

T.C.
KADİR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANS VE BANKACILIK ANA BİLİM DALI

**İPOTEKLİ KONUT FİNANSMAN SİSTEMİ
MORTGAGE**

Yüksek Lisans Tezi

ERDEM GÜLŞEN

İstanbul, 2008

T.C.
KADİR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANS VE BANKACILIK ANA BİLİM DALI

**İPOTEKLİ KONUT FİNANSMAN SİSTEMİ
MORTGAGE**

Yüksek Lisans Tezi

ERDEM GÜLŞEN

DANIŞMAN: DR. FEYZULLAH YETGİN
DOÇ. DR. M.HASAN EKEN

İstanbul, 2008

İÇİNDEKİLER

İÇİNDEKİLER.....	I
KISALTMALAR.....	VII
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	VIII
TABLolar LİSTESİ.....	IX
ÖZET.....	X
ABSTRACT.....	XII
GİRİŞ.....	1
BÖLÜM 1 : MORTGAGE (İPOTEKLİ KONUTKREDİLERİ).....	3
1.1. Mortgage Tanımı.....	3
1.1.1. İpotek Edilen Mülk Türleri.....	4
1.1.2. İpotek Piyasasının Önemi.....	4
1.1.3. Mortgage Sisteminin Avantajları.....	5
1.2. İpotek Düzenleyen Taraflar.....	6
1.3. İpotek Düzenleme Süreci.....	8
1.3.1. İpotek Kredisi Verilirken Gerekli Kriterler.....	8
1.3.1.1. İpotek Ödemelerinin Gelire Oranı.....	8
1.3.1.2. Kredi Tutarının Mülkün Değerine Oranı.....	9
1.3.2. İpotek Düzenlemeden Elde Edilecek Getiriler.....	9
1.3.2.1. İpotek Kredisi Düzenleme Ücreti.....	9

1.3.2.2. İpotek Kredisinin Takibi İle İlgili “Hizmet Ücretleri”	10
1.3.2.3. İkinci El Piyasa Satış Karı	10
1.3.2.4. Satılan Kredi İle İlgili Faiz Gelirleri	11
1.4. İpoteğe Dayalı Yatırımın Taşıdığı Riskler	11
1.4.1. Faiz Oranı Riski	11
1.4.2. Erken Ödeme Riski	12
1.4.3. Temerrüt Riski	12
1.4.4. Likidite Riski	13
1.4.5. Satın Alma Gücü Riski	13
1.4.6. Pazar Riski	13
1.4.7. Sektör Riski	14
1.4.8. Yönetim Riski	14
1.5. Konut Finansman Yöntemleri	14
1.5.1. Doğrudan Finansman Yöntemi	14
1.5.2. Sözleşme Yöntemi	14
1.5.3. Mevduat Finansmanı Yöntemi	15
1.5.4. İpotek Bankası Yöntemi	16
1.6. İpotek Kredisinin Türleri	17
1.6.1. Klasik İpotek Kredisinin Türleri	18
1.6.2. Artan Geri Ödemeli İpotek Kredisinin Türleri (GMP)	20
1.6.3. Değişken Oranlı İpotek Kredisinin Türleri (Variable Rate Mortgage, VRM)	22
1.6.3.1. Dönemsel Sınırlamalar	23

1.6.3.2. Vade Boyunca Olan Sınırlamalar.....	24
1.6.4. Enflasyonun Nakit Akımları Üzerindeki Olumsuz Etkisi Ve Etkiyi Giderici İpotek Kredileri.....	24
1.6.4.1. Fiyat Seviyesine Endeksli İpotek Kredisi (PLAM).....	25
1.6.4.2. İki Oranlı İpotek Kredisi (DRM).....	26
1.6.5. Diğer İpotek Türleri.....	26
1.6.5.1. Karma İpotek Kredisi.....	26
1.6.5.2. İndirimli İpotek Kredisi.....	27
1.6.5.3. Yüksek Ödemeli İpotek Kredisi.....	27
1.6.5.4. Büyüyen Hisseli İpotekler.....	28
1.6.5.5. İki Aşamalı İpotek Kredisi.....	29
1.6.5.6. Değer Artışı Paylaşımli İpotekler.....	30
1.6.5.7. Dönüştürülebilir İpotekler.....	31
1.6.5.8. Kaydırılabilen İpotek Kredisi.....	31
1.6.5.9. Ters Anüiteli İpotekler.....	31
1.6.5.10. Sıfır Faizli İpotekler.....	32
1.6.5.11. Sıralı Ödemeli İpotekler.....	33
BÖLÜM 2: İPOTEK PİYASASI VE İPOTEĞE DAYALI MENKUL KIYMETLER.....	34
2.1. İpotek Piyasası.....	34
2.2. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler.....	39
2.2.1. İpotekten Geçen Menkul Kıymetler.....	42
2.2.2. Teminatlı İpotek Yükümlülükleri.....	45

2.2.3. Getirisi Ayrılan İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler.....	46
2.2.4. İpoteğe Dayalı Tahviller.....	48
2.3. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlerin Faydaları.....	49
2.3.1. İhraç Eden Kesimlere Olan Faydalar.....	50
2.3.1.1. Düşük Fon Maliyetleri Sağlamak.....	51
2.3.1.2. Sermayenin Daha Etkin Kullanımı.....	51
2.3.1.3. Daha İyi Aktif / Pasif Yönetimi.....	52
2.3.1.4. Finansal performansın büyümesi.....	52
2.3.1.5. Fon kaynaklarının çeşitlenmesi.....	53
2.3.2. Yatırımcılara Olan Faydalar.....	53
2.3.3. Kredi Alanlar Açısından Faydaları.....	54
2.4. Covered Bond.....	55
2.4.1. Covered Bond'un Özellikleri.....	56
2.4.2. Covered Bond'un Avantajları.....	57
2.4.3. Covered Bond'un Dezavantajları.....	57
2.4.4. Covered Bond'un Geleceği.....	57
BÖLÜM 3: AVRUPA MORTGAGE PİYASASI	59
3.1. Piyasası, GSYİH, Faiz Oranları ve Konut Fiyatlarının Gelişimi.....	63
3.2. İngiltere Mortgage Piyasası	68
3.3. Almanya Mortgage Piyasası.....	69
3.4. AB ve ABD Mortgage Piyasa Farklılıkları.....	70
3.4.1. ABD Federal Dairelerin Rolü.....	71
3.4.1.1. Tasarruf Ve Borçlar Krizi.....	71

3.4.1.2. Sermaye Kıtılığı.....	72
3.4.1.3. ABD Mortgage Bankaları Modeli.....	72
3.5. ABD-AB Mortgage Piyasalarındaki Farkların Özeti.....	73
3.5.1. ABD Mortgage Piyasası.....	73
3.5.2. AB Mortgage Piyasası.....	74
3.6. Kamu Garantisi Bakımından AB ve ABD Hükümetlerinin Rolü.....	75
3.6.1. ABD Hükümetleri.....	75
3.6.2. AB Hükümetleri.....	75
3.7. Menkul Kıymetleştirme.....	77
3.7.1. Amerika’da Aktif Menkul Kıymetleştirmenin Gelişimi	77
3.7.2. Avrupa’da Menkul Kıymetleştirme	77
BÖLÜM 4. TÜRKİYE’NİN MEVCUT KONUT FİNANSMAN SİSTEMİ VE MORTGAGE İLE İLGİLİ YASAL DÜZENLEMELER.....	79
4.1. Daha Önceki Konut Kredilerine Göre Bu Sistemle Getirilen Yenilikler.....	81
4.2. Kredinin Geri Ödenmeme Durumu.....	84
4.3. Türkiye, AB ve ABD Temel Ekonomik Göstergelerin ve Mortgage Rakamlarının Karşılaştırılması.....	85
BÖLÜM 5: ÜLKEMİZDE KONUT SORUNUNA İLİŞKİN ÖNERİLER.....	87
5.1. Türkiye’deki Mevcut Konut Finansman Sistemi.....	89
5.1.1. Türkiye’deki Konut Piyasası.....	89
5.1.2. Türkiye’de Mevcut Konut Finansmanı.....	89
5.1.3. Banka Konut Kredileri.....	90

5.2. Türkiye için Planlanan İpoteğe Dayalı Konut Finansman Sistemi.....	90
5.2.1. İpotekli Konut Finansman Kuruluşu (İKFK).....	93
5.2.2. İKFK'nın Temel Fonksiyonları.....	93
5.2.3. İKFK'nın Sosyal Misyonu.....	94
5.2.4. Konut Finansmanı Kuruluşu'nun Muhtemel Faaliyet Konuları.....	94
5.3. İpotek Finansmanı Sisteminin Başarısı için Gerekli Önkoşullar.....	94
5.3.1. Etkin Bir Konut Finansmanı Sistemi İçin Gerekli Altyapı.....	95
5.3.1.1. İpotek Varlığı Ve Birincil Pazar İle İlgili Yasal Alt Yapı.....	96
5.3.1.2. Menkul Kıymet Ve İkincil Pazar İle İlgili Yasal Alt Yapı.....	97
5.3.1.3. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymete Yönelik Pazar Talebi.....	99
5.3.1.4. Hukuki ve Vergisel Düzenlemeler.....	99
5.3.1.4.1. Haciz Prosedürlerinin Hızlandırılması.....	100
5.3.1.4.2. Vergisel Düzenlemeler.....	101
5.3.1.4.3. İpotek Kredileri İle İlgili Sigorta Yaptırma Zorunluluğu.....	102
5.3.1.5. Kamu Sektörü Açısından Öneriler.....	102
5.3.1.6. Kredi Sağlayan Kuruluşlara Yönelik Öneriler.....	104
5.3.1.7. Mevcut Kurumsal Aksaklıklar.....	104
5.4. Ülkemizde Ve Gelişmiş Ülkelerde İpotekli Kredilere Dayalı Menkul Kıymetleştirme Sistemi Arasındaki Farklar Ve Öneriler.....	105
SONUÇ.....	107
KAYNAKLAR.....	109

KISALTMALAR

- ABD: Amerika Bileşik Devletleri
- CMO: Teminatlı İpotek Yükümlülükleri
- DRM: İki Oranlı İpotek Kredisi
- ECBC: European Covered Bond Council
- FHA: Federal Housing Administration
- FHLMC: Federal Home Loan Mortgage Corporation
- FNMA: Federal National Mortgage Association
- GEM: Büyüyen Hisseli İpotekler
- GMP: Artan Geri Ödeme Tutarlı İpotek Kredisi
- GNMA: Ginnie Mae
- GSMH: Gayri Safi Milli Hasıla
- İKFK: İpotekli Konut Finansman Kuruluşu
- LTV: Kredi Tutarının Mülkün Değerine Oranı
- MBS: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler
- MPS: İpotekten Geçen Menkul Kıymetler
- PLAM: Fiyat Düzeyine Ayarlanan İpotek Kredisi
- PTI: İpotek Ödemelerinin Gelire Oranı
- SMBs: Getirisi Ayrılan İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler
- TPM: Sabit Oranlı/Basamaklı Ödemeli İpotek Kredisi
- VA: Veterans Administration
- VDMK: Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler
- VRM: Değişken Oranlı İpotek Kredisi

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.	Geleneksel Ve İkincil İpotek Piyasası İşleyiş Şeması.....	38
Şekil 2.	AB Ülkelerinde 2005 Mortgage Büyüme Oranları.....	63
Şekil 3.	AB Ülkeleri Mortgage Kredi Hacmi/GSYİH Oranları.....	64
Şekil 4.	AB'nin Yeni Üye ve AB'ye Aday Ülkelerin Mortgage Kredi Hacmi/GSYİH Oranları.....	65
Şekil 5.	Bazı Avrupa Ülkelerinde Konut Fiyat Artışları.....	67
Şekil 6.	Avrupa Ülkelerinde Konut Fiyat Artış Oranları.....	67
Şekil 7.	Türkiye İçin Planlana Konut Finansman Sistemi.....	92

TABLULAR LİSTESİ

Tablo 1. Artan Ödemeli İpoteklerde Karşılaşılabilen Negatif Amortizasyon.....	21
Tablo 2. Mortgage Kredileri için Gösterge Faiz Oranları.....	66
Tablo 3. Birleşik Krallık ile AB Temel Ekonomik Göstergelerin Karşılaştırılması.....	69
Tablo 4. Almanya ile AB Temel Ekonomik Göstergelerin Karşılaştırılması.....	70
Tablo 5. AB ve ABD Mortgage Piyasalarının Karşılaştırılması.....	71
Tablo 6. Mortgage Borçları Ve Finansman Araçları Uygulamaları.....	76
Tablo 7. Türkiye, AB ve ABD Temel Ekonomik Göstergelerin Karşılaştırılması.....	85
Tablo 8. Etkin Bir Konut Finansmanı İçin Bulunması Gereken Unsurlar.....	95

ÖZET

Son dönemlerde yaşanan ekonomideki olumlu gelişmeler ile birlikte 2007 yılında yasalaşan ipotekli konut finansman sistemi, piyasaya ciddi bir likidite kaynağı sağlamakla kalmayıp, aynı zamanda kredi alacaklarının ikincil piyasada menkulleştirilmesi suretiyle yeni bir kaynak yaratılarak piyasada nakit döngüsü oluşturulacaktır. Sistemle birlikte piyasalara uzun vadeli yeni bir alternatif yatırım aracı sunulacaktır. Ayrıca sistemin etkin bir şekilde uygulanması durumunda, inşaat sektörüne kazandırılacak ivme ile 200'den fazla alt sektörün canlanması, istihdamın artması ve atıl duran birçok gayrimenkul yeniden ekonomiye kazandırılması sağlanacaktır. İpoteklerin menkul kıymetleştirilmesiyle daha ucuz fon ve daha uzun vadelerde kredi sunma imkanı elde edilecektir.

Ülkenin mevcut koşullara ve pazardaki gelişmelere odaklı geliştirilecek konut finansmanı sistemi sayesinde bir yandan nitelikli konut arzı artırılırken, diğer yandan da fon fazlası olan kesimden fon ihtiyacı olan kesime kaynak aktarımı sağlanarak konut sorununa çözüm bulmak mümkündür. Bu nedenle, konut finansmanı açısından devlet, finansal kuruluşlar, konut üreticileri ve hane halkı arasında dengeli bir ilişkinin kurulması gerekmektedir.

Bu çalışmanın araştırma problemi, diğer ülkelerde uygulanan mortgage sisteminin karşılaştırmaları ve ipotekli konut kredilerinin Türkiye Piyasasına olan etkisi olarak ifade edilebilir. Bu bağlamda bu çalışmanın amaçlarını şu şekilde ifade etmek mümkündür.

- a) Mortgage ve ipoteğe dayalı menkul kıymetler ayrıntılı olarak incelenmiştir.
- b) AB ülkeleri ile ABD 'de deki piyasa farklılıkları incelenmiş ve kıyaslamaları yapılmıştır
- c) Yasalaşan Mortgage sisteminin önceki konut finansmanına göre farklılıkları ve Türk ekonomisine ve finansal piyasalara nasıl bir etkisi olacağı araştırılmıştır.

Mortgage sisteminin yeni iş sahaları açması ve sektörel canlanma yaratması dışında çok önemli bir başka etkisi ekonomide milyarlarca dolarlık ölü sermaye olarak değerlendirilen gayrimenkullerin aktif hale gelmesidir. Konut sahibi olan kişiler bu

sistemle birlikte konutlarını ipotek ettirerek yeni iş kurabilecek sermayeyi rahatlıkla temin edebileceklerdir. Böylelikle aslında ölü bir sermaye olan gayrimenkullerin ekonominin üretim ve istihdam sektörlerine katkı sağlaması beklenmektedir. Gelişmiş ülkelerin lokomotifini olan inşaat sektörü, Türkiye’de önemli bir potansiyeli sahiptir, dolayısıyla bu sektöre yerli ve yabancı yatırımcıların yoğun bir şekilde yatırım yapacağı beklenilmektedir. Bankaların uzun vadeli kredi vermesi sonucunda ev sahipliği oranı artacaktır.

Bu çerçevede yapılan çalışma sonucunda ülkemizde büyük problem olan konut finansmanının bu sistemle çözülebileceğidir. Fakat bunun için siyasi istikrar, idari ve hukuki altyapının sağlam olması ayrıca ekonominin çok iyi işlemesi gerekmektedir.

Anahtar Kelimeler: Konut Finansmanı, İpotekli Konut Kredileri, İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet.

ABSTRACT

The Turkish economy has been improving in recent years, at the same time the Turkish government made some rules about housing financing system in 2007, which is providing liquidity to the market, also banks have a credit pool which can make securitization in the secondary market, by enabling a cash flow. If the system is used effectively, Construction sector would be improved, in addition it would effect more than 200 different jobs. Therefore unemployment rates would be decreased. This system encourages securitization which provides customers cheap funds over a long period.

If we improve this system in relation to the national in conditions and the markets changes, construction supplies will be increased. On the other hand who even has more funds will be transfered to who ever need funds so we can solve the housing problems. In housing financing we should balance the relationship between the government, finansing institutes, constructer and customers.

In my thesis, I wanted to research how mortgage credits would effect the financing market. My goals are; a) I researched mortgage system complately b)If we use the mortgage system exactly how would this effect the financing market. c) I analized what the difference of between The EU countries and The USA mortgage market were and comparision with each other.

When I research these questions, mortgage system and securitization can be explained complately. The other effect of the economy, we can change the proporties to liquidity. The benefit of this system is to ease financial problems by using mortgage of own property. Turkish construction sector has a big potential, so most of the foreign and turkish investors are interested in this sector. Also banks give loans for long term, so property owner rates will increase.

In Turkey, there is a big problem for housing financing which will be solved by the mortgage system. However If we want this system to work efficiently, there should be balanced relationship between government policy, administrative and legal substructure and economy which works well.

Key word: Housing Finance, Mortgage, Mortgage Backed Securities

GİRİŞ

İngilizce "mortgage" olarak tabir edilen, sözlük anlamı ipotek, gayrimenkul rehni olup, terim anlamı ise "satın alma gücü olmayan insanlara destek olarak konut edindirme" olan sözcük, araştırmanın konusunu oluşturmaktadır.

VII. Beş Yıllık Kalkınma planında, inşaat sektörüne yapılan 1 milyar TL'lik yatırımın ekonomide 2,5 milyar TL'lik üretim artışı sağladığı saptanmıştır. Gelişmiş ülkelerde yapılan araştırmalarda ise, konut sektörüne yapılan her 1\$ lık yatırımın, diğer sektörlerin ekonomik faaliyetlerinde 2\$lık artış yaptığı görülmüştür. Diğer yandan konut sektöründeki her bir işin, diğer sektörlerde yaklaşık ek iki iş yarattığı belirlenmiştir. 22 sektör ve 270 sanayi dalından girdi alan inşaat sektörü, istihdamın %10'unu sağladığı gibi, vasıfsız işgücünün değerlendirilmesinde de önemli rol oynar. Yani ülkemizde ve dünyada, makro ölçekte, ekonomik faaliyet düzeyini etkileyen birkaç sektörden biridir.

"Mortgage" dünyada başarıyla uygulanmakta olan en önemli modeldir. Sermaye piyasaları ile bütünleşen ipotek piyasaları eliyle yürütülen sistemde, birincil piyasalarda ipotek kredileri düzenlenmekte, ikincil piyasalarda ise düzenlenmiş olan krediler işlem görmekte, alınıp satılmaktadır. Yani, birincil piyasaya fon akımının, ikincil piyasanın gelişmiş olmasına bağlı olduğu, doğrudan ilişkili bir yapıdan söz edebiliriz. Bu ilişki, konut finansman kurumlarının, bu tip kredileri, mevduat toplayarak fonlamak zorunda kalmalarını önler. İkincil piyasaların yerleştirilmesi, sistemin sürekliliği açısından da şarttır. Ciro edilebilir menkul kıymetlerle, piyasanın yükü, birincil pazarlardan alınarak, finansmanını nihai yatırımcının yaptığı ikincil pazarlara aktarılmalıdır. Piyasalarda bu şekilde bir derinlik oluşturulurken, pazara da yeni finansal enstrümanlar sokmak mümkün olur.

Son dönemlerde Türkiye'nin ekonomik göstergelerinde yaşanan olumlu gelişmeler, enflasyon oranlarının iki haneli rakamlardan tek haneli rakamlara gerilemesine ve faiz oranlarının düşmesine neden olmuştur. Bunların etkisiyle hem planlı ve imarlı bir kentleşmenin sağlanması hem konut sektörünün canlandırılması hem de finans sektörüne bir derinlik getirmesi hedefleriyle Türkiye Büyük Millet

Meclisi'nde "Konut Finansmanı Sistemine ilişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun" 5582 kanun numarası ile 21.02.2007 tarihinde kabul edilmiş ve 06.03.2007 tarihinde Resmi Gazetede yayımlanmasıyla yürürlüğe girmiştir.

Türkiye'de bankacılık sektörü açısından şimdiye kadar sadece güvence olarak kullanılan ipoteğin bir finansman aracı haline dönüştürülerek konut finansman sistemine kaynak yaratacak olması oldukça önemlidir. Bankaların şimdiye kadar kullandığı konut finansman yöntemleriyle uzun vadeli konut kredileri verebilmeleri oldukça zor olup mortgage kredilerinin hem uzun vadeli kredi imkanı sağlaması hem de sistemin kendi kendini finanse etme imkanının olması konut finansman sistemleri içerisindeki önemini ortaya koymaktadır.

5582 sayılı "Konut Finansmanı Sistemine ilişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkındaki Kanun" ile ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç etmenin yolu açılmış olmaktadır. Bu sayede bankaların ihtiyacı olan uzun vadeli kaynak mevcut mevduat hesapları ve sendikasyon kredilerine ek olarak ikincil piyasada da işlem göreceği olan ipoteğe dayalı menkul kıymetlerle sağlanacaktır. Bankalar böylelikle daha ucuz kaynak yaratmış olacaktır. Bunun neticesinde daha düşük faiz oranıyla ve daha uzun vadelerle kredi kullandırma imkanı söz konusu olacaktır.

Çalışmanın ilk bölümünde araştırmanın konusu olan Mortgage sistemi incelenmiştir. Bu sisteminin temel özellikleri, ipotek sigortası, ipotek kredisi türleri incelenmiştir.

İkinci bölümde İpotek Piyasası ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler anlatılmıştır.

Üçüncü bölümde ise Avrupa Mortgage Piyasası incelenerek, ABD ve diğer ülkelerle kıyaslamaları yapılmıştır.

Dördüncü bölümde, Türkiye'nin mevcut konut finansman sistemi ve mortgage ile ilgili yasal düzenlemeleri, Türkiye, AB ve ABD temel ekonomik göstergeleri ile mortgage rakamlarının karşılaştırılması yapılmıştır.

Son Bölümde ise Mortgage sisteminin ülkemizde uygulanabilmesi için alınması gereken tedbirler incelenmiştir.

BÖLÜM 1: MORTGAGE SİSTEMİ (İPOTEKLİ KONUT KREDİLERİ)

1.1. Mortgage Tanımı

Mortgage, iki kelimenin birleşmesinden oluşmuştur. Gage, İngilizce' de taahhüt, teminat anlamı taşır. Mort ise, Fransızca' da ölü veya kilitli demektir. Böylece, Mortgage bir taşınmazla ilgili kilitli veya bağlı taahhüt şeklinde tercüme edilebilir.¹

Mortgage sistemini en genel olarak kira öder gibi ev sahibi olma modeli olarak tanımlayabiliriz. Doğrudan satın alma, peşin ödeme yolu ile konut edindirme gücü olmayan kişilere, ipoteğe dayalı uzun vadeli kredi sağlamak ve kira düzeyinde taksitlerle konut bedelini ödetmek sureti ile konut edindirme amaçlı bir sistemdir.

Dünyadaki ilk mortgage uygulaması Mortgage sisteminin temelleri 1800' lü yılların başında Danimarka'da atılmıştır. 1930'lu yıllarda ise farklı bir modellemeyle ABD'de uygulanmaya başlandı. Sistem Avrupa'da 200 yıllık bir geçmişe sahipken, ABD'de 70 yıldan beri uygulanmaktadır. Günümüze farklı biçimlerde bir çok ülkede uygulanmaya devam etmektedir.²

Daha sonra Avrupa'dan ABD'ne olan göçlerle birlikte, 1900'lu yıllardan itibaren, mortgage sistemi ABD'de de yaygınlaşmaya başlamıştır. ABD'de ilk düzenli mortgage uygulamaları 1930'larda başlamıştır. Bu uygulamaların öncüleri ise düşünülenin aksine bankalar değil, sigorta şirketleri olmuştur.

Dünyada yaklaşık 200 yıllardır devam eden mortgage kredi sistemi ülkemizde ise yeni gündeme gelmeye başlamıştır. Mortgage kredilerinin ülkemizin gündemine bu kadar geç gelmesinin temel nedenlerinden biri ise yüksek reel ve cari faiz oranları olmuştur.

¹ Fatih Çakar, Türkiye'de Emlak Piyasasının Niteliği Ve Mortgage Sisteminin Türkiye'de Uygulanabilirliği,(Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi,Sakarya Üniversitesi S.B.E), Sakarya,2005,s.34.

² Burhan Baloğlu ve Diğerleri,100 Soruda Mortgage uygulamaları,İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın no:2007-30, 2007, s.18

1.1.1. İpotek Edilebilen Mülk Türleri

Her tür gayrimenkul ipotek edilebilir. Fakat bu mülkler oturmaya elverişli olup olmamalarına göre sınıflandırılırlar. Oturmaya uygun mülkler, müstakil evler, apartman daireleri, kooperatifler, mobil evler ve müşterek mülkiyetli konutlardan oluşmaktadır. Oturmaya uygun olmayan mülklerde, ticari mülkler ve çiftlik arazileri olarak iki kategoriye ayrılmaktadır. Ticari mülkler kategorisi ise, ofis binaları, iş merkezleri, hastaneler ve sanayi yapıları gibi geniş bir alanı kapsamaktadır.³

İpotek konusu olabilecek bu gayrimenkulleri 4 sınıfa ayırabiliriz:

- Evler,
- Apartmanlar,
- Ticari binalar,
- Çiftlikler.

1.1.2. İpotek Piyasasının Önemi

Gayrimenkullar teminat gösterilerek sağlanan ipotek kredileri, sermaye piyasasının en büyük kısmını temsil etmektedir. Ancak ipotek piyasasının önemi yalnızca onun büyüklüğünden değil, konutlara için verilen ipotek kredilerine oldukça büyük bir kamu ilgisinin olmasından da kaynaklanmaktadır. Hükümetler, konut sahibi olunmasıyla ilgili kredilerin koşullarına ve bunların elde edilebilirliklerine, programlarında yer vermektedirler ve konut edinimiyle ilgili teşvik konusu hükümetlerin politikasını da etkilemektedir. Konut edinme olayının sosyal yönünün çok güçlü olması bununla ilgili ipotek kredileri de çok güçlü olmuş ve sonuçta ipotek piyasası sermaye piyasasının en etkin ve hacmi geniş bölümü haline gelmiştir. Ayrıca son yıllarda ipotek kredilerinde devrim niteliğinde gelişmeler olmuştur.⁴

³ F.J Fabozzi, ve T.D. Fabozzi, Bond Markets: Analysis And Strategies, Prentice-Hall International Editions, New Jersey,1992,s.10.

⁴ K Cooper. ve D.R Fraser. "Banking Deregulation and the New Competition in Financial Services" Ballinger Publishing, Cambridge, 1988, s. 28.

1.1.3. Mortgage Sisteminin Avantajları

Sistemin avantajları şu şekilde sıralanabilir:

1. Sistem konut sahibi olmak isteyen kişi açısından en mantıklı faiz oranını ve en makul geri ödeme koşullarını mümkün kıldığı için, geri ödeme vadeleri ve miktarları kişinin durumuna göre ayarlanabilir olduğu için, dar gelirli ya da orta sınıf mensuplarına konut sahibi olma imkânı verecektir.

2. Aylık ödemeler çok uzun döneme yayıldığı için oldukça düşük olacaktır. Bu nedenle pek çok kişi sistemden yararlanabilecektir. Kira öder gibi aylık çok cüzi rakamlarla konut sahibi olunacaktır.

3. Başta inşaat ve bu sektöre bağlı iki yüzden fazla alt sektörün büyümesiyle birlikte, finansal piyasaların gelişmesi de sağlanacaktır.⁵

4. Konutların bedeli tarafsız kuruluşlarca belirlenecektir.

5. Sadece iskân sahibi yasal konutlar bu sistemde yer alacak bu nedenle sistemde inşaat kalitesi yükselecektir. Binalar doğal afetlere karşı dayanıklı olacaktır.

6. Satın alınan konut vade bitimine kadar sigorta ettirilecek, böylece risklere karşı harcanan emek sigortalanmış olacaktır. Konut sigortalı olduğu için doğal afetlerde zarar sigorta şirketi tarafından ödenecektir.

7. Konut kredisi alan kişilerin hayat sigortası yaptırması zorunlu tutulacaktır. Kredi alan kişilerin vefat etmesi durumunda vefat edenin yakınları devam etmek zorunda olmayacaklardır.

8. Konut sahibi olmaya çalışan vatandaş aynı anda hem konut kredisine hem de kiraya ödeme yapmayacaktır. Oturduğu eve kira öder gibi sahip olabilecektir. Vatandaş böylelikle kooperatif sisteminden de kurtulmuş olacaktır.

⁵ Murat Gökşin Berberoğlu ve Suat Teker, Konut Finansmanı Ve Türkiye'ye Uygun Bir Model Önerisi, İTÜ Dergisi Sosyal Bilimler Serisi, Cilt:2, Sayı:1, Aralık 2005, s.65

1.2. İpotek Düzenleyen Taraflar

- Borçlu: Genellikle mülk sahibi olmak isteyen ancak bunun için yeterli birikime sahip olmayan bireyler, borç veren tarafından öne sürülen kriterlere sahip oldukları takdirde kredi için başvuruda bulunabilirler. Bu kriterlerin başında borca karşılık ipotek edilen mülkiyetin borç verence uygun görülmesi, kişinin borcu ödeme gücüne sahip olması gelmektedir.

- Borç Veren/ Konut Finansmanı Kuruluşları: Yapı kullanma izni alınmış konutlar üzerine ipotek tesis ederek kredi kullandıran ve/veya finansal kiralama yoluyla kiralayan finansman şirketleridir. İpoteğe dayalı konut kredisi veren kuruluşların başında bankalar gelmektedir. Ancak yukarıda da sözü edildiği gibi banka kaynaklarının kısa vadeli olması bankaları bu tip uzun vadeli borcu finanse etmekte zorlanmalarına yol açmaktadır. Bu sorunu çözebilmek için bankalar kredi teminatı olarak ipotek aldıkları taşınmazları teminat gösterip menkul kıymet ihraç ederek kaynak sağlamak yoluna gitmektedirler.⁶

- Gayrimenkul Değerleme Şirketleri: Lisans sahibi özel eğitim almış uzmanların çalıştırıldığı, gayrimenkulun rayiç değerinin ve kira değerinin saptanması için rapor hazırlamakla görevli şirketlerdir. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının bünyeleri içinde bulunabilirler.

- Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları: Ortaklık yapısının içinde müteahhit şirket, işletmecisi şirket, danışman şirket ve gayrimenkul değerlendirme şirketi yer alan anonim ortaklıklardır. Bu tip şirketler taşınmaz varlıklara, taşınmaz varlıklara dayalı projelere ve gayri menkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak amacıyla kurulmuş şirketlerdir. Portföylerindeki taşınmazların alım satımından kar sağlayarak yıl sonunda ortaklarına temettü olarak dağıtırlar. Portföylerindeki taşınmazlardan kira geliri elde ederler. Gayri menkule dayalı projelere yatırım yaparlar ancak doğrudan inşaat yapamazlar.

⁶ Leyla Dolun, İpoteğe Dayalı Konut Kredisi, Ankara:Türkiye Kalkınma Bankası Yayınları, Şubat 2007, 2007,s.2

- Sigorta Şirketleri: Öncelikle konut kredisi ile satın alınacak taşınmazın sigortalması, bunun ötesinde borçlunun ölümü veya ödeme gücü kaybına karşı sigortalması gerekmektedir. Bu durumda sigorta şirketleri birincil piyasada çok önemli bir yere sahiplerdir. Sigorta şirketlerinin ikincil piyasada yer almalarının ana nedeni ellerinde uzun vadeli kaynak bulundurmaları ve değerlendirmeleri gereken uzun vadeli kaynakları için, gayrimenkule dayalı yatırım fonları, faiz oranlarının fazlaca değişmediği dengeli ekonomilerde, ciddi getiri sağlayabilmektedir.

- Emekli Sandıkları: Ellerinde bulunan uzun vadeli fonları değerlendirmek amacıyla ikincil piyasada gayrimenkule dayalı menkul kıymetleri satın alabilmektedirler.

- İpotek Finansmanı Kuruluşları: Konut kredisi nedeniyle mevcut alacakları devralabilen, bu alacakları yönetip bunları teminat göstererek kaynak yaratabilen sermaye piyasası kurumu niteliğindeki anonim şirketlerdir.

- Kamuya Ait İpotek Kuruluşları, Birlikleri Ve Kuruluşları: Örnekleri ABD’de görülen bu birlikler, GNMA/Ginnie Mae, FNMA/Fannie Mae ve Federal Ev Kredisi Mortgage Kuruluşu FHLMC ipoteğe dayalı konut finansmanını geliştirmek amacıyla kurulmuşlardır.

FNMA, diğer hükümet destekli kuruluşlarla beraber ikincil piyasada ipotekleri satın alır ve bir havuz oluşturarak bunları ipoteğe dayalı menkul kıymet olarak yatırımcılara açık pazarda satar. FNMA özel sektöre geçtikten sonra (1970), sadece devlet garantili ipoteklerin yanında diğer ipotekleri alarak ipoteğe dayalı menkul kıymetleri ikincil piyasada satmaya başlamıştır.⁷

GNMA, ana amacı ipotek kredilerini teşvik ederek düşük ve orta gelire sahip ev almak isteyen kişilere mali yardım sağlamaktır. GNMA, daha çok ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemelerinin zamanında yapılmasına garanti vermektedir.

Federal Ev Kredisi Mortgage Kuruluşu (FHLMC), ana amacı ipoteğe dayalı

⁷ Dolun, s.3-4.

krediler için ulusal ikincil piyasanın gelişimini sağlamaktır Bu kuruluş kamu garantisini olan ipoteye dayalı krediler için sertifika arz eder. Özel sertifikaları garanti etmez. GNMA aylık ödemeler için garanti verirken FHLMC daha çok altı aylık dönemler için işlem yapmaktadır.

1.3. İpotek Düzenleme Süreci

Bu süreç, bir gayrimenkulü satın almak için gerekli krediyi temin etmek amacıyla, uzman konut finansman kurumları veya finansman nitelikli kurumlara başvurma aşamasından bu başvurunun değerlendirilip uygun görülmesi ve yasal çerçeve içerisinde tarafların tüm gereklilikleri yerine getirmesinden sonra kredinin talep eden tarafa verilmesi aşamasına kadar yapılan tüm hukuki ve teknik işlemleri kapsar. Yani konut satın almak için borçlanmak isteyen kişi, ipotek düzenleyici kurumlara başvurur. İpotek kredisi alma süreci, başvuru finansal durumu hakkındaki bilgileri içeren başvuru formunun düzenlenmesi ve başvuru ücretinin ödenmesiyle başlar. Daha sonra, ipotek kredisi verecek olan kurum başvuru tarafla ilgili kredi değerlendirmesi yapar.⁸

1.3.1. İpotek Kredisi Verilirken Gerekli Kriterler

Kredi veren kurumlar kredi talebinde bulunan tarafa, kredi verilip verilmeyeceğine karar vermek, diğer bir deyişle, kredi riskini azaltmak için bazı kriterler kullanılmaktadır.⁹ Bu kriterlerin en önemlilerinden ikisi aşağıdakilerdir:

- İpotek Ödemelerinin Gelire Oranı (Payment- to- Income, PTI),
- Kredi Tutarının Mülkün Değerine Oranı (Loan- to- Value, LTV).

