarak verebileceği malvarlığı değerlerini haiz olmayan şirketler bakımından tercih edilebilecektir. *Floating charge*, şirkete teminat kapsamındaki şirket malvarlığı üzerinde

olması gereklidir. WBS sisteminde SPV'nin kaynak/operatör kuruluş/işletmeden olan kredi alacağı, kaynak/operatör kuruluş malvarlığının bütünü üzerinde kurulu olan sınırlı (*fixed charges*) ve sınırsız (*floating charges*) kapsamı haiz bir teminat hakkı ile korunmaktadır¹¹⁰. WBS, bünyesindeki teminatlı kredi ilişkisi nedeniyle teminatlı kredi/ödünç (*secured lending/secured plain borrowing*) olarak da nitelendirilebilecektir¹¹¹.

d. Diğer Yöntemler

WBS bakımından iflas korumasının başka kaynakları da bulunmaktadır. Öncelikle belirtecek olursak, WBS ile borçlanan bir kaynak kuruluşun, ihraç şartları ve SPV ile arasındaki kredi sözleşmesi nedeniyle, artık bir başka borçlanma yapabilmesi fiilen imkânsızdır¹¹². WBS sisteminde kaynak şirketin başka borçlanma ve ihraç yapamamasını sağlamak için başka akdi sınırlanmalar da kullanılmaktadır¹¹³.

Uygulamada genellikle SPV'nin sahip olduğu teminatlı (*fixed and floating charges*) alacağı ek olarak, ilgili işletmenin payları üzerinde de bir rehin hakkı tesis edilmektedir. Böylece, bu rehin ilişkisinde öngörülen bir durumun gerçekleşmesi halinde ilgili işletmenin (şirketin) yönetimi kolaylıkla ele geçirilebilmektedir.

Yatırımcıyı burada koruyan bir diğer etken ise WBS ihraçlarında önceden kredi sözleşmesi ile belirlenen tetikleyici/hızlandırıcı olaylardır (*trigger events*). Tetikleyici olaylardan birinin gerçekleşmesi, yatırımcı lehine çeşitli hallerin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Şöyle ki;

tasarruf hakkı vermesi nedeniyle şirket finansmanına uygundur. Bir diğer ifadeyle ile teminatın konusu sabit bir malvarlığı değeri olmayıp; şirketin mülkiyetinde olan ve değişkenlik arz eden malvarlığıdır. Şirketin malvarlığındaki değişkenlik/esneklik şirketin geri ödemelerdeki temerrüdüne kadar devam eder. Temerrüt anından itibaren teminat (*charge*) kristalize edilerek (*crystallizes*) o anda mevcut şirket malvarlığı üzerinde sabit (*fixed*) hale gelir. İşte iflas yediemininin atanması sabitlenme aşamasından sonra gerçekleştirilir. Yedieminin atanması, teminat altına alınmış olan borç itfa edilene kadar etkili olacaktır.

Sermaye piyasası dışı borçlanmalardaki *floating charge*'lar bakımından yediemin atama yetkisi, 2003 senesinde yürürlüğe giren değişiklikler (Enterprise Act of 2002) ile kanundan çıkarılmıştır. Belirtilen değişikliğe göre WBS menkul kıymetleştirmelerinde, ihracın en az 50 milyon pound hacminde olması şartıyla yediemin atanabilecektir.

¹¹⁰ Fabozzi/Kothari, s. 198.

¹¹¹ Fabozzi/Kothari, s. 195; <http://vinodkothari.com/wholebusiness/>.

¹¹² Chesler, s. 49.

¹¹³ Fabozzi/Kothari, s. 189.

genellikle WBS ihraçlarında geri ödemelerin sadece faiz (*interest-only*) veya kısmi amortizasyon olarak yapıldığı dönemler bulunmaktadır. Belirtilen dönemlerde geri ödemelerden artan nakit akımı tutarı sponsor/kaynak kuruluşa geri dönmektedir. Menkul kıymet geri ödemelerinde bozulma halinde, geri ödemelerin şekli de değişikliğe uğramaktadır. İşletmenin WBS konusu yapılan faaliyetlerinden kaynaklanan bütün nakit akımı, giderler ve faiz ödendikten sonra menkul kıymet veya yedek hesap ödemelerine aktarılmaktadır. Sözleşmelerde, SPV yöneticisinin tetikleyici olayların ortaya çıkması halinde, kaynak/operatör şirkete yönetici ataması hakkı da yer almaktadır.

