



SERMAYE PİYASASI KURULU

---

**SERMAYE PİYASASI KURULU**  
**İKİNCİ BAŞKANI**  
**SAYIN DOÇ. DR. TURAN EROL'UN**

**GYODER ZİRVESİ'nde YAPTIĞI**  
**KONUŞMA METNİ**

**26 NİSAN 2007**  
**İSTANBUL**



## **Değerli Katılımcılar,**

Sözlerime gayrimenkul ve finans sektörlerinin temsilcilerini bir araya getirip önemli bir tartışma platformu oluşturan GYODER yetkililerine teşekkürlerimi sunarak ve sizlerle bir arada bulunmaktan ötürü duyduğum mutluluğu belirterek başlamak istiyorum.

Bilindiği üzere, gayrimenkul yatırım ortaklıklarını gayrimenkul sektöründeki diğer şirketlerden ayıran en önemli fark, halka açık şirket şeklinde örgütlenmeleri ve küçük yatırımcıların tasarruflarını sermaye piyasaları aracılığı ile gayrimenkul yatırımlarına yönlendirmeleridir. Kurulumuz hem gayrimenkul sektörü hem de sermaye piyasaları için büyük önemi olan gayrimenkul yatırım ortaklıklarının gelişimi için bundan sonra da sektör ile birlikte çalışmalarını sürdürecektir.

Küreselleşen dünyanın önemli yapı taşlarından biri haline gelen sermaye piyasaları, firmaların finansman ihtiyaçlarına hızla cevap verebilecek esnek bir yapıya sahiptir. Bu nedenle sermaye piyasaları özellikle finans mühendisliği gibi yeni tekniklere ve gelişmelere son derece açık bir alandır.

Geçmiş 20 yıllık dönemde sermaye piyasaları kanalıyla şirketlerimize doğrudan aktarılan kaynak miktarı ortalama 2,5 milyar dolardır.

Bu rakama borsa şirketlerimizin İMKB pazarlarındaki 10,5 milyar dolarlık pay devirlerini de ilave etmek gerekir.

## **Değerli Katılımcılar,**

Sermaye Piyasası Kurulu olarak misyonlarımızdan birisi de piyasaya öncülük etme rolüdür. Bu öncülüğün gereği olarak gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında yaygın olarak kullanılan ve fakat ülkemizin şimdiye kadar yeterince yararlanamadığı “menkul kıymetleştirme (securitization)” çalışmalarını daha kapsamlı bir şekilde ele almaya başladık.

Bu açıdan, Konut Finansmanı Kanunu menkul kıymetleştirme için esnek bir hukuki çerçeve sağlayarak alternatif enstürmanlar için önemli bir altyapı sunmaktadır.

Menkul kıymetleştirme uygulamaları ilk olarak 1970’li yıllarda ABD’nde başlamış olup, sermaye piyasalarının derinleşmesine ve sofistike bir hale gelmesine büyük katkı sağlamıştır. İlk menkul kıymetleştirme uygulamalarına konu olan varlıklar ise ipotekli konut kredileri olmuştur.



10 trilyon dolar hacmine ulaşan ipotekli konut kredilerinin yaklaşık %70'i ipoteğe dayalı menkul kıymetler şeklinde seküritize edilmiştir.

Menkul kıymetleştirme alanındaki bu potansiyelin ülkemizdeki yatırım bankacılığı için önemli fırsatlar oluşturduğunu düşünmekteyim. Bu yeni döneme hazırlanmak için aracı kurumlarımızın organizasyonlarında değişiklik yaptığını ve uluslararası yatırım bankalarının da lisans alarak ya da yerli kurumlarla ortaklıklar yaparak sermaye piyasalarımıza girdiğini memnuniyetle izlemekteyiz.

### **Değerli Katılımcılar,**

Konut Finansmanı Kanunu'nun yayımlanmasını takiben çalışmalarımızı ikincil düzenlemeler üzerinde yoğunlaştırmış bulunmaktayız. Bu kapsamda, ikincil düzenlemelerimizden ilki olan ve SPV'siz yapıyı temsil eden "İpotek Teminatlı Menkul Kıymetlere" ilişkin tebliğ taslağını hazırlamış bulunmaktayız. 2006 yılı sonunda toplam bakiyesi yaklaşık olarak 2 trilyon euroya ulaşan ipotek teminatlı menkul kıymetler, Avrupa'da devlet tahvillerinden sonra en likit sabit getirili sermaye piyasası aracıdır.

Öte yandan Kanun'la sermaye piyasalarımıza kazandırılacak bir diğer sermaye piyasası aracı olan ve SPV'li yapıyı temsil eden "İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler" ile "İpotek Finansmanı Kuruluşlarına" ilişkin tebliğ çalışmaları da devam etmektedir.