Bu kriterler ipotek kredilerinin geri dönüşünü güvence altına almak için kullanılmaktadır.

1.3.1.1. İpotek Ödemelerinin Gelire Oranı

İpotek ödemelerinin gelire oranı (PTI), gayrimenkul almak isteyen kişilerin başvurdukları kredinin geri ödeme tutarının, kişilerin aylık gelirlerine olan oranını ifade

⁸ Fabozzi,, s.170.

⁹ Fabozzi, s.20.

etmektedir. Kişiler kredi geri ödemelerini sahip oldukları gelirlerden ödemektedirler. Bu durumda PTI oranı ne kadar düşük ise, kredi geri ödemeleri de o ölçüde düzenli yapılmaktadır. Bir başka ifade ile bu oranın düşüklüğü alınan kredinin kişinin geliri içinde payının düşük olmasına ve dolayısıyla bu kredinin ödenmeme riskinin az olmasına neden olmaktadır. Örneğin PTI oranının %30 olması, kredi geri ödeme tutarının bu krediyi alan kişinin geliri içindeki payının da %30 olduğunu gösterir.

1.3.1.2. Kredi Tutarının Mülkün Değerine Oranı

LTV oranı, kredi talebinde bulunan kişilerin alacakları kredilerin, gayrimenkulün satış fiyatına olan oranı şeklinde ifade edilmektedir. Dolayısıyla, kişilerin satın alacakları gayrimenkulün fiyatı ile alacakları kredi arasındaki kısmı gayrimenkulün satın alınması sırasında peşin ödemeleri gerekmektedir. LTV oranının düşüklüğü, kredi veren kurum açısından daha yüksek bir koruma ifade etmektedir; çünkü kurum tarafından gayrimenkul değerinin tamamı kadar kredi açılmamakta ve bu sayede oluşabilecek risklere karşı bir miktar emniyet payı bırakılmaktadır. Örneğin, 100.000 \$ değerindeki bir gayrimenkul için 10.000 \$ peşin ödenecek ve geri kalan kısım için ipotek kredisi kullanılacak ise, bu durumda LTV oranı % 90 (90.000 \$/100.000 \$=%90) gibi yüksek bir oran olmaktadır. Gayrimenkul finansman sistemleri gelişmiş olan ülkelerde, LTV oranı genellikle %80 civarındadır.

1.3.2. İpotek Düzenlemeden Elde Edilecek Getiriler

Konut kredisi veren, diğer bir deyişle ipotek kredisi düzenleyen finansman kurumları, bu faaliyetlerinden bir ya da birkaç şekilde gelir elde ederler.

1.3.2.1. İpotek Kredisi Düzenleme Ücreti

Finansal kurumlar, verdikleri ipotek kredilerinden düzenleme ücreti almaktadırlar. Bu ücret “points” olarak ifade edilmektedir ve her bir point verilen kredinin %1'ne tekabül etmektedir. Dolayısıyla düzenleme ücreti için verilecek miktar krediyi veren tarafın kaç points üzerinden değerlendirdiğine bağlı olarak değişir.

1.3.2.2. İpotek Kredisinin Takibi İle İlgili “Hizmet Ücretleri”

İpotek kredisi almış olan kişi ve kurumların, zamanında ve doğru ödeme yapmasını sağlamak için, ipotek kredisi verenlerin yerine getirmesi gereken bazı işler bulunmaktadır. Bunlar;¹⁰

- Ödeme ihbarlarının gönderilmesi,
- Kredi geri ödeme zamanlarının geçmesi durumunda, kredi alan tarafa gerekli duyuruların yapılması,
- Erken yapılan ödemelerin kaydedilmesi,
- İpotek bakiyesi tutarlarının kaydedilmesi ve muhafaza edilmesi,
- İpotek edilmiş olan mülkle ilgili sigorta ve vergilerin yatırılması ve bu işlemlerin takip edilmesi,
- Yılsonunda vergi bildirimlerinin yollanması,
- Gerektiğinde haciz işlemlerinin yapılması,

gibi işlemlerden oluşmaktadır. Bu gibi iş ve işlemler, ipotek kredisi ile ilgili hizmetler olarak bilinir. Genellikle, krediyi veren taraflar, bu hizmetleri de kendileri yapmaktadırlar, ancak bu durumun istinası da yok değildir. Bazı durumlarda düzenlenmiş olan ipotekler, başka bir kuruma devredilebilir.¹¹

1.3.2.3. İkinci El Piyasa Satış Karı

İkinci el satış karı ipoteği düzenleyen tarafın düzenlediği krediyi maliyetinden daha yüksek bir fiyatla başka bir kişi ya da kuruma satmasıyla elde ettiği gelirdir. Finans piyasaları gelişmiş olan ülkelerde, genel olarak mevzuat ve özel olarak da vergi düzenlemeleri, uzun vadeli olarak uzun vadeli olarak fon toplayan emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi kurumların ipotek kredilerine yatırım yapmalarını teşvik

¹⁰ M. Bahadır Teker, İpoteğe Dayalı Konut Finansman Sistemi, Konut Finansmanı Ve Türkiye Konferansı, İstanbul, 2004

¹¹ Fabozzi,, s.173.

etmektedir. Hükümetler, ipotek kredilerine ikinci el piyasa yaratarak likidite sağlamak ve sonuçta konut piyasasına akacak fonları artırmak için gayret göstermektedirler. İkinci el piyasasında faaliyet gösteren kurumlar, düzenlenmiş olan ipotek kredilerini satın alarak portföy oluşturmakta ve bunlara dayalı olarak daha sonra menkul kıymet ihraç etmektedirler. Bu da ipotek kredilerinin ikinci el piyasalarına satılması için ayrı bir faktördür.¹²

1.3.2.4. Satılan Kredi İle İlgili Faiz Gelirleri

İpotek kredisi veren kurumların ipotek kredisinden elde ettikleri gelirlerin içindeki en önemli pay, satılan kredi ile ilgili faiz gelirleridir. Finansal kurumlar mevduat olarak topladıkları veya farklı kanallardan elde etmiş oldukları fonlar için belli oranlarda faiz ödemektedirler. Dolayısıyla bu toplamış oldukları fonları kredi talebinde bulunanlara kullandırırken de yine belli oranda faiz uygulamaktadırlar. Bu kurumların kredi talebinde bulunanlara uygulayacakları faiz, söz konusu fonların toplanmasında verilen faizler ve kurumun gider payı ile kar marjının eklenmesi sonunda oluşan tutar düzeyinde olmalıdır ki finansal kurumlar açısından fon toplayıp satmak karlı bir iş olsun.¹³

1.4. İpoteğe Dayalı Yatırımın Taşıdığı Riskler

Düzenlenmiş olan ipotek kredilerine yatırım yapmış olanlar, belli başlı sekiz tür riskle karşı karşıya kalacaklardır.¹⁴

1.4.1. Faiz Oranı Riski

Satın alanlara dönemsel bir getiri vaat eden finansal araçlar, faiz oranı riskinden etkilenirler. Faiz oranı riski, piyasadaki faiz oranlarının değişimi sebebiyle karşılaşılabilecek zarar riskidir. Faiz oranlarının yükselmesiyle ipotek kredisinin fiyatının düşmesi söz konusu olabileceği gibi, faiz oranlarının azalmasıyla ipotek kredisinin fiyatı yükselebilir. İpotek kredisi uzun vadeli bir yatırım olduğundan faiz

¹² Ali Alp ve M.Ufuk Yılmaz; Gayri Menkul Finansmanı ve Değerlemesi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2000,s.53,54

¹³ Alp ve Yılmaz, s.54

¹⁴ Fabozzi, s.25.

riski her zaman söz konusudur. Bu riskten kaçınmak için başlangıçta bu tür risklere karşı sigorta yaptırılabilir. Faiz oranı sigortasının yapılması halinde, oranlarda meydana gelecek aşırı değişmeden oluşacak farktan dolayı uğranılan zarar sigorta şirketi tarafından karşılanacaktır.

1.4.2. Erken Ödeme Riski

İstikrarlı ekonomiye geçişte faizlerin düşmesi ile kredinin kapatılıp daha düşük faizle kredi kullanımı, erken ödeme riskini oluşturur ve bankalar için yüksek maliyet yaratır. Kredi verenler, gerekli fonları, ihtiyaca uygun anlaşmalar yapmak kaydıyla temin eder ve ihtiyacı olanlara kredi olarak verirler. Başka bir ifadeyle, talep edilen vade ve geri ödeme koşullarına uygun fonları borçlanan kreditorler, kendi karlarını da koymak kaydıyla bu fonları konut almak isteyenlere kullandırır. Ancak, borcun erken ödenmesi durumunda, kreditorün öngördüğü tüm kar ve planlanan ödeme koşulları geçersiz olacak ve bazı durumlarda kreditor, zarar bile edebilecektir.¹⁵

Örneğin konut satın almak için finansman kurumundan 1 milyon YTL kredi alan ve bu krediyi 25 YTL sabit geri ödeme tutarları ile 360 ayda geri ödeyecek kişi, 60'ncı ayda bu tarihten itibaren geri kalan tüm kredi borcunu ödeyerek almış olduğu krediyi kapatma hakkına sahip olduğu gibi, herhangi bir nedenle eline belli bir para geçmesi (diyelim ki 200YTL) halinde bu tutarı finansman kurumuna yatırarak, yatırma tarihi itibariyle kredisinin bakiyesini 200 YTL azaltma ve faiz yükünden kurtulma hakkına sahiptir. Bu hak kredi alan için, erken ödeyebilme hakkını, kredi veren açısından ise, verilmiş olan kredinin geri dönüşünde belirsizlik olması nedeniyle erken ödeme riskini ifade eder.

1.4.3. Temerrüt Riski

Sistemdeki risklerin en başında, kredinin geri ödenmemesi veya ödenememesi riski gelmektedir. Bu riskin temel sebepleri ödeme/gelir oranı veya borç bakiyesi/konut değeri oranındaki artışlardır.¹⁶ Mevcut durumda konut kredilerinde takibe dönüşüm

¹⁵ Suna Oksay ve Tolga Ceylantepe, Mortgage ve Mortgage Sigortaları, İstanbul: Sigorta Araştırma ve İnceleme Yayınları No:7, 2006, s.28

¹⁶ Oksay ve Ceylantepe, s.28

oranının yüzde 0.1 seviyesinde olması temerrüt riskinin hali hazırda düşük olduğuna işaret etmektedir. Özellikle, vadeye kalan gün sayısı azaldıkça temerrüt riskinin düştüğü görülmektedir. Ancak kredi kullanan temerrüt durumundan ne kadar çabuk korunursa

(temerrüt durumunda bankanın konuta el koymasını zorlaştırarak vb.) faiz oranları da o derece de artmaktadır. Bu anlamda temerrüde düşmüş kredi kullanıcılarının korunması, temerrüde düşmemiş kredi kullanıcılarının temerrüde düşenleri sübvanses etmesi sonucunu doğurabilecektir.¹⁷

1.4.4. Likidite Riski

İkincil piyasaların gelişmediği durumlarda konut kredileri, likidite riski yaratır ve bankalar kredileri nakde çeviremezler.¹⁸ Likidite riski aktif ve pasif arasındaki vade uyumsuzluğu nedeniyle maruz kalınabilecek risktir. Kredi verenlerin fon kaynakları genelde kısa vadeli olduğundan uzun vadeli olarak kullandırılan krediler vade uyumsuzluğuna yol açmaktadır.¹⁹

1.4.5. Satın Alma Gücü Riski

Satın alma gücü riski, yatırım aracının gelecekteki nakit akımlarının satın alma güçlerindeki belirsizliktir. İpotek kredilerinin uzun vadeli olması nedeniyle, bu risk çok daha fazla önem kazanmaktadır. Özellikle sabit faiz oranlı ipotek kredisi sahipleri kredinin vadesi boyunca satın alma gücü riski ile karşı karşıya kalacaklardır. Bununla beraber günümüzde satın alma gücü riskini azaltmak için ipotek kredilerinin faiz oranları vade boyunca sabit tutulmamakla ve belirli dönemlerle yeniden belirlenmektedir.

1.4.6. Pazar Riski

Finansal piyasalarda bir siyasal olaya bağlı olarak ya da hiçbir rasyonel sebebe bağlı olmadan, finansal araçların fiyatlarında meydana gelen oynamalar olarak

¹⁷ Abdullah Yavaş, A'dan Z'ye Mortgage, USA: Pennsylvania State University ,2006, s.45

¹⁸ Ömer Çelebi, Birincil Konut Kredisi Piyasasında Son Gelişmeler ve Yaşanan Sıkıntılar, Konut Finansmanı ve Türkiye Konferansı , 2006

¹⁹ Ela Doğan, Türk Bankacılık Sektöründe Konut Kredilerinin Gelişimi,BDDK,SGD Çalışma Raporları No:2006-1, 2006,s.24

değerlendirilebilir. Bu gibi durumlarda beklentilerin iyimser ya da kötümser olması da önem taşır.

1.4.7. Sektör Riski

Firmanın faaliyet gösterdiği sektörde oluşan sosyal ve ekonomik değişimlere, firmanın verdiği tepkidir.

1.4.8. Yönetim Riski

Firmanın yönetim kademesinde bulunanların, firma stratejileri ile ilgili aldıkları kararların olumlu ya da olumsuz etkisi şeklinde anlaşılabilir.

1.5. Konut Finansman Yöntemleri

Konut finansmanının farklı yöntemleri bulunmaktadır. Bunlar dolaysız yöntem, sözleşme yöntemi, mevduat finansmanı yöntemi ve ipotek bankası yöntemidir.

1.5.1. Doğrudan Finansman Yöntemi

Dostlardan alınan birikimlerle kredi birikimlerini de ekleyerek veya konut üreticisinin krediyle satış yapması, ya da tamamen bedelini ödeyerek, ya da bir kısmını taksitler halinde ödeyerek konut sahibi olma yöntemidir. Bu yöntem kaynak kullanım etkinliği açısından çok verimsiz bir yoldur. Kurumsal finansman yapısının gelişmediği ya da talebi karşılayacak düzeyde fon arz edemediği, yine mevcut finansal kuruluşların herhangi bir şekilde verimli çalışmadıkları ortamlarda kullanılan bir yöntemdir.²⁰

1.5.2. Sözleşme Yöntemi

Sözleşme yöntemi sisteme giren tarafların karşılıklı fedakarlıkta bulunmaları temeline dayanmaktadır. Bu yöntemde, sisteme yeni girenler kendilerinden önce sisteme dahil olanlara finansman sağlamaktadır. Bu yöntemin başarısı, sisteme düzenli olarak dahil edilebilecek kişilerin olmasına bağlıdır. Yani sözleşme sistemi ile konut finansmanı, süreklilik arz edecek şekilde sisteme girecek kişiler olması durumunda

²⁰ Feyzullah Yetgin, Mortgage Sistemi: Türkiye, İstanbul; Dünya Basın evi, 2007, s.13

sağlıklı olarak isleyebilecek bir sistem özelliğine sahiptir.²¹

Söz konusu yöntem, konut satın almak isteyen bireyin tasarrufunu finanse edecek kurumun hesabına yatırarak piyasa faiz oranının altında bir getiri elde etmesiyle islerlik kazanmaktadır.²²

Konut sahibi olmak isteyen bireyler bu konuda uzmanlaşmış kurumlara tasarruflarını yatırır; ancak yatırım dönemi boyunca piyasa faiz oranının altında getiri elde ederler. Daha sonra, bu bireyler ev sahibi olmak için kredi almak istediğinde piyasa faiz oranlarının altında faiz ödemektedir. Türkiye’de uygulanmakta olan toplu konut sistemi ve araba alım kampanyaları gibi uygulamalar temelde bu sisteme benzemektedir.²³

1.5.3. Mevduat Finansmanı Yöntemi

Mevduat toplayan fon kurumları yoluyla konut finansmanı için kaynak yaratılmasına çalışılır. Ticari bankalar, Tasarruf bankalar (Saving Banks), Tasarruf ve Kredi Birlikleri (Saving and Loan Asso.) Emeklilik Fonları (Pension Funds), Yapı Toplulukları (Building Societies) gibi bu konuda uzmanlaşmış finans kurumları piyasa faiziyle topladıkları mevduatların bir kısmını (bazılarında tamamını) yine piyasa faiz oranlarıyla (bazıları devletçe sağlanan özel vergi munzam disponibilitate indirimi vb. gibi nedenlerle) piyasa fon oranının altında konut (ipotek) kredisi olarak arz ederler.²⁴

Mevduat finansmanı yöntemiyle toplanan kaynaklar, konut finansmanı açısından çok önemli olmalarına karşın, bu kaynakların toplanabilmesi için bazı şartların olgunlaşmış olması gerekmektedir. Mevduata reel faiz ödenmesi bunların en önemlilerindedir.²⁵

Mevduat toplayan kurumların toplamış oldukları mevduatların bir kısmını ya da hepsini daha sonra konut finansmanına sevk etmesine dayanan bir yöntem olup

²¹ Y.B. Önal ve M. Topaloğlu, İpotekli Konut Finansmanı ve Hukuku Mortgage (Tutsat), Adana: Karahan Kitabevi, 2007,s.115

²² Hakan Berbercuma, Mortgage Konut Finansman Sistemi ve Türkiye’deki Yapı, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi SBE),İstanbul,2006,s.10.

²³ Ali Alp, Modern Konut Finansmanı, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları,2000,No:51, s.24.

²⁴ Yetgin,s.13.

²⁵ Önal ve Topaloğlu, s.116.

örnek olarak İngiltere'deki Building Societies ve ABD'deki Saving and Loan Associations gösterilebilir.

Mevduat finansman yönteminde finansal kaynak, bankaların topladıkları mevduat hesaplarından ve yurtdışından alınan sendikasyon kredilerinden sağlanmaya çalışılmaktadır.²⁶

1.5.4. İpotek Bankası Yöntemi

İpoteğe Dayalı Konut Finansman Sistemi dünyada iki temel model altında uygulanmaktadır. Bunlardan ilki, 1800'lü yılların başında Danimarka'da başlayan ve günümüzde de başarıyla uygulanmaya devam eden ipotek bankaları-Avrupa Modelidir. Bu modelde ipotek bankaları menkul kıymetler ihraç edip fon toplamakta ve bu fonlar ile gayrimenkul kredisi vermektedirler.

Günümüzde birçok Avrupa ülkesinde ipotek bankacılığı modeli, gayrimenkul finansman yöntemi olarak kullanılmaktadır. Bankalar bu modelde konut kredisi verdikleri gibi, aynı zamanda büyük çaplı inşaat projelerine veya kamu destekli projelere de kredi verebilmektedir. Avrupa'da ipotek kredilerinin koşulları yasalarla çok detaylı şekilde belirlenmiştir. Piyasadaki faiz oranları ise serbest olarak belirlenmektedir. İkincisi ise, 1970'li yılların başında Amerika'da uygulanmaya başlayan ipotek merkezi-Amerika Modelidir. Bu modelde, bankalar kullandıkları konut kredilerini servis ücreti keserek tüm hakları ile birlikte ikincil piyasa kuruluşlarına bir başka ifadeyle ipotek merkezlerine devretmektedirler. İpotek merkezi kurulumu bankalardan devraldıkları kredilere dayanarak ipotek tahvili çıkarmakta ve bunları kurumsal yatırımcılara garanti ücreti keserek ihraç etmektedirler.²⁷

Bu sistemde yer alan ipotek bankaları gibi konut finansman kurumları da konut alıcılarına genelde sabit faiz oranıyla kredi temin etmektedirler. Bu kurumlar verdikleri kredinin kaynağını, cari faiz oranlarından sermaye piyasalarında satmış oldukları menkul kıymetlerden sağlamaktadırlar. Doğal olarak bu sistem, özel kesim kurumlarının da yer aldığı, etkin ikinci el menkul kıymet piyasasının olması halinde

²⁶ Alp, s.24.

²⁷ Önal ve Topaloğlu, s.112.

mümkün olabilir. Örneğin, İngiltere’de ipotek bankası sisteminin etkin bir şekilde isleyebileceği bir ortam yoktur; çünkü tahvil piyasasında kamu menkul kıymetleri hakimdir. Kamu menkul kıymetleri vergisel avantajlara sahiptirler. Bu nedenle İngiltere’de özel kesim tahvil piyasası gelişmemiştir, ancak ipotek bankası sistemi, tahvil piyasaları gelişmiş olan Almanya ve benzer diğer ülkelerde etkilidir.²⁸

Amerika modeli Avrupa modeline benzemekle birlikte önemli farklılıklar da göstermektedir. Avrupa modelinde teminatlar bilançoda kalmakta, Amerikan modelinde ise bilanço dışına çıkarılmaktadır. Tüketicilere verilen gayrimenkul kredilerinin bankaların bilançolarından çıkması nedeni ile sermaye yeterliliği açısından bankalar serbest sermayeye kavuşmakta, diğer yandan yeni krediler için kaynak temin etmektedirler. İpotek merkezleri devraldığı ipotek kredilerini kendi portföyünde tutabilmekte ya da birleştirip kredi havuzu oluşturarak ipotekli tahvil ihracı yapabilmektedir. İpotek merkezleri satın aldıkları kredinin ödenmeme riskini de üzerine almakta, ancak ihraç ettiği ipotek tahviline bunu yansıtmamaktadırlar. İlk kredi veren kuruluş yani bankalar ödemeyi garanti etmezken, ipotek merkezleri bunu garanti etmektedirler.²⁹

1.6. İpotek Kredisi Türleri

Gayrimenkul finansman piyasası gelişmiş olan ülkelerde, gayrimenkul satın almak ya da inşa ettirmek isteyen yeterli fona sahip olmayan kişi ve kurumların gerekli bir takım şartları taşımaları halinde, başvurabilecekleri birçok ipotek kredisi türü vardır. İpotek kredisi talebinde bulunacak kişi ve kurumlar ön ödemeyi yapabilme, sahip oldukları gelir düzeyi, kredinin vadesi ve kredi kurumları tarafından istenen diğer şartları yerine getirmelidirler. Gayrimenkul kredisi almak isteyen kişi ve kurumlar, başvuracakları finansman kurumlarını seçerken, finansman kurumlarının verebilecekleri kredi türleri, kredilere uygulanan faiz oranları, kredi ile ilgili geri ödemelerin yapılış şekli, gerekli hizmetlerin sağlanma koşulları ve kredi değerlendirme süreci gibi

²⁸ Alp, s.25.

²⁹ Önal ve Topaloğlu, s.113.

faktörleri göz önünde bulunduracaklardır.³⁰

Kredi talebinde bulunan ve kredi sağlayan tarafların tercih ve beklentileri ipotek türlerinin geliştirilmesinde etkilidir. Ancak tercih ve beklentilerde ülkelerin genel ekonomik durumuna ve durumun geleceğine göre belirlenmektedir.

Ekonomik dengelerinde istikrarı sağlamış ve gelecekle ilgili beklentilerin bu yönde olduğu ülkelerde genellikle sabit faiz oranlı ipotek kredileri kullanılırken, ekonomik istikrarsızlıkların ve enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde değişken oranlı ipotek kredileri kullanılmaktadır.

İpotek piyasaları gelişmiş ve bu çerçevede ipotek kredileri çeşitlenmiş ülkelerin çoğu sanayileşmiş ülkelerdir. Bu ülkelerin ekonomilerinin istikrarlı olması, kişisel tasarruf düzeylerinin yüksek olması ve finansmanın kurumsallaşmış olması nedeniyle gayrimenkul finansman piyasaları etkin bir şekilde çalışmaktadır.

Az gelişmiş veya gelişmemiş ülkelerde finansman piyasaları da gelişmemiştir. Ekonomilerindeki genel istikrarsızlık, enflasyon düzeylerinin çok yüksek olması ve tasarruf düzeylerinin çok düşük olması mali sektörlerinin de yeterince gelişmemesine sebep olmuştur. Dolayısıyla gayrimenkul sektörü de yeterince gelişmemiştir.

Uygulanan ipotek türleri gayrimenkul finansman piyasasını yakından etkileyecek önemli bir unsurdur. Aşağıda bazı ipotek kredileri hakkında bilgi verilmiştir.

1.6.1. Klasik İpotek Kredisi

1930'lardan itibaren uygulanmaktadır. Başlangıçta 20 yıl vadeli ve daha sonra 30 yıla kadar vadeli olarak verilen bu ipotek kredileri, zaman içinde bazı değişiklikler geçirmiştir. Bunlardan biri (çabuk ödemeli quick pay), diğeri ise artan öz varlık ödemeli ipotekler (Growing Equity Mortgage-GEM-) dir. Hatta taksit ödeme süresini aylık düzeyden, iki haftalığa indiren ödeme planları (biweekly)'ni içeren ipotek uygulaması da yapılmaktadır. Bu durumda 30 yıllık vade, 15 yıla inmiş olmaktadır. (Artan tutarlı

³⁰ Aslıan Deniz, "Mortgage Sistemi Ve Finansal Piyasalara Olan Etkisi", (Yayınlanmamış Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi S.B.E), Sakarya,2006, s.14

ipoteke kredileri, Graduated Payment Mortgages) zamanla borçlunun gelirinin yükseleceği beklentisi ile hazırlanmış bir ödeme planıdır. Aylık geri ödeme taksitlerinin tutarı faiz oranlarıyla ilişkili olmaksızın vade içinde sona yaklaştıkça arttırılmaktadır.³¹

GEM ipotekleri ise ipotek kredisi taksitleri 25 yıl olarak düzenlenir. Aylık taksitler eşit olup, faiz oranı sabittir ve vade sonuna kadar değişmez. Aylık ödemeler her yıl Mart ayında %4 arttırılır. Bu artırım yalnız anapara üzerinden yapılır. Böylece ödemede vade 15 yıla, hatta altına kadar indirilebilir. Klasik sabit faizli 25 yıllık ipotek kredilerine göre bu uygulamada %50 daha az faiz ödemesi yapılmaktadır.³² Ayrıca GEM' e benzer İngiltere' de uygulanan bir ipotek kredisi de "Düşük Başlangıçlı İpotek Kredisi" (Low Start Mortgages) geniş ölçüde uygulanmaktadır.

Avantajları

- Kredi tamamen geri ödenene kadar, faiz oranının ve aylık geri ödemelerin sabit kalması borçlu açısından caziptir.
- Her aylık ödeme sonunda kredi bakiyesi azalacak, borçlunun ev üzerindeki payı artacaktır. Kredi bakiyesi azalmasıyla ya da meydana gelebilecek muhtemel bir değer artışıyla, sahibinin mülkün üzerindeki değeri de yükselecektir.
- İpotek borcunun devredilebilir olması şartıyla; krediye ait faiz oranı, cari faiz oranlarından düşükse, mülkün değeri yükselir, satışı hızlanır.
- Piyasa faiz oranlarının, düzenlenmiş olan ipotek kredisinden daha düşük olması durumunda, borçluya krediyi defaten kapatma ve düşük olan cari faiz oranlarından yeniden borçlanabilme hakkı tanır.

³¹ İlhan Uludağ ve Erişah Arıcan, Finansal Hizmetler Ekonomisi, İstanbul: Beta Yayınları , 2. Baskı, 2001, s:412.

³² M.Bahadır Teker, Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı, Ankara: SPK Yayın No.: 43, 1996 ve Kidwell D. ve Peterson R, Financial Institutions, Markets and Money, Texas Technics University, 1987, s: 538

Dezavantajları

- Piyasa faiz oranlarının, düzenlenmiş olan ipotek kredisinden daha düşük olması durumunda, borçluya krediyi defaten kapatma ve düşük olan cari faiz oranlarından yeniden borçlanabilme hakkı tanıdığından, kredi veren için aleyhte sonuçlar doğurur.
- Faiz oranlarının istikrarsız olduğu ya da yükselme eğiliminde olduğu dönemlerde, hesaplanan aylık geri ödemeler borçlunun ödeme kapasitesini aşabilir.

1.6.2. Artan Geri Ödeme Tutarlı İpotek Kredileri (GMP)

1970'lerin ortalarında Konut ve Kent Gelişimi departmanı tarafından geliştirilmiş bir ipotek türüdür. İlk aylardaki ödemeler, gelecek yıllardaki ödemeler yada sabit faizli ödeme ile karşılaştırıldığında daha düşüktür. Yani geliri şu an için düşük olan, ancak gelecekte artması beklenen ailelerin mülk edinimini kolaylaştırmak amacıyla geliştirilmiş bir ipotek türüdür. Genellikle kişilerin ilk işe başladıkları yıllarda tüketim-tasarruf bileşeni tüketim lehine olurken, ilerleyen yıllarda bu oran tasarruf lehine döner.³³

Negatif Amortizasyon: Hesaplanan aylık geri ödemeler, faiz tutarını karşılayamayacak kadar düşükse, faiz tutarı ve aylık geri ödeme tutarı arasındaki geri ödeme aleyhine fark, ipotek kredi bakiyesine ilave edilmektedir. Yani borçlu, borcunu ödemeye devam ettiği halde, kredi bakiyesi azalmak yerine artmaktadır. Artan Ödemeli İpoteklerde karşılaşılabilen negatif amortizasyonu örneklendirelim.

³³ Alp, s.82.

Tablo 1
Artan Ödemeli İpoteklerde Karşılaşılabilen Negatif Amortizasyon

Ay Sayısı	Aylık Kredi Geri Ödeme Tutarı	Aylık Faiz tutarı	Anapara Geri Ödeme Tutarı	Dönem Sonu Kredi Bakiyesi
1	712,77	895,83	-183,06	100.183,6
2	712,77	897,47	-184,70	100.368,3
3	712,77	899,13	-186,36	100.554,7
-	-	-	-	
10	712,77	911,13	-198,36	101.906,2
11	712,77	912,91	-200,14	102.106,3
12	712,77	914,70	-201,93	102.308,3
13	766,23	916,51	-150,28	102.458,6
14	766,23	917,86	-151,63	102.610,2
-	-	-	-	-
-	-	-	-	-
23	766,23	930,53	-164,30	104.037,4
24	766,23	932,00	-165,77	104.203,2
25	823,70	933,49	-109,79	104.313,0

Kaynak: Yohannes ,1988, s.65

Artan Ödemeli İpotekler yöntemiyle, %10,75 faiz oranı ile 100.000USD ipotek kredisinin alınması durumunda aylık faiz tutarı ($100.000 \times \%10,75/12$) 895,83 dür. Artış periyotlarının da yılda bir olduğunu varsayarsak, başlangıçta 100.000USD kredi kullanan bir kişinin, aylık geri ödemelerini yaptığı halde, 24.ayın sonunda kredi borcu, 104.203,2USD'ye ulaşmıştır.

Avantajları

- Daha fazla kişinin borç alma kriterlerine uygunluğunu sağlar.
- Kredi alan, ipotek başvurusu sırasında aylık geri ödemelerinde olacak artışları bilmekte, finansal yapısını bu duruma göre ayarlayabilmektedir.
- Kredi alanın, gelirindeki artışları yaklaşık olarak tahmin etmesi ile, ona en uygun ödeme planı düzenlenir.

Dezavantajı

En önemli dezavantajı negatif amortizasyon (Hesaplanan aylık geri ödemeler, faiz tutarını karşılayamayacak kadar düşükse, faiz tutarı ve aylık geri ödeme tutarı arasındaki geri ödeme aleyhine fark, ipotek kredi bakiyesine ilave edilmektedir) nedeniyle, aylık geri ödemeler yapıldığı halde, borç bakiyesinin artış göstermesidir. Bu kredi veren ve alan açısından arzulanmayan bir durumdur.³⁴

1.6.3. Değişken Oranlı İpotek Kredisi (Variable Rate Mortgage, VRM)

Verilen ipotek kredisinin faiz oranlarının, kredinin vadesi boyunca sözleşmede önceden belirlenen sürelerde değiştirilen diğer bir deyişle yeniden belirlenen kredi türünü ifade etmektedir. Bu kredinin uygulanma nedeni, faiz oranlarındaki değişikliğe karşı kredi veren kurumun korunmasıdır. Faiz oranlarında değişmelerin ortaya çıkmasıyla beraber VRM'ler, kredi verenler açısından klasik ipotek kredilerine göre daha avantajlı kredi aracı haline gelmiştir.³⁵

Bu tür kredilerde faiz oranlarının yeniden belirlenme zamanı, kredinin düzenlendiği ülkenin ekonomik koşullarına bağlıdır. Örneğin ABD, Japonya ve Avrupa'nın sanayileşmiş ülkeleri gibi ekonomilerinde istikrarlı olan ve dolayısıyla enflasyon rakamlarının düşük ve değişken olmadığı ülkelerde faiz oranlarının yeniden belirlenme dönemi 2-3 yılda bir yapılabilecekken, ekonomik istikrara sahip olmayan ve yüksek düzeyli enflasyon yaşayan Güney Amerika ülkeleri gibi bölgelerde faiz oranlarının yeniden belirlenme dönemi 6 aya hatta 3 aya indirilebilir.³⁶

VRM'lerde faiz oranlarının yeniden belirlenmesinde dikkatlice seçilmiş 'endekslerin' kullanılması gerekmektedir. Özellikle Euro-Dolar piyasasında bankalara kredi verilirken uygulanan faiz oranı birçok enstrümana bağlanmaktadır. Kullanılan bu endeksler sayesinde sağlanan fonların maliyeti karşılanabilmektedir. Kredi veren kurumların, VRM'lerde kredi alanlar tarafından da benimsenmiş olan ve piyasada yaygın olarak kullanılan endekslerin dışında başka endeksler kullanmaları halinde, kredi

³⁴ Deniz,s.17

³⁵ F.J Fabozzi ve F. Modigliani, Mortgage&Mortgage-Basket Securities Markets, Massachusetts: Hanvard Business School Pres, 1992, s.538.

³⁶ Alp, s.90.

alanların bu araca olan güvenlerinin azalacağı hususunun göz önünde bulundurulması gerekmektedir.³⁷ Son yıllarda kredi kurumlarının bu hususu ihmal etmiş olmaları nedeniyle VRM'lerin kullanılma oranları azalmış ve kredi kurumları tarafından bu araçlara yeniden talep yaratmak için yeni önlemler alınmaya başlanmıştır.

Esasen yüksek ve değişken oranlı enflasyon durumunda, VRM yalnızca kredi veren açısından değil kredi alan açısından da faydalı olmaktadır. Değişken oranlı ipotekler, son yıllarda ABD'de çok yaygındır. Düzenlenen değişken oranlı ipoteklerde faiz oranları 3 ay, 6 ay, 1 yıl, 2 yıl, 3 yıl sürelerde yeniden belirlenmektedir. Yeniden belirlenme dönemlerinin sıklığı ilgili ülkelerinin ekonomik parametrelerindeki değişme hızına bağlı olmaktadır. VRM'lerde ilgili dönemde uygulanacak olan faiz oranı, belirlenmiş olan endekse yine sözleşmede belirlenmiş olan sabit bir faiz oranı ilave edilerek bulunmakta ve dönem faiz oranı olarak bu oran uygulanmaktadır.³⁸

Kredi alanları sabit oranları ipotek kredilerinden ziyade, VRM'leri tercih etmeye yönelmek için konut finansman kuruluşları, bazı özendirme tedbirleri almaktadır. Bu tedbirlerin başında, VRM'lerin faiz oranlarının başlangıçta faiz oranlarına göre daha düşük olarak belirlenmesidir.

Normal şartlarda VRM'lerde faiz oranları kredi şartnamesinde belirlenmiş olan aralıklarda ölçüt alınan endeksler çerçevesinde yeniden belirlenmekte ve kredi geri ödeme tutarlarını başka hiçbir unsur etkilememektedir. Bununla beraber VRM'ler aylık nakit akımlarını etkileyecek iki tür sınırlamaya sahip olabilmektedir. Bunlar;

- Dönemsel sınırlamalar
- Vade boyunca olan sınırlamalar

1.6.3.1. Dönemsel Sınırlamalar

Dönemsel sınırlamalar, VRM türündeki konut ipotek kredilerinde, kredi sözleşmelerine hüküm konarak, geri ödeme tutarlarının dönemsel olarak değişmekle

³⁷ Yavaş, s.48.