IV. Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Uygulanabilirliği

WBS, teminat kapsamı (WBS farklı olarak işletmenin tüm malvarlığını kapsar) ve işletmenin faaliyetlerini sürdürebilmesi işlevi bakımından ticari işletme rehnine benzerlik göstermektedir. Ancak, burada ticari işletme rehni kapsamına dahil olacak varlıklar, işletmenin doğrudan finansmanı için hem teminat hem de ihraç edilen menkul kıymetlerin getiri kaynağı olarak kullanılmaktadır.

Türk hukukunda, İngiliz hukukunda WBS sistemini mümkün kılan özgün iflas hukuku düzenlemeleri ile aynı işlevi görecektir benzer iflas hukuku düzenlemesi bulunmamaktadır. Türk borçlar hukuku bakımından ise bir ticari işletmenin mevcut ve/veya gelecekte doğacak alacaklarının belirlenebilir olması nedeniyle, “alacağın temlik” konusu (6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu-TBK m. 183-194) yapılması konusunda bir engel bulunmamaktadır¹¹⁴. Burada Türk Borçlar Kanunu m. 191-193 ile düzenlenen garanti yükümü ise nihai alacaklı olan menkul kıymet yatırımcılarını koruyucu niteliktedir. Ancak, bu düzenlemenin “gerçek menkul kıymetleştirme” ve “gerçek satış” kavramları ile uyumlu olduğu söylenemez. Kaldı ki, TBK düzenlemelerinin sermaye piyasası hukukunda doğrudan uygulanma imkânı sınırlıdır¹¹⁵.

Türk sermaye piyasası hukuku düzenlemeleri bakımından ise, WBS sistemi ve bu sistem menkul kıymet ihracı düzenlenmemiştir. 6362 sayılı SerPK m. 3, 4-13, 109 hükümleri, bir sermaye piyasası aracının ihracının SPK tarafından düzenlenmiş (SerPK m. 128) olmasını zorunlu

¹¹⁴ Yargıtay 17. Hukuk Dairesi 2013/2557 Esas ve 2013/3344 Karar sayılı ve 14.3.2013 tarihli kararı; **Aral, Fahrettin**, (1991), “Topyekûn Temlik”, AÜHF, Cilt 42, Sayı 1-4, s. 93-140; **Gülerci, A. F.** (2014), Borçlar Hukuku Dersleri, Kütahya, s. 250-254.

¹¹⁵ SerPK m. 2 (2).

kılmaktadır. Bu zorunluluk ihraç edilen menkul kıymet sahipleri için sağlanacak iflas/talep koruması için de gereklidir. WBS uygulaması ile menkul kıymet ihracı ise henüz SPK tarafından düzenlenmemiştir. Bu nedenle, WBS ihracı imkânının Türk hukukundaki benzer araçların ihraçları bakımından değerlendirilmesi gereklidir.

Türk hukukunda menkul kıymetleştirme ihraçları, SerPK m. 58 ve “III-58.1 sayılı Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği”¹¹⁶ (VİDMK Tebliği) ile düzenlenmiştir. Bu Tebliğ kapsamında düzenlenen menkul kıymetlerden WBS’ye kıyasen değerlendirilebilecek menkul kıymet, varlığa dayalı menkul kıymetlerdir (VDMK).

WBS bakımından burada ele alınabilecek bir diğer menkul kıymet ise bilanço içi ihraç niteliğini haiz “teminatlı tahviller”den olan ve SerPK m. 59 ve “III-59.1 sayılı Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği”¹¹⁷ ile düzenlenen varlık teminatlı menkul kıymetlerdir (VTMK).

Öncelikle ifade edecek olursak WBS, hem VİDMK Tebliği ve hem de Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliğinde düzenlenmiş olan menkul kıymet ihracı yapılarından farklılık arz etmektedir.

VİDMK Tebliği ve Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği ile VDMK¹¹⁸ ve VTMK¹¹⁹, hem ihraççıları hem de kullanılacak varlıklar

¹¹⁶ 09.01.2014 Tarih ve 28877 sayılı RG’de yayımlanmıştır.