Mortgage sistemine ilişkin yapılan tartışmaların başında sistemin yüksek faiz oranlarında uygulamaya konulup konulamayacağı gelmektedir.

Uluslar arası deneyimler sistemin yüksek faiz oranlarında da uygulamaya konulabileceğini ve sonuçta faizleri aşağıya çekme yönünde katkı yaptığını göstermektedir.

Örneğin, sistem Macaristan'da yüksek faiz ortamında uygulanmaya başlanmıştır.

İspanya'da mortgage reformu, bankacılık krizinin yaşandığı dönem olarak bilinen ve yüksek faiz ortamının yaşandığı 1976-1984 döneminde başlatılmıştır.

Arjantin'de ise, 2002 yılında yaşanan ekonomik kriz, finansal piyasaları çok kötü yönde etkilemiş olmasına karşın; 1990'lı yıllarda büyük gelişme gösteren mortgage piyasasını, konut kredilerinin düşük finansal risk ve portföy çeşitlendirme kapasitesi gibi özellikleri sayesinde daha az etkilemiştir.



ABD’de son dönemde yüksek riskli (subprime) mortgage kredilerinin geri ödemelerinde yaşanan kriz ile ilgili tartışmalar ülkemizde de önemli bir gündem maddesi oluşturmuştur.

Tartışma konusu olan yüksek riskli mortgage kredilerinin farklı unsurları vardır. Bu farklılıklar şu şekilde özetlenebilir:

İlk olarak, bu mortgage kredileri çoğunlukla geliri olmayan ve kredi skoru bulunmayan tüketicilere verildiğinden yüksek risk taşımaktadır.

Bir diğer husus; bu krediler değişken faizli olduğundan, kısa vadeli faiz oranlarının yükselmesi, tüketici üzerindeki faiz yükünün artmasına sebep olmaktadır.

Ancak, buna rağmen ödenmesinde sorun yaşanan kredilerin tüm mortgage kredilerine oranı 2004 yılının sonunda % 1,4 iken 2006 üçüncü çeyrek sonunda % 1,7’ye çıkmıştır.

Dolayısıyla, tüm mortgage piyasası dikkate alındığında bu çok düşük bir orandır. Ülkemizde ise mevcut konut kredilerinin geri ödenmeme oranı binde 2 düzeyindedir.

Çeşitli ülkelerde, mortgage faiz oranı ile diğer faiz oranları karşılaştırıldığında mortgage faiz oranının devlet tahvili faiz oranına çok yakın seyrettiğini, banka kredisi ve şirket tahvillerinin ise altında oluştuğunu görmekteyiz.

Burada, ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin yatırımcıların arzu ettiği yapılandırma ve garanti mekanizmaları sayesinde ülke notundan daha yüksek bir derecelendirme notu alabileceklerini de vurgulamak isterim.

### **Değerli Katılımcılar,**

Seküritizasyon çalışmalarımızın ikinci ayağını altyapı finansmanı oluşturmaktadır.

Burada iki temel finansman modeli üzerinde yoğunlaşmaktayız.

Modellerden ilki; altyapı yatırımlarının tamamen özel sektör tarafından devralınması ve doğrudan halka arz yoluyla kaynak sağlanmasıdır. Hepimizin bildiği gibi şirketlerimiz bu modeli başarılı bir şekilde kullanmaya başlamışlardır.



Modellerden ikincisi ise yatırımın kamu tarafından gerçekleştirilip menkul kıymetleştirilmesidir. Menkul kıymetleştirilme ise proje gelirlerine dayalı araçlardan altyapı yatırım fonlarına kadar geniş bir ürün yelpazesi içerisinde yapılabilmektedir.

Bu yatırım araçlarının hiçbirisinde kamu garantisi bulunmayacaktır.

Tamamen piyasaya dayalı bu model, anapara, kur, gelir veya fiyat garantisi içeren Kamu-Özel Sektör Ortaklığı modellerine göre çok daha esnek bir yapıya sahiptir.

Bu çalışma ile Kamu-Özel Sektör İşbirliği modellerinin bir adım ötesine geçmeyi hedeflemekteyiz.

Emeklilik fonları altyapı projeleri için doğal bir yatırımcı durumundadırlar.

Bu projelerin menkul kıymetleştirilmesi uluslar arası emeklilik fonlarının ülkemizdeki altyapı yatırımlarına olan ilgisini artıracaklarını düşünmekteyiz.

### **Değerli Katılımcılar,**

Sözlerime son verirken seküritizasyon çalışmalarımızın piyasanızın derinleşmesine ve kalkınmamızın finansmanına önemli katkılar sağlayacağına olan inancımı vurgulamak isterim.

Beni dinlediğiniz için teşekkür ederim.