³⁸ Linda S.Klein ve Sirmans, C.F Financial Innovation and Development of Reverse Mortgage Programs, Benefits Quarterly, First Quarter, 1993, s.263.

birlikte belirli sınırların arasında kalmasını ifade etmektedir. Dönemsel sınırlamalar da kendi arasında ikiye ayrılmaktadır. Bunlar oran sınırlaması ve ödeme sınırlaması olarak adlandırılmaktadır. VRM’lerde getirilecek olan faiz oranı ve ödeme sınırlamaları, enflasyon oranlarının ve dolayısıyla faiz oranlarının yükselmesi halindeki kredi almış olan tarafların geri ödemelerinin çok fazla yükselmemesine ve ödenebilirliklerin devam etmesine neden olacaktır. Durum kredi alanlar açısından bu şekilde olmakla beraber, enflasyon oranının ve dolayısıyla faiz oranlarının çok yükselmesi geri ödeme tutarlarının reel olarak azalmalarına neden olacak ve bu geri ödeme tutarlarının getirilen sınırlamalarla engellenmesi durumunda da kredi vermiş kurumlar mali sıkıntıyla karşı karşıya kalacaklardır.³⁹

1.6.3.2. Vade Boyunca Olan Sınırlamalar

Birçok VRM, kredisinin vadesi boyunca uygulanacak olan faiz oranı bakımından üst bir sınırlamaya tabidir. Bu sınır, ‘lifetime cap2 olarak ifade edilmekte olup, kredinin başlangıcında uygulanan faiz oranına bir oran ilavesiyle bulunmaktadır. VRM’lerde vade boyunca uygulanacak olan faiz oranı bakımından bir tavan belirlenmesinin mümkün olduğu gibi, vade boyunca uygulanacak olan asgari bir faiz oranının tespit edilmesi de mümkündür. Uygulanacak asgari oranın belirlenmesi durumunda bu oran, ‘lifetime floor’ olarak adlandırılmaktadır.⁴⁰

1.6.4. Enflasyonun Nakit Akımları Üzerindeki Olumsuz Etkisi ve Etkiyi Giderici İpotek Kredisi Türleri

Enflasyon gelecekteki nakit akımlarının değerini azaltmaktadır. Enflasyon oranı arttıkça nakit akımlarının değeri giderek azalır ve önemini kaybeder. Enflasyonun nakit akımlarındaki bu olumsuz etkisi nedeniyle klasik ipotek kredisi önemini kaybetmiş ve enflasyon oranlarındaki yükselmeler sebebiyle enflasyonlu ortamda uygulanılabilecek ipotek kredilerinde artış olmuştur. Enflasyonun yüksek olduğu yerlerde uygulanan ipotek kredisi türlerinde zaman içinde kredi geri ödeme miktarları arttığından, kredi alan tarafların geri ödemelerini yapabilmesi, bu tarafların gelir düzeylerinin de artıp artmamasına bağlıdır. Kredi almış tarafların gelirlerinin enflasyon

³⁹ Yavaş, s.54.

⁴⁰ Fabozzi ve Fabozzi, s.188.

düzeyinde artmaması durumunda geri ödemeler bakımından ödeme güçlüğü içine düşülür. Geliştirilmiş olan bazı ipotek kredisi türleri, kredi alan tarafların gelir düzeylerinin enflasyon oranlarının altında kaldığı dönemlerde kredinin bakiyesi enflasyon oranına göre düzeltilirken, geri ödemelerin kredi alan tarafın gelir düzeyindeki oranları çerçevesinde yapılmasına ve enflasyona göre hesaplanmış geri ödeme planındaki oluşacak farkın kredi bakiyesine ilave edilmesine olanak sağlamaktadır.

Enflasyon dikkate alınarak verilen ipotek kredileri, kredi veren kurumların ilerideki alacaklarının reel olarak azalmamasını sağlamaya çalışırken, aynı zamanda kredi alan tarafların da gelir düzeylerindeki artışlar çerçevesinde geri ödeme yapabilmeleri için imkanlar sunmaktadır.

Enflasyonla uygulanabilir en çok bilinen kredi türleri;

- Fiyat düzeyinde ayarlanan ipotek kredisi
- İki oranlı ipotek kredileridir.

1.6.4.1. Fiyat Seviyesine Endeksli İpotek Kredisi (Price Level Adjusted Mortgage-PLAM)

Bu tür ipoteklerde, faiz oranı yerine anapara değişkendir veya başka bir deyişle bu ipotekte faiz oranı reel faiz oranı olarak algılanmakta ve bu sabit kalmaktadır. Bu faiz oranı, enflasyon primini içermez. Enflasyon primi faizle değil, borç bakiyesine yansıtılır. Borçlu enflasyondan arınmış, kendi mevcut faizini öder, ancak anapara borcu, enflasyon oranında artar. Örneğin borçlunun kredi borcu yıl sonunda 100.000\$ ise, enflasyonda %10 oranında artmış ise yeni borç bakiyesi 110.000\$ olacaktır. Faiz oranı sabit kalacak yeni sene içinde bu faiz oranı değişmeyecektir. Bu tür ipoteklerde, kişilerin gelirlerinin enflasyon oranında artacağı varsayılarak bir düzenlemeye gidilmiştir.⁴¹

⁴¹ Melicher RW., Real Estate Finance, South Western Publishing, 1989, S. 35

1.6.4.2. İki Oranlı İpotek Kredisi (Dual Rate Mortgage-DRM)

İpotek kredisi borç bakiyesi enflasyon oranında değiştirilirken, kredi faiz oranları gelir artış oranına göre değiştirilen ipotek kredisidir. İki oranlı ipotek kredisinin en belirgin özelliği, iki endeks oranının varlığıdır. Bunlardan birincisi kredi borç bakiyesini sözleşmede belirtilen dönemler itibariyle yeniden ayarlayan enflasyon oranı; bir diğeri ise, kredi geri ödemelerini ayarlayan borçlunun gelir düzeyindeki artış oranıdır. Bu ayarlamalar sayesinde hem kredi veren kurumun enflasyon ve faiz oranlarındaki değişmelere karşı korunması sağlanmakta hem de borçlunun ödeme gücü göz önünde bulundurulmaktadır.⁴²

Bu tür bir kredide, geri ödeme tutarları borçlunun geliri içerisinde sürekli aynı düzeyde kalmakta; ancak endeks oranlarındaki değişimler sonucunda geri ödeme planı sürekli farklılaşmaktadır. Örneğin, enflasyon oranının %12 olması durumunda kredi bakiyesi %12 arttırılmakta; ancak aynı dönem için kredi borçlusunun gelir düzeyi (memur maaşlarındaki yıllık artış oranı) %10 artmış ise, kredinin geri ödeme tutarları da %10 oranında arttırılmaktadır. Geri ödeme planında oluşacak bu farklılaşma nedeniyle, yani enflasyona göre düzeltilmiş kredi bakiyesine kıyasla düşük geri ödemede bulunulması nedeniyle, arada oluşacak fark mevcut kredi bakiyesine ilave edilmektedir. Söz konusu nedenden kaynaklanan farklar zaman içerisinde toplu ödemeler ya da kredi vadesinin uzatılması şeklinde geri ödenmektedir.

1.6.5. Diğer İpotek Türleri

1.6.5.1. Karma İpotek Kredisi (Hybrid Mortgage)

Karma ipotek kredisi, sabit ve değişken faizli ipotek kredilerinin özelliklerini bünyesinde taşımaktadır. Kredi veren kurum, faiz oranı riskine karşı korunmak amacıyla kredi geri ödemelerinin başlangıçta sabit olduğu, daha sonra ise faiz oranı ve geri ödeme tutarının sözleşmede belirtilen endekse göre yeniden hesaplandığı karma ipotek kredisini yaratmıştır. Başlangıçta sabit kalınan dönem, tarafların anlaşmasına bağlı olarak 5, 7, 10 yıl gibi sürelerdir.

⁴² Hülya Demir ve Vildan K. Palabıyık, Konut Ediniminde Uzun Vadeli İpotek Kredisi Sistemi, Jeoinformasyon Ve Arazi Yönetimi Dergisi, Sayı:2005/92,2005.

1.6.5.2. İndirimli İpotek Kredisi (By Down Mortgage)

Bu ipotek kredisi, bu krediden daha çok bir finansman yöntemidir. Bu ipoteklerde amaç kredi kullananların aylık ödemelerini azaltmak olup, iki çeşit uygulamayı kapsamaktadır;

Sabit indirimli ipotek; Örneğin kredi kullanan kişinin 50.000\$' a ihtiyacı vardır ve faiz oranı, 30 senelik sabit faizli ipotek için %15,5'dur. Aylık ödemelerin 652,26\$ olarak ödenmesi gerekmekte ancak kredi kullanan kişinin aylık ödemeyi yapacak gücü yok ise, ilk 3 sene için faiz oranında %2'lik bir indirim yapılarak aylık taksit ödemesi 572,71\$a indirilmektedir.

Bölünmüş indirimli ipotek; Bu uygulamada %15,5 olan faiz oranı ilk yıl için %12,5 ikinci yıl %13,5 üçüncü yıl %14,5 olarak uygulanmakta dördüncü yıldan itibaren normal ödemeler devam etmektedir.⁴³ Anlaşıldığı kadar, ilk 3 yıl kurum parasını kullandırmakta, ancak buna karşılık kendisi de alternatiflere göre daha ucuz bir yoldan likidite ihtiyacını karşılamaktadır.

1.6.5.3. Yüksek Ödemeli İpotek Kredisi (Balloon Mortgage)

Bu tür bir ipotek kredisinde düşük peşinatlı ve düşük geri ödemeli bir plan hazırlanmakta, bu sayede krediye olan talep yüksek tutulmaktadır. Ödeme planının sözleşmede belirtilen vadede bitirilebilmesi için ya 5 ile 7 yılda bir yapılacak ara ödemelere ihtiyaç duyulmakta ya da vadenin sonunda kalan borç tek bir seferde ödenmektedir. Yüksek ödemeli ipotek kredisinde faiz oranı sabit olup, vade 20 ila 30 yıl arasında değişmektedir.⁴⁴

Avantajları

- 20–30 yıl arasında itfa planı hazırlandığından, geri ödemeler düşüktür.
- Yatırım amacıyla satın alınan gayrimenkullerin, finansmanı açısından uygun ipotek türüdür.

⁴³ Teker,1996 ,s.19

⁴⁴ Ali Hepşen , Gayrimenkul Piyasalarında Diğer Konut Kredisi Türleri, AloMaliye, Kasım Bülteni, http://www.alomaliye.com/2007/kasim_07.htm, 20 Kasım 2007.

- İpotek faiz oranlarının yüksek olması nedeniyle, gayrimenkul satışlarında oluşan durgunluk, daha düşük faizli balon ipotekler verilerek engellenebilir.

Dezavantajları

- Vade sonunda kalan bakiyenin tümü kapatılacağından, borçlu açısından risklidir.
- 1930'larda Büyük Ekonomik Kriz öncesi oldukça yaygın olan bu ipotek türü, çok yüksek oranlarda geri ödeme gücüne düşülmesi ve gayrimenkullere el konulması nedeniyle, günümüzde de fazla tercih edilmemektedir.
- Kredi borçlusu, yatırım amacıyla aldığı gayrimenkulun kısa vadede satışını düşünmemesi durumunda, ilk kredi veren ile daha yüksek bir faiz oranından yeni bir ipotek anlaşması (yeniden finanslama-refinance) yapmak zorunda kalabilir. (İlk kredi verenin kabul etmesi koşuluyla)
- Piyasa faiz oranlarının yükseldiği bir dönemde, daha düşük faiz oranından hesaplanan geri ödeme tutarları, kredi veren için bir dezavantajdır.
- Piyasa faiz oranlarının düştüğü bir dönemde, daha yüksek faiz oranından hesaplanan geri ödemelerin 3–5 yıl gibi “kısa vadeli” olması, kredi veren için göreceli olarak bir dezavantajdır.⁴⁵

1.6.5.4. Büyüyen Hisseli İpotekler (Growing Equity Mortgages)

Artan Ödemeli İpotekler ile Büyüyen Hisseli İpotekler birbirlerine çeşitli açılardan benzemelerine rağmen, GEM'lerde, geri ödeme artışları anaparaya ilave edilmekte, böylece ipotek süresi kısaltılmaktadır. GEM'ler aylık ödemeleri zaman içerisinde artan sabit faizli ipoteklere benzetmek mümkündür. İlk aylardaki ödemeler geleneksel ipoteklerle aynıdır. Aylık ödemelerin artması ile anapara daha çabuk ödenmektedir.⁴⁶ Yıllık ipotek faiz oranı, faiz artırma dönemi ve faiz artırma oranları, ipotek başvurusu sırasında tespit edilir. Hesaplanan aylık ödemeler borç faizini

⁴⁵ Deniz,s.23.

⁴⁶ Fabozzi ve Modigliani, s.122.

karşılıdığı için, borç bakiyesi azalmaktadır. Yani negatif amortizasyon yaşanmaz. Aylık ödemeler önceden belirlenen artırma oranıyla, yine önceden belirlenen periyotlarda yükseltilir. Artırma oranı genellikle %2-%5 arasındadır. Periyotlar ise 10 yıla kadar çıkabilmektedir. Aylık ödemelerdeki artış rakamlarının, borç bakiyesinden indirilmesi sebebiyle, kredi vadesi belirgin bir şekilde kısalmaktadır. Aslında, kredi alanın sabit faizli, eşit ödemeli ipoteğe, aylık taksitinden fazla yapacağı ödemeler, borcunun daha kısa bir zamanda bitmesini zaten sağlamaktadır. Büyüyen Hisseli İpotekler sadece gelişigüzel fazla ödemeleri belli bir sisteme oturttuğu için ve faiz oranı, sabit faizli ipoteklerden daha düşük olduğu için cazip olabilir.

Avantajları

- Faiz oranı, artırım oranı, artırım periyodu, ipotek düzenlenmesi sırasında belirlenmiş olduğundan, borçlu önceden aylık ödemelerinin ve borcu itfa süresinin ne olacağını bilmektedir. Yani belirsizlik yaşanmaz.
- Negatif amortizasyonun oluşması ihtimali yoktur.
- Diğer ipotek türlerine göre geri ödeme rakamları büyük ve süresi kısa olduğundan, borçlunun, mülkün üzerindeki hakkının daha çabuk artmasını, kredi verenin de geri ödememe riskinin daha çabuk azalmasını sağlar.⁴⁷

Dezavantajları

- Borçlunun gelirindeki artış hızının, aylık geri ödemelerdeki artış hızının altında kalması nedeniyle, bu ödemeleri karşılayamaması en büyük dezavantajdır.

1.6.5.5. İki Aşamalı İpotek Kredisi (Two Step Mortgage)

İki aşamalı ipotek kredisi, sabit faizli ipotek kredisine benzemekle birlikte, başlangıçtaki faiz oranı kredinin vadesi boyunca (genellikle yedinci yılın sonunda) yalnızca bir defa değişmekte ve yeni faiz oranı kredinin geri kalan vadesinde uygulanmaktadır. Böylece, kredinin kalan ödeme tutarları belirlenen yeni faiz oranı

⁴⁷ Deniz,24.

üzerinden hesaplanmaktadır. İpotek kredisinde yapılan faiz ayarlaması sayesinde kredi veren kurum, zaman içinde karşılaşılabileceği faiz oranı riskini de azaltmaktadır.

1.6.5.6. Değer Artışı Paylaşımlı İpotekler (Shared Appreciation Mortgages)

Piyasa faizlerinin yüksek olduğu ve mülk fiyatlarının yükselme eğiliminde dönemlerde, bireylerin mülk alımına yardımcı olacak bir ipotek türüdür. Bu sistemde kredi veren kuruluş, mülk fiyatının önemli bir yüzdesini peşin ödeme olarak kredi borçlusundan almaktadır. Karşılığında piyasa faiz oranlarının oldukça altında bir faiz oranı sunmakta ve ayrıca mülkün değer artışından kaynaklanan farkın, ıskonto yüzdesi kadar payına sahip olma hakkı kazanmaktadır. Bu tür ipoteklerde borcun vadesi genellikle 10 yıldır, ancak itfa planı 20 ya da 30 yılda ödenecekmiş gibi hazırlanır.

Avantajları

- Bu tür ipotekler, elinde bir miktar nakdi olan ancak, ipotek borcunun geri ödemelerini yapabilmek için yeterli geliri olmayan kişilere yöneliktir.
- Yüksek peşin ödeme nedeniyle, kredi verenin portföy riski düşmektedir.
- Mülkün yeniden değerlendirilmesi emlakçilerden kurulu bir grup tarafından yapıldığından, alt ya da üst limit yoktur. Bu nedenle değerlemeler kredi veren açısından bir avantajdır.
- Mülk satışı yapan kişi ya da kuruluşun, aynı zamanda kredi veren de olması, mülk satışlarına olumlu etki yapar.
- Diğer ipotek türlerine göre daha kısa vadeli olması, (10 yıl) belirsizlikleri bertaraf etme açısından önemlidir.

Dezavantajları

- Eğer ipotek anlaşmasında vade sonunda mülkün satışını zorunlu kılan bir anlaşma varsa, ya da mülk sahibi ipotek borcunu yeniden finanslayamıyorsa, mülkün satışını zorunlu kılar ki bu da çok arzulanmayan bir durum yaratabilir.

- Evin değerlemesi aşamasında, enflasyonun beklenenin altında seyretmesi kredi veren için, üstünde seyretmesi ise kredi alan için olumsuz bir durum yaratır.
- Bu ipotek türünde, vade sonundan önce mülkün satışını yada borcun yeniden finanslamasını engellemeye yönelik ödeme cezaları (prepayment penalty) konabilir. Bu borçlu aleyhine sonuçlar doğurur.

1.6.5.7. Dönüştürülebilir İpotekler (Convertible Mortgages)

İpotek borçlusunu, geri ödemelerine Ayarlanabilir Oranlı İpotek ile başlayıp, ilerleyen zamanlarda günün koşullarına göre Sabit Faizli İpotek' e geçebilir. Yani bu iki ipotek türünün birleşmesinden oluşan bir diğer çeşittir. Faiz oranlarının çok sık dalgalandığı dönemlerde kullanılır. Dönüştürme belli bir ücret karşılığında yapılır. Dönüştürme yapabilmek için minimum 1 yıl krediyi devam ettirmiş olmak şartı aranır. 5 yıl boyunca dönüştürme yapılmaması durumunda, kredinin geri kalan süresinde buna izin verilmez.

1.6.5.8. Kaydırılabilen İpotek Kredisi (Movable Mortgage)

Bu uygulama, ticari ipoteklerde görülmektedir. Amaç, bir gayrimenkulun üzerine alınan kredi bakiyesinin başka bir gayri menkule herhangi bir ekstra ücret ödmeden kaydırılabilmesidir. Bu hareketler genelde yılda bir kez almak üzere kısıtlanmıştır. Ancak vade sonuna kadar sayı olarak bir kısıtlama getirilmemiştir.⁴⁸

1.6.5.9. Ters Anüiteli İpotekler (Reverse Annuity Mortgages)

Bu tür ipoteklerde, diğerlerinden farklı olarak, gayrimenkul sahibinin ödemedede bulunması yerine, ipotek tesis eden ödemedede bulunur. İpoteğin işleyişinde, mülkün sahibi, mülk üzerinden aylık gelir almaya devam eder, ancak diğer yandan mülk üzerindeki hakkı giderek küçülür.⁴⁹

Bu tür ipotekler düzenlemek için 62 yaş ve üzeri olma koşulu aranır. Genellikle 10–15 yıllık vadeler için yapılır. Vade bitiminde, kredi kullanan, kredi kuruluşuna faiz

⁴⁸ Teker, s.19.

⁴⁹ Haydar Boysal, İpotek Sözleşmeleri Piyasası, Başlıca İpotek Sözleşmeleri Türleri ve İpotek Arkalı Yeni Menkul Kıymet Türlerinin Özellikle ABD Uygulaması Esas Alınarak İncelenmesi, 1987, s.19.

ve anaparayı içeren ödeme yapabileceği gibi, yeniden finanslama yönetimine de başvurabilir. Kredi kuruluşu, mülkün tahmini değeri üzerinden ödemeler yapar. Mülkün satılması, sahibinin vefatı, ya da herhangi bir nedenden dolayı mülkün el değıştirmesi nedeniyle sözleşme sona erer.

Avantajları

- İpotek kredisi sağlanırken kişisel gelirin dikkate alınmaması, özellikle yaşlı kişilerin bir mülkü bile olsa, onu düzenli bir nakit akımına çevirebilmelerini sağlar.
- Alınan ipotek kredisine rağmen, mülk borçlunun mülkiyetinde kalmaya devam etmektedir.
- Emekliler Birliğinin (Association of Retired Persons) tarafından yapılan araştırmada, bu tür kredi kullananların %84'ünün, konutun içinde yaşamaya devam edebildiği için bu tür krediyi tercih ettiği saptanmıştır.
- Kredi borçlusu konutun değer artışlarından faydalanabildiği gibi, Amerikan Hazine Departmanına bağlı, vergi ile ilgili kanunları düzenleyen Internal Revenue Service (IRS), bu tür kredi kullananlara özel vergi avantajları sağlamaktadır.
- Evin değerinde meydana gelebilecek düşüşler, aylık sabit ödemeleri etkilemez.

Dezavantajları

- Tek dezavantajı, ödenmemiş ipotek bakiyesinin, zaman içinde mülkün değerini aşması olasılığıdır.

1.6.5.10. Sıfır Faizli İpotekler (Zero Interest Mortgages)

Daha çok yeni ev inşa eden müteahhit, şirket vb. tarafından kullanılan kredilerdir. Faiz oranı sıfırdır ve vade genellikle 10 yıldır. Aylık geri ödemeler anaparadan düşülür. Peşin ödeme tutarı, diğer ipotek türlerine göre daha yüksektir. (Genellikle mülkün satış fiyatının %30 veya daha fazlası peşin ödeme olarak alınır)

Aylık taksitler sabittir. Vade genellikle 10 yıl olsa da, borç 5 yıl içersinde geri ödenmektedir.

Avantajları

- Borcun vadesi kısa olduğundan, mülkün borçlunun mülkiyetine geçme süresi de kısadır.
- Sıfır faiz avantajıyla, satıcıların alıcıları ikna etmesi daha kolaydır.
- Yapılan peşin ödeme miktarının yüksekliği ve vadenin kısa tutuluşu, satıcı açısından bir avantajdır.

Dezavantajları

- Geri ödeme tutarlarının kısa ve peşin ödemelerin yüksek oluşu nedeniyle, finansal güçlüklereden neden olabilir.

1.6.5.11. Sıralı Ödemeli İpotekler (Tiered Payment Mortgages)

Berberinde Hesap Açılan İpotekler (Pledged Account Mortgages-PAM) olarak da bilinir. İpotek kredisi alındığında yapılan peşin ödemenin bir kısmı yada tamamı için faiz getirici bir hesap açılması ve kredi borcunun ödenmesi sırasında bu hesaptan yararlanılması esasına dayanır.⁵⁰

Başlangıç aylık ödemeleri, cari ipotek faizi oranlarından daha düşük bir orandan hesaplanmakta ve aylık ödemeler ayarlama dönemlerinde artırılarak, sabit faizli ipotek karakterine dönüşmektedir.

1980'li yılların başında ihtiyaçtan oluşturulmuştur. İlk aylık ödemeleri yapmaya yetecek kadar birikimi olmayan borçlu grubunu hedef alır. Bu ipotek türü kredi veren açısından, sabit faizli ipoteğe, borçlu açısından ise, negatif amortizasyonu olmayan GPM' ye (Artan Ödemeli İpoteklere) benzemektedir.⁵¹

⁵⁰ Boysal, s.25.

⁵¹ Fabozzi ve Modigliani, s.124.

BÖLÜM 2: İPOTEK PİYASASI VE İPOTEĞE DAYALI MENKUL KIYMETLER

2.1. İpotek Piyasası

İpotek piyasası, konut üretimi ve satışından başlayan, para ve sermaye piyasalarından geçerek birikimlerinin değerlendirilmesi aşamasına kadar uzanan bir dizi işlemin yapıldığı kısmen organize bir sistemdir.⁵² İpotek piyasaları, gayrimenkul finansmanı amacıyla talep edilen fonların arz edildiği, bu konuda uzmanlaşmış fon kurumlarının içinde yer aldığı, bu kredilerle ilgili faiz ve diğer hizmetlerin bedellerinin belirlendiği yurt çapında yasalarla düzenlenmiş, örgütlü piyasalardır.⁵³

İpotek piyasasının oluşumu, ipotekli kredilerin ilk borç veren tarafından, belirli bir kar marjı, ücret ya da masraf karşılıkları düşülerek başkasına satılması ile olmaktadır. Bu da devlet kuruluşlarının sosyal amaçlarla verilmiş ipotekli kredileri devralmasıyla ya da özel güçlü finansal kuruluşların bu ipotekli kredileri menkul değere dönüştürüp birikim sahiplerine sunmasıyla gerçekleşmektedir.⁵⁴

İpotek piyasaları, ipotek kredilerini arz edebilmek için şu fonksiyonları yerine getirirler;

1. İpoteğin tesis edilmesi: Bir finansal kurumun, ödünç almak isteyen bir kişiye gayrimenkul ipoteği karşılığında kredi açması durumudur. İpotek kredilerini düzenleyenler, her ülkenin mali sektörü ve bu sektörde yer alan mali kurumlara göre farklılık gösterirler.

2. Kredinin yönetilmesi: Tesis edilmiş olan ipotek kredisine ait aylık anapara ve faiz ödemelerini tahsil etme, kayıtlarını tutma ve benzer işlemleri takip etme fonksiyonudur.

⁵² H. Eriş, Konut Sektörünün Finansmanında İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler, (Yayınlanmamış Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi SBE) 1997.s. 93

⁵³ İlhan Uludağ, Konut Üretiminde Bölgesel Koşullara Uygun Alternatif Finansman Sistemleri ve Teknikleri, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayın no:48, 1997, s.30.

⁵⁴ İpek Günüşen, Türkiye’de Konut Sorunu Ve Finansman Uygulamaları, İstanbul, 2002, s.28.

3. Yatırım: İpoteği son olarak portföyünde bulunduran kişi veya kuruluşun üstlendiği bir fonksiyon olmaktadır. Krediyi açan ilk kişi onu portföyünde tutarsa, yatırımcı da kendisi olur. Eğer krediyi açan kişi, ipoteği satarsa artık yatırım fonksiyonu ikinci krediöre geçmiş olmaktadır.

4. Transformasyon: İpotek kredisini kolayca pazarlanabilir ve oldukça likit olan bir araca dönüştürme fonksiyonudur.⁵⁵

5. Sigorta: Kredinin ödenmemesi veya programa uygun bir şekilde ödenmemesi riskinin paylaşılma işlemidir. İpotek kredisinin almak isteyen tarafların yararlanabilecekleri iki tür ipotek sigortası bulunur. Bunlarda biri krediyi alan tarafından, diğeri ise kredi veren tarafından yapılmaktadır.

İpotek piyasaları, işlem yoğunluklarına göre “Birincil İpotek Piyasaları” ve “İkincil İpotek Piyasaları” şeklinde ikiye ayrılır. Bu piyasaları keskin bir biçimde birbirinden ayırmak mümkün değildir. Çünkü her iki piyasa da, ilgili tüm hizmetleri arz edebilir. İkincil piyasalar, gayrimenkul finansmanının likiditesini artıran piyasalardır. Birincil piyasalar ise yapıları gereği likit olmayan piyasalardır. Bu piyasalarda hem borç verenler hem de borç alanlar açısından riskler vardır. Bu riskler de, ipotek kredisi oranlarına yansır.

Birincil ipotek piyasasında sunulan finansal hizmetler, kamunun ayırabildiği fonlar ölçüsünde yapılabilmekteyken, ikincil piyasa oluşturularak hem ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin hem de ipotekli emlakların devren el değiştirilmesi kolaylaştırılır. İki piyasa arasındaki temel fonksiyonel fark, birincil piyasada birikimcilerden finansal ürün çıkaran varlık sahiplerine ya da kurumlara fon aktarımı yapılırken, ikincil piyasada böyle bir fon aktarımı bulunmamasıdır. Sadece alıcılar ile satıcılar arasında el değiştirme söz konusudur.

Birincil Piyasalar: Konut kredilerine dayalı veya ilişkili- menkul değerlerin kendi mevzuatları çerçevesinde belirli yöntem ve standartlarla oluşturularak, halka arz edildiği piyasadır.⁵⁶ Birincil piyasalarda, ipoteğe dayalı krediyi verenlerle gayrimenkul

⁵⁵ Uludağ, s.31.

⁵⁶ Eriş, s.94.

sahibi olabilmek için uzun vadeli finansman ihtiyacı olanlar karşılaşır. Borç veren tarafla, ipotek kredisini veren kurumlar, borç alan tarafla ipotek kredisini kullanan kişiler ifade edilebilir. Birincil piyasalarda, herhangi bir kişiye veya kuruma ipotek kredisini açıldığında bu hizmet başlamış olur. Piyasanın katılımcıları, konut satın almak isteyenler ile konut finansmanı amacıyla kredi arz eden uzmanlaşmış kurumlardır. Birincil piyasada herhangi bir ürünün halka, daha doğrusu birikim sahiplerine ilk olarak sunulması esastır.

Birincil ipotek piyasalarında sunulan finansal hizmetler, kreditorlerin veya kamunun ayırabildiği fonlar ölçüsünde yapılmaktadır.⁵⁷ Birincil piyasanın gelişmesi, konut kredilerinin ve taksitli satışların belirli standartlar içinde, kolay bürokratik işlemler yapılması ve yaygınlaştırılması koşuluna bağlıdır.

İkincil Piyasalar: İpotek kredilerinin, birincil kreditor tarafından yapılmasını takiben, alınıp satıldığı piyasalar ikincil piyasa adını alır. İpotek kredilerinin, bu kredileri verenler ile yatırımcılar arasında alınıp satıldığı piyasalardır. Etkin işleyen bir ikincil piyasa, güçlü bir birincil piyasanın varlığına bağlıdır. Birincil piyasada ipotek kredileri belirli özelliklere sahip olarak düzenlenmedikçe ve standart hale getirilmedikçe, ikincil piyasada bu kredilerin işlem görmesi zorlaşır ve ikincil piyasalar gelişemez.

İkincil piyasa üç alternatif yöntemle işler;

1. İpotek kredisini veren, ipotek kredisini portföyünü oluşturmuş bir ipotek kredisini yatırımcısı olabilir,
2. İpotek kredisini veren, krediyi, portföyünde tutan bir yatırımcıya satabilir.
3. İpotek kredisini veren, bu krediyi bir menkul kıymet paketi haline getirip, faizini yatırımcılara satan bir aracıya satabilir.

İkincil ipotek piyasaları, ipoteğin dayandığı sermaye alımını kolaylaştırırken, diğer yandan ipotek kredilerinin likiditesini ve pazarlanabilme kabiliyetini artırıcı etkide

⁵⁷ Uludağ, s.34.

bulunurlar. Bu piyasalar sayesinde ipotek kredisi verenler, bunu devretme olanağına sahip oldukları için bu hizmeti cazip bulmaktadırlar. İkincil ipotek piyasalarında, özel sigorta kurumlarının yanı sıra kamusal kurumlarında yer alması nedeniyle ipotek kredilerinin geri ödenmemesi gibi bir durum söz konusu olamaz. Likit olan ikincil piyasalar, likiditeye dönmek isteyen ipotek kredisi vermiş satıcıları herhangi bir sermaye kaybına uğramaksızın, ellerindeki varlıkları kolayca satabilmelerine ortam hazırlamış olmaktadır. Likit hale dönüştürme ve pazarlayabilme kolaylıkları, ikincil piyasaları ipotekler için cazip hale getirmiştir. Ancak bu değerlerin sağlam bir yatırım niteliğini kazanması şu iki olguya bağlıdır;

1. İpoteğe bağlı menkul kıymetlerinin daha uniform hale getirilmesi ve tek bir kredilendirme kriterinin yerleştirilmesi. Başarılı bir ikincil piyasada ürünün tek tip olması, böylece, ipotek kredi başvuruları ve değerlendirmelerinin standart formlara bağlanması,

2. İpotek sigortasının mevcut olması.

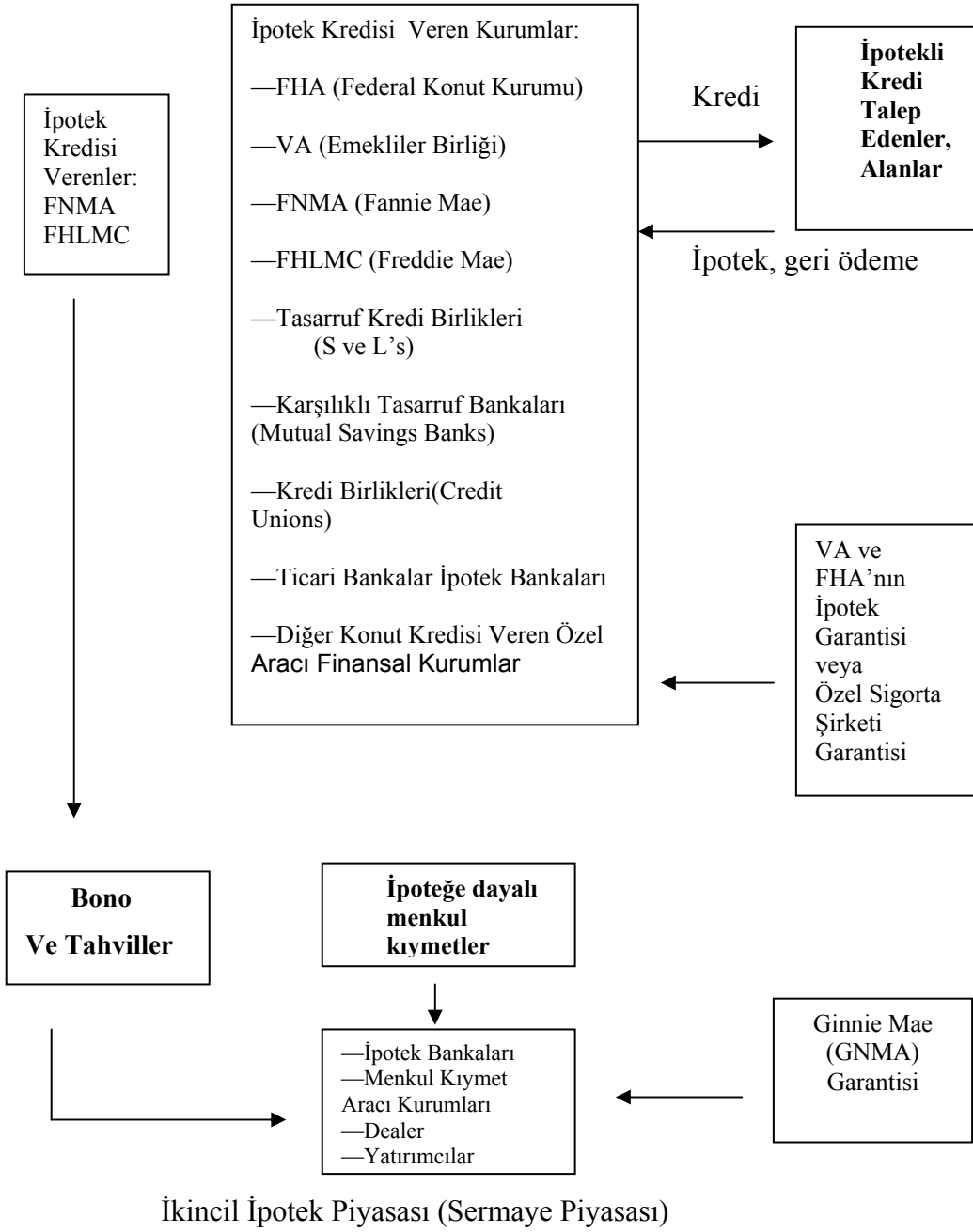
Konut finansman kurumları açısından, düzenlenmiş oldukları kredilerin, ikincil piyasada satılarak fon elde edilmesi, mevduat toplayarak fon elde edilmesinden daha avantajlıdır. Çünkü uzun vadeli olan konut finansmanı için uzun vadeli mevduat toplayabilmek çok zordur.