¹¹⁷ 21.01.2014 Tarih ve 28889 sayılı RG’de yayımlanmıştır.

¹¹⁸ Varlığa dayalı menkul kıymetler (VDMK-*asset backed securities*), VFF’nin veya İFK’nın devralacağı varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilen menkul kıymettir.

VİDMK tebliği m. 4’e göre varlığa dayalı menkul kıymetler (VDMK), fon (varlık finansmanı fonu) veya İFK tarafından devralınacak varlıklar karşılık gösterilerek ihraç edilir.

Varlık finansmanı fonu (VFF) ise VDMK karşılığında toplanan paralarla, VDMK sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre fon içtüzüğü ile kurulan ve tüzel kişiliği olmayan malvarlığıdır.

İFK ise SerPK m. 60 ve ona dayanılarak SPK tarafından çıkarılan III-60.1 sayılı İpotek Finansmanı Kuruluşları Tebliği ile düzenlenmiştir (17.07.2014 tarihli ve 29063 sayılı RG’de yayımlanmıştır). Burada İFK, münhasıran bu Tebliğde belirtilen faaliyetlerin yerine getirilmesi amacıyla anonim şirket şeklinde kurulmuş olan sermaye piyasası kurumu olarak tanımlanmıştır (m.3).

“Fon portföyüne dâhil edilebilecek varlıklar ve devir sözleşmesi” başlıklı VİDMK Tebliği m. 15’e göre “izahname veya ihraç belgesinde belirtilmek koşuluyla” VFF’ye dahil edilebilecek/ihraçta kullanılacak “varlıklar” şunlardır:

1) Bankaların ve finansman şirketlerinin, tüketici kredileri ile ticari kredilerinden kaynaklanan alacakları,

bakımından sınırlandırılmıştır. WBS ise ticari işletmelerin geneli tarafından kullanılabilir niteliği haiz, menkul kıymet ihracına dayalı bir finansman yöntemidir. WBS, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SerPK) bakımından ise halka açık anonim ortaklık niteliğini haiz olabilecek nitelikteki bütün ticari işletmeler bakımından uygulanabilecek şekilde ele alınmalıdır.

VİDMK Tebliği ile gerçek satışa dayalı menkul kıymetleştirmeye benzer şekilde cereyan eden bir yapının düzenlenmiş olduğu söylenebilecektir. Ancak, yukarıda ele alındığı üzere özellikle UK WBS uygulaması, gerçek menkul kıymetleştirme niteliğinde değildir. Özellikle bilanço dışına varlık devrinin olmaması (teminatlı kredi yapısı) ve dolaylı bir iflas koruması düzenlemesinin varlığı gibi hususlar, UK WBS uygulamasını farklı kılmaktadır. Ancak, VDMK ihraç yapısı burada ABD-

2) 6361 sayılı Kanun çerçevesinde yapılan finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar,

3) T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığının gayrimenkul satışından kaynaklanan taksitli ve sözleşmeye bağlanmış alacakları,

4) Finansal kuruluşlar hariç mal ve hizmet üretimi faaliyetinde bulunan anonim ortaklıkların müşterilerine yaptıkları faturalı satışlardan kaynaklanan senede veya teminata bağlanmış ticari alacakları,

5) Fon portföyünde yer alan varlıklardan elde edilen nakdin değerlendirilmesi amacıyla yönelik olarak yapılan üç aydan kısa vadeli mevduat, katılım hesabı, ters repo işlemleri, para piyasası fonları, kısa vadeli borçlanma araçları fonları ve Takasbank Para Piyasası işlemleri,

6) Tebliğ m. 19'da yedek hesaplardaki varlıklar,

7) *Kurulca uygun görülecek sermaye piyasası araçları dışındaki varlıklar.*

¹⁹ Varlık teminatlı menkul kıymetler (*asset covered bonds*), teminatlı tahvil Tebliği gereğinde Tebliğ m. 9'da sayılan finansal varlıklar teminatında ihraç edilen menkul kıymetlerdir.