İkincil piyasaların gelişmesi, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin alternatif yatırım araçlarına göre geliştirilmesine, güvence üstünlüğünün belirginleştirilmesine, likiditeye dönüştürülmesi konusunda bir takım garantilerle desteklenmesine bağlıdır.

İkincil piyasalarda; piyasaya çıkmış olan finansal ürünler sadece el değiştirmekte, yani her gün belirlenen değerlerle yatırımcılar arasında alınıp-satılmakta veya çıkarılan kurumla yatırımcılar arasında geri alım-tekrar satım işlemi söz konusu olmaktadır. İkincil piyasanın temel fonksiyonu, sürekli fiyat oluşturmak ve varlıkların değeri hakkında sürekli bilgi akışı sağlamaktır.⁵⁸

⁵⁸ Günüşen, s.32.

Geleneksel(birincil) İpotek Piyasası



Şekil 1: Geleneksel ve İkincil İpotek Piyasası İşleyiş Şeması

Kaynak: İlhan Uludağ, Konut Üretiminde Bölgesel Koşullara Uygun Alternatif Finansman Sistemleri ve Teknikleri, İstanbul Ticaret Odası, no:48 1997, s.48

2.2. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler

Genel tanımı ile menkul kıymetleştirme, bir işletmenin (kredi veren kurum) bilançosunda yer alan likit olmayan alacaklarının benzer nitelikte olanlarını bir araya toplayarak, kendisinin ya da bu amaç doğrultusunda kurulmuş olan bir kurumun (özel amaçlı kurum) vasıtasıyla sermaye piyasalarına bu alacak havuzuna dayalı menkul kıymet ihraç etmesi ve ödemelerin bu havuzdaki alacakların geri ödemeleriyle finanse edilmesidir.⁵⁹

Konut finansmanı sorunun çözülüp konut edinme imkânlarının artırılmasında ipotek kredilerinin önemi büyüktür, ancak bu kredileri sağlayacak olan finansman kurumlarının kaynakları sınırlıdır. Konut finansman kurumları, genel olarak sağladıkları konut ipotek kredilerini, topladıkları mevduatlarla ya da düzenlemiş oldukları kredileri daha sonra satarak elde ettikleri fonlarla finanse edeceklerdir. Bu kurumlar açısından, kredilerin ikincil piyasada satılarak fon elde edilmesi, mevduat toplayarak fon elde edilmesinden daha avantajlıdır, çünkü uzun vadeli olan konut finansmanı için uzun vadeli mevduat toplayabilmek çok zordur. Ayrıca bu tür finansman seçildiğinde verilen kredilerin vadelerine göre çok daha kısa vadeli mevduat toplanabildiğinden finansman kurumlarını oldukça zorlayan vade uyumsuzluğu sorunu ortaya çıkmaktadır.

İpoteğe dayalı menkul kıymetler ile kaynak yaratılması konut finansman kurumlarının vade uyumsuzluğu problemini de kısmen çözmektedir. Uzun vadelerle mevduat toplamaları imkansızken, likit bir piyasaya sahip olan ipoteye dayalı menkul kıymetler yoluyla bu vadelerde ya da yakın sürelerde fon bulmaları mümkün olmaktadır.

İpoteğe dayalı menkul kıymetler, düzenlenmiş olan konut ipotek kredilerinin bir araya getirilmesiyle oluşturulan ipotek grubuna dayalı olarak ihraç edilmiş olan menkul kıymetlerdir. MBS'lerin nakit akımları, dayalı oldukları ipotek grubunun nakit akımlarına bağlıdır. İpoteğe dayalı menkul kıymetler, uygulamaların niteliğine göre değişmekle beraber, esas itibariyle dört tür MBS vardır:

⁵⁹ Ali Hepsen, İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme Ve Türkiye Uygulaması, , İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 2005-13, 2005, s.4.

1. İpotekten Geçen Menkul Kıymetler, (Mortgage Pass-Through Securities)
2. Teminatlı İpotek Yükümlülükleri, (Collateralized Mortgage Obligations)
3. Getirisi Ayrılan İpoteğe dayalı menkul kıymetler, (Stripped Mortgage Backed Securities)
4. İpoteğe Dayalı Tahviller. (mortgage- Backed Bonds)

İkinci el ipotek piyasasındaki en önemli gelişme, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin geliştirilmesiyle bu piyasanın geleneksel sermaye piyasaları ile bütünleşmesidir. MBS'ler esas itibariyle, ipoteğe dayalı araçların daha rahat işlem görmesi ve bu piyasaya olan katılımların artırılması için geliştirilmiştir. Bu olay ilk kez, FNMA daha sonra ise ikinci el ipotek piyasasında faaliyet gösteren kamusal ve özel şirketler tarafından sermaye piyasasına tahvil ihracıyla gerçekleştirilmiştir, ancak ihracı söz konusu olan bu tahviller, hükümet tarafından sigorta edilmiş olan ipotek kredilerinin bir araya getirilmesiyle oluşturulan ipotek gruplarına dayalı olmuştur. Daha sonra, sırasıyla GNMA, FNMA ve ipotek kredisi düzenleyen özel kurumlar, İpotekten Geçen Menkul Kıymetler geliştirip piyasaya ihraç etmişlerdir. Bu menkul kıymetler adından da anlaşıldığı gibi, dayalı oldukları ipotek kredisi grubunun faiz ve anapara ödemesi şeklindeki geri ödemelerini menkul kıymet sahiplerine (MPS sahiplerine) aktarmaktadırlar. GNMA ve FHLMC kendilerinin ihraç etmiş olduğu ya da arcılık yükleniminde buldukları menkul kıymetlerin faiz ve anapara ödemesi şeklindeki geri ödemelerinin garanti etmektedirler. Sahip oldukları garanti ve yüksek likidite nedeniyle bu menkul kıymetler oldukça yüksek talep görmektedirler. Talebin yüksek olmasının bir diğer nedeni de getirilerinin aynı vadeye sahip kamu menkul kıymetlerinden yüksek olmasıdır. Örneğin ABD'de 1992 yılında bankaların menkul kıymet mevcutlarının %40'ı ve aktif toplamalarının ise %8'i MPS'lerden oluşmuştur. Bu rakamlar 1988'e göre yaklaşık %100'lük bir artışı ifade etmektedir.⁶⁰

İkinci el ipotek piyasası en gelişmiş ülke olan ABD'de piyasanın başlangıç ve gelişme aşamasında kamusal kurumlar çok önemli rol üstlenmişlerdir. Bu durum

⁶⁰ Fabozzi, s.92.

yalnızca ABD'e mahsus bir özellik değildir. Aynı gelişmeyi Kanada'da da gözlemek mümkündür. Bu ülkede, 1986 yılında Ulusal Konut Kanunu ile birlikte, İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler piyasası düzenlenmiş ve bu piyasanın gelişimi için gerekli önlemler alınmıştır. Yürürlüğe konan bu uygulamaların asıl amacı, düzenlenmiş olan ipotek kredilerine ikinci el piyasa yaratarak birinci el piyasaya fon akışının sürekli hale gelmesidir. Bu yöndeki düzenleme ve uygulamalar sermaye piyasaları gelişmiş olan diğer ülkelerde de başlamış ve zaman içinde bu piyasanın ilgili ülkelerin mali piyasaları içinde hacmi artmıştır.

Geleneksel olarak, konut finansmanında yer alan kurumlar düzenlemiş oldukları ipotek kredilerinin geri ödemeleri ile ilgili hizmetlerini de kendileri yapmakta ve ipotek kredilerini ya kendi portföylerinde tutmakta ya da paket halinde hayat sigortası şirketleri gibi uzun vadeli yatırım yapan yatırımcı şirketlere satmaktadırlar. Günümüzde bu uygulama konut finansman sisteminin göreceli olarak çok düşük bir bölümünde bu şekildedir; çünkü uzun vadeli yatırım yapan kuruluşlar, ipotek kredisi gruplarına yatırım yapmak yerine ipoteye dayalı menkul kıymetlere yatırım yapmayı tercih etmektedirler. Bunun nedeni, ikinci el ipoteye dayalı menkul kıymetler piyasanın çok gelişmiş olması ve bu menkul kıymetler satılmak istendiğinde bu işlemin kolayca ve düşük bir spread (alım-satım fiyat farkı) karşılığında gerçekleştirilebilmesidir. Hâlbuki ipotek kredilerinden oluşturulan grupların likiditesi oldukça zayıftır; çünkü ipotek kredilerinin ikinci el piyasaları gelişmemiştir. İkinci el piyasaları gelişmiş olan ipoteye dayalı menkul kıymetlerdir. İpotek kredisi veren özek kurumlar da, kamusal kurumların faaliyetlerine ve ikinci el ipotek piyasasındaki gelişmelere paralel olarak, gerek tahvil ve gerekse ipoteye dayalı menkul kıymetler ihraç ederek vermiş oldukları konut kredileri için fon yaratırlar.

İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin yanında konut finansman kurumlarının kaynak yaratmak için sermaye piyasasına ihraç etmiş oldukları tahviller de diğer önemli bir fon kaynağı olmuştur. Bu iki tür menkul kıymete yatırımın cazip hale getirilmesi, dolayısıyla konut piyasasına akan fonların artırılması için, vergisel teşvikler getirilmiştir. Bu teşvikler sermaye piyasasının diğer kesimleri tarafından eleştiri de almıştır. Eleştiride bulunanlar, bu teşvikler yoluyla konut finansman piyasasına rekabet

üstünlüğü yaratıldığını iddia etmektedirler, ancak konut sektörünün bir sosyal politika olarak benimsenmiş olması nedeniyle bu eleştiriler bir ölçüde göz ardı edilmiştir.

Sermaye piyasaları gelişmiş olan ülkelerde, genel olarak 1980'li yıllarda ipoteye dayalı menkul kıymetlerin hacminde önemli ölçüde artış olmuştur. Bununla birlikte ihraç edilen menkul kıymetlerin yatırımcıların beklentilerini tam olarak karşıladığını söylemek pek mümkün değildir. Yatırımcıların beklentilerini daha iyi karşılamak için çeşitli ülkelerde ipoteye dayalı menkul kıymetlerin türevi olan menkul kıymetler ihraç edilmeye başlanmıştır. İhraç edilen türev menkul kıymetler, sabit getirili menkul kıymetler içinde göreceli olarak yüksek getirili olup kredi riskleri daha düşüktür. Bunun nedeni türev menkul kıymetler yatırımcılar tarafından talep görmüş ve ikinci el ipotek piyasasına yeni bir canlılık getirmiştir.

İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlerin Özellikleri

- Anapara ve faiz ödemeleri garanti edilmektedir.
- Piyasa koşullarında getiri sağlamaktadır.
- Sermaye yeterliliği açısından avantajlıdır.
- Likiditesi mevcuttur; istenildiği an alınıp satılabilir.
- İşlem maliyeti düşüktür.⁶¹

2.2.1. İpotekten Geçen Menkul Kıymetler (MPS)

İpotekten Geçen Menkul Kıymetler, finansal kurumlar tarafından verilmiş olan konut ipotek kredileri bir araya getirilerek oluşturulan ipotek grubuna dayalı olarak ihraç edilen bir menkul kıymet türüdür. Bu menkul kıymetler, tek tek konut ipotek kredilerine yatırım yapmaktansa, bir ipotek grubuna yatırım yapılması ve çeşitlendirme

⁶¹ Gürkan Ateş, İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler ve Teminatlı ipotek Yükümlülükleri, İstanbul: Active Aylık Bankacılık Finans Dergisi, 2004, s.5.

yoluyla riskin azaltılmasını sağlamaktadır. Ayrıca bu menkul kıymetlerin likiditeleri çok yüksektir.⁶²

İpotekten geçen menkul kıymetler, ipotekle ilgili menkul kıymetlerin en önemli şekli olup hacim bakımından da en büyük paya sahiptir. İkinci el ipotek piyasasında MPS'lerin büyük bir ağırlığı olduğundan, çoğu kez ipoteğe dayalı menkul kıymetlerle ipotekten geçen menkul kıymetler aynı anlamda veya biri diğerinin yerine kullanılmaktadır.⁶³

MPS'lerin en yaygın olarak kullanıldığı ülke olan ABD'de MPS piyasası, 1980'lerde oldukça büyük bir gelişme göstermiş ve sabit getirili menkul kıymetler içinde yatırımcı tercihi ve işlem hacmi bakımından, en önemli konuma gelmiştir. MPS'ler kurumsal yatırımcılar açısından çok cazip bir yatırım aracı olmuşlardır. Örneğin ticari bankalar, sosyal güvenlik ve emeklilik fonları, tasarruf kurumları, sigorta şirketleri ve yatırım fonları bu piyasaya oldukça yüksek düzeyde ilgi göstermektedirler. Fon yöneten kurumlar, 1990'lı yıllarda, bu menkul kıymetlerin özellikleri sayesinde fazla bir kredi riski almamış, buna karşın oldukça yüksek portföy yönetim başarısı sağlamışlardır.⁶⁴

İpotek kredilerini birinci el olarak düzenleyen konut finansman kurumlarının, düzenlemiş oldukları bu kredilerden aynı özellikleri taşıyanları bir araya getirerek grup oluşturmaları ve bu gruplara dayalı olarak menkul kıymet düzenleyip ikinci el piyasaya satmaları uygulamaları çok yaygınlaştırmıştır. Yani birinci el olarak krediyi veren kurumlar bu kredilerin ikinci el piyasada likit hale getirilmesi işlemini de gerçekleştirmektedirler. Bununla birlikte birinci el olarak kredi vermeyen bazı kurumlar düzenlenmiş olan ipotekleri satın alarak yalnızca ikinci el ipotek piyasasında faaliyet göstermektedirler. Bu uygulamalar finansman kurumlarının ipotek piyasasında almak istedikleri role, işletme politikalarına göre değişmektedir.

Yatırımcılar, düzenlenmiş olan ipotek kredilerini satın alıp bunlara yatırım yapmaları halinde kredi riski, fiyat riski, likidite riski ve erken ödeme riskiyle karşı

⁶² Madura, s.190.

⁶³ Fabozzi ve Fabozzi, s.59.

⁶⁴ Madura, s.191.

karşıya kalırlar. Bu risklerin en azından bazılarında kaçınabilmek için ipotek kredilerine yatırım yapmanın daha etkin bir yolu, ipotekten geçen menkul kıymetlere yatırım yapmaktır. MPS'lerin dayanmış olduğu ipotek kredisi grupları birkaç bin ipotek kredisinin bir araya gelebileceği gibi, birkaç ipotekten de bir araya gelmiş olabilir, ancak her durumda portföy çeşitliliğine sahiptirler.⁶⁵

Yatırım risklerini azaltmak isteyen yatırımcılar, tek bir ipoteğe yatırım yapmak yerine, MPS satın alarak, ipotek kredilerinden oluşturulan grupların bir bölümüne yatırım yapmayı tercih ederler. Bu durum yatırımcıların tek bir hisse senedine yatırım yapmak yerine portföy çeşitlendirmesi yapmalarına benzemektedir. Tek bir ipoteğe yatırım yapmak yatırımcıyı sistematik olmayan riskle karşı karşıya bırakır. Bu durumdaki riskler, kredi alan kişinin almış olduğu krediyi geri ödememesi riskidir.

Yatırım için ipotek kredilerinden ziyade MPS'lerin tercih edilmesinin nedeni, MPS'lerin likiditesinin çok yüksek olmasıdır. Özellikle portföy yatırımı ve yönetimi yapan kurumlar için likidite tercih kriterlerinin en önemlilerinden biridir. Likiditenin düşük olması durumunda portföy değişikliği yapmak isteyen kurum, çok yüksek bir alım satım marjı ödemek durumunda kalacaktır.

İpotekten geçen menkul kıymetlerin nakit akım özelliklerinin dayandıkları ipotek grubunun nakit akımlarına bağlıdır. Genel olarak MPS'lerin nakit akımları aşağıdaki unsurlardan oluşmaktadır.⁶⁶

- Aylık geri ödemelerin faiz kısmı,
- Planlanan aylık kredi ödemeleri,
- Erken ödemeler.

Belirtilen üç geri ödeme unsurundan ilk ikisi, kredi geri ödemelerinin normal koşullardaki değişimler veya ipotek kredisi almış olan tarafın kendi şartlarındaki değişimler sonucunda, kredi bakiyesinin vadesinden önce ödememesi ya da kredi alanlar tarafından elde edilen nakitlerin krediyi vermiş olan kuruma tevdi edilmesi

⁶⁵ Fabozzi ve Modigliani, s.571.

⁶⁶ Fabozzi ve Modigliani., s. 573.

durumunda, kredinin kapatılması ya da kredi bakiyesinin azaltılması söz konusu olacağından, bu erken ödemeler MPS sahiplerine de nakit akımı olarak yansır.

Ayrıca ihraç edilen MPS'ler ihraç eden kurumlara göre farklı adlarla adlandırılmaktadırlar. Örneğin kamusal kurumların ihraç etmiş olduğu MPS'lere, kurumların ihraç ettiği MPS'lere, klasik MPS'ler denmektedir.⁶⁷

2.2.2. Teminatlı İpotek Yükümlülükleri (CMO)

Teminatlı ipotek yükümlülükleri, bir ipotek kredisi grubuna ya da bir ödeme aktarmalı menkul kıymet grubuna dayalı olarak ihraç edilirler. Ödeme aktarmalı menkul kıymetlerden farklı olarak 6 ayda bir ödemelidirler. Teminatlı ipotek yükümlülükleri nakit akımlarını doğrudan veya ödeme aktarmalı menkul kıymet grubuna dayalı olmaları halinde, dolaylı olarak yine ipotek kredisi gruplarından sağladıklarından, “türev menkul kıymetler” olarak ifade edilirler.

CMO'lar farklı yapılara sahiptir. Bu nedenle farklı vadeli CMO'ları olan tahvil sahibi grupları vardır. CMO'lar ipotekle ilgili araçların nakit akımlarını (faiz ve anapara bazında) yeniden düzenleyerek erken ödeme riskini azaltmaktadır. Bununla birlikte bir CMO'nun oluşumu, erken ödeme riskini tamamen ortadan kaldırmaz. Sadece riskin değişik şekillerini farklı tahvil grupları arasında yayar. Buna ilaveten, CMO'nun faiz oranının, dayandırılmış olduğu ipotek kredileri veya MBS'lerden farklı olması nedeniyle yatırımcıların ihtiyaçlarına ve beklentilerine daha uygun alternatifler yaratılmış olmaktadır. Dayanılan ipotek gruplarından sağlanan nakit akımları, teminatlı ipotek yükümlülükleri sınıflarının sahiplerine önceden belirlenen kriterlere göre dağıtılmakta ve itfa edilmektedir.⁶⁸

CMO'lar, yüksek getiri ve yüksek kredibiliteye sahip olmalarına rağmen, MPS'lere göre daha karmaşık bir yatırım aracı olmaları nedeniyle genellikle portföy yönetim şirketleri, yatırım fonları, sigorta şirketleri ve emeklilik fonları gibi kurumsal tasarruf, yatırım ve finansman kuruluşları tarafından tercih edilmektedir.

⁶⁷ Fabozzi ve Fabozzi, s.192.

⁶⁸ Fabozzi ve Modigliani, s.220.

Tipik bir teminatlı ipotek yükümlülükleri yapısında dört tür tahvil vardır. Bunlar genellikle A, B, C ve Z sınıfı olarak adlandırılırlar. İlk üç grup tahvil içinde A sınıfı tahvil en kısa vadeli olanıdır. Dayanılan ipotek kredisi grubundan sağlanan fonlardan periyodik faiz ödemesi alırlar. Z sınıfı tahvil sahipleri ise, diğer 3 grup itfa edilinceye kadar periyodik faiz getirisi elde etmezler. Bu sistemin yapısının dayanmış olduğu ipotek kredilerinin faiz ve anapara şeklinde olan toplam geri ödeme tutarları teminatlı ipotek yükümlülüklerini yöneten kurum tarafından tahsil edildiğinde bu tutarlar öncelikle A sınıfı tahvillerin itfasında kullanılırlar. Bütün A sınıfı tahviller itfa edildiğinde, elde edilen bütün ipotek kredisi geri ödemeleri B sınıfı tahvillerin itfasında kullanılır. Diğer sınıflar içinde aynı işlem devam eder.

Teminatlı ipotek yükümlülükleri yatırımcıların değişik risk/getiri tercihlerine cevap verirler. Ayrıca bazıları korunma (hedging) imkânı da sağlamaktadır.

2.2.3. Getirisi Ayrılan İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (SMBs)

Klasik bir ipoteğe dayalı menkul kıymet dayanmış olduğu ipotek grubundan sağladığı nakit akımını eşit oranda menkul kıymet sahiplerine dağıtır. Getirisi ayrılan ipoteğe dayalı menkul kıymetlerde ise anapara' ve faiz geri ödemelerinden sağladıkları tutarları, ihraç edilen menkul kıymetin satış aşamasında belirlenen ilkelere göre menkul kıymet sahipleri arasında farklı şekillerde dağıtırlar. Bu nedenle ihraç edilen menkul kıymetlerin getirisi dayanılan ipotek grubunun getirisinden farklı olmaktadır.

Getirisi ayrılan ipoteğe dayalı menkul kıymetlerde faiz ve anaparalar yapay olarak belirlenirken, teminatlı ipotek yükümlülüklerinde “libor” gibi belirli kriterlere bağlanabilirler. Ayrıca, teminatlı ipotek yükümlülüklerinin temel yapılarında kategoriler belirli bir sıra içinde itfa edilirken, getirisi ayrılan ipoteğe dayalı menkul kıymetlerde eş zamanlı bir ödeme planı vardır.

SMBs’lerin belirgin özellikleri şunlardır:

1. SMBs’ler ipotek kredisi grubuna dayalı ihraç edilirler.
2. Dayanılan ipotek grubundan elde edilen faiz ve anaparalar, SMBs sahiplerine önceden belirlediği üzere eşit olmayan şekilde dağıtırlar.

3. SMBs türlerinden sadece anaparalı olanlar, faizler ters orantılı kazanç sağlarlar. Sadece faizli olanlar ise, faizler düşerken aynı yönde, faizler yükselirken belirli aralıklarda aynı yönde ve diğer oranlarda ters yönde hareket ederler. Bu özellikleri korunmaya imkân tanır.

4. Potansiyel risk ve getiri oranları yüksektir.

5. Piyasa faiz oranlarına karşı çok hassastır.

6. SMBs'lerin faiz ve anaparaları dayanılan ipotek grubundan bağımsız olarak yapay olarak belirlenir.

SMBs'ler ile CMO'ların ortak özellikleri:

1. Bir ipotek grubuna dayanırlar.
2. SMBs ve CMO'ların bazı türleri korunmaya müsaittirler.
3. MPS'lerle karşılaştırıldıklarında çeşitlendirilmiş olmaları nedeniyle SMBs ve CMO'lar değişik yatırımcı ihtiyaçlarına cevap verirler.
4. Türev sermaye piyasası araçlarındandır.⁶⁹

SMBs'ler ile CMO'ların farklı özellikleri:

1. SMBs'lerde faiz ve anaparalar yapay olarak belirlenirken, CMO'larda "libor" gibi belirli kriterlere bağlanabilir.
2. CMO'ların temel yapılarında kategoriler belirli bir sıra ile itfa edilirken, SMBs'lerde simültane (eş zamanlı) bir ödeme planı vardır.
3. SMBs'lerin piyasası CMO'lara göre daha dardır.
4. CMO'lar SMBs'lere dayalı olarak da ihraç edilebilir.

⁶⁹ Deniz, s.41.

5. CMO'larda dayanılan portföyden elde edilen faiz ve anapara ödemelerinden artan miktarlar vardır.

2.2.4. İpoteğe Dayalı Tahviller

Bu menkul kıymetlerin yapısı, ipoteğe dayalı olarak ihraç edilen diğer menkul kıymetlere göre daha basittir.

İpoteğe dayalı tahviller konut ipotek kredilerine dayalı olarak ihraç edilmelerine rağmen bu menkul kıymetlerin nakit akımları, dayanılan ipotek kredilerinin nakit akımından tamamen bağımsızdır. İpoteğe dayalı tahvillerin teminatı olan konut ipotek kredileri, bu menkul kıymetleri ihraç eden kurumun, tahvil sahiplerine geri ödemelerini yapmaması halinde devreye girer ve bu ipotek kredileri satılarak tahvil sahiplerine olan yükümlülükler yerine getirilir.

Bu tahvillerin ipotek kredilerinden oluşan teminatlarının tutan, ihraç edilen tahvillerin tutarından daha fazla olmaktadır. Dünyadaki mevcut uygulamalarda bu oran %115 ile %200 arasında değişkenlik göstermektedir. Teminat yüzdesi belirlenirken dikkate alınan husus, dayanılan ipotek kredileri grubunda yer alan ipoteklerin nitelikleridir.

İpoteğe dayalı tahvillerin dayanmış olduğu teminat grubunun değerinin, tahvillerin değerinden yüksek olması, ortaya çıkabilecek erken ödemeler ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar sonucunda teminatlarının değer yitirmeleri halinde bile, teminat fonksiyonlarını tamamıyla yerine getirebilmelerini sağlamaktadır.⁷⁰

Yüksek teminatları nedeniyle ihraççı kurumlar açısından da çok cazip menkul kıymetler olan ipoteğe dayalı tahvillerinin derecelendirme kuruluşlarından yüksek ratingler (üç A) almaları sebebi ile faiz oranları da düşüktür. Bu menkul kıymetlerin teminatları nedeniyle kredi risklerinin düşük olması, yatırımcılar için olumluyken, ihraç edenler için de düşük maliyetle borçlanabilmeleri açısından tercih sebebidir.

⁷⁰ Sharmin, s.171.

2.3. İpotek Menkul Kıymetleştirmesinin Faydaları

Genel olarak menkul kıymetleştirme, işletmelerin bilânçosunda bulunan ve likiditesi düşük olan aktiflerin, likiditesi yüksek menkul kıymetlere dönüştürülmesidir. Son yirmi yıl içinde mali piyasalarda yaşanan en önemli gelişme menkul kıymetleştirme olmuştur. İpotek kredilerinin bir araya getirilerek ipotek grubu oluşturulması ve daha sonra bu gruba dayalı olarak menkul kıymet ihracı ise ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi süreci olarak adlandırılmaktadır. Menkul kıymetleştirme ilk önce ipotek kredileriyle başlamış olup daha sonra, aktif unsurlara dayalı diğer menkul kıymet ihracı ile devam etmiştir.⁷¹

Menkul kıymetleştirilen ipotek kredileri de öncelikle konut ipotek kredileri ile başlamış olup, daha sonra ticari ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi uygulamaları da yapılmıştır, ancak ticari ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesinde teminatların yükseltilmesi yoluna gidilmiştir. Çok gelişmiş bir ikinci el ipotek piyasasına sahip olan ABD’de oturmaya elverişli (ticari olmayan) konutlar için verilmiş olan konut ipotek kredilerinin üçte birinden fazlası menkul kıymetleştirilmektedir, fakat verilmiş olan konut ipotek kredilerinden kamusal kurumlar tarafından (FHA/ VA) sigorta edilmiş olanlarda bu oran, % 85’e kadar çıkmaktadır. İpotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi, ihraç eden kesimlere, yatırımcılara ve kredi alanlara bazı faydalar sağlamaktadır.⁷²

Modern anlamda ilk menkul kıymetleştirme, 1970’li yılların başında GNMA (Ginnie Mae) tarafından yapılmıştır. Bu menkul kıymetleştirme, ipotek kredilerine dayalı olarak yapılmış olup MPS olarak adlandırılmıştır. Daha sonra GNMA’yı konut ipotek piyasasında faaliyet gösteren diğer kurumlar olan FHLMC ve FNMA’nın ihraçları izlemiştir. Bu kurumlar, yapmış oldukları ihraçlardan elde ettikleri fonları düzenlenmiş olan konut ipotek kredilerinin satın alınmasında kullandıklarından konut sektörüne çok büyük fonlar aktarmışlar ve özellikle düşük gelir gruplarının konut ediminin artmasında önemli rol oynamışlardır.⁷³ Son yıllarda kamusal kurumların

⁷¹ Fabozzi, s.221.

⁷² Alp, s.135.

⁷³ Stevenson, s.87

dışında özel kesim finansal kurumları tarafından da ipotek kredilerine ve diğer aktiflere dayalı olarak menkul kıymetleştirmeler yapılmaktadır.

İpotek kredileriyle ABD’de başlayan menkul kıymetleştirme uygulamaları sermaye piyasaları gelişmiş olan diğer ülkelerde de başlamış olmakla beraber bu ülkelerdeki gelişme beklendiği gibi olmamıştır.⁷⁴ Beklenen gelişmenin olmaması, ilgili ülkelerin mali yapıları, mali piyasalardaki kurumsal çerçeve, yatırımcı kitlesi, menkul kıymetlere yatırım ile ilgili teşvik sistemleri, birinci el ipotek piyasasının durumu ve bu piyasada verilen krediler ile ilgili standartlar gibi etkenlere bağlıdır.

Genel olarak menkul kıymetleştirme deyince akla ipotek menkul kıymetleştirilmesi gelmektedir ancak ipoteğin dışında başka varlıklara dayalı olarak da menkul kıymetleştirme yapılmakta olup bunlar varlığa dayalı menkul kıymetleştirme ya da ipoteğin dışındaki menkul kıymetleştirme olarak adlandırılmaktadır. Bununla beraber, menkul kıymetleştirmelerin en yaygın olduğu ülke olan ABD’deki durum ele alındığında, menkul kıymetleştirilen varlıklar içinde en büyük payı konut ipotek kredilerinin aldığı görülmektedir.⁷⁵

2.3.1. İhraç Eden Kesimlere Olan Faydalar

Genel olarak menkul kıymetleştirmenin en çok bilinen faydaları şunlardır:

1. Düşük fon maliyetleri sağlamak,
2. Sermayenin daha etkin kullanımı,
3. Daha iyi aktif / pasif yönetimi,
4. Finansal performansın büyümesi,
5. Fon kaynaklarının çeşitlenmesi.

⁷⁴ World of Banking, 'Development of Securitization Around the World,1993, s.7

⁷⁵ Alp, s.137.

2.3.1.1. Düşük Fon Maliyetleri Sağlamak

Aktiflerin menkul kıymet ihraçlarında teminat olarak kullanılması, düşük fon maliyeti sağlanmasına imkân tanır. Uzman konut finansman kurumları, ticari bankalar ve konut üreticisi gibi ipotek kredileriyle ilgili kurumların fon maliyeti bu kurumların kredi derecelendirmesine (rating) bağlıdır. Kredi ratingi düştükçe fon maliyeti de artacaktır. İpotek kredilerinin teminat olarak gösterilmesi suretiyle menkul kıymet ihraç edilmesi sürecinde, bu menkul kıymetleri ihraç eden kurum tarafından kredinin güvenliğini artıran önlemler alınmış olduğundan, derecelendirme kurumları, bu tür kredilere daha yüksek derece (rating) vereceklerdir.⁷⁶ Sonuç olarak da, yüksek rating alan kuruluşlar daha düşük faiz oranlarıyla menkul kıymet ihraç edebilecek yani göreceli olarak daha düşük maliyetle fon sağlamış olacaklardır.

Şirketlerin ihtiyaç duydukları fonları, bankacılık sistemi yerine, aktiflerinde yer alan kıymetleri menkul kıymetleştirerek sağlamaları maliyet açısından çok avantajlıdır. Menkul kıymetleştirme yoluyla daha düşük maliyetli fon sağlamanın yanında, aktifte likiditesi düşük olan varlıklara likidite getirilmekte, sonuçta bu varlıkların işletmenin karlılığına olumlu etkide bulunması sağlanmaktadır.⁷⁷

2.3.1.2. Sermayenin Daha Etkin Kullanımı

Sermaye gerekliliğini karşılamak (sermayelerini belirli bir düzeye çıkarmak) zorunda olan mali kurumlar için, aktif satışı, sermayenin serbest kalmasını sağlayacaktır. Örneğin bankalar için cari sermaye yeterliliği, bankaların sahip olduğu her aktif grubu için belirli bir sermaye yüzdesi gerekmektedir. Farklı aktifler için gerekli sermaye yüzdesinin ilgili aktifin sahip olduğu kredi riski ile orantılı olması gerekir. Bununla beraber, genellikle, sermaye gereklilikleri aktifin sahip olduğu riskten daha yüksektir: çünkü bu yükseklik belirli bir güvenlik payını da içermektedir. Aktiflerin menkul kıymetleştirilmesi ve daha sonra bu menkul kıymetlerin satılması, sermaye gerekliliğinin azalmasına neden olacaktır.

⁷⁶ Fabozzi ve Modigliani, s.598

⁷⁷ Alp, s.138.

Menkul kıymetleştirme yoluyla şirketin durağan halde olan aktiflerinin esnek hale getirilmesi ve böylece durağan olan sermayenin daha iler hale getirilmesi sağlanacaktır.

Menkul kıymetleştirmenin şirketlere sağlayacağı en önemli katkıyı gelir ve esneklik şeklinde özetlemek mümkündür. Esneklik menkul kıymetlere dönüştürülen ve likit hale gelen aktiflere bağlanacak olan sermayenin azalmasından ve gelir de aktiflerin dönüş hızının artmasından kaynaklanmaktadır.⁷⁸

2.3.1.3. Daha İyi Aktif / Pasif Yönetimi

İpotek kredileri finansal kurumları erken ödeme riski ile karşı karşıya bıraktığından, aktiflerin kesin olmayan yapısıyla uyumlu bir pasif yapısı oluşturmak zor olacaktır. Menkul kıymetleştirme erken ödeme riskini yatırımcıya aktarmaktadır. Bu durum, finansal kuruma, aktiflerini vadeleriyle uyumlu fonlama aracı sağlayacaktır.⁷⁹

Şirketler açısından aktif / pasif yönetimi, bu şirketlerin gerek yükümlülüklerini (pasifleri nedeniyle) zamanında yerine getirebilme ve böylece finansal bunalımdan kurtulma. Gerekse sahip olunan aktiflerin kendi içinde etkin yönetimini ifade etmektedir. Şirketlerin aktifleri ile pasifleri arasında uyumsuzluğun olması (vade uyumsuzluğu gibi) sahip olunan aktiflerin, çok değerli olması halinde bile şirketleri iflas riskinden kurtaramayacaktır.

Örneğin vadesi gelen borçların ödenmesi sahip olunan hazır değerlerle mümkün olabilecek ileride şirkete dönecek olan uzun vadeli aktifler kullanılamayacaktır.

2.3.1.4. Finansal Performansın Büyümesi

İpotek kredileri verilmiş olan faiz oranından daha düşük bir faiz oranıyla satıldığında finansal kurum bu işten spread (kar marjı) elde edecektir. Bu kar marjının bir kısmı kredi ile ilgili hizmet ücretlerinden, bir kısmı likit olmayan fonların daha likit fonlara dönüştürülmesinden (ipoteke kredilerinin menkul kıymetleştirilmesinden), bir

⁷⁸ Alp, s.139.

⁷⁹ Fabozzi ve Modigliani, s.599.

kısmı da krediler için alınmış olan güvenlik artırıcı önlemler nedeniyle daha düşük faiz oranlarıyla menkul kıymet ihraç edilebilmesinden kaynaklanmaktadır. Bu durum CMO yapılarında çok daha çarpıcıdır. CMO'yu ihraç eden kurum CMO bakiyesi elde edecektir. CMO bakiyelerinin menkul kıymetlerin ihracı aşamasında satılmamış olması halinde finansal kurumlar bu bakiyeleri (nakit akımlarını) zaman içinde elde edeceklerdir ancak ihraççı CMO bakiyelerini (nakit akımlarını) zaman içinde elde edeceklerdir ancak ihraççı CMO bakiyelerini ihraç aşamasında satarak kar marjını baştan elde etmiş de olabilir.

2.3.1.5. Fon Kaynaklarının Çeşitlenmesi

Menkul kıymetleştirme şirketler için başlı başına ilave fon kaynağı demektir. Bu sayede, aktifte durağan olan ve bu anlamda şirketlere vade tarihine kadar likidite sağlamayacak olan varlıklar likit hale getirilmekte ve şirketler yapmış oldukları menkul kıymetleştirme ölçüsünde ilave fonlar sahip olmaktadır. Yatırımcılar konut ipotek kredileri veya diğer kredilere dayalı olarak ihraç edilmiş olan menkul kıymetlere yatırım yapabilirler. Günümüzde ulusal ve uluslar arası mali piyasaların entegre olmuş olması nedeniyle menkul kıymetleştirme sonucunda ihraç edilmiş olan senetlerin piyasaları da genişlemiş bulunmaktadır. Bu durum finansal kurumlara daha fazla fon sağlamasına katkıda bulunacaktır.⁸⁰

2.3.2. Yatımcı Açısından Faydaları

1. Yüksek getiri: Masrafları düşük bir finansman tekniği olarak, arz edenlere sağlanan maliyet düşüklüğü, kısmen yatırımcısına yansıtılabilir. Böylece risk yönünden orta düzeyde olduğu için, riski daha düşük yatırım araçlarına göre daha yüksek getiri ile dengelenebilir. Her iki durumun birlikte etkisi yatırımcısına yüksek faiz getirisi sağlamak olacaktır.

⁸⁰ Alp, s. 140.

2. Likiditeden uzaklaşmak: Genellikle ikincil piyasanın gelişmişliğine bağlı olarak; özellikle menkul değeri çıkaran kurumun, paraya geri çevirme koşulları çerçevesinden, yatırımcı kolayca ve yüksek getirisini koruyarak likiditeye dönebilir.⁸¹

3. Kredi riskinden korunmuş sağlam yatırımı alanı bulmak: Menkul değerlere yatırım yaparak, dolaylı plasmada bulunmak; Doğrudan yapılan plasmanlara göre daha güvenli olacaktır.⁸²

2.3.3. Alacaklı Açısından Faydaları

1. Banka sermaye yeterliliği radyosuna uygun yapı sağlamak Bankalar açısından, mali bünye denetimi aracı olan sermaye yeterliliği rasyosuna⁴³ daha uygun bir bilanço yapısına ulaşmak için risk puanı yüksek kredilerin menkul değere dönüştürülerek satılması, böylece bilançodan çıkarılması iyi bir avantajdır. Örneğin Almanya' da menkul değerleştirmenin gelişmemiş olması Alman bankalarının sermaye yeterliliği oranını karşılamada problemleri olmayışına bağlanmaktadır.⁸³

2. Risk yönetiminin kolaylaşması Bankalar ve şirketler menkul değerleştirme yoluyla sabit (ya da ender olarak belli tarih ve koşullara bağlı olarak değişken) bir faiz oranı üzerinden getiriye bağlanmış olarak bekleyen alacaklarını devrettikleri zaman, faiz oranlarındaki gelişmelere daha rahat ayak uydurabilecek olanaklara kavuşmaktadırlar.

Faiz riskinin yönetiminde rahatlamaalarının yanı sıra kredi riskinin yönetiminde de menkul değerleştirme kuralları çerçevesinde avantajlar elde etmektedirler. Özellikle ipoteye dayalı menkul değerlerde taksit ödemeleri başka kurumlarca ayrıca garanti altına alınmakta, kredi veren böyle bir sigortaya kavuşmaktadır.

3. Bilanço dışı kredilendirme olanakları; Bilindiği gibi bankaların kredileri hem global olarak, hem de firma bazında belli sınırlamalara tabidir. Kredilerin zaman zaman menkul değerleştirilerek devredilmesi bu sınırları yeniden genişleterek bankaların kredi çalışmalarına rahatlık getirir.

⁸¹ S. Tantan, Menkul kıymetleştirme, SPK, Yayınları No: 44, 1996, s. 25.

⁸² Uludağ, s. 448-449.

⁸³ Bankalar Yasasına ilişkin 8. No' lu Tebliğ R.G. 0/4/1993 tarih. 21539 s.

4. Düşük maliyetli fon bulmak; Başlangıç aşamasındaki organizasyon çalışmaları dışında aracılık ortadan kalkmış olacağından fon sağlanması çok ucuzlayacak, neredeyse vadeyi göz önüne almak uğruna geçilen faiz farkı düzeyine inecektir.

5. Likiditeye ulaşmak; Menkul değerlerin satışıyla, kredi olarak verilmiş olan fonlar belli bir faiz ıskontosuyla geri dönecek, dolayısıyla likidite kolayca tekrar sağlanacaktır. Menkul değerlendirme kanunu varlıkların ileride ele geçecek gelirler olması dolayısıyla, likiditeye geçiş daha önce alınmış ve topluca sağlanmış olacaktır.

6. Sermayeyi etkin bir biçimde kullanma olanakları sağlamak; Belli bir alana yatırılmış olan sermayenin, yeniden kullanılabilmesi için tahsilatları beklemek yerine, belli bir ıskontoyla tekrar tekrar kullanılarak devir hızı arttıracak ve burada karşılaşılan fırsatların değerlendirilmesi ihtimali yükselecektir.

2.4. Covered Bond

Covered Bondlar (bundan sonra covbond) yeni bir enstrüman olmamakla beraber son beş-on yılda özellikle Avrupa da popüler olmuş finansal araçlardan birisidir. 2005 yılı sonu itibariyle bu enstrümanın piyasa büyüklüğü 1.6 trilyon € nun üzerine çıkmıştır. Bu araçlar bir finansal kurum tarafından ihraç edilir ve bir varlık portföyü ile desteklenir. Bu portföy ya bir mortgage kredisi portföyü (hem mesken, hem de ticari gayrimenkuller için) veya kamu borç portföyü olabilir. Bu özelliğiyle Mortgage destekli tahvillere benzemekle beraber, covbond yatırımcısı isterse alacağını tahsil için bondu ihraç eden finansal kuruma dönebilir. Bundan dolayı covbondlar ihraççı için bilançoda gösterilmesi gereken bir borçtur. Ayrıca covbondların vadesi daha uzundur.

Covbondların ilk görüldüğü yer Almanya'dır. Alman Pfandbriefe leri 1899 lardan beri çıkarılmaktadır. Aslında geçmişi taa 1700 lü yıllara kadar gitmektedir. İhraç edildiği ülkeye göre değişik adlar almaktadır: Covbondlara Almanya'da Pfandbriefe, Fransa'da Obligations de Foncieres, İspanya'da Cedula deniyor. Covbond piyasası 1995 de ihraç edilen Alman Jumbo Pfandbriefe (ihraç miktarı 1 milyar € nun

üzerindeyse bu adı alıyor) tahvilleriyle başlamıştır. 2000 li yıllardan itibaren ise neredeyse tüm Avrupa'ya yayılmıştır.⁸⁴

2.4.1. Covered Bond'un Özellikleri

Genellikle 2–10 yıl vadeli olarak çıkarılan covbondların çoğunluğu sabit kuponlu olarak ihraç edilmektedir.

Covbondların en büyük piyasaları Almanya, Danimarka, İspanya, Fransa, ve İsveç olarak sıralanmaktadır. Son yıllarda bu tür bonolar özellikle İspanya da çok hızlı bir gelişme göstermektedir. Jumbo covbond piyasasında İspanya 2005 yılında yeni ihraçlarda Almanya'nın önüne geçmiştir. Ayrıca İngiltere, İrlanda, Çek Cumhuriyeti, İtalya, Portekiz, Belçika, Polonya, Avusturya ve Hollanda da covbondlar çıkarılmaya başlamıştır.

Bu ülkelerin çoğu covbondları bir kanunla düzenlerken, İngiltere gibi birkaç ülkede de böyle bir düzenleme olmaksızın covbondlar (structured olarak) ihraç edilmektedir. Bu sistemin tek dezavantajı Basel II kapsamında risk ağırlığının %20 olması. Bu oran yasal düzenlemenin olduğu ülkelerde %10. Daha doğrusu bazı Avrupa ülkeleri covbondun risk ağırlığını % 10 olarak kabul etmekte (10 ülke) ancak bazı ülkeler covbondları normal tahvil gibi %20 risk sınıfına sokmaktadır. Basel II avantajından dolayı covbond bankaların çok ilgi gösterdiği bir enstrüman olmuştur. Covbondların şu an en büyük alıcısı (yatırımcısı) bankalardır.

Covbondlar şimdilik sadece Avrupa da ihraç edilmesine rağmen dünyanın her tarafından yatırımcıların ilgisini çekmektedir. Covbondlar merkez bankaları, emeklilik fonları, yatırım fonları, bankalar, sigorta şirketleri, bireysel yatırımcılara doğru geniş spektrumlu bir yatırımcı kitlesine sahiptir. Birçok yatırımcı covbondları devlet tahvillerine bir alternatif olarak görmektedir.⁸⁵

⁸⁴ Deniz , s.48.

⁸⁵ Çakar, s 42.

2.4.2. Covered Bond'un Avantajları

Covbondların kalitesi oldukça yüksektir (genellikle AAA). Kalitenin yüksekliğinin en büyük sebebi genellikle düşük borç/değer oranından kaynaklanmaktadır. Covbondların en popüler olduğu Almanya'da bu oran %60 dır. Yüksek dereceli olmasından dolayı bu enstrümanların getirisi düşüktür. Böylece mümkün olan en düşük orandan borçlanma gerçekleşmektedir. Düşük faizle konut, sanayi binaları ve kent projelerine finansman sağlanmaktadır. Diğer taraftan kaliteli olmasına nazaran devlet tahvillerine göre getirilerinin yüksek olması yatırımcıları cezptmektedir. Spread (fark) 30-40 baz puanı kadardır. Spread Alman Jumbo covbondlar için son yıllarda iyice düşmüştür. 1994-95 ortalaması 10 baz puanı civarında gerçekleşmiştir. Covbondlar ayrıca mortgage destekli tahvillere göre daha likit oldukları için de getirileri daha düşüktür. Bu durum özellikle büyüklükleri nedeniyle Jumbo Pfandbriefe tahvilleri için geçerlidir. Ayrıca Pfandbriefe çıkarmak için en az üç yatırım bankası sendikasyonu gerekmektedir. Çok sayıda bankanın yüklenici olması bu enstrümanların likiditesini arttırmaktadır. Piyasa yapıcıları genellikle alış-satış fiyat farkını (bid-asked spread) düşük tutarak likiditeyi sağlamaktadır. Ayrıca covbondların EuroCreditMTS gibi elektronik ortamlarda alınıp satılabilmesi özellikle kurumsal oyuncular için likiditeyi arttıran bir avantaj olmaktadır.

2.4.3. Covered Bond'un Dezavantajları

Bu tahvillerin en büyük dezavantajı heterojen yapılarıdır. Bu bonoların yapısı ülkeden ülkeye değişmektedir ayrıca bu bonoların kaliteleri de her yerde aynı değildir. Dolayısıyla her covbondun eti yenmez. Örneğin borç/değer oranı Almanya da % 60 iken bu oran Danimarka ve İspanya da % 80 a çıkmaktadır.

2.4.4. CovBondların Geleceği

Covbondlar ile ilgili hukuki çerçevenin tüm Avrupa da aynı standarda kavuşturulması ile ilgili çalışmalar devam etmektedir. 2004 yılında Avrupa Mortgage Federasyonu tarafından kurulan European Covered Bond Council (ECBC) tüm Avrupa çapında hukuki altyapının birleştirilmesine yönelik çalışmalar yapmaktadır.

Covbondların hızlı büyümeye devam etmesi, orta ve doğu Avrupa ülkelerine yayılması beklenmektedir.⁸⁶

Bazı uzmanlar Güney Amerika Ülkeleri, Japonya, Avustralya ve yeni Zelanda'nın da yakın zamanda covbond ihraç etmelerini beklemektedir. Ancak şimdilik covbondlar Avrupa'ya özel bir finansal araç olarak görülmektedir.

İpotekli konut finansmanı ile ilgili kanuni düzenlemelerden sonra ülkemizin de covbond piyasasına adım atacağı beklenmektedir. Geçen yıl ülkemizde konuyla ilgili çeşitli konferanslar düzenlenmiştir. Sermaye piyasasının gelişimi ve ucuz, bol ve mevduat kaynaklı olmayan bir konut finansmanı modeli ülkemiz için hayati öneme sahiptir. Umarız başarılı bir şekilde covbondları da ülkemizde görürüz.

⁸⁶ Çakar, s.43.

BÖLÜM 3. AVRUPA MORTGAGE PİYASASI

Avrupa Birliği (AB) ülkelerinde, ABD’de olduğu gibi, ipotek kredisi vermekte ve menkul kıymetleştirmede ipotek bankaları, yapı toplulukları, yapı tasarruf sandıkları, ticari bankalar ve tasarruf bankaları gibi uzmanlaşmış finans kurumları bulunmaktadır. Özellikle geçmişi çok uzun yıllar öncesine dayanan “İpotek Bankacılığı” sistemi tüm AB ülkelerinde yaygın olarak kullanılmaktadır.

Ancak, Avrupa’daki ikinci el ipotek piyasalarının gelişimi Amerikan örneklerine kıyasla daha yavaş gerçekleşmiş. Bunun en önemli nedeni; AB yasalarının garanti şeklindeki kamu desteğini yasaklaması sonucunda ilgili ülkelerde kamusal ya da kamu destekli merkezi bir ikinci el kuruluşunun bulunmamasıdır. Böyle bir kuruluşun piyasalarda olmayışı, yatırımcılara yapılacak anapara ve faiz ödemelerindeki garantinin sadece kredi değerliliği yüksek bir banka veya uzman sigorta kuruluşunca verilmesine ve bunun sonucunda da maliyetlerin artmasına neden olmaktadır.

AB’ye üye ülkeler arasında en gelişmiş birinci ve ikinci el ipotek piyasasına sahip olan ülke “Almanya”dır. Ülkede konut finansmanı çoğunlukla “Yapı Tasarruf Sandıkları (Bauparkassen), İpotek Bankaları (Hypothekenbanken) ve kooperatif bankaları” vasıtasıyla sağlanmaktadır. Bu kuruluşlar tamamen özel sermayeli kuruluşlar olup, kaynaklarını sadece uzun vadeli ipotek kredileri şeklinde kullanırlar. Bunların kısa vadeli kredi açmaları yasaklanmıştır. Ülkede ipotek kredilerinin ancak yüzde 24’lük bir kısmı menkul kıymetleştirilebilmiştir. Bu oran, 2007 Haziran ayı itibariyle 12 trilyon \$’a yaklaşan ipotekli kredi piyasasının yüzde 50’sinden fazla bir kısmının menkul kıymetleştirildiği ABD ile kıyaslandığında oldukça düşük kalmakta. Alman konut finansman sisteminde faaliyetlerini sürdüren başta ipotek bankaları olmak üzere tüm kurumlar uzun vadeli kredi verebilmek için gerekli olan fonları çoğunlukla, “pfandbrief” adı verilen “ipoteğe dayalı tahvilleri” ihraç ederek sağlamaktadırlar.⁸⁷

Almanya’da, pfandbrief sisteminin işleyişini ise şu şekilde özetlemek mümkündür: Herhangi bir kişi ya da kurum tarafından uzman finans kurumlarına

⁸⁷ Ali Hepşen, Avrupa Birliği’nde İpotekli Konut Kredisi Uygulamaları , Alo maliye, Şubat bülteni, http://www.alomaliye.com/2008/ali_hepsen_ab_ipotekli.htm, 27 Şubat 2008

yapılacak ipotekli konut kredisi taleplerinde, öncelikle kurum tarafından karşı tarafın gösterdiği gayrimenkuller üzerine ipotek konulmakta ve sadece ipotek miktarı kadar kredi açılmaktadır. Daha sonra, banka tarafından kredi miktarına uygun bir tutarda pfandbrief ihracı yapılır ve sermaye piyasalarında satışa geçilir. Dolayısıyla kurum, karşı tarafa ipotekli konut kredisini açıştan pfandbrief'lerin satışına kadar geçen zaman içerisinde kullandığı krediyi kendi öz kaynakları ile finanse etmek durumundadır. Böyle bir durumda, pfandbrief'leri satın alan yatırımcılara ödemelerin garanti edilebilmesi için bankanın sürekli olarak yeni ipotekli konut kredisi yaratabilmesi gerekmektedir. Bu sistemde, ipotekli konut kredilerine dayalı ödeme aktarmalı menkul kıymet yapısının aksine, ipotekli konut kredileri kurumun bilançosunda kalmakta ve kredilere ilişkin tüm riskler krediyi açan kurum tarafından üstlenilmektedir.

İngiltere, ipotekli konut piyasasında 1,1 trilyon Euro'ya yaklaşan hacmi ile AB ülkeleri içerisinde Almanya'dan sonra ikinci sırada yer almakta. Almanya'da olduğu gibi İngiltere'de de büyük bir ipotekli konut kredisi piyasası olmasına rağmen, bu piyasanın 2007 Haziran ayı itibariyle ancak yüzde 12'lik bir kısmı menkul kıymetleştirilebilmiştir. Bunun en önemli sebebi ise, 1850'lerden itibaren İngiltere konut finansman piyasasında faaliyetlerini sürdüren ve ülkede kullanılan ipotekli konut kredilerinin yaklaşık yüzde 70'lik bir kısmını sağlayan "Yapı Toplulukları" (Building Societies) dir. Halifax, Nationwide, Bradford & Bingley, ve Leed Permanent gibi önde gelen yapı toplulukları aynen ipotek bankaları gibi hizmet sunmakta olup, faaliyetleri yalnızca ipotekli konut kredisi vermek ve emlak komisyonculuğu yapmak olarak sınırlandırılmıştır. Yapı Toplulukları, konut bedelinin yüzde 90'ına kadar 20-25 yıl vadeli kredi vermekte olup, verdikleri bu krediler şartları her yılın ekonomik koşullarına göre değişebilen değişken faizli ipotek kredileri şeklindedir.⁸⁸

Fransa'da 1980'li yılların sonundan itibaren menkul kıymetleştirmeye geçiş geleneksel konut finansman sisteminin artan fon ihtiyacını gidermek amacıyla adeta zorunlu olmuştur. Devletin hâkimiyetinde olan Fransız ipotek piyasasında uzun vadeli fonlamaya ihtiyaç duyulması nedeniyle köklü yasal düzenlemeler yapılmış; hukuki altyapının menkul kıymetleştirmeye uygun hale getirilmesi ve ihraçların yalnızca özel

⁸⁸ Hepşen , 2008.

amaçlı kurum (Fonds Commun de Creances-FCC) vasıtasıyla yapılması ile birlikte menkul kıymetleştirme mümkün kılınmıştır. Fransa'da 2007 yılı Haziran ayı itibariyle ağırlıklı olarak değişken faizli ipotek kredilerinden oluşan 470 milyar Euro'luk ipotekli konut piyasasına sahip olunmasına rağmen, ipoteye dayalı menkul kıymetleştirme uygulamaları istenilen düzeye ulaşamamış ve ancak bu piyasanın 4,45 milyar \$'lık bir kısmı menkul kıymetleştirilebilmiştir. Bunun en önemli nedeni ise, ülkede yaygın olarak kullanılan değişken faizli ipotek kredilerinin varlığıdır.

İspanya'da ise, Avrupa'nın en eski ipotek bankalarından biri olan Banco Cario (bugünkü adıyla Mortgage Bank of Spain) sadece ipotek kredisi vermek amacıyla 1872 yılında kurulmuştur. İspanya ipotek piyasasında ayrıca, birleşik tasarruf bankaları, ticaret bankaları ve diğer uzman ipotek finans kurumları görev yapmaktadır. Bu kuruluşlardan Birleşik Tasarruf Bankaları (Confederated Savings Banks) 2007 yılı Haziran ayı itibariyle 604 milyar Euro'luk ipotekli konut kredisi piyasasının yaklaşık %50'sine sahiptir. İspanya'da menkul kıymetleştirmeye ilişkin uygulamalar 1991 yılında kabul edilen bir yasa ile başlamış olup, 1993 yılında ilk ipoteye dayalı menkul kıymet ihracı gerçekleştirilmiştir.

- Mortgage pazar büyüklüğü: 2005 yılı sonunda Avrupa Birliği üyesi 25 ülkede 5,1 trilyon Euro tutarında bir hacme ulaşmıştır. Mortgage kredi pazarı son 10 yılın ortalama %9,4 olan büyüme oranının üzerinde bir büyüme gerçekleştirerek %11'lik bir büyüme sağlamıştır.⁸⁹

- 2005 yılı verilerine göre Tablo 3'te Avrupa Birliğinde mortgage kredi hacmi 5.1 trilyon Euro olmuştur.

- AB ülkeleri içerisinde İngiltere 1.41 trilyon ile AB'nin en büyük pazarı olmuş, Almanya ise (Tablo 4'te) 1.16 trilyon ile AB 25'in ikinci en büyük pazarı olmuştur.

- En küçük pazar: AB 25 ülkeleri içerisinde 1,3 milyar Euro tutarında mortgage kredi hacmi ile Slovenya son sırada yer almaktadır.

⁸⁹ European Mortgage Federation, A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets, 2006, s.11.

- Mortgage kredileri/GSYİH oranları: 2004 yılında bu oran AB 25 ülkeleri için %44,5 iken 2005 yılında %47,5'e yükselmiştir.

- Konut fiyatları: Konut fiyatları Avrupa'da birçok ülkede hala sürekli bir artış trendi içerisinde. Bununla birlikte bazı ülkelerde fiyatlarda gerileme söz konusu olabilmektedir. Konut fiyatları Danimarka'da %17; Belçika'da %16,3 ve Yunanistan'da %10,3 oranında artmayı sürdürürken Fransa'da %14,7; Malta'da %10,3; İspanya'da %12,8 ve İngiltere'de %5,6 oranında bir önceki yıla göre göreceli olarak daha az artış göstermiştir.

- Faiz oranları: 2005 yılının üçüncü çeyreğinde AB'nin birçok ülkesinde şimdiye kadarki en düşük faiz oranlarına ulaşılmıştır. Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) 2005 yılının son çeyreğinde gecelik repo oranlarında yaptığı artışla faizler tekrar yükselme eğilimine girmiştir.⁹⁰

- Mortgage kredisi kullananların borç servis yükü: Mortgage kredi hacmindeki güçlü artışa rağmen faiz oranlarındaki azalış, faiz ve anapara geri ödemelerini içeren borç servis yükünün son 15 yıl boyunca kullanılabilir gelirin yaklaşık %12'sinde sabitlendiğini göstermektedir.

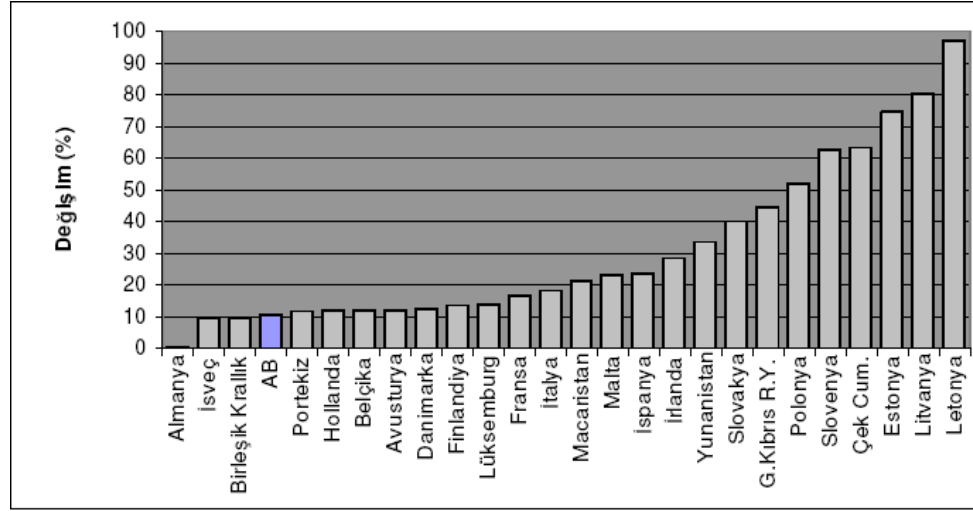
- Konut arzı: Son on yıl içerisinde çoğu AB ülkesinde tamamlanan ve izin alınan inşaat sayısında artış gözlemlenmektedir. Fakat artış oranı ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. 2005 yılında her 1.000 kişiye düşen yeni inşaat izin sayısı Litvanya'da 1,6 iken İspanya'da 17 olmuştur. Her 1.000 kişiye düşen tamamlanan inşaat sayısı Litvanya'da 1,7 iken İrlanda'da 19,7 olmuştur.

- Mortgage'a dayalı tahviller: 2004 yılında 794,3 milyon Euro olarak gerçekleşen tahvil hacmi 2005 yılında artarak 876,8 milyon Euro hacmine ulaşmıştır. Bu artış yıllık %10,3 oranında bir büyümeye işaret etmektedir. Mortgage tahvillerinin yakın zamanda İtalya ve Portekiz'de de çıkarılmaya başlanması beklenmektedir.

⁹⁰ European Mortgage Federation, s.11.

3.1. Mortgage Piyasası, GSYİH, Faiz Oranları ve Konut Fiyatlarının Gelişimi

Mortgage piyasaları tam olarak derinleşmemiş olan AB'nin yeni üye ülkelerinden Slovenya 1,3 milyar Euro, Malta 1,5 milyar Euro ve G.Kıbrıs R.Y. 2,1 milyar Euro piyasa rakamları ile son sıralarda yer almaktadırlar.



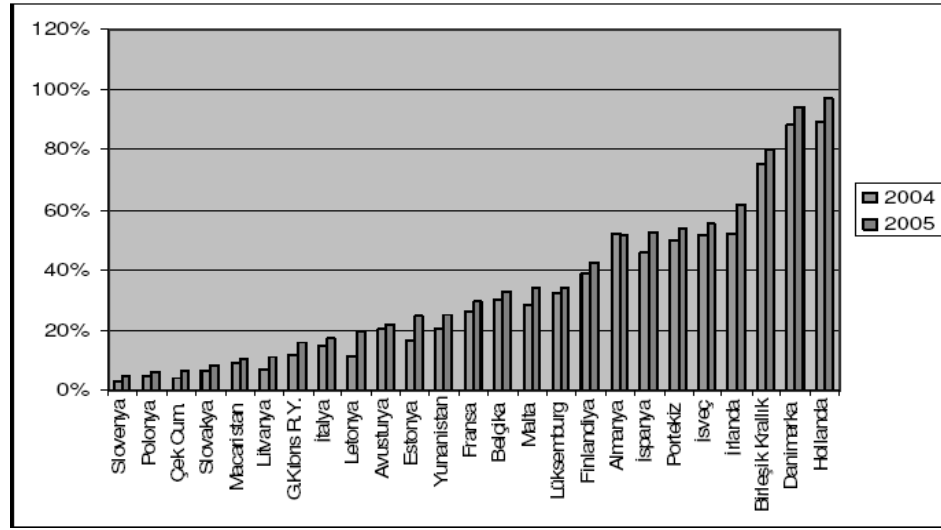
Şekil 2: AB Ülkelerinde 2005 Mortgage Büyüme Oranları

Kaynak: European Mortgage Federation,2006, s.13.

Şekil 2’de mortgage büyüme oranları ülkeler bazında grafik olarak verilmiştir. Yeni üye ülkelerden Letonya, Litvanya ve Estonya’ da gerçekleşen büyüme oranları %70’in üzerinde olup yeni üye olan tüm ülkelerin piyasadaki artış oranları ise %40’ın üzerinde gerçekleşmiştir. AB 15 içerisinde ise %33 ile Yunanistan ve %29 ile İrlanda dikkat çekicidir. Yunanistan’daki bu dinamizmin en önemli sebeplerinden biri 1 Ocak 2006 tarihinden itibaren zorunlu hale getirilen konut değerlendirme sisteminde yapılan yöntem değişikliği olmuştur. Almanya dışındaki diğer AB 15 üye ülkeleri, İspanya’da gerçekleşen %24 büyüme oranı ile %9,3 oranı arasında büyüme oranlarını yakalamışlardır. AB 25 içerisinde mortgage piyasasında en büyük sorunu Almanya yaşamaktadır.⁹¹

⁹¹ European Mortgage Federation, s.13-14.

Son yıllarda devam eden büyüme oranları mortgage kredi piyasasından borçlanmak isteyenlere daha fazla imkan tanıyan birçok faktörün bir araya gelmesiyle oluşmuştur. 1995 yılından itibaren gayrimenkul kredilendirme oranlarında (Loan to Value) artışlar olmuş, vadeler uzamış ve tüketici ihtiyaçlarını karşılayacak çok çeşitli ürünler piyasaya sunulmuştur. Bazı ülkelerde kredilendirme oranı %100'e kadar çıkmakta ve vadeler genellikle 35 yıl olmaktadır.



Şekil 3: AB Ülkeleri Mortgage Kredi Hacmi/GSYİH Oranları

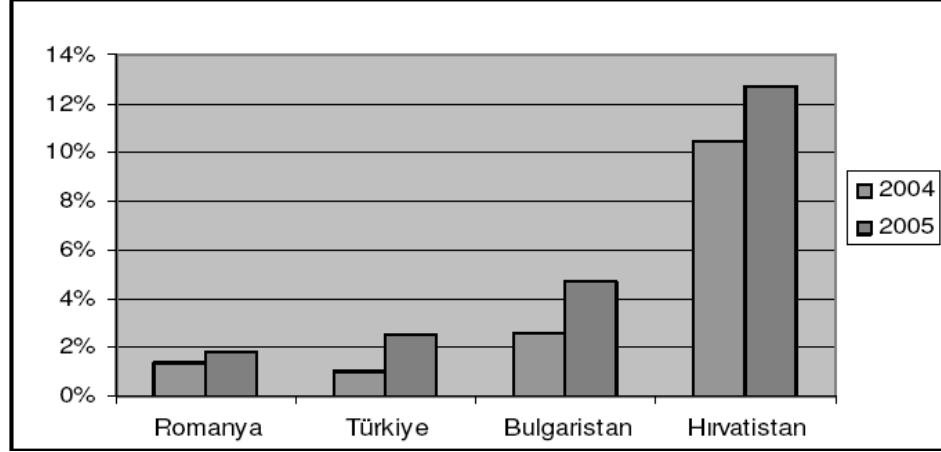
Kaynak: European Mortgage Federation, 2006, s.14

Şekil 3'te 2004 ve 2005 yıllarında Avrupa ülkeleri mortgage kredileri/GSYİH oranları gösterilmektedir. Mortgage kredilerinin GSYİH'ya oranı AB'deki birçok ülkede borçlanma dinamiğini göstermektedir. AB 25 içerisinde 1996'da bu oran %32 iken şu an %47,5 seviyesindedir. AB'nin yeni iki üyesi Bulgaristan ve Romanya ile bu oranlar biraz aşağıya çekilmiş durumdadır.⁹²

Hollanda, Danimarka ve Birleşik Krallıkta borçlanma dinamizminin yüksek olduğu; yeni üye ülkelerden Slovenya, Polonya ve Çek Cumhuriyeti'nde ise bu dinamizmin düşük olduğu görülmektedir.

⁹² Eşref Gündoğdu, Mortgage Kredilerinin Konut Fiyatlarına Etkisinin Bazı Avrupa Ülkeleri Ve Türkiye İçin Araştırılması,(Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi S.B.E), Adana,2007,s.26

Mortgage kredilerindeki güçlü yükselin önemli sebeplerinden biri de faiz oranlarında yaşanan düşüşlerdir. 1990'ların baslarından itibaren düşme trendinde olan faiz oranları 2005 yılının üçüncü çeyreğinde tarihin en düşük seviyelerine gelerek rekor kırmış, Avrupa Merkez Bankası'nın Aralık 2005'te gecelik repo oranlarını artırmasıyla faiz oranları da artmaya başlamıştır.⁹³



Şekil 4: AB'nin Yeni Üye ve AB'ye Aday Ülkelerin Mortgage Kredi Hacmi/GSYİH Oranları

Kaynak: European Mortgage Federation, s.14

Şekil 4'te mortgage Kredilerinin GSYİH' ya oranları AB'nin iki yeni üyesi Romanya ve Bulgaristan ile aday ülkelerden Türkiye ve Hırvatistan'a ait oranlar yer almaktadır. Oranlar, AB 25 ortalamasının oldukça altında olmakla birlikte Hırvatistan'ın durumu göreceli olarak Türkiye, Bulgaristan ve Romanya'ya göre daha iyidir. Bu oranların düşük olması finansal piyasaların henüz derinleşmediğini göstermekle birlikte gelecekteki büyüme potansiyelinin işareti niteliğindedir.

Ülkelerin içinde bulunduğu ekonomik koşullarla birlikte şekillenen faiz oranları Türkiye'de yaşanan 2000 ve 2001 krizleri neticesinde üç haneli rakamlara ulaşmıştır. Daha sonraki yıllarda ekonomik krizin yaralarının sarılması ve AB adaylığının resmîleşmesiyle birlikte faiz oranlarında düşme eğilimi başlamış ve %17,77 seviyesine kadar düşmüştür. Bu oran Avrupa mortgage piyasasında lider olan ülkeler ve

⁹³ European Mortgage Federation, s.16.

yeni üye olan diğer ülkelerle karşılaştırıldığında piyasaların derinleşebilmesi için gerekli olan faiz oranlarının henüz yakalanamadığını göstermektedir.

Tablo 2
Mortgage Kredileri için Gösterge Faiz Oranları

Yıllar	Birleşik Krallık	Almanya	Yunanistan	Slovenya	Bulgaristan	Türkiye*
1996	7,00%	7,10%	5,60%	21,90%	43,30%	80,88%
1997	8,50%	6,70%	5,60%	19,60%	17,20%	77,55%
1998	8,00%	5,30%	5,50%	16,20%	17,80%	84,33%
1999	7,10%	6,40%	7,10%	12,40%	17,90%	80,53%
2000	7,60%	6,40%	7,00%	15,40%	15,90%	130,08%
2001	5,70%	5,90%	6,70%	14,80%	15,10%	126,63%
2002	5,60%	5,50%	6,70%	13,50%	13,10%	56,60%
2003	5,60%	5,10%	5,50%	10,80%	12,60%	43,60%
2004	6,60%	4,60%	4,50%	7,60%	10,60%	30,14%
2005	6,40%	4,20%	4,00%	6,20%	6,90%	17,77%

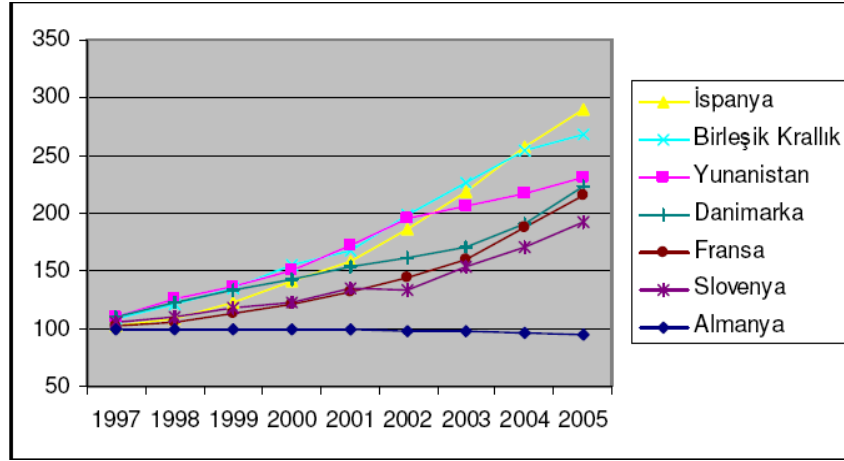
Kaynak: European Mortgage Federation

*Türkiye'ye ait oranlar TCMB' den alınmıştır.