Varlık teminatlı menkul kıymetler (VTMK); bankalar, ipotek finansmanı kuruluşları (İFK), finansal kiralama şirketleri, faktoring şirketleri, finansman şirketleri, gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO), kendi kanunlarınca menkul kıymet ihraç etmeye yetkili kamu kurum ve kuruluşları ile nitelikleri SPK tarafından belirlenecek diğer kuruluşlarla ihraç edilebilir, (Tebliğ m. 5).

İpotek teminatlı menkul kıymetler (İTMK) ise yalnızca konut finansmanı kuruluşları (KFK) ile İFK tarafından ihraç edilebilir.

Konut finansmanı kuruluşları, konut finansmanı (SerPK m. 57) kapsamında doğrudan tüketiciye kredi kullandıran ya da finansal kiralama yapan bankalar ile BDDK tarafından konut finansmanı faaliyetinde bulunması uygun görülen finansal kiralama ve finansman şirketleridir.

Japonya¹²⁰ WBS sistemine yakın bir menkul kıymet ihraç yapısını oluşturmaktadır.

Burada, VİDMK Tebliği çerçevesinde ayrı ayrı ihraca konu edilebilecek seçili gelirlerin havuzlanarak (*pooling*) varlık finansmanı fonu (VFF) aracılığı ile VİDMK ihracında kullanılması yerine işletmenin gelirlerinin bütünüün temel alınması kanımızca yatırımcı açısından daha cazip olacaktır. VİDMK Tebliği m. 15(1)'de VİDMK ihracında kullanılabilir varlıklar, hâlihazırda sahip olunan mevcut alacakları esas alacak şekilde düzenlenmiştir. Bununla birlikte, belirtilen fıkranın son bendinde yer alan “*Kurulca uygun görülecek sermaye piyasası araçları dışındaki varlıklar*” ifadesinin SPK tarafından, işletmenin gelecekte elde edeceği alacaklar şeklinde değerlendirilmesi de düşünülebilecektir. Bu halde dahi WBS ihracı ancak ABD-Japonya uygulamalarına benzer bir görünüm arz edebilecektir.

UK WBS uygulaması ile bilanço içi finansman yöntemi olan teminatlı tahviller bakımından sahip olunan benzerlikler ise ihraç edilen menkul kıymetlerin teminatının bilanço içi varlıklar olması ve bu varlıklar üzerinde öncelikli yararlanma hakkının varlığı noktasındadır. Buradaki temel farklılık ise UK WBS uygulamasında diğer alacaklıların taleplerinden yalıtılmış bir teminat havuzunun bulunmamasıdır. Kaldı ki, WBS ile menkul kıymet ihracı halinde, teminatlı tahviller bakımından Tebliğ kapsamında düzenlenen belirli gelirlerin öncelikli yararlanılabilecek varlıklardan oluşan¹²¹ bir teminat havuzuna (*cover*

¹²⁰ Japonya’da UK WBS benzeri ihraçların da gerçekleştirilebildiği unutulmamalıdır.

¹²¹ Tebliğ m. 9 “teminat varlıklar”ın neler olabileceği, m. 10’da ise bu varlıkların nitelikleri düzenlenmiştir. Buna göre aşağıda belirtilen varlıklar, teminat defterine kaydedilmek suretiyle VİDMK ihracına karşılık gösterilebilir:

- a) Bankaların ve finansman şirketlerinin tüketici kredileri ile ticari kredilerinden kaynaklanan alacakları,
- b) 6361 sayılı Kanun çerçevesinde yapılan finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar ile sigortalı satış faktoring sözleşmelerinden doğan alacaklar,
- c) TOKİ’nin taşınmaz satışından kaynaklanan taksitli ve sözleşmeye bağlanmış alacakları,
- ç) GYO’ların portföylerindeki gayrimenkullerin satışından veya bu gayrimenkullere ilişkin satış vaadi sözleşmelerinden kaynaklanan teminatlı alacakları ile GYO’ların kira sözleşmelerinden kaynaklanan alacakları,
- d) Hazine Müsteşarlığının borçlusu olduğu ticari bankalar tarafından proje bazlı finansman ihtiyacı kapsamında tahsis edilen uzun vadeli yabancı para cinsinden krediler,
- e) İkame varlıklar,

pool) ve bu havuz üzerinde menkul kıymet yatırımcısı yararına iki aşamalı rücu ilişkisi (*double recourse*) kurulmasına gerek kalmayacaktır.