Tablo 2’de 1996–2005 yılları arasında mortgage kredi faiz oranlarının belirlenmesinde kullanılan gösterge faiz oranları sunulmuştur. Türkiye’deki faiz oranlarının diğer ülkelerdeki faiz oranları ile karşılaştırıldığında Türkiye’de uygulanan faiz oranlarının yüksekliği dikkat çekici bir seviyededir.2000 yılında Almanya ‘da faiz oranları %6.40 iken, Türkiye’ de % 130.08 ‘dir.⁹⁴

Yeni yasalaşan mortgage sisteminin islerlik kazanabilmesi için Türkiye’de uygulanan faiz oranının %10’un altına inmesi gerekmektedir. Hane halkı gelir seviyesinin artısını gösteren GSYİH ve kişi başına düşen milli gelir rakamlarındaki artışlar ve bu artışın sadece üst gelir grubuna değil tabana da yansması faiz oranlarında istenen seviyenin yakalanması açısından oldukça önemlidir.

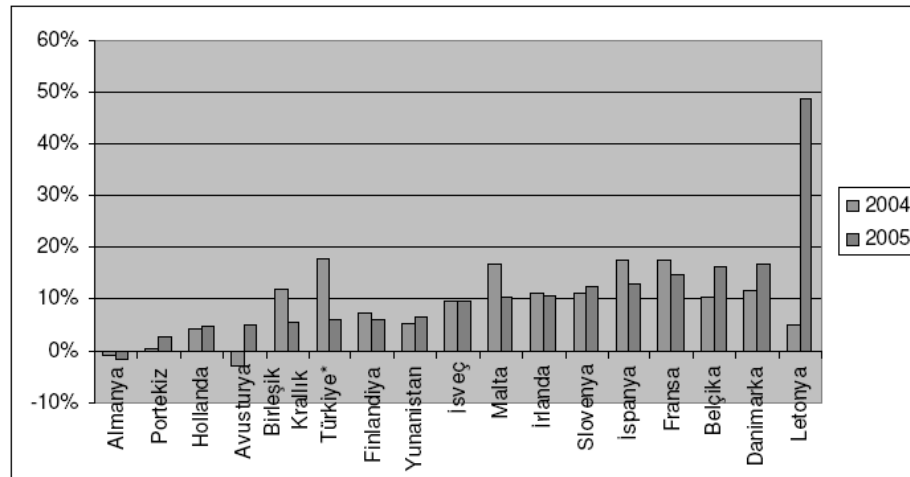
⁹⁴ European Mortgage Federation, s.15.



Şekil 5: Bazı Avrupa Ülkelerinde Konut Fiyat Artışları (1996=100)

Kaynak: European Mortgage Federation,2006

AB ülkelerinde ve dünyadaki birçok ülkede konut fiyatları artma eğilimindedir. Şekil 5'te yer alan ülkelerde 1997–2005 yılları arasında gerçekleşen konut fiyat değişimleri gösterilmektedir. Almanya dışındaki diğer ülkelerde konut fiyatlarının arttığı, Almanya'da ise konut fiyatlarının azaldığı gözlemlenmektedir. Temel olarak bu artışların arkasında faiz oranlarında yaşanan düşüşlerin ve tüketicinin ihtiyacına tam olarak cevap verebilen yeni mortgage ürünlerinin yer aldığı ifade edilmektedir.



Şekil 6: Avrupa Ülkelerinde Konut Fiyat Artış Oranları

Kaynak: European Mortgage Federation; Türkiye'ye ait rakamlar İstanbul Ticaret Odası'ndan alınmıştır.

Şekil 6’ da AB ülkelerinde 2004–2005 yıllarına ait konut fiyat artışları gösterilmektedir. Malta, Birleşik Krallık, İspanya ve Fransa’da konut fiyat artışları yavaşlamakla birlikte Malta’da konut fiyat artışları hala iki hanelidir. Türkiye’de 2004 yılında %17,9 olan artış oranı 2005 yılında %5,89’a gerilemiş olmakla birlikte 2006 yılında bu oran %15’in üzerine çıkmıştır. Yunanistan, Belçika ve Danimarka’da 2005 yılında da artış devam etmiştir. Letonya’da ise 2004 yılında %4,95 olan artış oranı 2005 yılında rekor bir düzeye ulaşarak %48,62 olmuştur.

3.2. İngiltere Mortgage Piyasası

İngiltere (Birleşik krallık) 1925 yılı mülk edinme kanunu ile başlayan sistemde konut finansman kurumları Yapı Toplulukları (Building Societies), Ticaret Bankaları ve yerel organizasyonlardan oluşmaktadır. Yapı Topluluklarına 1985 yılında Sterlin üzerinden Eurobond ihraç yetkisi verilmiş ve 1987 yılında fonların %20’sini menkul kıymete çevirerek satma yetkisi verilmişken 1988’de bu oran %40’a çıkarılmıştır.⁹⁵

Konut piyasası 2006 yılı boyunca beklenmeyen bir şekilde güçlü durumdaydı. 2004 yılının ortaları ile 2005 yılının ortaları arasında işlem sayıları artmış ve konut fiyatları yeniden bir ivme kazanmıştır. Faiz oranlarının doruk noktasına çıktığı 2005’in ikinci yarısında potansiyel alıcılar konut fiyatların bu noktadan sonra düşmeyeceğine inanmış ve 2005 sonbaharında talepte bir istikrar söz konusu olmuştur. Daha yüksek talep düzeyi daha güçlü al-sat yatırımlarının önünü açmaktadır. Fakat ilk kez konut sahibi olacak kişiler aynı zamanda mevcut konut fiyat seviyesinden piyasaya girmenin yollarını aramaktadırlar. Kredi piyasasının oyuncuları ilk kez konut sahibi olacak kişileri çekebilmek için yeni ve esnek mortgage ürünleri piyasaya sürmektedirler. Daha fazla gayrimenkul satışı ve güçlü refinansman düzeyi ile 2004 yılının sonlarından beri mortgage kredilerinde gözle görülür bir artış bulunmaktadır.⁹⁶

⁹⁵ Ayhan Gürbüz, İpotekli Konut Kredileri ve Türkiye’de Uygulaması,(Uzmanlık Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası), Ankara,2002, s.14.

⁹⁶ European Mortgage Federation, s.91.

Tablo 3

Birleşik Krallık ile AB Temel Ekonomik Göstergelerin Karşılaştırılması

2005 Yılı	AB ortalaması	Birleşik Krallık
GSYİH artışı(AB 25)	%1,6	%1,8
İşsizlik	%8,7	%4,7
Enflasyon	%2,1	%2,1
Ev sahibi tarafından kullanılan konut oranı	%65	%71
Mortgage konut kredilerinin GSMH'ye oranı	%47,5	%80
Toplam konut kredi hacmi milyon Euro	5.138.835	1.414.386
Konut fiyatlarındaki yıllık artış %(Kıta Avrupa'sı)	%7,7	%5,6
Referans mortgage faiz oranı (Kıta Avrupa'sı)	%3,91	%6,4
Toplam kredi hacminin %kaçı menkul kıymetleştiriliyor.	%17,9	%1,8

Kaynak: European Mortgage Federation, 2006, s.92.

Tablo 3'te Birleşik Krallık ve AB'ye ait bazı makroekonomik göstergeler ve mortgage rakamları karşılaştırmalı olarak verilmiştir. Enflasyon oranı AB ile paralel iken, GSYİH artışı daha yüksek, işsizlik oranı daha düşük bir oranda gerçekleşmiştir. Menkul kıymetleştirme oranlarına baktığımızda ise AB ortalamasının oldukça altında bir oran göze çarpmaktadır. Bunun en önemli nedeni, Birleşik Krallıkta tahvil piyasasına kamu menkul kıymetlerinin hakim olmasıdır.

3.3.Almanya Mortgage Piyasası

Genel olarak 2005 yılı Almanya için mortgage piyasasında bir canlılık gözlemlenememiştir. Normal koşullar altında beklenen Pazar payının altında rakamlar söz konusu olmuştur. İşsizlik oranlarındaki yükseliş ve hane halkı gelirlerindeki durağanlık talepte bir daralmayla sonuçlanmıştır. Konut fiyatları birçok Avrupa ülkesinin aksine düşüş eğilimindedir. Uzun dönemli nüfus artış projeksiyonlarına göre konut fiyatlarındaki gelişim beklentisinin yatırımcılar açısından kötümser olduğu söylenebilmektedir. Çok kötümser bir yaklaşım aslında uygun değildir. inşa edilen konut sayılarında önceki yıllara göre azalmalar söz konusu olmaktadır. Bu da konut fiyatlarındaki düşüşün devam etmeyeceğinin bir göstergesi olabilmektedir. Tablo 4'te

Almanya ve AB'ye ait bazı makroekonomik göstergeler ve mortgage rakamları karşılaştırmalı olarak verilmiştir.⁹⁷

Tablo 4
Almanya ile AB Temel Ekonomik Göstergelerin Karşılaştırılması

2005 Yılı	AB ortalaması	Almanya
GSYİH artışı(AB 25)	%1,6	%1,0
İşsizlik	%8,7	%9,5
Enflasyon	%2,1	%1,9
Ev sahibi tarafından kullanılan konut oranı	%65	%43,2
Mortgage konut kredilerinin GSMH'ye oranı	%47,5	%51,7
Toplam konut kredi hacmi milyon Euro	5.138.835	1.162.588
Konut fiyatlarındaki yıllık artış %(Kıta Avrupa'sı)	%7,7	-%1,7
Referans mortgage faiz oranı (Kıta Avrupa'sı)	%3,91	%4,2
Toplam kredi hacminin %kaçı menkul kıymetleştiriliyor.	%17,9	%20,4

Kaynak: European Mortgage Federation, 2006, s.50.

3.4. AB ve ABD Mortgage Piyasa Farklılıkları

ABD Mortgage piyasası, menkul kıymetleştirilmenin büyümesini tevsik eden çeşitli faktörlerle desteklenmiş ve bu durum, sonuçta mortgage borç verenlerinin kendi fonlarını tutmasına duyulan ihtiyacı azaltmıştır.⁹⁸

⁹⁷ Gündoğdu, s. 31.

⁹⁸ http://www.housingfinance.org/pdfstorage/Europe_coles_hardt.pdf

Tablo 5
AB ve ABD Mortgage Piyasalarının Karşılaştırılması

	ABD	AB
Konut mortgage borçları bakiyesi	3751	2700
GDP (Toplam İç üretim payı olarak)	%53	%36
MS- Mortgage Menkul Kıymetleri (ABD) ve Mortgage Tahvilleri		
AB Bakiyesi	2041 **	500 ***
Mortgage borçları bakiyesi olarak	%54	%19
GDP' nin payı olarak	%29	%7
Ev sahipliği düzeyi	%66	%63 *
Konut işlemleri	5.7 milyon	4.0 milyon *
GDP	7055	7470

* En son bilgilere göre; ** GNMA, FHLMC, FNMA tarafından düzenlenen MBS ve özel mortgage kanalları *** Kamu sektörü borçlarının desteklediği mortgage tahvilleri hariç

3.4.1. ABD Federal Dairelerin Rolü

3.4.1.1. Tasarruf Ve Borçlar Krizi

Amerikan mortgage piyasasını anlamak için, 1980'lerde tasarruf ve borç birliklerinde veya "tasarruf kuruluşlarında" yaşanan krizin hatırlanması gerekmektedir. Tasarruf kuruluşları, önemli bankacılık hatası olan kısa vadeli borç alarak uzun vadeli borç vermeden kaynaklanan klasik sıkıntılara maruz kalmıştır . 1930'lu ve 1970'li yıllar arasında, tasarruf kuruluşları, değişken oran mevduatlarına dayanan uzun vadeli sabit oranlı mortgage borçları finanse etmiştir. Bu sistem sabit faiz oranları zamanında iyi bir

şekilde işlemiş, ancak 1979'dan sonra, faiz oranlarında yaşanan çok keskin artışın ardından çökmüştür. Geleneksel tasarruf kuruluşu sisteminin yüksek ve dalgalı faiz oranlarının yaşandığı bir zamanda devam edemeyeceği hızla ortaya çıkmıştır.⁹⁹

3.4.1.2. Sermaye Kıtlığı

Sabit oranlı borçların bir portföyü elde tutulurken, mevduatlar üzerinde artan oranların ödenmesine yönelik baskıdan kaynaklanan faiz marjları ve likidite konusunda yaşanan sıkıntı sırasında ayakta kalabilen tasarruf kuruluşlarının, alacaklarının bilançoda tutulmaması, bunun yerine ikincil piyasaya satılması gerektiğinin kısa sürede farkına varmışlardır. Esasen, 1979 ve 1981 yılları arasında çok yüksek faiz oranlarının yaşandığı zamanlarda sermayelerinin büyük kısmı yok olmuştur. Bu durum, tasarruf kuruluşlarının, borçları bilançodan çıkarmaları ve yeterince sermayeleştirilmiş diğer kurumların borçları satın almaları için açık bir teşvik oluşturmuştur.

Avrupa'da, kurumlar genellikle sermaye kıtlığı yaşamamıştır. Birçok durumda bunun aksi (kurumların aşırı sermayeleştirilmesi) geçerlidir. Aşırı sermayeleştirme, sermayenin Avrupa'da ABD'de olduğu gibi etkili bir şekilde kullanılmadığı anlamına gelebilir.

3.4.1.3. ABD Mortgage Bankaları Modeli

1980'lerde yaşanan kriz, borçları düzenleyen ve yeniden satmadan önce kısa bir süreliğine depolayan yeni tip borç verenler olan ABD mortgage bankaları için bir fırsat sağlamıştır. 1990 yılında mortgage bankaları, mesken mortgage oluşumlarının yaklaşık %35'inden sorumluydu, 1996 yılına kadar bu rakam yaklaşık 55 oranına yükseldi. Bu kurumlar, Avrupa'daki aynı isimli kuruluşlardan oldukça farklıdır. ABD'de, ikincil piyasaya satmadan önce, kısa bir süre bilançoda tutarak, mortgage borçları düzenlemekte ve bir paket haline getirilmektedirler. Normalde bu, düşük sermaye yoğunluğunun olduğu bir işlemdir. Avrupa mortgage bankalarında, mortgage

⁹⁹ Yetgin, s.140-142.

varlıklarını mortgage tahvilleri düzenleyerek finanse eden portföy borç verenleri söz konusudur.¹⁰⁰

3.5. ABD-AB Mortgage Piyasalarındaki Farkların Özeti

3.5.1. ABD Mortgage Piyasası

1. ABD mortgage piyasasına mortgage bankaları hakimdir.

2. Tasarruf ve Borçlar krizi, mortgage bankalarında artışı tetiklerken, sermaye kıtlığı, kurumların menkul kıymetleştirme yoluyla bilançodan borçları çıkarmalarını doğurmuştur.

3. Pazarın büyük bölümünü oluşturan Mortgage Finans, son bir kaç yıldır çok uygun faiz oranlarının katkısıyla yıllık 1 milyon adete, yaklaşık 4 trilyon \$' a ulaşmıştır.

4. Kredi riskleri yatırımcıdadır.

5. İkincil piyasalar çok gelişmiştir.¹⁰¹

6. Mortgage bankaları borçlarını ikincil piyasaya, öncelikli olarak, bankalardan daha düşük sermaye-varlık oranlanandan faydalanan, ABD hükümetinin desteklediği girişimlere satmaktadır. (AB sermaye koşullarının yaklaşık 1/3'ü).

7. Mortgage bankasının, borç vermede başarılı olmak için, finansmanda başarılı olması gerekmemektedir.

Sonuç olarak; Mortgage havuzunun büyük kısmı hükümet destekli girişimlere satıldığından, ABD mortgage bankaları, işlerini yapmak için sınırlı öz kaynağa ihtiyaç duymaktadır. Riskler üçüncü şahıslara (yatırımcılara) satılır, denetim incelemesinin dışındadır.

¹⁰⁰ Yetgin, s. 141.

¹⁰¹ Nuro Bank, Uzun Vadeli Konut Finansmanı raporu, aktaran Cinemre,2004

3.5.2. AB Mortgage Piyasası

1. Ulusal sınırlar içinde konut kredi sistemleri dönüşüm gösterdiğinden, Avrupa'da mortgage borç verenlerinde büyük bir çeşitlilik söz konusudur.

2. Mortgage borçları bankaların bilançolarında kalmıştır ve bunlar sermaye yoğunluktadır (%50 veya %100 ağırlık).

3. Avrupa'da verilen kredileri fonlayıcı bir kamu kuruluşu ya da devlet destekli kuruluş bulunmamaktadır. Krediler, kreditor kuruluşların finansal güçleri ve menkul kıymetlerin kalitesi ile fonlanmaktadır. Avrupa Birliği yasaları, garanti şeklindeki kamu desteğini yasaklamıştır. Bu hizmet bazı Avrupa ülkelerinde merkezi özel kuruluşlarca verilmektedir. İpoteğe dayalı tahvil, Avrupa Birliği'nde bu oran devlet tahvillerinin yüzde 0,75–1,5 üzerindedir.¹⁰²

4. Avrupa'da bir kuruluş, borcun ömrü süresince borcun finanse edilmesinde başarılı olmalıdır; (bunu tutmaya devam etmeyi istiyorsa)

5. Gayrimenkul finansmanı sağlayıcılarını destekleyen hükümet ya da AB yönetimi destekli uzman kurumlar yoktur. Bankanın / finansal kurumun mali gücü esastır.¹⁰³

6. Avrupa mortgage bankaları, sıkı bir şekilde düzenlenen, mortgage varlıklarını büyük ölçüde mortgage tahvillerinin düzenlenmesi (bilanço araçları) yoluyla finanse eden portföy borç verenleridir.

Sonuç olarak; Avrupa mortgage borç verenlerinin, Bilanço üzerindeki mortgage' lar için %4 ve %8 arasında öz kaynakları ellerinde tutmaları gerekmektedir. Kredi riskleri (ön ödeme riski de dahil) bankaların bilançosunda kalır. Riskler, bankacılık denetimi yoluyla kontrol edilir.¹⁰⁴

¹⁰² J. Hardt ve J.D. Lichtenberger, The Economic and Financial Importance of Mortgage Bonds in Europe, Housing Finance International,2001,s.19.

¹⁰³ Baloğlu ve Diğerleri, s.28.

¹⁰⁴ Yetgin, s.142.

3.6. Kamu Garantisi Bakımından AB ve ABD Hükümetlerinin Rolü

3.6.1. ABD Hükümetleri

- ABD merkez hükümetinin desteklediği girişimler (Ginnie Mae, Fannie Mae ve Freddie Mac), mortgage bankalarından mortgage borçlarını satın alır ve bunları ikincil mortgage piyasasına satar.

- Bu girişimler, finansman masraflarını yaklaşık 50 Baz puan azaltan örtülü hükümet garantilerinden faydalanırlar.

- Hazineden 85 milyar \$'lık acil kredi sınırına sahiptirler (şimdiye kadar kullanılmayan).

- Fannie Mae ve Freddie Mac'in, sermayenin her dolar için kabaca 32 \$'lık borçları vardır (özel bankalarda dolar başına borcun 11.50'sine kıyasla).

- Girişimlerin boyutu, ölçek ekonomilerine izin verir. 1997'nin sonunda, kalan tüm konut mortgagelerinin %50'si menkul kıymetleştirilmiştir. Bu, 4.1 trilyon \$'lık toplam piyasanın yaklaşık 2 trilyon \$'ına tekabül etmiştir.

Amerikan mortgage finansmanında devlet yardımı vardır. Bu avantaj, finansman maliyetlerini yaklaşık 50 Baz puan azaltmaktadır, finansman maliyetlerini yaklaşık 50 Baz puan azaltmaktadır.¹⁰⁵

3.6.2. AB Hükümetleri

- Borç verenlere borçlarını finanse etmeleri konusunda yardımcı olarak herhangi bir ulusal veya Avrupa hükümet acentesi yoktur. Mortgage borçlarının bankaların finansal gücüne veya menkul kıymetlerin temel kalitesine dayanılarak finanse edilmesi gerekmektedir.

- AB kanunu (AB anlaşmasınının 87. ve 88. maddesi), haksız rekabet unsuru olabileceğinden, garantiler şeklinde devlet yardımını yasaklamaktadır.

¹⁰⁵ Yetgin, s. 143.

• Fransa, Avusturya, İsveç ve İsviçre’de merkezileştirilmiş özel düzenleme kuruluşları veya düzenlemeleri mevcuttur. İhraççı kuruluşların değişen oranları nedeniyle pek çok ülkede varlıkları tehdit altındadır. Merkezileştirilmiş özel düzenleme kuruluşları bazen yeterli likidite yaratma konusunda güçlükler yaşamaktadır.

AB mortgage borç verenleri hükümet destekli herhangi bir finansman avantajına sahip değildir. Mortgage tahvilleri devlet tahvillerinin 20 ile 30 baz puan üzerinde işlem görmektedir. AB ipotek destekli teminatlar şu anda devler tahvillerinin ortalama 75 Baz puan ile 150 Baz puanlık marj üzerinde işlem görmektedir.

Tablo 6
Mortgage Borçları Ve Finansman Araçları Uygulamaları

ABD	AVRUPA
<p>Mortgage borç verme:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Bilançoya göre değil <p>Finansman:</p> <ul style="list-style-type: none"> • ABD devlet destekli girişimleri tarafından düzenlenen MBS: %20 ağırlık • Diğer kurumlar tarafından düzenlenen MBS: %20 (AAA ise) 	<p>Mortgage borç verme:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Bilançoya göre %50 veya %100 ağırlık <p>Finansman:</p> <ul style="list-style-type: none"> • MBS %50 ağırlık (98/32/EEC nolu direktif) • Mortgage Tahvilleri: %10 ağırlık ve mortgage borcunun %50 ağırlığı
Sonuç: Finansman araçları ucuzdur.	Sonuç: Finansman araçları nispeten pahalı ve sermaye yoğunludur.

Kaynak: Feyzullah Yetgin, Mortgage sistemi, ,2007,s.146

3.7. Menkul Kıymetleştirme

3.7.1. Amerika’da Aktif Menkul Kıymetleştirirmenin Gelişimi

Tüketici kredisi alacakları, kredi kartları, otomobil sözleşmeleri ev hisse senedi kredileri, ev kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi görelî olarak yeni bir konu olmakla birlikte ipoteklerin menkul kıymetleştirilmesi Amerika’da 1970’lerden beri yapılmaktadır. 1970’lerden önce bankalar (yatırımcılar ve finansal piyasalar arasında) geleneksel bankacılık ürünleri açısından aracılık görevini üstlenmişlerdir. 1970’lerde ve özellikle 1980’lerde ikinci piyasaların doğuşu ipotek havuzlarının büyük çoğunlukla üç kuruluş tarafından standartlaştırılmasıyla gerçekleşmiştir. The Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), the Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), ve devlet tarafından ihraç edilen krediler için the Government National Mortgage Association (Ginnie Mae).² Bu kurumlar devlet garantili ipoteklerin satın alınması ve bunların menkul kıymet ihraç etmek suretiyle fonlanmasına aracılık etmişlerdir. 1970’de Ginnie Mae yeni bir kredi piyasası aracı ihraç etmiştir. Böylelikle, menkul kıymetleştirme ortaya çıkmıştır. Amerika’da menkul kıymetleştirmede en önemli itici güç hükümetin ev sahipliğini özendirmesidir. Bu amacı gerçekleştirmek üzere ipotek piyasaları için ikincil piyasalar oluşturulmuştur.

Amerika’da 2003 yılı sonunda menkul kıymetleştirme tutarı 7,600 milyar dolar (6,333) tutarında olup, bunun 1.365 milyar doları aktife dayalı menkul kıymetleştirmedir. Avrupa’da Amerika’nın aksine menkul kıymetleştirme ancak 1990’ların başında aktif olarak kullanılmaya başlanmıştır. 2003 yılı sonunda 900 milyar euro’luk bir hacme ulaşan menkul kıymet piyasasında 200 milyar euro’luk aktife dayalı menkul kıymetleştirme gerçekleştirilmiştir.¹⁰⁶

3.7.2. Avrupa’da Menkul Kıymetleştirme

Avrupa’da menkul kıymetleştirirmenin gelişimi Amerika’dan birçok nedenle oldukça farklıdır. Öncelikle Avrupa’da menkul kıymetleştirme için motivasyon

¹⁰⁶ Pelin Ataman Erdönmez, Aktif Menkul Kıymetleştirilmesi, Bankacılar Dergisi, Sayı 57, 2006, s. 79.

sağlayacak öncü bir kamu kuruluşu bulunmamaktadır. Hatta birçok kamu kuruluşu menkul kıymetleştirmenin gerçekleştirilmesini zor bulmuştur. Ayrıca, Avrupa ülkeleri içinde farklı yasal düzenlemeler menkul kıymetleştirmenin gelişiminin önünde engel teşkil etmiştir. Avrupa menkul kıymetleştirme için Amerikan modelini benimserken, bu modeli kendi iç dinamiklerine göre değiştirmek zorunda kalmıştır.

Birçok Avrupa ülkesinde büyük kurumsal bankalar menkul kıymetleştirmede ilk kredi tahsis eden kuruluşlar olmuştur. Bununla birlikte birçok hükümet özelleştirme ve kamusal sermayeli özel şirketlerin aktiflerinin bilanço üzerindeki borçların azaltılması ve AB düzenlemelerindeki asgari zorunlulukların yerine getirilmesi amaçlarını menkul kıymetleştirme yoluyla sağlamıştır. Avrupa'daki hükümetler aktiflerini gayrimenkulden, piyango gelirlerine, gelecekteki vergi gelirlerine kadar geniş bir aralıkta menkul kıymetleştirmeyi seçmiştir. Euro'nun tedavüle girdiği 2000 yılından itibaren menkul kıymetleştirme Avrupa'da çok daha önemli bir rol oynamaktadır.

Bununla birlikte, aktif menkul kıymetleştirmesinin uzun dönemde Avrupa'da başarılı olabilmesi için entegrasyon sürecinde olduğu gibi yasal ve diğer engellerin ortadan kaldırılması gerekmektedir. Yine de Amerika ile Avrupa piyasalarında menkul kıymetleştirmede farklılıklar kalmaya devam edecektir. Örneğin, Amerika'da menkul kıymetleştirme daha çok perakende satışlar üzerinden gerçekleşirken, Avrupa'da daha çok kurumsal satışlar üzerinden gerçekleşmektedir. Ayrıca, hemen bütün ipoteye dayalı menkul kıymet piyasaları Amerika 'daki ödeme aktarmalı menkul kıymetleştirmenin aksine nakit aktarmalı menkul kıymetleştirmeler şeklindedir. Ödeme aktarmalı menkul kıymetleştirme Avrupa'da hemen hiç yapılmamaktadır.¹⁰⁷

¹⁰⁷ Erdönmez, s.80.

BÖLÜM 4. TÜRKİYE’NİN MEVCUT KONUT FİNANSMAN SİSTEMİ VE MORTGAGE İLE İLGİLİ YASAL DÜZENLEMELER

Türkiye’deki mevcut durum incelendiğinde konut finansman sisteminde çoğunlukla kurumsal olmayan finans sisteminin kullanıldığı görülmektedir. Buna örnek olarak bir kişinin yapmış olduğu birikimler, ailesinden ve/veya is arkadaşlarından aldığı borçlar, birikim amaçlı yapılan altınların nakde çevrilmesi gibi dolaysız yöntemler verilebilir.¹⁰⁸

İkinci olarak kamu sektörü mevcut ihtiyacı karşılamak üzere girişimlerde bulunmaktadır. Bunun en önemli uygulama alanı Toplu Konut İdaresi (TOKİ) tarafından gerçekleştirilmektedir. TOKİ anayasanın devlete yüklediği görevler, insan hakları evrensel beyanname, Birleşmiş Milletler Habitat Gündemi’nin ana temalarından “herkese yeterli konut” ilkesi ile çalışmalarını sürdürmektedir.

Ayrıca Emlak Bankası da faaliyette olduğu yıllar boyunca konut projeleri geliştirmiş ve piyasanın altında faiz oranlarıyla kredi sağlayarak konut satışlarını gerçekleştirmiştir. Burada hem Emlak Bankası’nın hem de TOKİ’ nin uygulaması kaynak sınıflaması açısından kamu konut finansman kaynakları arasında yer almaktadır.

Üçüncü olarak özel kurumsal şirketler olarak bankalar da topladıkları mevduatların bir kısmını kredi kullandırma amacıyla buraya aktararak bu alanda faaliyet göstermektedirler. Konut ihtiyacını gidermeye yönelik proje üreten bir diğer özel kurumsal şirket türü gayrimenkul yatırım ortaklıklarıdır (GYO).

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. uzmanlarına göre GYO, “gayrimenkullara ve gayri menkullere dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayri menkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek üzere adi ortaklık kurabilen sermaye piyasası kurumlarıdır.”

Gerek kamu gerekse özel finansman yoluyla kredi kullandırılmasında ipotek yoluyla borcun ödenmemesine karşı bir güvence sağlanmış olmaktadır. Aslında burada mevcut konut finansman sisteminin bir eksikliği karşımıza çıkmaktadır. GYO

¹⁰⁸ Alp, s.8.

şirketlerinin gayrimenkullara dayalı olarak çıkardıkları menkul kıymet araçları ihtiyacı karşılayacak düzeyde gerçekleşmemektedir. Yurtdışı örnekleri incelendiğinde verilen krediler karşılığında yapılan ipotek sadece güvence amaçlı kullanılmakla kalmamakta aynı zamanda bir finansman kaynağı olarak kullanılmaktadır.

“5582 sayılı Konut Finansmanı Sistemine ilişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkındaki Kanun” ile geri kalan noktaların uygulanma fırsatları doğmaktadır. Bu kanun ile kredi karşılığı yapılan ipoteklerin menkul kıymetleştirilmesi sağlanmaktadır. Böylelikle uzun vadeli kaynak ihtiyacı sağlanmış olacaktır.

5582 sayılı kanun yürürlüğe girmeden önce alınan kredilerin de yeni kanun çerçevesinde değerlendirilebileceği maddesinin kanun tasarısında bulunması önemli bir etkiye sahipti. Bunun sonucunda önceden 10–12 yıl olan konut kredi vadeleri tasarı sonrasında 20–30 yıl seviyelerine çıkmış ve uygulanan faiz oranları aylık %0.99 a kadar düşmüştü; fakat Mayıs 2006’da yaşanan küçük çaplı kriz ile birlikte faiz oranları tekrar yükselişe geçmiş daha sonra ise %1,2 -%1,5 seviyelerine inmiştir.¹⁰⁹

Sağlıklı olarak bu sistemin işleyebilmesi için 5582 sayılı kanun ile birlikte bazı kanunlarda değişikliklere gidilmesi söz konusu olmuştur. Geçtiğimiz yıllarda yaşanan krizlerden dolayı bankaların tek taraflı olarak faizleri istedikleri düzeye çıkarmaları, 4077 sayılı Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun ile sınırlandırılmış ve bu düzenlemeyle birlikte konut kredilerinin sadece sabit faizli olarak kullanılabilirlikleri hükme bağlanmıştı.

Bununla birlikte uygulamaya geçen mortgage sistemiyle birlikte konut kredilerinde değişken faizli uygulamanın da önü açılmış bulunmaktadır. Bankalar yürürlüğe giren kanun sonrasında birçok yeni ürün ile tüketicilerin ihtiyaçlarına cevap verebilmek için yarışmaktadırlar. Daha önceden Türkiye’de uygulanmayan değişken faizli mortgage, önce sabit daha sonra değişken faizli mortgage, düşen faizli mortgage gibi farklı birçok ürün tüketicilerin hizmetine sunulmuştur.

¹⁰⁹ Gündoğdu, s.34.

2000 yılı sayımına göre Türkiye’de 16.235.830 adet konut stoku bulunmakta ve 2010 yılı için bu sayının 19.893.682 olması tahmin edilmektedir. Konut sayılarına bakıldığında Türkiye’deki nüfus artışına göre konut üretiminin yetersiz kaldığı görülmektedir. Bu bağlamda bankacılık sektöründen sonra ikinci etki inşaat sektöründe kendini göstermektedir. Yine 5582 sayılı Kanunda yer alan inşaat ve proje halindeki konutlara da mortgage kredi tahsisi imkanı verilmesi sistemin daha da geniş bir boyut kazanmasını sağlamıştır. Bu sistemle birlikte imarlı yeni konutların üretimi artacak ve konut yetersizliği sorunu da çözülmeye çalışılacaktır.

Uzun vadeli olan ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin temel alıcıları arasında emeklilik şirketleri ve sigorta şirketleri bulunacaktır. Bu şirketlerin finans politikaları da uzun vadeli olduğundan birbirleriyle örtüşmektedir. Böylelikle sistem kendi kendini finanse etmektedir.

4.1. Daha Önceki Konut Kredilerine Göre Bu Sistemle Getirilen Yenilikler

Mortgage sistemiyle ilgili 5582 sayılı Kanun henüz çok yeni olmakla birlikte etkilerini bankacılık sektöründe tasarı halindeyken dahi göstermeye başlamıştır. Ayrıca, sistemin islerliliğinin artırılabilmesi için 4077 sayılı Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun, 2004 sayılı icra ve iflas Kanunu, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda da bazı değişikliklere gidilmiştir. Konut talep eden hane halkı veya işyeri edinmek isteyen girişimciler için üstlenecekleri faiz yükünün üstüne faizin de yüzde 5’ i oranında ek bir yük gelmesinin önlenmesi: Öteden beri bankaların verdiği kredilerde, kredi kullananların üzerinde bir ek yük olarak kalan Banka ve Sigorta Muameleleri Vergisi, taksit ödemelerinin faiz kısmı üzerinden yüzde 5 oranında alınmakta idi. Yasa ile konut kredilerinde bu yük ortadan kalkmış bulunmaktadır.¹¹⁰ Mevcut kredilerin de yasa çıktıktan sonra 3 ay içinde otomatik olarak sisteme dahil olmaları imkanı getirildiğinden BSMV tevsikinden mevcut kredi kullananlar istemediklerini beyan etmedikleri sürece otomatik olarak yararlanabileceklerdi nitekim bu süre sonunda %95 civarında yüksek bir oranla daha önceden konut kredisi kullanan tüketiciler dilekçe vermeyerek yeni kanun kapsamına dahil olmuşlardır. Burada tüketicilerin karar vermesindeki önemli etkenlerin arasında erken kapama cezasının geçiş yapan tüketicilere uygulanmayacak

¹¹⁰ Baloğu ve Diğerleri, s.115.

olması, %5 oranındaki BSMV'nin alınmaması ve ileride yapılacak düzenlemelerden yararlanılabilecek olması sayılabilir.

Konutun gerçek değerinin belirlenmesiyle ilgili olarak bankaların kullandığı ekspertiz yönteminin uluslararası standartlarda yürütülebilmesi öngörülmektedir. 5582 sayılı Kanunda bu değerlendirme işinin sadece bankalar tarafından değil lisans almış üçüncü şahıslarında yapabildiği öngörülerek değerlendirme sürecinin hızlandırılması planlanmaktadır. Değerleme kriterleriyle ilgili olarak Sermaye Piyasası Kurulu tarafından hazırlanan "Sermaye Piyasasında Uluslararası Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" 06.03.2006 tarihinde resmi gazetede yayımlanmış ve yürürlüğe girmiştir.

49 seri nolu Damga Vergisi Kanunu Genel Tebliği 28.06.2007 tarihinde resmi gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Konut finansmanı alanında faaliyet gösteren şirketlerin bu konudaki işlemleri nedeniyle yapılan tüm sözleşmelerin damga vergisi yükünün ortadan kalkması: Konut finansman alanında faaliyet gösteren tüm firmaların bu finansman sistemi nedeniyle yaptıkları sözleşmeler, taahhütnameler, çeşitli menkul kıymetler gibi tüm kağıtlar üzerinden alınan damga vergileri getirilen teşvik hükmü ile ortadan kalkmaktadır. Bu özellikle ikincil piyasaya işlerlik kazandırması bakımından önemlidir.¹¹¹

Daha önceden Tüketiciyi Koruma Kanunu kapsamında kısıtlanan değişken faizli kredi uygulaması mortgage sistemiyle birlikte bir seçenek olarak kredi kullanmak isteyen tüketicilere sunulacaktır. Mortgage kredilerinde sabit faizli oran seçildiğine bu oran ancak her iki tarafında ortak rızasıyla değiştirilebilmektedir.

Değişken faizli yöntem seçildiğinde ise kredi faiz oranının ulaşabileceği azami sınır önceden belirlenmektedir. Bu haliyle Birleşik Krallıkta uygulanan faiz tavanlı sisteme benzetilebilir. Değişken faizli yöntemde temel alınacak oranlar içinde bulunulan aydan iki ay önce TÜİK tarafından açıklanan Tüketici Fiyat Endeksi yıllık yüzde değişim oranının esas alınması gerekmekte olup hesaplanan verilere TCMB İnternet sayfası Konut Fiyat Endeksi başlığı altında ulaşılabilir.

¹¹¹ Baloğu ve Diğerleri, s.116.

Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından hazırlanan “Konut Finansmanı Kuruluşlarınca Verilecek Sözleşme Öncesi Bilgi Formu Usul ve Esasları Hakkında Yönetmelik“ 31.05.2007 tarihinde resmi gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Sözleşme Öncesi Bilgi Formunun (SÖBF) içeriğinde seçilen faiz türünün tüketiciye olası etkilerinin neler olacağını, yıllık faiz oranı ve maliyet oranının, kullanılacak kredi tutarına göre aylık ve yıllık geri ödeme tutarının, kredi geri ödemelerinin vadesinden önce yapılmasına ilişkin şartların, 10.000 YTL temel alınarak 5, 10 ve 20 yıllık vadeler için hazırlanacak örnek ödeme planlarının ve yönetmelikte belirtilen diğer hususların yer alması gerekmektedir. Tüketiciler bankaların zorunlu olarak hazırlayacağı SÖBF’ yi alacak ve kredi koşulları ile ilgili son değerlendirmesini yapıp kredi kullanmaya karar verirse 1 is günü sonrasında kredilendirme süreci başlamış olacaktır.¹¹²

Konut Finansman Kuruluşları mevduat, sendikasyon kredileri ve öz sermaye gibi klasik fon kaynakları ile birlikte kredi ve menkul kıymet satışlarıyla da fon sağlayabileceklerdir. Konut Finansman Kuruluşları bilançolarında bulunan kredileri ipotek Finansman Kuruluşlarına satışı yaparak verdikleri mortgage kredilerini ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraç ederek bilançolarından çıkarabileceklerdir.

Bankaların bilançolarından çıkarabilecekleri kredilerin kullandırın oranının azami %75 olma şartı bulunmaktadır. İpotek Finansmanı Kuruluşları bu menkul kıymetlerin ikincil piyasalarda işlem görmesini sağlayarak kredi veren kuruluşlara hem uzun vadeli olarak kullandırdıkları krediler için kaynak yaratmakta hem de kredi maliyetlerini büyük ölçüde azaltmaktadır.

İpotek teminatlı menkul kıymetleri, bankalar ve ipotek finansmanı kuruluşları ihraç edebileceklerdir. 04.08.2007 tarihinde “Konut Finansmanı Fonlarına ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” resmi gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. İhraç edilecek olan menkul kıymetlerin teminat havuzları; yapı kullanma izni almış konut ve diğer gayri menkuller üzerine ipotek tesis edilmek sureti ile teminat altına alınmış alacaklar, ikame varlıklar (nakit, devlet iç borçlanma senetleri hazine kefaleti ile ihraç edilen menkul kıymetler...) ve bunların riskten korunması amacı ile yapılan sözleşmelerden oluşacaktır.

¹¹² Gündoğdu, s.36.

Konut finansmanı fonu ise ilgili tebliğde; ihraç edilen ipoteğe dayalı menkul kıymetler karşılığında toplanan paralarla, ipoteğe dayalı menkul kıymet sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre oluşturulan malvarlığı olarak tanımlanmıştır.¹¹³

4.2. Kredinin Geri Ödenmeme Durumu

Kredi kullananların borçlarını ödememesi nedeniyle konutlara icra takibi yapılması ve el konulması, bunların satılması ve diğer yargı süreçleri hızlandırılmakta, sürecin uzatılarak bu icra işlemlerinin sürüncemeye itilmesi engellenmektedir.

a. Kredi borcu ödenmeyen konutların devralınması ve satılması sürecinde KDV alınmaması: Getirilen kolaylık borcu ödenmeyip temerrüde düşülmüş krediye konu gayrimenkulun kredi veren firmalarca devralınması ve önce veya sonra satılması durumunda konuta el koyan, satan veya devreden kuruluşlara ek bir KDV yükü gelmesi önlenmektedir. Buradaki amaç kredi verenin risklerini azaltmak ve ikincil piyasaya yatırım yapanların sisteme bakışını iyileştirmektir. Zira borcunu iki ay üst üste hiç ödemeyenin konutuna çabucak el koyulabilmekte ve konut satılabilmektedir.¹¹⁴

b. İcra takibinde tahsil harçlarında yüzde 75' lik indirim yapılması: Kredi borcu ödenmeyen konutlara icra takibi yapılması durumunda takibi yapanın üstlendiği tahsil harçlarında yüzde 7' lik bir indirim yapılmıştır.

c. İcra yoluyla el konulan konutların satışının engellenmesi riskini bertaraf etmek amacıyla ihalenin feshi taleplerine ağır bir yargı harcı engeli getirilmiştir. Konuta icra takibi yaptıran ve el koyan kredi kuruluşunun bu eylemini engellemek için yasadaki bazı hakların kötüye kullanılmasıdır. Bu engelleme, el koyulan konutun ihale yoluyla satılması ve paraya çevrilmesi sürecinde bunu engellemek isteyen yasal bir hak olan haklı gerekçelerle ihalenin feshi talebinde bulunabilmektedir. Bu da konutun nakde dönüştürülmesini engellemektedir. Oysa bu konudaki ihalenin feshi taleplerinde harçlar yükseltılarak sadece gerçekten haklı sebebi olanın bu yöne yönelmesi, kötü niyetlilerin caydırılması sağlanmaktadır.

¹¹³ Gündoğdu, s.37.

¹¹⁴ Baloğlu ve Diğerleri, s.117.

4.3. Türkiye, AB ve ABD Temel Ekonomik Göstergelerin ve Mortgage Rakamlarının Karşılaştırılması

Tablo 7'ye bakıldığında GSYİH' sı daha hızlı artan; fakat işsizlik ve enflasyon oranlarının AB ve ABD ortalamasının üzerinde olan bir Türkiye görülmektedir. Mortgage kredi hacmi ve bu hacmin GSYİH' ye oranlarına incelendiğinde ise Türkiye'de gerçekleşen düşük hacim ve oranlar Türkiye'nin mortgage piyasasında gelecekteki potansiyelinin yüksek olduğunu göstermektedir. Son dönemde yabancı sermayenin Türkiye'de bankalara ortak olmak ya da banka satın almak istemelerindeki etkenlerden birinin bu islenmemiş piyasanın varlığıdır denebilir.

Tablo 7
Türkiye, AB ve ABD Temel Ekonomik Göstergelerin Karşılaştırılması

2005 Yılı	ABD*	AB 25 ortalaması	Türkiye
GSYİH artışı	%6,4	%1,6	%8,4
İşsizlik	%5,1	%8,7	%10,3
Enflasyon	%3,4	%2,1	%8,4
Ev sahibi tarafından kullanılan konut oranı	-	%65	%68,3
Mortgage Kredi Hacmi	12,1 trilyon ABD Doları	5,1 trilyon Euro	7 milyar Euro
Mortgage konut kredilerinin GSYİH'ye oranı	%97,4	%47,5	%2,5
Konut fiyatlarındaki yıllık artış %	%12,9	%7,7	-
Referans mortgage faiz oranı	%5,25	%3,91	%15
Toplam kredi hacminin %kaçı menkul kıymetleştiriliyor.	%48,8	%17,9	-

Kaynak: European Mortgage Federation, 2006, s.124.

Türkiye'de mortgage piyasası referans faiz oranları AB ve ABD ortalamasının oldukça üzerinde olup mevcut faiz oranları ile tüketicilerin ödeyecekleri faiz miktarları ABD ve AB ülkelerinde kredi kullanan tüketicilere göre oldukça fazladır.

Menkul kıymetleştirme oranları 2005 yılında AB'de %17,9 ve ABD'de %48,8 olarak gerçekleşmiştir. Mortgage sistemi her ne kadar ilk olarak Avrupa'da başlamış

olsa da menkul kıymetleştirme piyasası ABD’de Avrupa’ya göre daha önce kurumsallaşmaya başlamıştır.¹¹⁵

Kredi kullandırın oranları 5582 sayılı Kanunda sınırlandırılmamış olmakla birlikte menkul kıymetleştirilecek kredilerin ekspertiz değerinin en fazla %75 oranında kredilendirilmesi gerekmektedir. Belçika, Fransa, İtalya ve Birleşik Krallık’ ta %100 ve üzerinde kredi kullandırın olanakları bulunmaktadır.

Geri ödeme yöntemleri olarak ABD ve Avrupa’daki birçok ülkede çoğunlukla anapara artı faiz yöntemi kullanılmaktadır. Sadece faiz ödeme ve esnek geri ödeme yöntemleri de kullanım alanları bulabilmekte olup esnek geri ödeme yöntemi Belçika ve Portekiz’de kullanılmamaktadır.

¹¹⁵ European Mortgage Federation, s.124.

BÖLÜM 5: ÜLKEMİZDE KONUT SORUNUNA ÇÖZÜM İÇİN ÖNERİLER

Konut sorunun çözümünde, düşük nüfus artışı, kırsal kesim-kent arasındaki farklılığın belirli düzeyde olması, yüksek ekonomik ve finansal güç, sosyal adalet, ideale yakın gelir dağılımı, yüksek teknoloji ve sağlıklı bir organizasyon, kurumsallaşma ve planlama gibi temel ekonomik ve sosyal özellikler bulunmaktadır.

Ülkemizde her yıl konut üretiminin konut gereksinimine oranı giderek düştüğünden, konut açığı sorunu büyümekte, buna paralel olarak gecekondulaşma artmaktadır. Konut sorununun çözümünde, alt gelir grubunun göz önüne alınmadığı ve bu grupların gecekondulu alanlarında kiracı olmak durumunda bırakıldığı gözlenmektedir. Ülkede evsizler sorununun yaşanmaması için, mevcut finans kaynaklarından öncelikle kentlerde yığılan alt gelir gruplarının konut sorununun çözümünde faydalanılması gerekmektedir. Alt gelir gruplarının niteliğine bağlı olarak farklı finansman ve kredilendirme türlerine ağırlık verilmelidir.

Türkiye, gelişmekte olan ülkelerin başta gelen problemlerinden biri olan konut finansmanı için kaynak bulma sıkıntısını yaşamaktadır. Bazı durumlarda yeterli kaynak bulunsa bile, var olan kaynakların etkin kullanılmaması ve yatırımcılara doğru bir şekilde yönlendirilmemesi; sektörün finansman probleminin temelini oluşturmaktadır. Türkiye'de konut sahibi olmak isteyen kişiler çoğunlukla ya kendi birikimlerini kullanarak veya kurumsal olmayan yollarla elde ettikleri kısa vadeli kaynakları kullanarak konut ihtiyaçlarını karşılamaya çalışmaktadırlar.¹¹⁶ Bu şekilde satın alacakları konutları kendi kaynaklarıyla veya kişisel ilişkilerini kullanarak finanse etmekte, mali piyasalar aracılığı ile konut finansmanı ise çok sınırlı bir düzeyde kalmaktadır.

Ülkemizde banka konut kredisi ile konut edinimi oranı sadece yüzde 3'tür. Bir başka deyişle konut finansmanında ülkemizde ciddi bir sıkıntı bulunmakta, bireyler

¹¹⁶ Berberoğlu ve Teker, s.59.

dışarıdan kaynak sağlayamadıklarından konut alımında zorlanmaktadırlar.¹¹⁷

Diğer yandan konut kredileri yüksek reel faiz yükü taşımakta, ayrıca kredi vadeleri kısa ve taksitlerde yüksektir. Bu durumda ülkemizde konut kredileri, gerek uygulanmakta olan ekonomik politikalar ve gerekse yüksek kamu borçlanma gereği nedeniyle, sürekli yükselme eğiliminde olan faiz oranları dolayısıyla, konut kredilerinin faiz oranlarının sabit tutulması halinde, kredi verenler ve ipoteğe dayalı menkul kıymet yatırımcıları zarara uğrayacaktır. Uzun vade ile bağlanmış fonlar, piyasa faiz oranları yükseldiğinde düşük getirili kalacaklardır. Bu da ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin yatırımcılar tarafından düşük verimli görünmesine ve bu sektörde fon akımının kesilmesine yol açabilmektedir.

Türkiye konut sektörünün son yıllarda yaşanan ve sıkça gözlemlenen başlıca özellikleri şöyledir:

- Konut inşa edenler üretirken finansman sorunuyla, alıcıları ise kredi, birikim ve gelir yetersizliği sorunuyla karşılaşmaktadır.
- Ekonomide faiz getirisinin yüksek olduğu dönemlerde, birikimler konut edinmek yerine, kirada oturup getirinin yüksek olduğu (vadeli, mevduat, repo, menkul kıymetler v.s.) alanlara yönelmektedir. Bu durum, konut talebinde duraksamaya yol açmaktadır.
- Hükümetler, üretimi arttırmak ya da talebi efektif hale getirmek için finans sistemlerini çalıştırma yoluna gitmedikleri zaman aksamlar meydana gelmektedir.
- Ekonomik büyüme dönemlerinde, normal konut taleplerinin yanında, yazlık ev ya da ikinci ev talepleri sektörü olumlu etkilemektedir.¹¹⁸

Türkiye’de konut finansmanının gelişmesi için kamu tarafından yapılması gereken, krediden yararlanan bireylerin çok sınırlı kaldığı dolaysız yatırımlardan çok toplumun çoğunluğu tarafından yararlanılabilecek ve piyasa koşulları çerçevesinde

¹¹⁷ Cansızlar, Konut Finansmanı, İstanbul: Capital Dergisi, 2005, s.9-10.

¹¹⁸ Deniz,s.52.

işleyecek sistemin oluşturulmasıdır. Kaynakların dolaysız yatırımlardan çok kredi veren kurumlar ve kredi alanlar tarafından sürdürülebilir kurumsal bir konut finansman sisteminin oluşturulmasına tahsis edilmesi ve bu amaçla sistemin gerek kurumsal yapısının gerekse sistemde yer alacak finansman kurumlarının oluşturulmasına başlanması, ayrıca Türkiye koşullarına uygun değişken oranlı ipotek kredisi gibi kredi sistemlerinin uygulanması teşvik edilmelidir. Ayrıca, sistemin etkin çalışması için kamu destekli yeni kurumların oluşturulmasını takiben, gerekli hukuki ve vergisel düzenlemelerin bir an önce gerçekleştirilmesi gerekmektedir.

5.1. Türkiye’deki Mevcut Konut Finansman Sistemi

5.1.1. Türkiye’deki Konut Piyasası

- Ev sahipliği oranı %65’ler seviyesindedir.
- Her yıl 300.000-350.000 yeni konut ihtiyacı ortaya çıkmaktadır.
- Konut stokunun %60’ını 20 yaşın üstündeki konutlar oluşturmaktadır.
- Toplam konutların %55’i ruhsatsız / izinsizdir.
- Bu durumda Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) ve Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) verilerine göre 2,5 - 3 milyon civarında bir konuta ihtiyaç olduğu belirtilmektedir.

- Konutlarının %40’ının tadilata ihtiyacı bulunmaktadır.¹¹⁹

5.1.2. Türkiye’de Mevcut Konut Finansmanı

- Konut alımlarının %1’den daha azı konut finansmanı ile fonlanmaktadır.
- 2004 Eylül sonu itibariyle konut kredilerinin toplam tutarı 2,170 milyon YTL’dir.
- 2004 Eylül sonu itibariyle konut kredisi kullanan kişi sayısı 98.000’dir.

¹¹⁹ Baloğlu ve Diğerleri,s.37.

- Konut kredilerinin GSMH' ya oranı %0.5'dir.¹²⁰

5.1.3. Banka Konut Kredileri

- YTL ve döviz üzerinden sabit faizli kredi verilmektedir.
- 4077 sayılı Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun ile bankaların tek taraflı olarak faizleri istedikleri düzeye çıkarmaları sınırlandırılmış ve bu düzenlemeyle birlikte konut kredilerinin sadece sabit faizli olarak kullanılabilirler hükmüne bağlanmıştır. Bununla birlikte uygulamaya geçen mortgage sistemiyle birlikte konut kredilerinde değişken faizli uygulamanın da önü açılmış bulunmaktadır.

- 5582 sayılı kanun yürürlüğe girmeden önce 10–12 yıl olan konut kredi vadeleri tasarı sonrasında 20–30 yıl seviyelerine çıkmış ve uygulanan faiz oranları aylık %1,2 -%1,5 seviyelerine inmiştir.

- Bankaların önceden kredilerini mevduatlardan sağlarken yeni yasa ile birlikte menkulleştirme yaparak uzun vadeli kaynak sağlayabilecektir.

- Kredi/ev değeri oranı maksimum yüzde 75,Aylık ödeme/Gelir oranı ise %50'dir. Bu haliyle konut kredileri en üst %10-15'lik gelir grubuna hitap etmektedir.¹²¹

- Daha önceden konut kredilerinde, faizler üzerinden %5 oranında BSMV alınırken, yeni yasa ile birlikte %5 oranındaki bu vergi kaldırılmıştır.¹²²

5.2. Türkiye için Planlanan İpoteğe Dayalı Konut Finansman Sistemi

Mortgage sistemi, gelişmiş ülkelerin en önemli gayrimenkul finansman sistemi olarak yıllardır uygulanmaktadır. Türkiye'de ise yakın zamana kadar yüksek faiz oranları ve enflasyon yüzünden uygulama şansı bulamamıştır¹²³. Günümüzde düzelmeye başlayan ekonomik koşullarla birlikte Mortgage sistemi, 5582 sayılı “Konut

¹²⁰ Rabia Alga, Türkiye İçin Planlanan Mortgage Sistemi, <http://www.arkitera.com/g2-mortgage-sistemi.html?year=&aID=7> , Mart 2005.

¹²¹ Teker,2004.

¹²² Gündoğdu,s.36.

¹²³ Erhan Buyruk, İpotekli Konut Finansman Sistemi, (Yayınlanmamış Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi SBE),Sakarya,2005,s.46.

Finansmanı Sistemine ilişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun'un 06.03.2007 tarihinde Resmi Gazetede yayımlanmasıyla başlamıştır.¹²⁴

Şekil 7' de görüldüğü üzere Türkiye için düşünülen, birincil ve ikincil piyasaların yer aldığı ipotekli konut finansmanı modelinde, konut sahibi olmak isteyenler yani konut alıcıları, kredi vermeye yetkili konut finansmanı kuruluşları olan bankalar, finansal kiralama şirketleri ve finansman şirketlerinden birine başvurarak konut kredisi talep etmektedirler. İpotekli konut kredisi, konut satın almak için, konut finansman kredi kuruluşlarından, ipotek karşılığı para ödünç alınması işlemine denilmektedir ki; borçlanılan para faiziyle birlikte, belirli bir dönem içerisinde geri ödenir. Böylece birincil piyasalarda tüketiciler ile Konut Finansman Kuruluşları yer alır. Burada önemli olan bir konu, konut finansman kuruluşlarının veya şirketlerinin ellerinde biriken kredi alacaklarını bir şekilde satılabilir kıymete çevirebilmeleri imkanının sağlanmasıdır.¹²⁵

İstikrar, Mortgage sisteminin başarısı ve yaygınlığı açısından önemli. Ayrıca sistemin istikrarlı olması başarılı olması açısından tek başına yeterli değil. Eğer kanuni düzenlemeler uygunsa, piyasadaki oyuncular istikrarlı olmayan koşullara karşı değişik Mortgage enstrümanları geliştirebiliyor. Öte yandan, eğer kanuni düzenlemeler yeterli değilse, istikrarlı olan sistemlerde dahi Mortgage piyasası başarısız kalabilmektedir.

Mortgage sistemi ile birlikte gayrimenkule talebin artması, yeni iş sahalarının açılması, ekonomideki milyarlarca dolarlık ölü sermayenin aktif hale gelmesi ve piyasaya büyük ölçüde yabancı sermaye girişi gerçekleşmesi beklenmektedir. Mortgage sistemi sayesinde inşaat kalitesi yükselecek ve ülke insanı yıllar süren, olumsuzluklarla dolu kooperatif inşaatlarına mahkûm olmaktan kurtarılacaktır. Yıllarca hem kooperatif aidatı hem kira ödeme yerine Mortgage kredisi kullanarak aldığı eve hemen girebilecek ve kira ödemek zorunda kalınmayacaktır.

İpotekli konut finansmanı sistemi yapı kullanma izni alınmış tüm konutlar konut kredileri, finansal kiralama işlemleri, gayrimenkul üreticilerinin vadeli satışları gibi yöntemlerle konut alımı, konutların deprem tehlikesine karşı güçlendirilmesi,

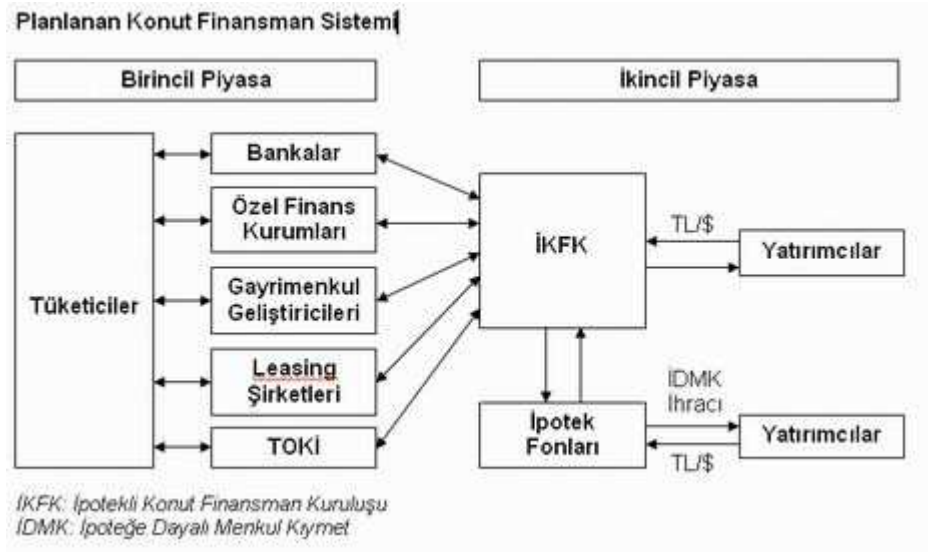
¹²⁴ Baloğlu ve Diğerleri, s.63.

¹²⁵ Baloğlu ve Diğerleri, s.65.

konutların yenilenmesini, kullanım imkânlarının iyileştirilmesi işlemlerini kapsar. Ancak kaçak yapılar, konut inşası, konutların büyümesi, kat çıkılması ve katlara yeni bölümler eklenmesi ipotekli konut finansmanı sistemi kapsamı dışında yer alır.

Mortgage sistemiyle birlikte değerlendirme uzmanları, Mortgage aracı kurumları, tapu ve imar izni araştırması yapan kurumlar, alacaklıların kredi notlarını tespit edecek şirketler gibi yeni iş sahalarının doğması bekleniyor.¹²⁶

Mortgage sistemi aynı zamanda ekonomideki milyarlarca dolarlık ölü sermayeyi aktif hale getirecek bir mekanizma. Ev sahibi olan kişiler bu sistem sayesinde evlerini ipotek ettirerek yeni iş kurabilecek sermayeyi kolaylıkla temin edebilecekler. Tamamen ölü sermaye olan gayrimenkullar böylece üretim ve istihdama katkı sağlayacak bir yatırıma dönüşebilecek. Bu sistemle ölü sermayeye sahip ama kullanılabilir sermayesi kısıtlı müteşebbisler kolayca başarıya ulaşabilecekler.



Şekil 7. Türkiye İçin Planlanan Konut Finansman Sistemi

Kaynak: www.arkitera .com

¹²⁶ Deniz,s.54

5.2.1. İpotekli Konut Finansman Kuruluşu (İKFK)

İpotek Finansmanı Kuruluşu, ipotekli konut finansmanı sisteminin oluşturulması için yapılan yasal düzenlemelerde tanımlanmıştır. Buna göre 5582 sayılı Kanun'un 14 üncü maddesinde yer alan düzenlemeye göre, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 39 uncu maddesinden sonra gelmek üzere 39/A maddesi eklenmiş ve "ipotek finansmanı kuruluşları, münhasıran konut finansmanından kaynaklanan alacakların devralınması, devredilmesi, devralınan alacaklardan oluşan varlıkların yönetimi ve alacakların teminat olarak alınması suretiyle kaynak temini amacıyla kurulan, sermaye piyasası kurumu niteliğini haiz anonim ortaklıklardır" şeklinde tanımlanmıştır. Bu kuruluş, fon sağlayabilmek amacıyla, borçlanma senetleri ve varlığa dayalı menkul kıymetleri doğrudan ihraç edeceği gibi, kuracağı ipotek fonları aracılığıyla da ipoteye dayalı menkul kıymetler ihraç edebilecektir.¹²⁷

5.2.2. İKFK'nın Temel Fonksiyonları

- İpotekli krediler için kullanılacak kaynakları artırmak (Kurumsal yatırımcı ve yabancı sermaye),
- Kredi veren kuruluşların fonlama riskini düşürmek,
- Vadenin uzamasına yardımcı olarak konut kredilerinin aylık ödemelerini düşürmek ve konut kredilerinin ödenebilirliğini artırmak,
- Yüksek hacimli ve kredibilitesi yüksek bir ihraççı olarak hem fonlama maliyetini düşürmek hem ulusal bono piyasasını oluşturmak,
- İpotek portföyünün yönetilmesinde ölçek ekonomisinden faydalanmak ve ihtisaslaşmış bir kurum olarak sistemin etkin işlemlerini sağlamak,¹²⁸
- Kredi verme standartlarının belirlenmesinde öncülük yapmak.

¹²⁷ Baloğlu ve Diğerleri, s.92.

¹²⁸ Alga,2005.

5.2.3. İKFK' nın Sosyal Misyonu

- Kurulacak İKFK'nın sosyal bir misyonu olmalı, bu husus esas sözleşmede yer almalıdır.
- Bu misyon düşük ve orta gelirli ailelerin konut sahibi olmalarının desteklenmesini içermeli ve bu misyonun yerine getirilmesi için İKFK'nın faaliyetlerinde uyması gereken kurallar açık bir şekilde belirlenmelidir.

5.2.4. Konut Finansmanı Kuruluşu'nun Muhtemel Faaliyet Konuları

- Borçlanma yoluyla kredi temini ve bu kredilerin birincil kredi verenlere aktarılması,
- Birincil kredi verenlerden ilgili alacakların devralınması ve bu alacakların
 - ✓ Portföyde tutulması (ya da tekrar satılması)
 - ✓ İpotek teminatlı alacaklara dayalı bonolar (VDMK) aracılığıyla menkul kıymetleştirilmesi (Bilanço içerisinde)
 - ✓ İpoteğe dayalı menkul kıymetler (ipotek fonları) aracılığıyla menkul kıymetleştirilmesi (Bilanço dışında)
- Garanti sağlama

5.3. İpotek Finansmanı Sisteminin Başarısı için Gerekli Önkoşullar

- Makro ekonomik istikrar, düşük ve istikrarlı faiz oranları,
- Hukuki altyapı (kredi açılması, devri, menkul kıymetleştirilmesi ve takibi aşamalarının düzenlenmesi),
- Teknik altyapı (tapu sicili, bankalar, ikincil kuruluşlar),
- İvme kazandıracak ve sistemi tetikleyecek güce sahip öncü bir kuruluş,

- Vergi teşvikleri.¹²⁹

5.3.1. Etkin Bir Konut Finansmanı Sistemi İçin Gerekli Altyapı

Tablo 8

Etkin Bir Konut Finansmanı İçin Bulunması Gereken Unsurlar

Gerekli Unsurlar	Türkiye'deki Mevcut Durum
İcra-iflas Takip Prosedürü	İyileştirilmesi Gerekıyor
Ayni Haklar	Yeterli
Tapu Kayıt Sistemi	Kağıt Ortamında Ama Etkili
İpotekli Menkul Kıymetler	Yeni Düzenleme Gerekıyor
Tüketiciyi Koruma Kanunu	İyileştirilmesi Gerekıyor
Gayrimenkul Değerlemesi	Sınırlı Ama Gelişmekte
Kredi Standardizasyonu	Eksik
Kredi Kayıt Sistemi	Yeterli
Hayat Sigortası	Mevcut
Deprem Sigortası	Mevcut
Tapu Sigortası	Eksik
İpotek Sigortası	Eksik

Kaynak: www.arkitera .com

Sistem, ülkemizde her şeyin kayıt altına alınması adına çok önemlidir. Bu sistemin uygulanabilmesi için aşağıdaki şartların oluşturulması gerekmektedir.

1. Gayrimenkulün bulunduğu arsanın kadastro yapılmış, tapusu çıkarılmış, arsa veya arazi üzerindeki binanın iskan ve ruhsatı alınmış olmalı. Yani, alınan kredi geri ödenemediği takdirde zorlanmadan satılabilmeli.¹³⁰

2. Tapu kayıtların doğruluğu, önceki sahiplerinin bu gayrimenkul üzerinde bir haklarının bulunmadığı tespit ve sigorta edilmeli. Buna 'Tapu Kayıtları Sigortası' denir. Bu sigorta olmadan gayrimenkul kredisi verilmesi bir banka için son derece risklidir. Çünkü bu krediler genellikle mutlaka geri ödenen veya ödenmezse

¹²⁹ www.arkitera.com, 2005

¹³⁰ Teker,2004.

gayrimenkul satılarak bedeli kolayca tahsil edilebilen krediler olup, bu nedenle faizleri düşük tutuluyor. Tapu Kayıtları Sigortası sağlayan şirketlerin kurulma ve çalışma şartları düzenlenmesi gerekmektedir.

3. Ülkemizdeki tapu hakları ile uluslar arası tapu hakları benzeştirilmelidir. Örneğin, ülkemizde tapular toprak altındaki veya üstündeki değerlerin mülkiyetini kapsamamaktadır. Dolayısıyla arsada çıkan su kaynağı, petrol veya maden devletindir. Buna benzer sıkıntılar da vardır. Bu sıkıntıların tümü Avrupa Birliği uyumu sırasında düzeltilmelidir.

4. Gayrimenkul sahiplerinin bu veya başka gayrimenkulleriyle ilgili veya gayrimenkule rüku edilebilecek bir vergi borcu bulunmaması gerekiyor. Bu nedenle, vergi daireleri ve trafik cezaları dahil her türlü devlet alacaklarının sisteme bilgi verebilir duruma getirilmesi gerekmektedir. Gayrimenkulün alımı ve satımı, kişinin vergi aklaması niteliğinde olacaktır.

5. Gayrimenkulün değeri mutlak suretle gerçek alım satım değerinden beyan edilmek zorundadır. Aksi takdirde, hem kredi tutarını hem kamulaştırma halindeki bedeli belirlemek hem de bankaların risk durumlarını görebilmek mümkün olmayacaktır. Bu durumda, eski düşük beyanlar veya komşu gayrimenkullerinin düşük beyanları sorun yaratabilecektir. Bu sorunlar bir yasayla çözülmesi gerekecektir.

6. Gayrimenkul değerlerinin belirlenmesi, bankalar ve gayrimenkul komisyoncularından bağımsız değerlendirme şirketleri aracılığıyla yapılmalıdır. Aksi halde sistem içinde çıkar çatışması doğar.¹³¹

5.3.1.1. İpotek Varlığı Ve Birincil Pazar İle İlgili Yasal Alt Yapı

Türkiye'de ikincil piyasaları düzenleyen temel mevzuat mevcuttur. Ancak bu piyasalarda, mevcut makro ekonomik konjonktür çerçevesinde, yüksek getiriler sunan sıfır riskli devlet iç borçlanma senetlerinden başka enstrüman bulunmamaktadır.

¹³¹ Deniz,s.57.

Birincil piyasaların, ikincil piyasa yatırımcıları tarafından arzu edilen likiditeyi yaratabilmesi, ipotek kredi alacak havuzlarının teminatı niteliğindeki gayrimenkullerin ne şekilde nakde dönüştürülebildiği ile alakalıdır. Kuramsal olarak uygun nitelikleri haiz olduğu değerlendirilen Türk İcra ve İflas Kanunu'nun uygulanması esnasında rehinin paraya çevrilme sürecini belirsizleştiren faktörler gözlemlenmektedir. İcra sürecinin uzun olması, TL cinsinden borçlanmış olan kredi yükümlüsünün lehine bir durumdur. Zira enflasyonist ortamlarda borcun borçlu üzerindeki reel yükü zaman geçtikçe azalmaktadır.

2002 yılında Medeni Kanun'da yapılan değişiklik ile yabancı para cinsinden verilen kredilerde, bu para cinsinden ipotek tesis edilebilmesinin önü açılmış ve borçluların yararlandıkları bu durum bir ölçüde ortadan kalkmıştır.

Enflasyonist ortamlarda uygulanabilecek ve modern konut finansman modellerinin gelişimine katkıda bulunabilecek bazı uygulamalar geliştirmek amacı ile Toplu Konut İdaresi'nce 1996 yılı içerisinde uygulamaya konulmak üzere, konut maliyetinin kredi dışında kalan bölümünün kişiler tarafından öz kaynak olarak biriktirilmesi ile en az yapılan birikim tutarı kadar bir konut kredisinin teminini güvence altına alan bir sistem olan, dünyada da çeşitli örnekleri başarıyla uygulanan Toplu Konut Tasarrufu Sistemi geliştirilmiştir. Bu çerçevede hazırlanan yönetmelik, 11 Temmuz 1995 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

Birincil piyasada verilecek konut kredilerine esas teşkil etmek üzere, gayrimenkul değerlendirme işlemlerine ilişkin düzenlemeler de 2001 yılında SPK tarafından yapılmış bulunmaktadır.¹³²

5.3.1.2. Menkul Kıymet Ve İkincil Pazar İle İlgili Yasal Alt Yapı

İpoteğe dayalı menkul kıymetler ile ilgili bir ikincil pazarın bugüne kadar oluşmamış olmasında, makro ekonomik koşulların dışında birtakım uygulama zorlukları gösterilebilir. İpoteğe dayalı tahvilatın ağırlaştırılmış şekil şartlarını haiz olması, senetlerle ilgili hükümlerin bağımsız olmayıp ipotek, tapu siciline tescil, gayrimenkul

¹³² Feride Zeynep Temel, Konut, İpotek Bankacılığı Ve Türkiye, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi B.S.E.), İstanbul, 2003 , s. 63.

mükellefiyeti ve gayrimenkul rehini ile ilgili hükümlerle ilişkili bulunması bu uygulamaya zorlukları arasında sayılabilir.

Mevcut mali piyasalarda faaliyet gösteren kurumlarca verilen ipotek kredilerinin merkezi bir ikincil piyasa kuruluşu tarafından satın alınması ve buna dayalı menkul kıymet ihracı uygulamasına başlama amacı ile 2002/3888 Karar Sayılı Toplu Konut İdaresinin Kaynaklarının Kullanım Şekline İlişkin Yönetmelik, 18, 04.2002 tarih ve 24730 sayılı Resmi Gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Yönetmelik uyarınca Toplu Konut İdaresi'nin bir merkezi ikincil piyasa kuruluşu olarak vazife yapması düşünülmüş, ancak yönetmelik uygulamaya geçmemiştir.