Kanımızca, Tebliğ m. 9’da yer alan ve SPK’nın varlık teminatlı tahvil ihracına teminat olacak varlıklar konusunda esneklik taşıyan “*diğer varlıklar*” ifadesi, ticari işletmenin gelirlerinin bir bütün olarak bir teminat havuzuna dâhil edilmesi ve bu şekilde ihraca konu edilmesi bakımından yeterli değildir.

WBS’nin Türk hukukunda uygulanabilmesi konunun, SerPK’da temel olarak bir kanun hükmü ve daha sonra ayrı bir tebliğ ile düzenlenmesine bağlıdır. Türk hukuku bakımından ancak bu şekilde, anonim ortaklıkların malvarlığı ve gelirlerini bir bütün olarak, menkul kıymet ihracı yoluyla yapılacak finansmanlarda kullanmaları sağlanabilecektir.

Hukumumuzda WBS sistemi ile menkul kıymet ihracı temel bir kanun hükmü düzenlenirken, WBS ürünü menkul kıymet sahiplerinin, ihraçının olası iflasına karşı SerPK m. 58(2)¹²² ve VIDMK Tebliğindeki

f) Nitelikleri *SPK tarafından belirlenecek diğer varlıklar*.

Tebliğ m. 10’a göre teminatlı tahvil ihracında kullanılacak varlıkların taşınması zorunlu olan nitelikler şunlardır:

a) Banka kredilerinin, teminat defterine kaydedildikleri tarih itibarıyla 1/11/2006 tarihli ve 26333 sayılı RG’de yayımlanan Bankalarca Kredilerin ve Diğer Alacakların Niteliklerinin Belirlenmesi ve Bunlar İçin Ayrılacak Karşılıklara İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmeliğin dördüncü maddesinin birinci fıkrasının (a) bendi kapsamında olması.

b) Finansman şirketlerince verilen krediler ve finansal kiralama alacakları için, teminat defterine kaydedildikleri tarih itibarıyla, 24.12.2013 tarihli ve 28861 sayılı RG’de yayımlanan "Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketlerinin Muhasebe Uygulamaları ile Finansal Tabloları Hakkında Yönetmelik" hükümleri uyarınca özel karşılık ayrılmamış olması.

c) Taşınmaz ipotekli kredi ve alacakların teminatı olan taşınmazlarla ilgili olarak:

1) Taşınmazın Türkiye Cumhuriyeti sınırları içinde olması,

2) Kredinin kullanılması veya alacağın oluşumu aşamasında taşınmazın piyasa değerinin BDDK veya Kurulca listeye alınmış değerlendirme kuruluşlarınca tespit edilmiş olması,

ç) Deniz, hava ve kara taşıtlarına ilişkin ticari kredilerde; deniz taşıtları için tekne ve makine sigortası, hava taşıtları için hava taşıtları tekne (gövde) sigortası, kara taşıtları için ise kara taşıtları kasko sigortası yapılması.

¹²² SerPK m. 58 çerçevesinde menkul kıymet ihraç eden Fon’ların (Varlık Finansmanı Fonu ve Konut Finansmanı Fonu) malvarlığını koruyan SerPK m. 58(2) şu şekildedir: “Bu maddede yer alan fonların mal varlığı, fon hesabına olması ve fon iç tüzüğünde hüküm bulunması şartıyla kredi almak, türev araç işlemleri, açığa satış işlemleri veya fon

şekilde (m. 6) korunmasının sağlanması gerekmektedir. Burada ihracının iflası hali için yapılacak düzenlemeler bakımından alternatif bir yöntem olarak, WBS ürünü menkul kıymet sahiplerinin haklarının itfasına kadar ihracıta kullanılan işletmenin malvarlığından öncelikli olarak yararlanma hakkına sahip olmaları da düşünülebilecektir. Bununla birlikte, burada yapılacak düzenlemenin, kaynak UK sistemi yerine, genel menkul kıymetleştirme uygulamalarını WBS'ye adapte eden ABD-Japonya WBS yapısını esas alması SerPK'nın genel yapısı bakımından daha yerinde olacaktır.

V. Sonuç

WBS, bir ticari işletmenin finansmanı için gelecekte doğacak öngörülebilir işletme gelirlerinin bir bütün halinde ve sahip olduğu bütün malvarlığının teminatında menkul kıymetlere bağlanması şeklindeki “menkul kıymetleştirme” uygulamasıdır. Bir diğer ifadeyle ihrac edilen menkul kıymetler, işletmenin gelecekteki işletme gelirlerini temsil etmektedir.

WBS'nin, UK ve benzeri iflas hukuku düzenlemelerine sahip ülkelerdeki uygulaması ile başta ABD ve Japonya olmak üzere diğer ülkelerdeki uygulama şekli birbirinden farklıdır. WBS'nin özellikle UK ve benzeri ülkelerdeki uygulamasında “gerçek satış”ın gerçekleştirilmiyor olması, onun gerçek/teknik anlamda bir menkul kıymetleştirme olarak nitelendirilmesine engeldir. Bu nedenle WBS, menkul kıymetleştirmenin farklı bir görünümü olarak, ancak geniş anlamda menkul kıymetleştirme kavramı dâhilinde değerlendirilmelidir.

Türk hukuku bakımından WBS ile ilgili olarak yapılacak düzenlemelerde genel olarak ABD-Japonya WBS metodolojisinin esas alınması, ülkemizde UK iflas hukukundaki düzenlemelerin bulunmaması ve SerPK'nın genel düzenleme yapısına uyumun sağlanması bakımından yerinde olacaktır.

adına taraf olunan benzer nitelikteki işlemlerde bulunmak haricinde teminat gösterilemez ve rehnedilemez. Fonun mal varlığı, kurucunun, fona hizmet sağlayanların ve fon portföyüne alacaklarını veya varlıklarını devredenlerin mal varlığından ayrıdır. Fon mal varlığı, ipoteye veya varlığa dayalı menkul kıymetler itfa edilinceye kadar; kurucunun, fona hizmet sağlayanların ve fon portföyüne alacak veya varlıklarını devredenlerin yönetiminin veya denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi hâlinde dahi başka bir amaçla tasarruf edilemez, kamu alacaklarının tahsili amacı da dâhil olmak üzere haczedilemez, ihtiyati tedbir konulamaz ve iflas masasına dâhil edilemez”.

Son dönemde uluslararası alanda kendine yer bulan WBS'nin Türk hukuku bakımından ihracının, WBS'nin farklılıkları dâhilinde VDMK çatısı altında yapılması yerinde olacaktır. Bu konudaki düzenlemenin SerPK'ya eklenecek bir Kanun maddesi ya da SerPK m. 58'e eklenecek bir fıkra ile gerçekleştirilmesi düşünülebilecektir. WBS'nin Türk hukuku bakımından uygulanabilmesi için özellikle, VDMK ihracında özel iflas ve talep korumasını sağlayan SerPK m. 58(2) hükmüne benzer nitelikteki bir kanun hükmünün varlığı şarttır.

WBS ihracının ülkemizde sağlanabilmesi bakımından burada izlenebilecek diğer bir yöntem, SPK'nın WBS ihracını ayrı bir Tebliğ ile düzenlemesi veya en azından VDMK Tebliğindeki "varlık" tanımı ve niteliklerine (Tebliğ m. 15, 16) WBS ihracına imkân verecek değişiklikler getirmesi şeklinde olabilecektir. SPK tarafından WBS ihracına yönelik bir Tebliğ düzenlemesi yapılırken normlar hiyerarşisine riayet edilmesi ve özellikle de 2004 sayılı İcra İflas Kanunu bakımından özel hüküm niteliğindeki SerPK hükümlerine (SerPK m. 58(2)) dayanılarak veya bu kapsamda düzenleme yapılması yerinde olacaktır.