Birer alacak varlığı niteliğindeki kredi stoklarına dayanarak varlığa dayalı menkul kıymet (VDMK) ihracı mümkündür. 1992 yılında, 3794 sayılı Kanun ile Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan düzenlemeler ile Varlığa Dayalı Menkul Kıymet ihracı sermaye piyasalarındaki yerini almıştır. VDMK ihracı ile başlayan menkul kıymetleştirme sürecindeki, banka ihraçları dışında gerçek anlamda ihraç yapılamaması yönündeki tıkanıklık, ülkemizin ilk tüketici finansmanı şirketinin kurulması ile aşılmıştır. Bazı düzenleme eksiklikleri, ülkemizdeki tek menkul kıymetleştirme enstrümanı olan VDMK ihracında da görülmüştür. Bankalar, ihraçlarında VDMK' yı mevduat alternatifini olarak değerlendirmiş, munzam karşılık ve dispoñibilite uygulamalarına göre oluşan nakit kullanım ve maliyet avantajları yanında, repo ve ikinci el piyasa uygulaması imkanları ile kısa vadeli nakit akış regülasyonu amacıyla kullanmıştır. Bu sonucun ortaya çıkmasında; asıl hedef olan üretici ve üreticileri destekleyen finansal kuruluşların teşvik edilerek maliyet ve uygulama kolaylığı avantajları yaratılması yerine, banka ihraçlarının her yönden teşvik edilmesi etken olmuştur. Asıl amaçlanan kuruluşlar, ilk tüketici finansmanı şirketi uygulamaları dışında hiçbir ihracı gerçekleştirmemişlerdir.

Bu sonuç, uygulamadaki çarpıklığı açık olarak ortaya koymaktadır. Bankaların maliyet avantajları yanında, her ne kadar bir ölçüde düzelme sağlanmasına rağmen, ihraç prosedüründeki kolaylıklar ile VDMK' nin repo ve ikinci el uygulamaları, sadece bankaların kısa vadeli nakit kolaylıkları ve uzun vadeli VMDK ihraç olanakları yarattığı dikkate alınarak, alacak portföyüne sahip olan tüm üretici ve finansman şirketlerine

benzer imkanların sağlanması, ülkemiz sermaye piyasalarının tüm kurum ve araçları ile birlikte geliştirilmesi, dünya ekonomilerinde önemli işlevi bulunan menkulleştirmenin ülkemizde de amaçlarına ulaşabilmesi yönlerinden zorunlu görülmektedir.

5.3.1.3. İpoteğe Dayalı Menkul Kıymete Yönelik Pazar Talebi

İpoteğe dayalı uzun vadeli borçlanma enstrümanlarının bankalar dışındaki en önemli yatırımcıları, emeklilik, sosyal güvenlik ve sigorta kuruluşlarıdır. Devletin ciddi büyüklükteki iç borçlanma ihtiyacı neticesinde ortaya çıkan faiz oranlarının yüksekliği, bankaların bu enstrümanlara olan ilgisini kaybetmemesine ve alternatif araçlarla ilgilenmemesine yol açmaktadır.

Bankalar haricinde adı geçen yatırımcı grupları arasında olan özel emeklilik şirketleri ise yapılanmalarına 2002 yılı içerisinde başlamış olup, henüz hedefledikleri fon büyüklüklerine ulaşamamışlardır. Sosyal güvenlik kuruluşlarının büyük bölümü kamu kuruluşu olup, politikaları gereği devlet kağıtlarına yatırım yapmaktadırlar; özel sosyal güvenlik kuruluştan ise özel emeklilik şirketleri ile aynı stratejiyi izlemektedirler.

İkincil piyasa ürünlerindeki çeşitliliği artırmak, ancak uygun ortamın yaratılması ile mümkün olur. Devletin uyguladığı yüksek reel faizi iç borçlanma politikaları devam ettiği sürece, bu faiz oranları ile rekabet edecek ipoteğe dayalı enstrüman geliştirmek mümkün olamamaktadır.

5.3.1.4. Hukuki ve Vergisel Düzenlemeler

Kurumsal bir konut finansman sisteminin etkin bir şekilde işleyişini sağlayabilmek için sistemde yer alacak kurumlar ve kullanılacak olan finansman tekniklerinin yanında hukuki ve vergisel düzenlemelerin yapılması da gerekmektedir. Söz konusu hukuki ve vergisel düzenlemeler, genel olarak sistemin alt yapısıyla ilgili olmakla beraber, aynı zamanda kurumsal finansman sistemine olan talebi, bu sistemin işlem hacminin artmasını ve güvenlik içinde çalışmasını sağlayacaklardır. Hukuki ve vergisel düzenlemeler konusu, konut finansman sisteminin en dinamik sahasını oluşturacaktır. Ekonomik olayların çok değişken olduğu günümüz toplumunda dengelerin bozulmaması, anında yeni kararlar alınmasına ve düzenlemeler yapılmasına

bağlıdır. Dolayısıyla ekonomik sistemin bir alt sistemi olan konut finansmanı sisteminin, yeni gelişmeler karşısında dengelerinin bozulmaması ve etkinliğini sürdürebilmesi için aynı şekilde düzenlemelere ihtiyaç bulunmaktadır.¹³³

Aşağıda konut finansman sisteminin etkinliği için öncelikle adım atılması gereken alanlar ana başlıklar itibariyle açıklanmıştır, ancak yukarıda da belirtildiği gibi, zaman içinde gerekli yeni düzenlemelerin anında hayata geçirilmesi gerekmektedir.

5.3.1.4.1. Haciz Prosedürünün Hızlandırılması

Konut ipotek kredisini almış olan tarafların bu kredilerinin geri ödemelerini yapamamaları durumunda krediyi vermiş olan kurum ipotekli olan konutu haciz ettirip satma ve kredi borcunun bakiyesini tahsil etme hakkına sahiptir. Finansman kurumları vermiş oldukları kredileri kendileri de borçlanarak sağlamaktadırlar. Dolayısıyla bu kurumlar, kredi geri ödemelerinin yapılamaması halinde kendileri de borçlanmış oldukları taraflara yükümlülüklerini yerine getiremeyeceklerdir.¹³⁴ Verilen kredi hacmi içinde, geri ödemeleri yapılamayan kısmın az olması halinde, finansman kurumunun mali bünyesi bunu taşıyabilir, ancak yapılamayan geri ödemelerin artması halinde, bu durum finansman kurumunu iflasa götürebilir. Finansman kurumlarının iflas etmesi de, büsbütün sistemi işlemez hale sokacaktır. Bu nedenle geri ödemeleri yapılamayan kredilerle ilgili haciz işleminin hemen başlatılması ve finansman kurumunun alacağı olan kredi bakiyesinin bu kurumların kasasına girmesi gerekmektedir.

Ülkemizde mevcut durum itibariyle haciz işlemleri oldukça uzun bir zaman almakta ve en basit bir haciz işlemi bile yıllar sürmektedir. Bu durumun devam etmesi halinde konut ipotek kredisi verebilecek olan finansman kurumları bu kredileri vermekten kaçınacaklardır. Dolayısıyla, konut ipotek kredilerinin verilebilmesi ve daha sonra, geri ödemeleri yapılamayan krediler nedeniyle finansman kuruluşlarının iflas riskiyle karşı karşıya kalmamaları için yeni yasa ile bu süre; tüketicinin kredi taksitini

¹³³ Deniz, s. 65.

¹³⁴ Sermaye Piyasası Kurulu ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği, İstanbul: Konut Finansmanı ve Türkiye Konferansı, 2004.

üst üste iki kez ödememesi halinde konut satışı yoluna gidilerek bu soruna çözüm getirilmiştir.

5.3.1.4.2. Vergisel Düzenlemeler

Ekonomik İstikrar, sağlıklı bir konut finansman sisteminin kurulması ve sistemin etkin çalışarak istenilen faydaların sağlanması için kaçınılmaz ve mutlak bir gerekliliktir. Ekonomik istikrarın kaybolması halinde hem sistem çalışmayacak hem de sistemden beklenen faydalar sağlanamayacaktır.

Konut finansman sisteminin gelişmesi ve etkin çalışması için bu çerçevede vergi düzenlemeleri ve vergi teşvikleri özellikle sistemin kuruluş aşamasında büyük önem taşımaktadır .Bugünkü hali ile konut finansman sistemine ilişkin vergi düzenlemelerinde gerekli ve yeterli teşvik verilmemektedir.¹³⁵

Öncelikle konut ipotek kredilerinin kullanımının yaygınlaşması için gelişmiş ülkelerde olduğu gibi kişiler tarafından alınan krediler için ödenen faizlerin, gelir vergisinin hesaplanmasında bir gider olarak dikkate alınması gerekmektedir. Böylece ipotek kredilerini kullanan kişilere vergisel avantaj sağlanmış olacaktır, ancak konut talebi çok yüksek olan ülkemizde bu uygulamanın bütçeye çok büyük bir yük getireceğinin ortaya çıkması halinde, bu imkan, öncelikle belirli gruplara sağlanabilir.¹³⁶

Konut kredisi kullanan tüketicilerin kredi geri ödemelerinde faiz ödemeleri gelir vergisinden düşülmemektedir. Böylece kredi kullananlara yönelik bir teşvik bulunmamaktadır. Belli bir kredi büyüklüğüne kadar en azından ilk konut sahipliğinde vergi teşviki önemlidir.¹³⁷ Örneğin evli olup da konut sahibi olmayan ailelere, konut kredisi için ödedikleri vergileri gider olarak vergi matrahından düşmeleri imkanı tanınabilir. Daha sonra bu uygulama, bütçe imkânları çerçevesinde gelişmiş ülkelerde olduğu gibi toplumun her kesimine yayılabilir.¹³⁸ Kişiler bazında vergi teşviki uygulamalarının konut sorununun çözümünde etkin bir araç olduğu düşünülmektedir. Bu yaklaşım gelişmiş ülkelerde oldukça yaygınlaşmış olup, toplu şekilde sağlanan

¹³⁵ Yetgin, s.167-168.

¹³⁶ Berberoğlu ve Teker, s. 63.

¹³⁷ Yetgin,s.168.

¹³⁸ Deniz,s.63.

teşviklerden ziyade bireysel teşviklerin faydalı olacağı, kişilere sağlanan yardımların etkinliğinin daha yüksek olacağı düşüncesi yerleşmiştir.

İkincil piyasalarda ihraç edilecek menkul kıymetlerin kazançlarından alınacak vergilerde de bir istisna bulunmamaktadır. Böylece bu araçlara yatırım yapacak yatırımcılar içinde bu teşvik sağlanamamıştır. Bu araçlara yatırım tercihleri vergi istisnaları ile özendirilmelidir. Bu sayede de, ipoteğe dayalı olarak ihraç edilmiş olan menkul kıymetlere talep fazla olacak ve konut kredisi vermiş olan kurumlar sattıkları menkul kıymetler karşılığında likit fonlara kavuşmuş olacaklardır. Doğal olarak bu fonlar yeni konut kredileri şeklinde konut sektörüne akacak ve konut mülkiyeti artacaktır.

Bu yapı ile ihraçların, işlemlerin yatırımların ve faaliyetlerin vergi avantajı olan yurtdışında yoğunlaşma olasılığı ve riski yüksektir.¹³⁹

5.3.1.4.3. İpotek Kredileri ile ilgili Sigorta Yaptırma Zorunluluğu

Sanayileşmiş ülkelerin hemen hepsinde, konut ipotek kredisi almış olan kişilerin, kredinin vadesi içinde hayatlarını kaybetmeleri veya kaza ya da ağır hastalık gibi nedenlerle artık çalışamayacak duruma gelmeleri sonucunda işlerinden atılmaları halinde, kredi ile satın alınmış olan konutta ailelerinin ya da kendilerinin oturmaya devam edebilmesi için, kredinin düzenlenmesi aşamasında sigorta yaptırılması zorunlu tutulmaktadır.

Konut kredilerinin çok uzun olması dikkate alındığında zaman içinde, yukarıda belirtilen istenmeyen durumların ortaya çıkması halinde kredi alan kişilerin ve / veya ailelerinin zor durumda kalmaması için, sigortanın zorunlu tutulması gerekmektedir.

5.3.1.5. Kamu Sektörü Açısından Öneriler

Ülkemizde kamunun konut sektörüne finansman temini doğrudan kredi tahsisi şeklinde gelişmiştir. Bu amaçla genel bütçeden fon ayrımı, özel vergiler ya da zorunlu tasarruf yöntemiyle fon oluşturulmaktadır. Kamu otoritesi, konut finansmanı için bir

¹³⁹ Yetgin,s.168.

araya getirilen fonları kriz dönemlerinde geçici önlemler olarak başka sektörlerle aktarabildiğinden, bu kaynak güvenli olmayan bir kaynaktır. Kamu doğrudan kredi vermek yerine, verilen ipotek kredilerine garanti vermek yoluna giderse az miktarda fonla daha fazla miktarda kredilendirmeyi sağlamış olacaktır.¹⁴⁰

Konut üretimi, alım-satımı, kiralanması, özellikle finansmanını içeren bir sistemin başarıya ulaşılabilmesi için hükümetin öncelikle ulusal konut politikasını açık ve kesin olarak belirlemesi gerekmektedir. Yeni sistem, yeni fon kaynaklarını ortaya koymalı, mevcut fon kaynaklarını belirli bir oranda konut finansmanına yönlendirmeli ve mevcut tasarrufları konut edinmeye özendirerek önlemler almalıdır.¹⁴¹ Bu amaçla fon aktarımını ve fon üretimini sağlayacak kurumsal yapının oluşturulması önem taşımaktadır. Bu çerçevede, Türkiye'de geleneksel konut finansmanı sistemindeki boşlukları giderecek bir kredilendirme, fonlama sistemine sahip olunması yanında bu sistemin ihtiyaç duyduğu konut finansmanında uzmanlaşmış finansal aracı kurumların oluşması ve işlevlerini devam ettirmesi de önem kazanmaktadır.

Sistem; konut finansmanının ihtiyaç duyduğu orta ve uzun vadeli krediler mekanizmasını, diğer ülkelerde mevcut sistem ve kurumları dikkate alınarak oluşturulmalıdır. İpotek kredileri yanında, ikincil ipotek piyasaları da sisteme dahil edilmelidir. Finans sisteminin herhangi bir krize girmesine neden olacak ani ve hızlı enflasyon ve döviz kuru artışlarına karşı, kurumların fon kaynaklarını koruyucu önlemler almanın (örneğin endeksleme sistemi uygulaması) yanında bu dönemlerde düşük gelir gruplarına verilmiş ipotekli konut kredileri için bunları arz etmiş kurumlara faiz sübvansiyonu uygulaması yapılabilir.

Konut sorununun çözümünde bir diğer önemli unsur olan gerekli yasal düzenlemeler ve teşviklerin, yine mevcut yasa ve uygulamalar çerçevesinde tamamlanmasının ve hayata geçirilmesinin gerekli olduğu düşünülmektedir.

¹⁴⁰ Ateş, s. 18.

¹⁴¹ Temel, s. 61.

5.3.1.6. Kredi Sağlayan Kuruluşlara Yönelik Öneriler

Konut sorununun kurumsal bir çerçeve içerisinde çözülmesi ve konut sahibi olma imkânlarının artırılması ve kolaylaştırılması bakımından kredi sağlayan kuruluşların rolü çok önemlidir. Türkiye'de kredi kullandıran kuruluşlar bankalar olup, kullandıracakları konut kredilerini topladıkları mevduatlarla ya da düzenlemiş oldukları kredileri daha sonra satarak elde ettikleri fonlarla finanse edeceklerdir. Mevduat vadelerini yılın altında olduğu ülkemizde, mevduat varlıklarına dayalı uzun vadeli kredi vermek, vade uyumsuzluklarına ve orta vadede açık verilmesine yol açacaktır. Bu nedenle, finansman şirketleri için ikincil piyasaya yönelmesi, verilen kredilerin bu piyasada likit hale getirilerek yeni fonlar sağlanması ve bu fonların da yine konut kredilerine plase edilmesi daha avantajlı olacaktır.

5.3.1.7. Mevcut Kurumsal Aksaklıklar

Ticari bankalar için regülasyon geliştirici, düzenleyici, denetleyici ve destekleyici organlar olmasına karşın, konut finansmanı, ayrı bir çatı altında organize edilmemiştir. İpotek teminatlı konut kredilerinin birincil, ikincil ve sermaye piyasaları ayaklarını kapsayacak bir kurumsal yapı, makro ekonomik gelişim açısından da önemlidir. Bu tür bir kurumsal yapılanma, daha sonra diğer ilgili organizasyonlarla da (risk derecelendirme kuruluşları, gayrimenkul değerlendirme kuruluşları, tapu kayıt kuruluşları, sermaye piyasaları aracı kurumları, emeklilik kuruluşları, yardımlaşma sandıkları vs.) koordinasyonu sağlayacaktır.

Düşen enflasyon ve istikrar kazanan faiz oranları sayesinde bankacılık sistemimizde mevcut olan ve ağırlıklı olarak tasarruf mevduatı kaynaklı birincil konut kredisi piyasasında var olan doğal vadeler uzayacak ve faizler makul seviyelere inecektir. Ancak bu çalışma ile ifade edilen asıl hedef, kaynak maliyetlerini düşürmek ve birincil piyasaya tahsis edilen kaynaklara tasarruf mevduatlarının yanı sıra ikincil piyasalar vasıtası ile sermaye piyasalarının da eklenmesini sağlamaktır. Bu hedefe ulaşmak için yapılması zorunlu bazı yasal düzenlemelerin, kamu destekli bir merkezi kuruluş çatısı altında tek elden yapılması, hem AB ile uyum sürecinde çok sesliliği

ortadan kaldıracak hem de çalışmaların daha süratli ilerlemesi için gerekli ortamı yaratacaktır.

Mevzuat çalışmalarının ilk aşaması, söz konusu kurumsal yapılanma ile ilgili olmalıdır. Oluşturulacak olan bu kurumun icraatları sektör açısından tavsiye olmaktan öte, birer direktif ağırlığı taşınmalıdır. Bu şekilde yapılacak yasal düzenlemeler ile hem bankacılık sektörüne birincil konut kredisi piyasalarında likidite kazandırılacak, hem de ikincil piyasalar devlet kağıtlarının tekelinden çıkarılarak, özellikle özel emeklilik kuruluşları ve uzun vadeli/düşük riskli nakit akışı yaratmak isteyen finans kuruluşlarınca rağbet görecektir. İpotek teminatlı menkul kıymetlerin de işlem görebilmeleri sağlanacaktır.

5.4. Ülkemizde ve Gelişmiş Ülkelerde İpotekli Kredilere Dayalı Menkul Kıymetleştirme Sistemi Arasındaki Farklar ve Öneriler;

- Gelişmiş ülkelerde; menkul kıymetlere dayanak teşkil eden kredilerin, bir özel amaçlı aracı kuruma devredilme zorunluluğu vardır. Türkiye’de bankalar dışındaki kurumların devretme zorunluluğu vardır. Bankalar bir ya da genel finans ortaklığı kurmadan ve derecelendirme (rating) kurumuna başvurmadan sadece SPK’dan izin almak yoluyla VDMK kapsamında menkul kıymet ihraç edebilmektedir.

- Gelişmiş ülkelerde; menkul kıymet yatırımcıları, kredileri temlik eden kuruluşun iflasından uzak tutulmaktadır. Bu ülkelerde alacaklarla menkul kıymetler arasında bire bir ilişki vardır. Türkiye’de böyle bir düzenleme yoktur. Menkul kıymet sahipleri, ihraç eden kurumun iflası halinde diğer alacaklılarla yasal sıralamaya girmektedir. Bu konuda yasal düzenlemeye gidilerek yatırımcı korunmalıdır.

- Gelişmiş ülkelerde; menkul kıymetleştirme sürecinde ve gelişmesinde en önemli katılımcılardan olan kredi garantörlerine yer verilmiştir. Türkiye’de özel bir düzenleme ile kredi garantörlerine yer verilmemiştir. Sadece alacaklarını temlik eden kuruluşun, alacakların varlığından, borçlunun temerrüdünden sorumlu olacağı belirtilmektedir. (SPK Tebliği, 14 mad.) Gerekli yasal düzenlemeye ve bu kurumun oluşturulmasına ihtiyaç bulunmaktadır.

- Gelişmiş ülkelerde; menkul kıymetleştirme sürecinde ve gelişmesinde yer alan ayrı bir kurum “Yediemin”, ipotek dokümanlarının teslim edildiği, saklandığı kurumdur. Türkiye'de uygulaması bulunmamaktadır.
- Gelişmiş ülkelerde; menkul kıymetlerin dayandığı alacaklar, temlik eden kuruluşun bilançosundan çıkartılmaktadır. Türkiye’de VDMK’ lar sadece borç menkul kıymeti şeklinde oluşturulmakta, bunların dayandığı alacak veya kredilerin temlik eden kuruluşun bilançosundan çıkartılmasına imkan verilmemiştir.
- Gelişmiş ülkelerde; derecelendirme (rating) kuruluşları menkul kıymetleştirme sürecinde yer alan ve kamuoyunu aydınlatmada, yatırımcıya güven sağlamada önemli kurumlardır. Türkiye'de derecelendirme (rating) faaliyeti gösteren kuruluşların henüz bulunmaması kurumsal bir boşluktur
- Gelişmiş ülkelerde; menkul kıymetlerin kendilerine dayanak teşkil eden varlıkların vade ve ödeme yapılarından farklı oluşturulmalarına imkân verilmektedir. Türkiye'de uygulaması bulunmamaktadır. Yasal düzenlemelerle, potansiyel yatırımcıların tercihlerine göre ayarlanabilecek menkul kıymetlerin ihracına olanak verilmelidir.

SONUÇ

Mortgage, konut finansman sistemin ekonomimize olumlu birçok katkısı olacağı düşünülmektedir. Sistem piyasaya ciddi bir likidite kaynağı sağlamakla kalmayıp, aynı zamanda kredi alacaklarının ikincil piyasada menkulleştirilmesi suretiyle yeni bir kaynak yaratılarak piyasada nakit döngüsü oluşturulacaktır. Sistemle birlikte piyasalara uzun vadeli yeni bir alternatif yatırım aracı sunulacaktır. Ayrıca sistemin etkin bir şekilde uygulanması durumunda, inşaat sektörüne kazandırılacak ivme ile 200'den fazla alt sektörün canlanması, istihdamın artması ve atıl duran birçok gayrimenkul yeniden ekonomiye kazandırılması sağlanacaktır. Yeni sistemle konut finansmanı sorununa çözüm bulunmasıyla birlikte, ülkemizde nitelikli konut sahipliği de artırılabilecektir. Bu gelişmelerin getirdiği sosyal etkilerin yanı sıra, ekonomik açıdan kalkınma hızlanacak ve planlı kentleşmede olumlu etkiler görülecektir.

2001 krizinden sonra faiz oranlarının düşüş trendi ile birlikte konut kredilerinde önemli artışlar olmuş bu da mortgage piyasası için uygun bir ortamın hazırlanmasına yardımcı olmuştur. Ancak, mortgage sisteminin başarısı ekonomik istikrarın sağlanabilmesine bağlı olacaktır.

Türkiye'de ise mortgage sistemi, 5582 sayılı "Konut Finansmanı Sistemine ilişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun"un 06.03.2007 tarihinde Resmi Gazetede yayımlanmasıyla başlamıştır.

Mortgage modelinin Türkiye gerçeklerine ve ihtiyaçlarına uygun şekilde dizayn edilebilmesi için öncelikle sistemin olmazsa olmaz şartları ve altyapısı iyi analiz edilmeli ve değişik ülke uygulamalarıyla karşılaştırılıp, başarılı örnekler ışığında ilerlenmesi gerekmektedir. Mortgage sisteminin önemli bir aşaması olan menkul kıymetleştirme bilanço içi veya bilanço dışı yöntemler kullanılarak gerçekleştirilmektedir. 5582 sayılı yasa her iki yönteminde Türkiye'de kullanılabileceği öngörülmektedir. Bununla birlikte ipotekli kredilerin bilanço dışına çıkarılarak menkul kıymetleştirilmesi yönteminin kullanılması, risklerin yatırımcılara devrediliyor olması ve kredi veren kurumun sermaye yeterlilik oranlarını olumlu yönde etkiliyor olması gibi temel faydaları dolayısıyla kullanılması daha yerinde olacaktır.

Ancak, mevduat yöntemiyle konut finansmanının yaygın olduğu ülkelerde menkul kıymetleştirme oranı oldukça düşüktür. Örneğin AB’de bu oran 2005 yılı için %17,9’dur. ABD’de ise menkul kıymetleştirme oranı %48,8’dir. Türkiye’de henüz yasal çerçevesi oluşturulan menkul kıymetleştirmenin yaygınlaştırılmasında ABD modelinin temel alınması uygun olacaktır.

Kredi kullanmak isteyen tüketiciye sabit veya değişken faizle borçlanma hakkının verilmesi olumlu olmakla birlikte Türkiye gibi birçok kriz yaşamış bir ülke için yeni krizlerin olmayacağı garantisini vermek söz konusu değildir. Bu yüzden değişken faizle borçlanmak hem tüketiciler açısından hem de kredi kurumları açısından riskli olacaktır. Bununla birlikte 5582 sayılı Kanunda İngiltere’de uygulanan faiz tavanlı sistemdeki gibi faizler için bir üst sınır getirilmesiyle bu risk için de bir üst sınırı çizilmesi olası kriz dönemlerinde tüketiciyi koruyucu niteliktedir.

ABD’de düşük gelir grubundaki tüketicilere kullanılan yüksek riskli mortgage kredilerinin ödenmemesi dolayısıyla başlayan kriz Avrupa piyasalarına da yansımıştır. Bu gelişmeler ışığı altında Türkiye’de sistemin başarılı olabilmesi için tüketicilerin kredibilitelerinin profesyonelce değerlendirilmesi ve tüketicilere sistemin işleyişinin ve detaylarının örneğin değişken faizle kredi kullanmanın olası sonuçlarının eksiksiz bir şekilde aktarılması gerekmektedir.

Sonuç olarak, mortgage sistemi konut finansmanı açısından önemli bir yöntem olup menkul kıymetleştirme suretiyle, yeni bir kaynak yaratılarak piyasada nakit döngüsü oluşturulacak ve piyasalara uzun vadeli yeni bir alternatif yatırım aracı sunulacaktır buda piyasanın daha da derinleşmesine neden olarak ekonominin kırılganlığını azaltacaktır.

KAYNAKÇA

ALP,. Ali , İpotek Kredileri ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Yoluyla Türk Konut Finansman Sorununun Çözümünde Bir Model Önerisi, SPK Yayınları, No 51, Ankara, 1996.

ALP, Ali, Modern Konut Finansmanı, SPK Yayınları, No 51, Ankara, 2000.

ALP, Ali; YILMAZ, M. Ufuk, Gayri Menkul Finansmanı ve Değerlemesi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Ankara, 2000.

ATEŞ, Gürkan, 'İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler ve Teminatlı İpotek Yükümlülükleri', Active Aylık Bankacılık Finans Dergisi, 2004.

BALOĞU, Burhan ve Diğerleri, 100 soruda Mortgage uygulamaları, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No:2007-30, İstanbul, 2007.

BERBERCUMA, Hakan, Mortgage Konut Finansman Sistemi ve Türkiye'deki Yapı, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi SBE, İstanbul, 2006

BERBEROĞLU ,Murat G. ve TEKER Suat, Konut Finansmanı Ve Türkiye'ye Uygun Bir Model Önerisi, İTÜ Dergisi Sosyal Bilimler Serisi, Cilt:1, Sayı:1, Aralık, İstanbul, 2000.

BOYSAL, Haydar, İpotek Sözleşmeleri Piyasası, Başlıca ipotek Sözleşmeleri Türleri ve İpotek Arkalı Yeni Menkul Kıymet Türlerinin Özellikle ABD Uygulaması Esas Alınarak İncelenmesi, SPK Raporu, 1987.

BUYRUK, Erhan, İpotekli Konut Finansman Sistemi, Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi SBE , Sakarya, 2005.

ÇAKAR, Fatih, Türkiye'de Emlak Piyasasının Niteliği Ve Mortgage Sisteminin Türkiye'de Uygulanabilirliği, Yüksek Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi S.B.E., Sakarya, 2005.

CANSIZLAR, Doğan, Konut Finansmanı ve Türkiye Konferansı- I, Kasım 2004, İstanbul, Capital dergisi; Konut 2005, 2005, s.9-10.

CAPİTAL DERGİSİ, Konut 2005, İstanbul, 2005

COOPER, K. ve FRASER D.R., “Banking Deregulation and the New Competition in Financial Services” Ballinger Publishing, Cambridge, 1988

Çelebi Ömer, Birincil Konut Kredisi piyasasında son Gelişmeler ve Yaşanan Sıkıntılar, Konut Finansmanı ve Türkiye Konferansı , 2004

DEMİR, Hülya; PALABIYIK, Vildan, 'Konut Ediniminde Uzun Vadeli İpotek Kredi Sistemi', Jeodezi, Jeoinformasyon ve Arazi Yönetim Dergisi,2005.

DENİZ Aslıan, Mortgage Sistemi Ve Finansal Piyasalara Olan Etkisi, (Lisans Tezi), Sakarya Üniversitesi S.B.E., Sakarya, 2006

Doğan Ela, Türk Bankacılık Sektöründe Konut Kredilerinin Gelişimi,BDDK,SGD Çalışma Raporları No:2006-1, 2006,

DOLUN, Leyla, İpoteğe Dayalı Konut Kredisi, Türkiye Kalkınma Bankası Yayınları, Şubat 2007, Ankara, 2007.

ERDÖNMEZ , Pelin Ataman, Aktif Menkul Kıymetleştirilmesi, Bankacılar Dergisi, Sayı 57, 2006.

ERİŞ, H., Konut Sektörünün Finansmanında İpotepe Dayalı Mwnkul Kıymetler, (Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi SBE), İstanbul, 1997.

European Mortgage Federation, A review of Euroope’s Mortgage and Housing Markets, 2005, European Mortgage Federation, November 2006.

FABOZZİ, FJ., The Handbook of Mortgage-Back Security, 3'ncü Baskı, Probus Publishing Company, Chicago, 1992.

FABOZZİ, F.J.; FABOZZİ T.D., Bond Markets: Analysis And Strategies, Prentice-Hail International Editions, New Jersey, 1989.

FABOZZİ, F.J; MODİGLIANİ, F. , Mortgage&Mortgage-Back Securities Markets, Hanvard Business School Pres, Massachusetts, 1992.

GÜNDOĞDU, Eşref, Mortgage Kredilerinin Konut Fiyatlarına Etkisinin Bazı Avrupa Ülkeleri Ve Türkiye İçin Araştırılması, Yüksek Lisans Tezi, Çukurova Üniversitesi S.B.E., Adana, 2007.

GÜNÜŞEN, İpek, Türkiye’de Konut Sorunu Ve Finansman Uygulamaları, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi B.S.E., İstanbul, 2002.

GÜNVER, Remzi , 'Sermaye Piyasası Aracı Olarak İpotekli Borç Senedi ve İrat Senedi', Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No: 1 85, Ankara, 1994.

GÜRBÜZ, Ayhan, İpotekli Konut Kredileri ve Türkiye’de Uygulaması, Uzmanlık Tezi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara,2002

Hardt J. ve J.D. Lichtenberger,. “The Economic and Financial Importance of Mortgage Bonds in Europe”, Housing Finance International. XV/4, 19-30, 2001

HEPSEN, Ali, “Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpotege Dayalı Menkul Kıymetleştirme Ve Türkiye Uygulaması, İstanbul Ticaret Odası, (Yayın No: 2005-13)., 2005.

KARAGÖZ, Atıl, 'Mortgage Piyasası ve Türkiye'de Uygulanabilirliği', Active Bankacılık ve Finans Dergisi, No:5, 1 Şubat, 1999.

Klein, Linda S. and Sirmans, C.F, “Financial Innovation and Development of Reverse Mortgage Programs”, Benefits Quarterly, First Quarter, 1993.

KÖSE, Cansu, İpotekli Konut Kredileri ve Türkiye'de Uygulanabilirliği, Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi S.B.F, Ankara, 2002.

KURÇ, Özgür, Türkiye’de Konut Finansmanına Yeni Bir Yaklaşım: Mortgage Sistemi, Yüksek Lisans Tezi, İTÜ Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul, 2005.

OKSAY ,Suna; CEYLANTEPE, Tolga, Mortgage ve Mortgage Sigortaları,: Sigorta Araştırma ve İnceleme Yayınları No:7, İstanbul, 2006

ÖCAL, Nurcan, 'Türkiye'de Menkul Kıymet Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri', SPK Yayın No:106, Ankara, 1997.

ÖNAL, Y.B.; TOPALOĞLU M., İpotekli Konut Finansmanı ve Hukuku Mortgage (Tutsat), Karahan Kitabevi, Adana, 2007.

ÖZHAN, Muhammed, 'Konut Finansmanında Yeni Sistem', Active Finans Dergisi, No:57,2004.

ÖZSAN, Onur, 'Mortgage Sisteminin Temelleri', Active Dergisi, No:43,2005.

ÖZSAN, Onur; KARAKAŞ, Cem, 'Mortgage Sistemi', Active Aylık Bankacılık Finans Dergisi, Mayıs-Haziran, 2004,

ÖZSAN, Onur; KARAKAŞ, Cem, 'Türkiye'de Ve Doğu Avrupa Ülkelerinde İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet Piyasalarının Durumu', Active Finans Dergisi, No:36, 2004.

R.W. Melicher., Real Estate Finance, South Western Publishing, 1989

Sermaye Piyasası Kurulu ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği, Konut Finansmanı ve Türkiye Konferansı, İstanbul., 2004.

TANTAN, S., Menkul kıymetleştirme, SPK,Yayımları No: 44, 1996.

TEKER, Murat Bahadır , Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı, SPK Yayınları No:43, Ankara, 1996.

TEKER, Murat Bahadır, İpoteğe Dayalı Konut Finansman Sistemi, Konut Finansmanı Ve Türkiye Konferansı, İstanbul, 2004.

TEMEL, Feride Zeynep, Konut, İpotek Bankacılığı Ve Türkiye, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi B.S.E., İstanbul, 2003.

TUNCEL, Kürşat, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Türkiye Uygulaması, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No; 105, Ankara, 1997.

ULUDAĞ, İlhan, Konut Üretiminde Bölgesel Koşullara Uygun Alternatif Finansman Sistemleri ve Teknikleri, İstanbul Ticaret Odası Yayın no:48, İstanbul, 1997.

ULUDAĞ, İlhan; ARICAN, Erişah, Finansal Hizmetler Ekonomisi, Beta Yayınları , 2. Baskı, İstanbul, 2001.

World of Banking, 'Development of Securitization Around the World', May/June,1993.

YAVAŞ, Abdullah, A'dan Z'ye Mortgage , Eliot Professor of Real Estate and Research Director of the İnstitute for Real Estate Studies ,Pennsylvania State University, USA, 2006

YETGİN, Feyzullah, Mortgage Sistemi: Türkiye, Dünya Basın Evi, İstanbul, 2007.

Internet Bazlı Kaynaklar

Rabia Alga, Türkiye İçin Planlanan Mortgage Sistemi, <http://www.arkitera.com/g2-mortgage-sistemi.html?year=&aID=7> , Mart 2005.

www.arkitera.com/gundem/turkiyede-mortgage.htm.10.02.2006

www.mortgagerehber.com/content/view/462/1/ 25.04.2006

www.mortgagerehber.com/content/view/70/80/ 10.02.2006

http://www.alomaliye.com/2008/ali_hepsen_ab_ipotekli.htm 27.2.2008

http://www.housingfinance.org/pdfstorage/Europe_coles_hardt.pdf