Kaynakça¹²³

- Aral, Fahrettin.** (1991). "Topyekûn Temlik", AÜHF, C. 42, S. 1-4, s. 93-140
- Bell, Ian /Dawson, Petrina.** (2002). "Synthetic Securitization: Use of Derivative Technology for Credit Transfer". Duke Journal of Comparative & International Law, S. 12, s. 541-562
- Brown, Mayer.** (22.06.2009). "Big Changes to Securitization Accounting", 23.05. 2016 tarihinde https://www.mayerbrown.com/files/Publication/fab3ec91-d064-4740-89b2-a9c42d373dc1/Presentation/PublicationAttachment/6a14e039-2b95-4246-85b8-bde2733bb7fb/UPDATE_Securitization_FASB_0609_V2.pdf adresinden erişildi.
- Chesler, C.:** (Summer/Fall 2007). "A New British Invasion? Whole Business ABS (A Wholly Securitizable Business)", American Securitization, C. 1, S. 2, s. 48 vd.

¹²³ Aynı yazara yapılan atıflarda kullanılan kısaltmalar parantez içinde gösterilmiştir.

- Fabozzi, F. J. /Kothari, Vinod .**(2008). Introduction to Securitization, John Wiley & Sons, New Jersey
- Forte, Joseph Philip.** (Fall 1996). “Capital Markets Mortgage: A Ratable Model for Main Street and Wall Street”, Real Property, Probate and Trust Journal, S. 3, s. 2 vd.
- Frehen, R./ Rouwenhorst, Geert K. / Goetzmann, William N. .**(2012). Dutch Securities for American Land Speculation in the Late-Eighteenth Century, s. 1 vd. 01.08. 2014 tarihinde <http://www.nber.org/chapters/c12795.pdf> adresinden erişildi.
- Goetzmann, William N./Newman, F. .** (2010). Securitization in the 1920’s, National Bureau of Economic Research-NBER Working Paper No:15650, Massachusetts
- Gorvett, R. W. :** Insurance Securitization: The Development of a New Asset Class, 22.05.2016 tarihinde <http://www.casact.org/pubs/dpp/dpp99/99dpp133.pdf> adresinden erişildi.
- Gülerci, Altan F. .** (2014). Borçlar Hukuku Dersleri, Kütahya
- Hill, C. A. .** (1996). Securitization: “A Low-Cost Sweetener for Lemons, Washington University Law Quarterly”, C. 74, S. 4, s. 1063 vd. .
- Hill, C. A.** (2002). Whole Business Securitization in Emerging Markets, Duke Journal of Comparative & International Law, Symposium: International Securitization and Structured Finance, C. 12, S. 2 (2002), s. 521-533 (WBS)
- Horton, Brent J.** (2009). “In Defense of Private Label Mortgage-Backed Securities”, Florida Law Review, S. 61, s. 842.

http://business.lovetoknow.com/wiki/Whole_Business_Securitization, 20.04.2016 tarihinde erişildi.

http://www.companylawclub.co.uk/topics/fixed_and_floating_charges.shtml, 20.04.2016 tarihinde erişildi.

<http://www.investopedia.com/terms/l/leveragedbuyout.asp>,

- 20.04.2016 tarihinde erişildi.
https://www.moodys.com/research/Moodys-upgrades-Dominos-wholebusinesssecuritization--PR_235639 20.04.2016 tarihinde erişildi.
<http://www.sec.gov/rules/proposed/2013/34-70277.pdf>,
22.05.2016 tarihinde erişildi.
<http://vinodkothari.com/wholebusiness/>
22.05.2016 tarihinde erişildi.
<http://207.57.79.93/solomons/artwholesecuritisation.htm>
22.05.2016 tarihinde erişildi.
- Klee, Kenneth N./ Butler, Brent C.** (2002). “Asset-Backed Securitization, Special Purchase Vehicles and Other Securitization Issues”, Uniform Commercial Code Law Journal, S. 35, s. 23 vd.
- Kothari, V. .** (2006). Securitization: The Financial Instrument of the Future, John Wiley & Sons, Singapore 2006 (Book)
- Kothari, V.** (2002). “Whole Business Securitization: Secured Lending Repackaged? A Comment on Hill”, Duke Journal of Comparative & International Law, Symposium: International Securitization and Structured Finance, C. 12, S. 2, s. 537 vd. (WBS)
- Kravitt, Jason H. P.** (2013). Securitization of Financial Assets, Third Edition, C. I- II, Aspen Publishers, NewYork
- Krieger R. A./Tompkins, W.** (1998). Analyzing Insurance Linked Securities, Goldman, Sachs & Co. , s. 3 vd. .
- Lipson, Jonathan C.** (2012). : “Re: Defining Securitization, Southern Carolina Law Review”, C. 85, S. 5, s. 1229 - 1282.
- Mcmillian, Todd V.** (2001-2002). “Securitization and the Catastrophe Bond: A Transactional Integration of Industries through a Capacity-Enhancing Product of Risk Management”, Connecticut Insurance Law Journal, C. 8, S.1, s. 131- 147
- Murakami, Yusuke.** (2012). Innovative Securitization after the Crisis? Whole Business Securitization in the U.S. and Japan, Harvard Law School Yayınlanmamış

- Yüksek Lisans Bitirme
Tezi, <http://www.law.harvard.edu/programs/about/pifs/symposia/brazil/yusuke-murakami.pdf> adresinden 01.08.2014 tarihinde erişildi¹²⁴.
- Paul, A. U. Ali/ Kanako, Yano.** (2004). *Eco-finance: The Legal Design and Regulation of Market-based Environmental Instruments*, Kluwer Law International
- Plank, Thomas E.** (2004). “The Security of Securitization and the Future of Security”, *Cardozo Law Review*, C. 25, S. 5, s. 1656 vd.
- Robb , Jan Jobde / Ali, Paul A. U / Coyne, Tim .** (2008). *Securitization Law and Practice: In the Face of the Credit Crunch*, Kluwer Law International Netherlands
- Schwarcz, Steven L.** (2011). *Securitization and Structured Finance*, Elsevier's Encyclopedia of Financial Globalization 6, s. 1 vd.
- Schwarcz, Steven L.** (1994). “The Alchemy of Asset Securitization”, *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, S.1, s. 133-154 (Alchemy)
- Schwarcz, Steven L.** (2012). “What is Securitization? and for What Purpose?”, *Southern Law Review* C. 85, S. 5, s. 1283-1299 (What)
- Shenker, Joseph C./ Coletta, Anthony J.** (1990-1991). “Asset Securitization: Evolution, -Current Issues and New Frontiers”, *Texas Law Review*, S. 69, s. 1363 vd.
- Siems, Mathias M.** (2009). “The Foundations of Securities Law”, *European Business Law Review*, S. 20, s. 141-171. 22.05.2016 tarihinde <http://ssrn.com/abstract=1089747> adresinden erişildi.
- Simkovic, Michael.** (2013). “Competition and Crisis in Mortgage Securitization”, *Indiana Law Journal*, S. 88, s. 216
- Stone, Charles Austin/ Zissu, Anne.** (2012). *The Securitization Markets Handbook*, Second Edition, John Wiley & Sons, New Jersey

¹²⁴ Belirtilen kaynak, 20.04.2016 tarihi itibariyle belirtilen adreste sadece başlık olarak belirtilmiş ve ilgili metin açık erişimden kaldırılmıştır.

Standard & Poor's, Criteria. (17. 08 2007). Corporate Performance Assessment For Global Structured Finance Transactions Backed By Future Receivables.

The Congress of the United States Congressional Budget Office. (2001). Federal Subsidies and The Housing GSEs, 22.05.2016 tarihinde <http://www.cbo.gov/sites/default/files/cbofiles/ftpdocs/28xx/doc2841/gses.pdf> adresinden erişildi.

Kısaltmalar

- ABD : Amerika Birleşik Devletleri
ABS : Asset-Backed Security
BDDK : Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
C. : Cilt
CDO : Collateralized Debt Obligations
dn. : dipnot
GSE : Government Sponsored Enterprises
İFK : İpotek Finansmanı Kuruluşları
KFF : Konut Finansmanı Fonu
KFK : Konut Finansmanı Kuruluşları
LBO : Secuitized Leveraged Buyout
RG : Resmi Gazete
s. : sayfa
S. : Sayı
sec. : section
SEC : Securities Exchange Commission
SerPK : Sermaye Piyasası Kanunu
SPK : Sermaye Piyasası Kurulu
SPV : Special purpose vehicle
TBK : 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu
UK : United Kingdom/Birleşik Krallık
WBS : Whole Business Securitization
vb. : ve benzeri
vd. : ve devamı
VDMK : Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler
VFF : Varlık Finansmanı Fonu
VTMK : Varlık Teminatlı Menkul Kıymetler
VİDMK : Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler