



**SERMAYE PİYASASI KURULU
HUKUK İŞLERİ DAİRESİ**

**2007'DEN BUGÜNE KÜRESEL KRİZİN FİNANSAL DÜZENLEYİCİ
YAKLAŞIMA ETKİLERİ
Yeterlilik Etüdü**

**Dilara KANKOÇ AYDIN
Uzman Hukukçu Yardımcısı**

**ANKARA
2014**

YÖNETİCİ ÖZETİ

ABD’de konut piyasasında oluşan balonun 2007 yılının ortalarında patlamasıyla başlayan ve yatırım bankası Lehman Brothers’ın dikkate değer bir borçla çöküşüyle kısa sürede finans ve reel sektöre yayılan kriz, 2008 ve 2009 yıllarında tüm dünyada etkisini artırarak küresel bir nitelik kazanmıştır. Krizin patlak vermesinin ardından, finansal serbestleşmeyi savunan ve devletin müdahalelerini ekonomik olarak geri kalmışlığın göstergesi olarak gören anlayış, yerini krizden çıkış için devleti kurtarıcı olarak gören yaklaşıma bırakmış ve bu değişiklik kriz sonrası yapılan düzenlemelere yansımıştır.

Küresel finansal krizin temel nedenleri olarak bilanço dengesizliklerine rağmen kontrolsüz likidite artışı, gölge bankacılık sisteminin kontrolsüz büyümesi, bankaların bilançolarında yer alan riskleri tüm finansal sisteme yayan yeni finansal araçların icat edilmesi, finans piyasalarına yayılan riskin büyüklüğü ve ciddiyeti konusunda yatırımcıların bilgi eksikliği, finansal istikrarı ortadan kaldıracak şekilde düzenleme ve denetleme eksiklikleri, sistemik öneme sahip finansal kuruluşlarda yaşanan kurumsal yönetim eksiklikleri ve ahlaki risk, aşırı borçlanma, riskli yatırım yapma iştahının gün geçtikçe artması ve yatırım yapılan finansal araçlardaki şeffaflık eksikliği, bankaların borç verme standartlarının neredeyse yok olmasının sistemik riski artırması ve kredi derecelendirme kuruluşlarının hataları gibi temel sebeplere dikkat çekilmiştir. Bu dönemde, ABD hükümetinin balona tepki vermemesi ve gereken önlemleri zamanında almaması da krizin büyümesinde önemli bir neden olarak işaret edilmiştir. Krizin nedenleri konusunda yapılan tartışmalar arasında en çok menkul kıymetleştirme üzerinde yoğunlaşmış ve finansal inovasyonun sınırları ve tehlikeleri üzerinde durulmuştur. Krizin temel sebepleri üzerinde genel bir uzlaşma oluşması dolayısıyla, yapılacak düzenleme çalışmaları da özellikle uluslararası kuruluşların önderliğinde küresel bir hareket halini almıştır.

Kriz sonrası düzenleme reformlarında başı Financial Stability Board, Basel Committee on Banking Supervision ve International Organization for Securities Commissions gibi uluslararası kuruluşları çekmiş; bu kuruluşlarca belirlenen temel ilkeler ülke bazında yapılacak düzenlemelerde yol gösterici nitelikte olmuştur. Keza, Krizi takiben gelişen en temel anlayış, finans sektöründe uluslararası işbirliği ve sınır ötesi koordinasyonun artırılmasıdır. Ayrıca, başta ABD ve İngiltere olmak üzere ülkelerin finans piyasaları düzenleyici otoritelerinin yapılanmalarında önemli değişikliklere gidilmiş; ülkemizde olduğu gibi sektör bazında düzenleyici otorite yapılanmasının koordinasyon eksikliklerine yol açtığı düşüncesiyle, bu otoritelerin birleştirilmesi yoluna gidilmiştir.

Öte yandan, Kriz sürecinde alınan derslerden bir diğeri, ülkelerin yatırımcı ve finansal kuruluş bazlı mikro ihtiyati (*micro prudential*) düzenleme anlayışlarının, bir bütün olarak sistemik riskin gözetilmesinde yetersiz kaldığıdır. Bu kapsamda değişen düzenleme anlayışı, mikro ihtiyatiden, yapılan her düzenlemenin sistem üzerindeki etkilerinin gözetilmesine ve dikkate alınmasına yönelik makro ihtiyati (*macro prudential*) anlayışa doğru evrilmiştir.

2007 Küresel Krizi ile birlikte oldukça sık kullanılmaya başlanan “too big to fail” kavramı, başta ABD piyasaları olmak üzere tüm küresel ekonomilerin korkulu rüyası haline geldiğinden, söz konusu kuruluşların sistemik risk üzerindeki tehlikeli etkilerinin önüne geçilmesini teminen yapılan düzenleme çalışmaları ise halen devam etmektedir.

Krizin temel sebeplerinde en önemli rolü oynayan bankalar bazında yapılan düzenleme çalışmaları ise kuşkusuz en dikkate değer reformlardır. Bu bağlamda, Basel III düzenlemeleri ile bankaların sermaye ve likidite yeterliliklerinin artırılması ile olası bir krizin etkilerinin önüne geçilmek istenmiştir. Basel III kapsamında belirlenen kriterler ile ağırlıklı olarak finansal kuruluşların mali bünyelerinin sağlamlığını arttırıcı ve sağlıklı yapısını sürdürüp gözetten politikaların esas alınması hedeflenmiştir.

Finansal Kriz sürecine katkısı olan muhasebe hile ve hataları, kredi derecelendirme kuruluşlarının hatalı uygulamaları ve sistemin derecelendirme işlemlerine olan bağımlılığı ve şeffaflık eksiklikleri de düzenleme çalışmalarında üzerinde durulan başlıca konular olmuştur. Bu kapsamda, muhasebeleştirmede gerçeğe uygun değer yönteminin uygulamasının askıya alınması söz konusu olmuş; kredi derecelendirme kuruluşlarının tüm piyasa aktörlerinin işlem ve eylemlerini etkileyen notlamalarına olan bağılılığın azaltılmasına yönelik çalışmalar yürütülmüş ve özellikle menkul kıymetleştirmede şeffaflığın sağlanmasına dikkat çekilmiştir.

Kriz öncesi dönemde, geleneksel yatırım araçlarından elde edilen kazancın düşmesini takiben yatırımcıların risk ve getiri isteğiyle doğru orantılı olarak yüksek riskli subprime kredilerden doğan alacakların menkul kıymetleştirilmesi yoluna gidilmiştir. Riskli mortgage kredilerine dayanan yapılandırılmış araçların, kredi dönüşlerinde temerrütlerin gitgide artmasını takiben çökmesi, finans sektörünü olduğu kadar sigortacılık sektörünü de olumsuz etkilemiştir. Bu çerçevede, yapılan düzenleme çalışmaları özellikle menkul kıymetleştirilmiş araçların muhasebesi, şeffaflaştırılması ve riskin yönetilmesi hususlarına yönelmiş durumdadır.

Nihayet, Kriz sürecinde açığa satış işlemlerinin sistemik riski artırdığının tespiti üzerine, ilk etapta bir çok ülke tarafından söz konusu işlemlerin yasaklanması yoluna gidilmiş; takip eden dönemde ise açığa satış uygulamalarının yasaklanması yerine, sistemde yer almaları fakat yıkıcı etkilerinin sınırlandırılmasına yönelik kalıcı çözümler üretilmesi ile ilgili düzenlemelere başvurulmuştur.

İÇİNDEKİLER

YÖNETİCİ ÖZETİ.....	2
KISALTMALAR	5
1. GİRİŞ.....	6
2. KÜRESEL FİNANSAL KRİZ.....	7
2.1. Finansal Kriz Süreci	7
2.2. Krizin Ana Nedenleri	9
3. ULUSLARARASI KRİZ YÖNETİMİ VE DÜZENLEYİCİ OTORİTELER	11
3.1. Uluslararası Kuruluşların Rolü.....	11
3.2. Uluslararası İşbirliği ve Koordinasyon.....	13
3.3. Düzenleyici Otoriteler	14
4. FİNANSAL SİSTEME İLİŞKİN REFORM ÇALIŞMALARI	16
4.1. Sistemik Öneme Sahip Kuruluşlar.....	16
4.2. Makro İhtiyati Düzenleme	18
4.3. Volcker Kuralı	22
5. FİNANSAL HİZMETLERE DAİR DÜZENLEMELER.....	25
5.1. Bankacılık.....	25
5.1.1. Yatırım Bankacılığı	25
5.1.2. Ticari Bankacılık	26
5.2. Sigortacılık	31
6. KAMUYU AYDINLATMA, DERECELENDİRME VE MUHASEBE	34
6.1. Muhasebe.....	34
6.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşları	36
6.3. Kamuyu Aydınlatma	38
7. MENKUL KIYMETLEŞTİRME VE PİYASA İŞLEMLERİ.....	40
7.1. Menkul Kıymetleştirme.....	40
7.2. Piyasa İşlemleri.....	43
8. GENEL DEĞERLENDİRME ve SONUÇ	46
KAYNAKÇA.....	49

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AIG	: American Investment Group
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BIS	: Bank of International Settlements
CDO	: Collateralized Debt Obligations
CDS	: Credit Default Swap
CMO	: Collateralized Mortgage Obligations
CRD	: Capital Requirements Directive
EBA	: European Banking Authority
EFDI	: European Forum of Deposit Insurers
EIOPA	: European Insurance and Occupational Pensions Authority
ESAs	: Three European Supervisory Authorities
ESMA	: European Securities Markets Authority
ESRB	: European Systemic Risk Board
FASB	: Financial Accounting Standards Board
FCA	: Financial Conduct Authority
FCIC	: Financial Crisis Inquiry Commission
FED	: Federal Reserve Bank
FSB	: Financial Stability Board
FSOC	: Financial Stability Oversight Commission
G20	: Group of Twenty
IADI	: International Association of Deposit Insurers
IAIS	: International Association of Insurance Supervisors
IASB	: International Accounting Standards Board
IMF	: International Money Fund
IOSCO	: International Organization for Securities Commission
MBS	: Mortgage Backed Securities
OECD	: Organization for Economic Co-operation and Development
OTD	: Originate to distribute
SEC	: Securities Exchange Commission
SÖFİK	: Sistemik Önele Sahip Finansal Kuruluşlar
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

1. GİRİŞ

2007 yılında patlak veren küresel finansal kriz, süregelen bir ekonomik durgunluğa yol açtığı gibi, 1929 yılındaki Büyük Depresyon'dan bu yana dünya finans sistemine gelen en büyük darbe olarak nitelendirilmiştir. ABD konut piyasasında ortaya çıkan, kısa sürede önce tüm ABD finansal sistemini, sonra da diğer ülke ekonomilerini olumsuz etkileyen ve dünya finans tarihinin en büyük krizlerinden biri olarak kabul edilen kriz, 21. yüzyılın küresel ölçekte yaşanan ilk finansal krizi olarak da anılmaktadır.

Her finansal krizin ardından bir düzenleme reformu başlatılması, alışılmış bir tepki halini almıştır. 2007 Krizinin ertesinde de aynı gelişmeler yaşanmış ve dünya genelinde finansal düzenleme anlayışının güçlendirilmesi temel hedef halini almıştır. Yaşanan ekonomik sıkıntılarla beraber, dünya genelinde krizin nedenleri üzerinde genel bir uzlaşma oluşmuş ve küreselleşmiş ülke ekonomilerinin kriz ile ortaya çıkan hassas noktaları ve eksiklikleri üzerine eğilmiştir. Yapılan düzenleme çalışmalarında, ülke ekonomilerinin birbiri ile ileri düzeyde etkileşim halinde olduğu da gözetildiğinde, uluslararası işbirliğinin önem arz ettiği bir gerçektir.

Krizin ardından, serbest piyasa anlayışı ile piyasaları kendi akışına bırakma fikrinden uzaklaşarak, “*deregülasyon*” trendinin yerini, finansal istikrarı temel alan makro bir bakış açısına sahip düzenleme anlayışı almaya başlamıştır. Reform sürecinde özellikle uluslararası finansal kuruluşların ve organizasyonların çalışmaları öne çıkmış, bunlar ülke ekonomilerine düzenleme yapma hususunda yol gösterici olmuştur.

Bu çalışmada, 2007 krizi ile beraber dünya finans piyasalarında yaşanan gelişmeler, krizin temel nedenleri ve en önemlisi krizin ardından düzenleyici anlayışta meydana gelen gelişmeler ve değişimler üzerinde durulmaktadır. Birinci bölümde, düzenleme alanında yaşanan gelişmelerin gerekçelerinin daha iyi anlaşılmasını teminen, küresel finansal krize yol açan gelişmelerden kısaca bahsedilmektedir. İkinci bölümde, yaşanan uluslararası gelişmelerde başı çeken uluslararası yapılanmalardan ve işbirliğinden söz edilmekte; üçüncü bölümde ise bir bütün olarak finansal sistemin gözetilmesi hususu üzerinde durulmaktadır. Dördüncü bölümde, başta Basel III olmak üzere, sektörel bazda piyasa aktörleri bakımından yaşanan gelişmelerden bahsedilmektedir. Beşinci bölümde, 2007 krizinde öne çıkmaları dolayısıyla kamuyu aydınlatma, kredi derecelendirme ve muhasebe alanlarında yapılan reform çalışmaları üzerinde durulmakta; nihayet altıncı ve son bölümde, krizin en temel nedenlerinden birini teşkil eden menkul kıymetleştirme ve diğer piyasa işlemlerin düzenlenmesi bakımından gerçekleşen gelişmelere değinilmektedir.

2. KÜRESEL FİNANSAL KRİZ

2.1. Finansal Kriz Süreci

2007 yılından itibaren tüm dünya ekonomilerini etkileyen Finansal Kriz'in yıllar öncesinden sinyallerini verdiği ve çok önceden tespit edilerek tedbir alınmasının mümkün olduğunu düşünen pek çok kişi mevcuttur (SOROS, 2011: XIV). ABD'de yaşanan 11 Eylül 2001 saldırısının ardından, Merkez Bankası, ekonomideki düşüşün önüne geçebilmek için faiz oranlarını indirmiş; bu indirim 2003 yılı itibariyle ülke tarihinin en düşük faiz oranlarına ulaşılmasına sebebiyet vermiştir. Bu yolla piyasaya giren ucuz para ise, bir konut balonuna yol açmış, bankalar, adeta borç verecek kimse kalmayana kadar kredi dağıtmaya devam etmişlerdir. Bu sayede ekonomik durumlarını iyileştiren mortgage verenler, para kazanmak için başka yollar aramaya başlamışlardır. Yatırım bankaları, kredi risklerini risk iştahı içinde olan yatırımcılara yaymak için birçok yeni teknik icat etmişlerdir. Yapılandırılmış finansal araçlar ile kendi bilançolarındaki kredi risklerini yaymanın yolunu da bulmuşlardır.

2000'den 2005'e kadar, ABD'deki mevcut konutların piyasa fiyatı %50 kadar artmış ve bu da inşaatlarda büyük bir artışa yol açmıştır. Merrill Lynch, 2005'in ilk yarısında ABD gayrisafi milli hasılasında meydana gelen büyümenin yarısının konut temelli olduğunu açıklamıştır.

Konut fiyatlarındaki çift haneli artışlar spekülasyonlara sebebiyet vermiş; konuttaki fiyat artışının, borçlanmanın maliyetinden fazla olduğunu gören kişiler, oturdukları evin dışında yatırım amacıyla ikinci ya da üçüncü evlerini almaya başlamışlardır.

Bu gelişmelere paralel olarak bankaların kredi dağıtma isteklerinin artmasıyla beraber borç verme standartları alt üst olmuş, düşük kredi notlamasına sahip alt gelir grubuna bile "subprime" olarak adlandırılan eşik altı krediler verilmeye başlanmıştır. Bu durumun en uç noktasını ise, iş ve gelir verisi olmayan kişilere dahi verilen "Ninja"¹ krediler teşkil etmiştir.

Bankalar bilançolarında duran söz konusu riskli kredileri likit hale getirmek istemiş ve bunları teminatlı borç senetleri (*collateralized debt obligations/CDOs*) olarak piyasaya yaymışlardır. Her ne kadar menkul kıymetleştirmenin amacı, riskin azaltılmasıysa da, ABD mortgage piyasasında yapılan menkul kıymetleştirme işlemleri ile, borçlularını tanıyan bankalar söz konusu alacaklarının risklerini bu borçluları hiç tanımayan yatırımcılara satmışlardır. Bu CDO'lara kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yüksek notlar verilmesiyle piyasa hacimleri artmıştır. Piyasanın risk ve getiri iştahının da gittikçe büyüdüğü dikkate alındığında, 2005 yılında menkul kıymetleştirme adeta çılgınlık halini almıştır. Yaratıcı bazı yatırım bankaları ise söz konusu CDO'ları paketleyerek CDO'ların CDO'suna ve hatta CDO³'lere dönüştürmüşlerdir. Krizin patlak vermesine doğru, söz konusu sentetik araçlar, piyasadaki toplam işlem hacminin yarıdan fazlasını oluşturmuştur. Menkul kıymetleştirmedeki dikkat çekici artış yalnızca mortgage

¹ "No income, no job, no asset"

piyasası ile sınırlı kalmamış, diğer kredi türlerine de sıçramıştır. Şimdiye kadarki en büyük işlem hacmine sahip sentetik piyasa, “*credit default swap*” (CDS)² piyasası olmuştur.

2007 yılında Krizin patlak vermesine kadar, ABD Merkez Bankası eski guvernörü Edward M. Gramlich, Merkez Bankası eski başkanı Paul Volcker, Charles Kindleberger ve Martin Feldstein gibi birçok isim, hükümeti subprime mortgage alanında yaşanan sorunlar ve olası riskler konusunda uyarılmış, ancak bu konuda herhangi bir önlem alınmamıştır.

2007 yılının Şubat ayında HSBC, mortgage alanındaki kayıplarının 10 trilyon dolara ulaşması dolayısıyla, mortgage kredileri birimi başkanının görevden almış; Mart ayında ise, ABD'nin en büyük inşaat şirketi DR Horton, subprime kredilerde yaşanan kaybın büyümekte olduğu konusunda uyarıda bulunmuştur. Aynı ay içinde, ABD'nin en büyük mortgage firmalarından New Century Financial, mortgage ödemelerinde temerrütlerin dikkat çekici oranda arttığını ifade etmiş; söz konusu firma Nisan ayında iflas ertelemeye başvurmuştur.

Haziran ayının 15'inde Bear Stearns iki büyük mortgage hedge fonunun teminat tamamlama çağrılarına cevap verilmemesi dolayısıyla sorun yaşadığını bildirmiş, söz konusu hedge fonların yaşadığı sıkıntı bütün piyasayı etkilemeye başlamıştır. Ancak bu dönemde, ABD Merkez Bankası Başkanı Ben BERNANKE, subprime kredi probleminin tüm finansal sistemi etkilemesinin mümkün olmadığı, bunun izole bir problem olduğu hususunda açıklamalarda bulunmuştur. Bu açıklamaları takiben bir süreliğine piyasalar rahatlasa da, 2007 yılının Ağustos ayında, Bear Sterns'in subprime kredilerde yaşanan kayıplar nedeniyle iki büyük hedge fonu için iflas koruması istemesi, ABD ekonomisinin çalkalanmasına neden olmuştur. 6 Ağustos'ta ABD nezdindeki en büyük bağımsız mortgage sağlayıcılarından American Home Mortgage iflasını açıklamış ve subprime kredilerin kurbanı olduğunu ifade etmiştir. 9 Ağustos'ta Fransız Bankası BNP Paribas, 2 trilyon Euro değerindeki üç yatırım fonunu dondurmuş ve gerekçe olarak, ABD piyasasında yaşanan subprime mortgage sorununu göstermiştir. AB Merkez Bankası ise subprime kredi daralmasının etkilerini ortadan kaldırmak için piyasaya 95 milyar Euro pompalamış; aynı yolu ABD ve Japonya Merkez Bankaları da izlemiştir. 10 Ağustos'ta AB Merkez Bankası, bankalar için 61 milyar Euro'luk bir fon sağlamış; ABD Merkez Bankası bu paranın kredi daralmasıyla başetmek için yeterli olacağını açıklamıştır. 13 Ağustos'ta AB Merkez Bankası para piyasalarına 47.7 milyar Euro daha pompalamıştır. Aynı yolu ABD ve Japon Merkez Bankaları da izlemiştir. 17 Ağustos'ta ise ABD Merkez Bankası bankalara borç verirken kullandığı iskonto faiz oranını yarım puan aşağı çekerek, bankaların yaşadığı kredi sorununun önüne geçmeyi amaçlamış; ancak bunun herhangi

² CDS, satıcı konumundaki kişinin referans borcun temerrüde düşmesi durumunda, CDS alıcısının zararının tazminini üstlendiği bir finansal swap anlaşmasıdır.

bir yardımı olmamıştır. 13 Eylül’de ise İngiltere’nin en büyük Mortgage Bankası Northern Rock iflasını açıklamıştır.

ABD Merkez Bankası FED, 2007’nin Kasım ve Aralık ayları arasında bankaların düşük faiz oranlarıyla borç alabilmeleri için 81 milyar dolarlık para arzı yoluyla piyasaya müdahalede bulunmuş, Mart 2008’de büyük bankalara yönelik 200 milyar dolarlık kredi programını devreye sokmuş; yine Mart ayında Bear Stearns’ün JP Morgan’a acil satışı için 30 milyar dolar kredi vermiştir. Temmuz 2008’de ABD “*Federal Deposit Insurance Corporation*” (FDIC) Indymac bankasına el koymuş; bu finansal kuruluşun iflası ise ABD tarihinin en büyük ikinci iflası olarak kayıtlara geçmiştir (KUTLU&DEMİRCİ:2011). Freddie Mac ve Fannie Mae’in borsadaki pay değerlerinin %70’lere varan oranlarda düşmesi krizi iyice derinleştirmiş; Eylül 2008’de ise bu iki kuruluşa el konmuştur. Aynı ay içinde Merrill Lynch, Bank of America tarafından satın alınmış; ABD Merkez Bankası, ABD’nin en büyük sigorta şirketi olan AIG için 85 milyar dolarlık kredi açmış, 158 yıllık yatırım bankası Lehman Brothers ise iflas etmiştir. Ayrıca, FED, Kongre tarafından kendisine verilen önemli bir yetkiyi kullanarak, ABD piyasasının en büyük iki yatırım bankası olan Goldman Sachs ve Morgan Stanley’i banka holding şirketlerine dönüştürmüştür. Bu dönüşüm sayesinde söz konusu iki banka, FED’in geçici desteğini almak yerine, tamamen FED gözetim ve denetimine girmişlerdir (WESSEL:218). Sonuç olarak, tüm bu desteklerle beraber ABD’nin mali krize müdahale etmek için ayırdığı kaynak Ekim 2008 itibariyle 2 trilyon doları bulmuştur. Tüm bu müdahaleler ise, anılan finansal kuruluşların sistemik öneme sahip olduğu ve batmalarının tüm ekonomik sisteme dönüşü imkansız zararlar vereceği kabulünü ortaya çıkarmış; “*Too Big to Fail*” kavramı oldukça yaygın olarak kullanılmaya başlanmıştır.

2.2. Krizin Ana Nedenleri

2007 ve sonrasında krize neden olan faktörlerin nasıl ve neden ortaya çıktığı konusunda tartışmalar devam ediyor olsa da, dünya genelinde Krize neden olan ana unsurlar konusunda genel bir kabul bulunmaktadır. Keza, bu tespitlerin ortaklığı, detaylı olarak açıklanacağı üzere Krizin ardından yapılan düzenleme reformlarında da kendini göstermektedir.

ABD’de Mayıs 2009’da yürürlüğe giren ve dolandırıcılık ile mücadele amacıyla getirilen “*Fraud Enforcement and Recovery Act*” ile, 2007 Küresel Krizi’nin ulusal ve uluslararası çapta nedenlerini tespit etmek amacıyla bir Kriz Araştırma Komisyonu (US Crisis Inquiry Commission/FCIC) kurulmuş olup; söz konusu Komisyonun çalışmaları Krizin nedenleri konusunda yararlı bilgiler sağlamaktadır. Komisyonun 2011 tarihli Raporunda Krizin ana nedenleri olarak;

- Yalnızca varlık fiyatlarının ve yatırımcının piyasaya olan güveninin sürekli artış gösterdiği bir ortamda sürdürülebilecek derecede yüksek kaldıraç oranları,
- Finansal kuruluşlar nezdindeki yetersiz kurumsal yönetim ve yatırımcı tazmini mekanizmaları

- Bilanço dengesizliklerine rağmen kontrolsüz likidite artışı ve gelişmiş ekonomilerin ekonomik açıdan riskli ülkelerin finansal varlıklarına yatırım yapma isteği,
- “*Shadow banking*” yani gölge bankacılık sisteminin kontrolsüz büyümesi ve bankaların bilançolarında yer alan riskleri tüm finansal sisteme yayan yeni finansal araçların icat edilmesi,
- Finans piyasalarına yayılan riskin büyüklüğü ve ciddiyeti konusunda yatırımcıların bilgi eksikliği,
- Finansal istikrarı ortadan kaldıracak şekilde düzenleme ve denetleme eksiklikleri,
- Sistemik öneme sahip finansal kuruluşlarda yaşanan kurumsal yönetim eksiklikleri ve ahlaki risk,
- Aşırı borçlanma, riskli yatırım yapma iştahının gün geçtikçe artması ve yatırım yapılan finansal araçlardaki şeffaflık eksikliği,
- ABD hükümetinin Krize tepki vermemesi ve gereken önlemleri zamanında almaması,
- Güvenilirlik ve etik anlayışının sistemik olarak çökmüş olması,
- Bankaların borç verme standartlarının neredeyse yok olmasının sistemik riski artırması,
- Kredi derecelendirme kuruluşlarının hataları

işaret edilmiştir. Üstelik birçok kişi tarafından da ülke düzenleyici otoritelerinin söz konusu nedenlerin ve risklerin farkında olduğu, ancak müdahale edilmediği hususu tartışılmaktadır (LEVINE:2010). FCIC’in Raporunda, her ne kadar ABD Hükümeti ve Wall Street tarafından, Krizin tespitinin mümkün olmadığı iddia edilse de, belirtilerin çok açık olduğu, birçok uyarının gerekli makamlarca hiçbir şekilde dikkate alınmadığı ve balonun patlamasının beklendiği ifade edilmiştir. Piyasalara Kriz öncesinde müdahale edilmemesinin temelinde ise serbest piyasa anlayışının yattığı, bu anlayışın temelinde de piyasaların herhangi bir müdahaleye gerek kalmaksızın kendi kendini düzeltereği düşüncesinin bulunduğu ifade edilmektedir. Zira, başta ABD olmak üzere dünya genelinde serbest piyasa ekonomilerinde Kriz öncesinde 80’li yılların ortalarından itibaren genel eğilim, “*deregulation*” olarak adlandırılan düzenlemelerin gevşetilmesi ya da hiç düzenleme yapılmaması ve piyasaları kendi akışına bırakma düşüncesi olarak karşımıza çıkmıştır.

2007 Krizi’nde ABD ya da diğer ülke hükümetlerinin ve düzenleyici otoritelerinin sorumlulukları tartışılarsun, yukarıda da belirtildiği üzere küresel finans piyasalarında Krizin nedenleri konusunda varılan uzlaşa doğrultusunda, gerek uluslararası, gerekse ulusal alanda Krizin etkilerini ortadan kaldırmak ve bir daha düzenleme eksikliklerinin ön plana çıktığı bir finansal kriz yaşamamak için reform çalışmalarında ortak hareket edilmektedir. Kanımızca, günümüzün küreselleşmiş ve birbiri ile yoğun şekilde etkileşim içinde olan finans dünyasında, uluslararası alanda ortaklaşa hareket edilmediği takdirde, 2007 Krizi’nin etkilerinin ortadan kaldırılması ve bir sonraki finansal krize hazırlıklı olunması mümkün görünmemektedir.

3. ULUSLARARASI KRİZ YÖNETİMİ VE DÜZENLEYİCİ OTORİTELER

3.1. Uluslararası Kuruluşların Rolü

Dünya ekonomi tarihi incelendiğinde, finansal krizleri takiben birçok düzenleme reformu öngörüldüğü ve hayata geçirildiği görülecektir. 2007 Krizi de diğer krizlerden bu yönden farklılık arz etmemiştir. Kanımızca, gittikçe küreselleşen ve birbirine bağımlı hal alan dünya ekonomik sistemlerinin etkisiyle, 2007 Krizini takiben ülkelerin uluslararası düzeyde daha çok işbirliğine ve yardımlaşmaya ihtiyaç duyduğu ortaya çıkmıştır. Diğer bir deyişle, bankacılık ve finans sektörünün küreselleşmesi neticesinde, bu sektörlerin işleyişini sorunsuz hale getirmek ve denetimini sağlamak için uluslararası standartlara ve çoğu alanda uygulama birliğine ihtiyaç duyulmaktadır.

Günümüzde ülkeler üstü bir finansal düzenleyici otoritenin bulunmayışı dolayısıyla, işbirliği ihtiyacı içindeki ülkeler uluslararası organizasyonlar ve standart koyucuların şemsiyesi altında düzenlemelerini şekillendirmektedirler (ÇETİN: 2010). Dolayısıyla, 2007 Krizini takiben dünya genelinde gerçekleştirilen veya üzerinde çalışılan reformlar uluslararası kuruluşlar tarafından hayata geçirilmektedir.

Finansal Kriz üzerinde çalışan uluslararası kuruluşların başını çeken G20, her ne kadar 1999 yılında kurulmuş da olsa, 2007 Krizinin ardından uluslararası finansal anlaşmaların şekillendirilmesinde başı çekmiştir. Zira, G20 bünyesinde 19 ülke ve AB'den müteşekkil dünyanın önde gelen ekonomileri bir araya gelmekte ve uluslararası finansal planlamaya G20 çatısı altında yön verilmektedir. Söz konusu kuruluşun amacı ise, küresel ekonomik istikrarın sağlanmasını teminen üyeleri arasında finansal politika koordinasyonu oluşturulması ve sürdürülebilir ekonomik büyümenin sağlanması olarak öngörülmüştür. G20 2007 Krizi sonrasında yıllık toplantılarının artırmış, tebliğ ve rapor çalışmalarına ağırlık vermiştir. G20'nin Kriz sonrası gerçekleştirdiği reformlardan en önemlisi şüphesiz "*Financial Stability Board*"un (FSB) kuruluşu olmuştur³. FSB'nin temel görevi, ulusal finansal otoriteler ile uluslararası düzenleyiciler arasındaki koordinasyonun sağlanması, ülkelerin uluslararası standartlara uyumunun gözetimi ve finansal istikrar konusunda gelişmelerin sağlanması olarak belirlenmiştir.

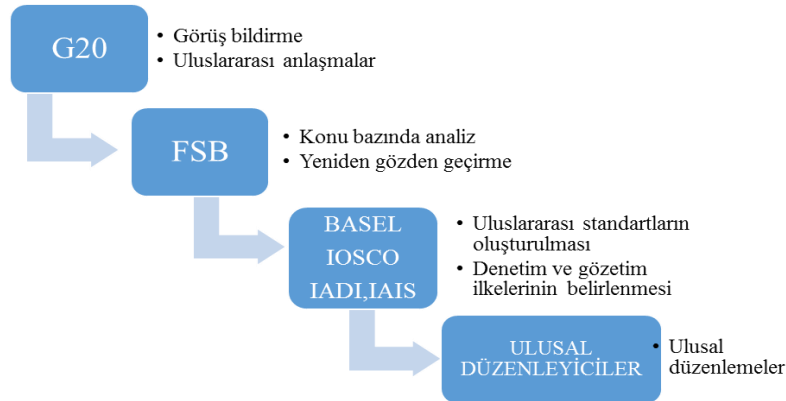
Bankacılık konusunda uluslararası ekonomide kuşkusuz önde gelen kuruluş "*Basel Committee on the Banking Supervision*" (Basel Komitesi) olarak karşımıza çıkmaktadır. Basel Komitesi'nin amacı, dünya genelinde bankacılık düzenlemelerinin kalitesinin artırılması, temel düzenleme ve gözetim konularının geliştirilmesi olarak belirlenmiş olup; bu amaca ulaşılmasını teminen, ülke düzenleyici otoriteleri ile bilgi alışverişi ve işbirliği yapılmaktadır. Basel Komitesi'nin 2007 Krizi sonrasında en önde gelen uygulaması ise kuşkusuz, bankalar için sermaye ve likidite yeterlilikleri öngören Basel III düzenlemeleri olmuştur.

³ FSB, 1999 yılında kurulmuş olan Finansal İstikrar Forumu'nun (Financial Stability Forum) yerine geçmek üzere kurulmuştur.

Sermaye piyasaları bakımından en önde gelen uluslararası kuruluşlardan birisi de “*International Organization for Securities Commission*” (IOSCO)’dur. IOSCO bilindiği üzere, uluslararası alanda sermaye piyasaları için standartlar oluşturmakta ve dünya sermaye piyasalarının yaklaşık %95’i üyeleri arasında yer almaktadır. IOSCO’nun amacı ise, uluslararası alanda kabul görmüş düzenleme ilkelerinin yürürlüğe konulması, yatırımcıların korunması, adil, etkin ve şeffaf sermaye piyasalarının oluşturulması ve sistemik riskin gözetilmesi olarak belirlenmiştir. Yine sermaye piyasaları bakımından önemli çalışmalara imza atan diğer bir uluslararası kuruluş “*Organization for Economic Co-operation and Development*” (OECD)’dir. OECD’nin bu alandaki en önemli çalışması 1999 yılında yayımlanan ve 2004 yılında güncellenen Uluslararası Kurumsal Yönetim İlkeleri’dir. Söz konusu çalışma, ülkelere en etkin şekilde kurumsal yönetim ilkelerinin düzenlenmesi konusunda yol göstermekte ve öngörülmesi gereken temel ilkeleri belirlemektedir.

Söz konusu belli başlı uluslararası kuruluşların yanında, sektörel düzeyde çalışmalar yapan organizasyonlar da yer almaktadır. Sigortacılık alanında standartları oluşturan “*International Association of Insurance Supervisors*” (IAIS), mevduat sigortaları alanında faaliyet gösteren “*International Association of Deposit Insurers*” (IADI) ve global alanda muhasebe standartlarını belirlemeye yönelik faaliyet gösteren “*International Accounting Standards Board*” (IASB) gibi organizasyonlar da 2007 Krizi’nden bu yana kendi sektörleri bakımından önemli çalışmalara imza atmaktadırlar.

Aşağıdaki tabloda, günümüzde yukarıda bahsi geçen uluslararası kuruluşlar tarafından uygulanan uluslararası düzeyde düzenleme yapma ve uygulama sürecine yer verilmiştir.



Kriz sonrası süreçte, uluslararası kuruluşlar, hem düzenleyicilerin faaliyetlerine ilişkin ilkelerin hem de standartların belirlendiği raporlar hazırlamış olup; ülkelerin bu raporlarda belirlenen ilkeler doğrultusunda düzenleme yapmaları beklenmektedir. Ülkelerin uluslararası standartlara uyum zorunluluğu olmamakla birlikte, piyasanın bu yöndeki baskısı, ülkeleri uluslararası standartlara uyuma itmektedir (DAVIS, 2009:7).

3.2. Uluslararası İşbirliği ve Koordinasyon

2007 Krizi sonrasında, bozulan finansal yapının düzeltilmesi ve tespit edilen düzenleme eksikliklerinin giderilmesi için uluslararası çalışmalar hız kazanmış; söz konusu çalışmalar özellikle sınır ötesi işbirliğinin artırılması, uluslararası standartlara uyumun teşvik edilmesi ve kriz yönetiminde sınır ötesi koordinasyonun artırılması olmak üzere üç temel alanda yoğunlaşmıştır.

Basel Komitesi, 2006 yılında yayımladığı “*Core Principles for Effective Banking Supervision*” ilkeleri ile, bankacılık alanındaki düzenlemelerin çerçevesini çizmiş, ve merkez ile ev sahibi (home-host) ilişkilerini düzenleme altına almıştır. 2007 Krizi sonrasında söz konusu ilkeler güncellenmiş; uluslararası işbirliği yönü öne çıkarılmaya çalışılmıştır. Bu kapsamda, Aralık 2011 itibarıyla, anılan ilkelere güncellemeler gerçekleştirilmiştir. Ayrıca, Basel Komitesi 2010 yılında yayımlanan “*Good Practice Principles on Supervisory Colleges*” Raporu ile çok uluslu bankaların ülkeler arası koordinasyon dahilinde gözetimi ve denetimi hususuna değinmiş; “*Supervisory Colleges*” olarak adlandırdığı bir sistem ile, ülkeler arasında bilgi paylaşımı, koordinasyon ve hem merkez hem de ev sahibi ülke ilişkilerinin gözetiminin artırılmasının sağlanması amaçlanmıştır. Aynı zamanda, çok uluslu bankalar bakımından, merkez ve ev sahibi ülkenin sorumluluklarının kesin olarak belirlenmesi ve görev paylaşımı yapılmasının gerekli olduğuna değinilmiştir.

Sermaye piyasaları alanında da uluslararası işbirliğinin artırılmasına yönelik çalışmaların başı IOSCO tarafından çekilmiştir. Söz konusu kuruluşun 2010 tarihli “*Objectives and Principles of Securities Regulation*” Raporu ile ülkeler arasında bilgi paylaşımının artırılması ve menkul kıymet düzenlemelerinin hayata geçirilmesinin son derece önem arz ettiği ifade edilmiştir. Söz konusu Rapor, sermaye piyasalarından düzenlemelere ilişkin otuz sekiz ilke içermekte; temelde yatırımcıların korunması, piyasaların adil, etkin ve şeffaf çalışmasının sağlanması ve sistemik riskin azaltılmasından oluşan üç temel üzerine oturmaktadır (ÇETİN:103). Yine IOSCO tarafından “*Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation Final Report*” ile, Kriz öncesinde sermaye piyasalarının ve bu alanda faaliyet gösteren finansal kuruluşların menkul kıymet işlemleri, takas ve mahsup faaliyetleri ve hedge fonlar gibi kolektif yatırımlar bakımından son derece küresel hale geldiğinin altı çizilmiştir. Kriz döneminde ise, ülke düzenleyicilerinin bilgiye ulaşmasında yaşanan zorluklar dolayısıyla, her ülkenin krize farklı tepkiler verdiği ve bu durumun da küresel sermaye piyasalarını çıkmaza soktuğu ifade edilmiştir. Bu nedenle IOSCO sınır ötesi denetimlere ilişkin 2010 tarihli Raporu ile sınır ötesi işbirliğinin, ulusal düzenlemelerin farklılığı dolayısıyla yaşanan koordinasyon zorluklarının önüne geçilmesi bakımından büyük önem arz ettiğini ifade etmiştir.

Sigortacılık sektörü bakımından uluslararası çalışmalar yapan IAIS ise, 2003 yılında yayımladığı “*Insurance Core Principles and Methodology*” çalışmasını, Kriz sonrasında güncelleme ihtiyacı duymuştur. Bu bağlamda 2010 yılında yapılan çalışma ile

denetleyiciler arasındaki işbirliğinin artırılması, risk yönetiminin iyileştirilmesi ve sahibi ile merkez ülke düzenlemeleri arasındaki koordinasyonun sağlanması amaçlanmıştır.

3.3. Düzenleyici Otoriteler

Finansal Kriz sonrasında birçok ülke, finansal düzenleyici otorite yapılanmaları konusu üzerine eğilmiş ve bu alanda birçok gelişme yaşanmıştır. Zira, finansal düzenleyici otoritelerin krize karşı geç tepki vermeleri ve düzenleme boşlukları, 2007 Krizinin engellenememesinin en önemli nedenleri arasında kabul edilmiştir.

Bilindiği üzere finansal hizmetler, çok sayıda finansal kuruluş tarafından sağlanan geniş kapsamlı finansal ürünler üzerinden yürütülmektedir. Finansal sistemdeki bu çeşitlilikler ve farklılıklar dolayısıyla en etkin finansal düzenleyici yapının tespiti zorlaşmaktadır.

Ülkeler bazındaki yaygın uygulama, aynı ekonomik fonksiyonu icra eden ürünlerin ve firmaların aynı düzenleyici tarafından ele alınmasını öngören “*fonksiyonel düzenleme*” sistemidir. Bu kapsamda yapılan finansal düzenleme daha çok ihtiyatlı (*prudential*) düzenlemeler olarak karşımıza çıkmakta ve finansal kuruluş ya da ürün bazlı düzenlemeler öngörülmektedir. Böyle bir sistemin dezavantajı, merkez bankaları, sigorta, sermaye piyasası ve bankacılık alanındaki düzenleyiciler, mevduat sigortalarına ilişkin kuruluşlar ve yatırımcının korunmasına ilişkin kuruluşların varlığı dolayısıyla çok sesli bir yapının ve düzenleme boşluklarının oluşmasıdır.

Başını İngiltere ve ABD'nin çektiği çeşitli ülkeler, Kriz sonrasında düzenleyici otoritelerinin yapılanmaları hususunda, tek düzenleyici otorite ve “*Twin-Peaks*” denilen iki başlı sistem olmak üzere çeşitli değişikliklere gitmişlerdir. Bu kapsamda, ABD’de yürürlüğe konulan “*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*” (Dodd-Frank) ile “*Financial Stability Oversight Council*” kurulmuştur. Söz konusu Konseyin görevi, sistemik riskin gözetilmesi, banka harici finansal kuruluşların sistemik önemini belirlenmesi ve tüketicilerin korunması amacıyla gerekli yasaların hayata geçirilmesi olarak belirlenmiştir. Söz konusu kuruluşun hayat geçirilmesindeki temel amacın, 2007 Krizi öncesinde birbiri ile iç içe geçmiş ve iflaslarının sistem üzerinde son derece büyük etkiler yapması muhtemel ve “*Too Big to Fail*” durumundaki banka dışı finansal kuruluşların, bu büyük risklerinin ortadan kaldırılmasına yönelik çalışmalar yapılması olduğu açıktır.

İngiltere’de ise düzenleyici otorite yapılanmaları bakımından dikkate değer bir değişiklik gerçekleştirilmiş ve söz konusu reform, Birleşik Krallık finansal düzenleme sisteminin yeniden başlatılması olarak değerlendirilmiştir. Bu kapsamda kurulan ve dilimize İhtiyatlı Düzenleme Otoritesi olarak çevrilebilecek “*Prudential Regulation Authority*” 1700 bankanın, sigorta şirketinin ve büyük yatırım kuruluşlarının gözetim ve denetimi görevini yürütecektir. İki başlı sistemin diğer kuruluşu olan ve Finansal Yönetim Otoritesi olarak adlandırılabilir “*Financial Conduct Authority*” (FCA) ise sayılan bu kuruluşların faaliyetlerinin yönetimi yanında, sayıları 25.000’i bulan ve çoğunluğunu

brokerları, yatırım danışmanlarının ve servet yöneticilerinin oluşturduğu finansal aktörlerin gözetimi görevini yürütecektir. FCA'nın söz konusu çok yönlü görevi, yatırımcıların korunması, piyasanın gözetimi ve rekabet düzenlemelerini de içermektedir. Söz konusu iki ana kuruma danışma hizmeti vermek üzere kurulan "*Financial Policy Committee*" ise, finansal istikrara zarar verecek tehdit unsurlarının tespiti ve işaret edilmesi görevini de üstlenmiş durumdadır (MASTERS:2013).

2007 Krizi'ni takiben AB genelinde de bu alanda bazı gelişmeler yaşanmıştır. Zira AB nezdinde, Kriz sonrasında finansal düzenleyici yapılanmanın değişmesi gerektiği hususunda genel bir mutabakata varılmış; bu hususta yapılan ilk çalışma ise 2009 yılında hazırlanan Larosiere Raporu olmuştur. Anılan Raporda, finans kurumlarının düzenleme konusundaki hataları, sınır ötesi işlemlerde düzenlemeleri uygulamanın zorlukları, düzenleyiciler arasında tutarlı bir işbirliğinin ve görev paylaşımının eksikliği ve düzenleyicilerin ortak karar alamaması gibi temel sorunlar üzerine eğilmiştir (CANNATA&QUAGLIARIELLO,2013:435). Söz konusu Rapor doğrultusunda, Ekim 2009 itibarıyla Avrupa Komisyonu, Avrupa Birliği'nin bankacılık, sermaye piyasaları ve sigortacılık alanındaki üç temel düzenleyici otoritesini tek bir çatı altında birleştirecek bir Avrupa Finansal Denetim Sistemi oluşturulması konusu gündeme gelmiştir. Bu kapsamda, 2011 Ocak ayından itibaren faaliyete geçmek üzere, "*Three European Supervisory Authorities (ESAs)*" olarak adlandırılan ve "*European Banking Authority*" (EBA), "*European Insurance and Occupational Pensions Authority*" (EIOPA) ile "*European Securities Markets Authority*" (ESMA)'nın tek bir çatı altında çalışacağı bir komite oluşturulmuştur. Bunun yanında, dilimize Avrupa Sistemik Risk Kurulu olarak çevrilebilecek "*European Systemic Risk Board/ESRB*" kurulmuştur (ÇETİN:110).

Söz konusu gelişmeler dışında, dünya genelinde fonksiyonel düzenleme sisteminin uzantısı olarak, tıpkı ülkemizde olduğu gibi farklı finansal sektörlerin farklı otoriteler tarafından düzenlendiği sistemlere rastlanmaktadır. Fakat, bu tür bir düzenleyici otorite yapılanması konusunda yükselen tereddüt, koordinasyonsuzluk ihtimalinin varlığıdır. Ancak, her ne kadar 2007 Finansal Krizi ile bazı düzenleme eksikliklerinin varlığı ortaya çıkmış olsa da, en etkin ve işlevsel düzenleyici otorite yapılanmasının ne olduğu konusunda tartışmalar halihazırda devam etmektedir.

4. FİNANSAL SİSTEME İLİŞKİN REFORM ÇALIŞMALARI

2007 Krizinden önce düzenleme anlayışında serbest piyasa düşüncesi ve bu kapsamda, piyasaların kendi kendilerini düzelteceği anlayışı hakimken; Kriz sonrasında, tüm finansal sistemin yapısı gözetilmek suretiyle ve sistemik risk göz önünde bulundurularak düzenleme yapılmasına yönelik bir anlayış ortaya çıkmıştır. Zira, iflasları halinde bir bütün olarak finansal sistem için tehdit yaratan ve “*Too Big to Fail*” olarak adlandırılan sistemik öneme sahip kuruluşlar dikkat çekmiş, ihtiyatlı düzenlemelerin sistemik riski gözeterek makro olarak ele alınması gündeme gelmiştir. Zira, ölçek ve ağ normal bir piyasada etkinlik ve istikrar sağlarken, güvenin kaybolduğu piyasalarda sarsıntının şiddetini ve yaygınlığını artırmaktadır.

4.1. Sistemik Öneme Sahip Kuruluşlar

“Büyüklik bir suç değildir. Ancak elde ediliş ve kullanılış şekli nedeniyle tehlikeli hale gelebilir.”⁴

2007 Krizinin başta ABD olmak üzere dünya ekonomilerine verdiği en büyük ders, sistemik öneme sahip finansal kuruluşların (SÖFİK) ve küresel finansal kurumların istikrarsızlık üzerinde oynadığı büyük rolün keşfidir.

ABD’de 2007 yılında finansal krizin patlamasının ardından, Haziran 2008 itibariyle 12 büyük finansal kuruluşun zararı 153,6 milyar dolara ulaşmıştır.

ABD Finans Kuruluşlarının 2008 Haziran Zararları (Milyar Dolar)

Finans Kuruluşu	Zarar
Citybank	42,9
Merril Lynch	37,1
Bank of America	15,1
Morgan Stanley	14,1
JP Morgan	9,8
Washington Mutual	9,1
Lehman Brothers	8,2
Wachovia Corporation	7
Goldman Sachs	3,8
Wells Fargo	3,8
Bear Sterns	3,2
National City	3,1

(RICHARDS.2008, SHIJIAN.2009)

2007 Krizinde ABD’de yaşanan gelişmeler göz önünde bulundurulduğunda, SÖFİK’lerin ekonomik anlamda sorun yaşamaları durumunda, söz konusu kuruluşların “*Lender of Last Resort*” yani nihai kredi mercii sıfatıyla FED tarafından kurtarılmaları, kamu kaynakları üzerinde ciddi maliyetler yaratmıştır. SÖFİK’ler Kriz öncesinde, büyük olmalarının sağladığı avantajla daha düşük maliyetle borçlanabilmiş, yüksek kaldıraçla

⁴ Louis BRANDEIS, SOROS atfıyla.

çalışabilmiş ve kâr amacıyla daha riskli faaliyetlere yönelmişlerdir. Ayrıca, “*Too Big to Fail*” oldukları yönündeki kabul ve kriz döneminde verilen destekler de bu kuruluşlara ilişkin olarak suistimal riski sorununu ortaya çıkarmaktadır (ŞAHİN:2013). Zira, ekonomik kriz dönemlerinde merkez bankalarının nihai kredi mercii rolünü oynamaları neredeyse geleneksel bir durum halini almıştır. Ancak, nihai kredi mercii olan güvenin yatırımcılar ve piyasa aktörleri tarafından aşırı risk yüklenimine, diğer bir deyişle ahlaki riske yol açması kaçınılmazdır.

Bu noktada en çok üzerinde durulan ve tartışılan hususlardan biri, nihai kredi mercii konumunun ne şekilde kullanılması olmuştur. Eski New York Merkez Bankası Başkanı Gerald CORRIGAN tarafından bu konuya ilişkin olarak, politikada kullanılmakta olan “*constructive ambiguity*” yani yapıcı belirsizlik kavramı önerilmiştir. Bu kavram kapsamında, nihai kredi mercii olan merkez bankaları, olası bir kriz halinde piyasalara müdahale hakkına sahip olmalı ama bu müdahale ile yükümlü kılınmamalıdır. Bu sayede, “*Too big to fail*” durumundaki piyasa aktörlerinin nihai kredi mercilerine güvenerek aşırı risk yüklenmesinin önüne geçilebileceği savunulmuştur.

Diğer bir çözüm önerisi ise, kriz anlarında nihai kredi mercilerinin neredeyse cezalandırıcı nitelikte yüksek faiz oranları ile borç vermeleri fikridir (PARTNOY:2014). Ancak 2007 Krizi döneminde, ABD Merkez Bankası tarafından tam tersine düşük faiz oranları ile batmakta olan finansal kuruluşlara borç verilmesi, bir dahaki kriz riskinde de ahlaki riskin ortaya çıkmasına yol açabilecek niteliktedir.

Çözüm önerilerinden bir diğeri, piyasalarda varlık fiyatlarının aşırı düşmesi halinde, yatırımcı paniğinin ve piyasalardan ani kaçışların önlenmesine yönelik olarak, devletin otomatik olarak fiyatı düşen varlıkların alımını yapmasıdır (PARTNOY: 2014). Örneğin, S&P 500 endeksinin açılış fiyatı, yüzde yirmiden fazla bir düşüş gösterdiyse, devlet tarafından fiyatların daha da düşmesinin önüne geçilmesini temin eden bir sigorta niteliğinde alımlar yapılması, yatırımcıların paniğe kapılmasının ve 2007 Krizi’ndeki gibi ani varlık satışlarının önlenmesine yardımcı olabilecektir.

Tartışılan bir diğer husus, SÖFİK’lerin tanımlanması ve finansal sistem ile genel olarak bağlarının tespit edilmesidir. SÖFİK’lerin tespit edilmesine yönelik olarak hangi kuruluşların batmasının finans piyasalarında büyük yayılma yapacağını ölçen “*bağlantı analizi*” yöntemi kullanılmakta (HALDANE: 2009); bunun yanı sıra, kuruluşların birbirine bağımlılığını ölçen CoVar gibi risk ölçütleri de yer almaktadır (ADRIAN&BRUNNERMEIER:2010)

SÖFİK’lerden kaynaklanan risklerin sınırlandırılması konusu Basel Komitesi ve Uluslararası Para Fonu (IMF) olmak üzere iki ayrı platformda daha ele alınmaktadır. FSB, bu kuruluşlardan kaynaklanacak suistimal riskini ele alarak uluslararası politika reformları geliştirmekte, Basel Komitesi ise bünyesindeki bir alt çalışma grubu vasıtasıyla SÖFİK’ler için ayrıştırıcı kıstaslar belirlenmesi ve bunlara ilişkin sermaye, likidite ve benzeri düzenleyici tedbir önerileri üzerinde çalışmalarını sürdürmektedir. Söz konusu çalışmaların üç temel amacı bulunmaktadır, bunlar (TCMB, 2010):

- Düzenlemelerin güçlendirilmesi suretiyle SÖFİK'lerin iflas olasılıklarının ve iflas durumunda yaratacakları etkilerin azaltılması,
- Kriz döneminde sınır ötesi faaliyet gösteren SÖFİK'lerin borç ödeme gücünü artıracak politikalar geliştirilmesi ve krize önceden hazırlıklı olma, acil durum planlaması ve ilgili otoriteler arası işbirliği ve bilgi paylaşımı, büyük finansal kuruluşların mevcut ulusal mevzuatlar çerçevesinde nasıl tasfiye edilebileceği ve farklı ulusal mevzuatların birbirleriyle etkileşimi konularında uluslararası platformda çalışmalar yürütülmesi,
- Temel finansal altyapıları ve piyasaları güçlendirmek suretiyle bulaşma riskinin azaltılması,

olarak sıralanabilir.

G20 tarafından 12 Kasım 2010 tarihinde düzenlenen Seul Zirvesinde, FSB tarafından hazırlanan “*Reducing the Moral Hazard Posed by Systematically Important Financial Institutions*” çerçevesi kabul edilmiş olup, geri kalan çalışmaların üye ülkeler tarafından onaylanan iş süreçleri ve zaman çizelgeleri ile uyumlu olarak 2011 ve 2012 yıllarında tamamlanması talep edilmiştir. FSB'nin anılan çalışmasında tüm ülkelerin düzenlemelerinde, istikrarsızlığın ve vergi verenlere yönelik risklerin önlenmesine, SÖFİK'ler için daha yüksek zararı karşılayabilme kapasitelerinin artırılmasına, daha güçlü düzenleme çerçevesi oluşturulmasına, finansal kuruluşlar arasında riskin yayılmasının önlenmesine ve küresel finansal kuruluşlar için sınır ötesi kriz yönetimi hususlarının ele alınmasına ilişkin asgari düzenlemelere yer verilmesi gerektiği ifade edilmiştir. FSB tarafından 2 Eylül 2013 itibarıyla yayımlanan “*Progress and Next Steps Towards Ending Too-Big-To-Fail*” Raporu'nda belirlenen ilkelerin üye ülkeler ve diğer uluslararası kuruluşlar tarafından yerine getirildiği, “*too big to fail*” kuruluşların sona erdirilmesine yönelik önemli aşama kaydedildiği, ancak hala yapılması gerekenlerin bulunduğu ifade edilmiş; raporlamaların süreceği belirtilmiştir.

Basel Komitesi ise yayımladığı “*The Basel Committee's Response to The Financial Crisis: Report to G20*” adlı dökümanla, FSB tarafından global sistemik bankacılık kuruluşlarının risklerini ele alma konusundaki girişimlerine bu risklerin tanımlanması ve risklere dayanma kapasitelerinin artırılması yönündeki çalışmalarıyla katkıda bulunmakta olduğunu duyurmuştur.

4.2. Makro İhtiyati Düzenleme

2007 Krizinin ardından başta ABD ve AB nezdinde olmak üzere dünya genelinde, tüm finansal sistemin istikrarının bir bütün olarak gözetilmesi ve bu çerçevede hareket edilmesinin önemi anlaşılmıştır.

Kriz öncesinde, tüm finansal sistemin bütün olarak gözetilmesi ve risklerin tespiti görevi merkez bankaları tarafından yerine getirilmekte, potansiyel risklerin duyurulması suretiyle finansal aktörlerin bilgilendirilmesi söz konusu olmuştur. Ancak, söz konusu risk değerlendirmeleri daha çok piyasanın genel kabullerine ve merkez bankası istatistiklerine dayandığı, yerinde incelemeler olmaksızın sıradan risk hesaplamaları

içerdiği için eleştirilmiştir (CANNATA&QUAGLIARIELLO:430). Kaldı ki, merkez bankaları yetersiz risk değerlendirmeleri ile doğru tespitlere varsa dahi, çoğu ülkede bu tespitlerin dikkate alınması hususunda yükümlülük yükleyen ve yaptırım uygulayan bir sistemin olmaması nedeniyle, sistemik riskin gözetilmesi söz konusu olmamıştır. Ancak, Kriz döneminde piyasa aktörlerinin ve özellikle SÖFİK'lerin sistemik riski gözetmeksizin yaptıkları işlemlerin sonuçları ağır olmuş, bu nedenle Kriz sonrasındaki reform çalışmaları arasına tüm sistemik riskin etkin bir şekilde gözetilmesini ve dikkate alınmasını içeren, dilimize makro ihtiyati düzenleme anlayışı olarak çevrilebilecek “*macroprudential*” anlayış öne çıkmıştır.

Öncelikle, sistemik risk kavramı üzerinde durulacak olursa, FSB'nin 2011 tarihli “*Macroprudential policy tools and framework*” çalışmasında sistemik risk, genel ekonomiye çok ciddi etki yaratacak nitelikteki finansal hizmetlerin mevcut koşullarının, geniş bir alana yayılmış şekilde kesintiye uğraması olarak tanımlanmıştır.

Makro ihtiyati anlayış birçok kez tanımlanmışsa da, 1979 tarihli Bank of England tarafından bir araya getirilen ve Alexandre Lamfalussy'nin başını çektiği bir çalışma grubu tarafından hazırlanan “*The use of prudential measures in the international banking markets*” konulu çalışma kağıdında makro ve mikro ihtiyati düzenleme anlayışları açık ve temel şekilde tanımlanmıştır (CLEMENT:2010). Söz konusu tanım uyarınca, bankacılığın mikro ihtiyati bakış açısı ile düzenlenmesi ve denetlenmesi, bireysel bankacılık alanında bizzat mudilerin korunmasına ilişkindir. Söz konusu mikro ihtiyati anlayışa daha geniş bir bakış açısının eklenmesi ile ulaşılan makro ihtiyati anlayış ise, bireysel bankalar ve mudiler düzeyindense, tüm piyasa ile ilgilenmektedir.

Makro ihtiyati kavramı için diğer bir dönüm noktası ise, 2000 yılının Ekim ayında, “*Bank of International Settlements*” (BIS) Genel Müdürü Andrew Crockett'in Bankacılık Düzenleyicileri Uluslararası Konferansı'nda mikro ve makro ihtiyati politikaları kıyaslayan konuşması olmuştur (CLEMENT:2010). Crockett söz konusu konuşmada, makro ihtiyati politikayı iki ayak üzerine oturtmuş olup; bunlardan birincisi, üretim bağlamındaki finansal daralmanın sisteme maliyetlerinin azaltılması amacıyla tüm finansal sisteme bir bütün olarak dikkat edilmesi, ikincisi ise finans kurumlarının kolektif davranışlarına bağlı olan toplam riskin gözetilmesi olarak tanımlanmıştır. Buna karşın, mikro ihtiyati anlayış ise, kuruluşların batma riskinin azaltılması ve mudiler ile yatırımcıların korunmasını içermektedir. Ayrıca, Crockett'e göre, mikro ihtiyati anlayışa göre, piyasanın toplam riski finans kurumlarının kolektif hareketlerinden bağımsızdır. Dolayısıyla, mikro ihtiyati politika çerçevesinde rasyonel olan bireysel hareketler, tüm sistem için istenmeyen sonuçlar yaratabilecektir. Crockett tarafından buna verilen örneğe göre, stres zamanlarında bankaların mikro ihtiyati anlayışa uygun olarak tasarrufa gitmesi, acil ve düşük fiyatlı varlık satışlarına ve kredi daralmasına sebep olabilecek, bu da bir bütün olarak sistemin riskini artıracaktır. 2007 Krizinde yaşananlar Crockett'in mikro ve makro ihtiyati politika tanımlamalarını haklı çıkarmış gibi görünmektedir.

Kriz sonrasında dünyada gelişen makro ihtiyati politika ise teknik olarak, “*zaman serisi*” ve “*akış kesiti*” olarak iki perspektif ile karşımıza çıkmaktadır. Zaman serisi perspektifinde, sermaye yükümlülükleri, merkez bankalarının varlık fiyatları üzerindeki artan gözetimi ve teminat yükümlülükleri karşımıza çıkmaktadır. Akış kesiti perspektifi ise, riskin yayılmasının önlenmesi amacıyla finans sektörünün yapısının güçlendirilmesi ve bu bağlamda merkezi karşı taraf uygulamaları, Volcker Kuralı olarak karşımıza çıkan faaliyet sınırlamaları, belli başlı vergiler öngörülmesi ve SÖFİK'lere gereken önemin gösterilmesi olarak karşımıza çıkmaktadır.

Sonuç olarak Krizin ardından, makro ihtiyati düzenleme ve denetlemeyi, finansal istikrar çerçevesinin ana kolonlarından biri haline getirmek ve bu anlayışı hayata geçirmekle görevli kurumlar oluşturma düşüncesi ile çalışmalar yapılmıştır. Bu çerçevede, FSB ve IMF tarafından 2011 yılının Şubat ayında “*Macroprudential policy tools and framework*” konulu çalışma yapılmış; makro ihtiyati politika söz konusu çalışmada, sistemik riski sınırlamak üzere, gerekli tüm araçları kullanan ve bu sayede ana finansal hizmet ve faaliyetler için yapılan düzenlemelerin reel ekonomiye zararlarını azaltan bir anlayış olarak tanımlanmıştır. Anılan çalışmada, makro ihtiyati politika sayesinde, finansal dengesizliklerin ve aşağı yönlü keskin düşüşlerin önüne geçileceği ve bu düşüşlerin ekonomi üzerindeki etkilerinin ortadan kaldırılacağı, finansal sistemi bir bütün olarak tehdit eden risk yayılması gibi hususların ortadan kaldırılacağı ifade edilmiştir. Ayrıca, G20 tarafından oluşturulan ve oldukça güçlü bir yapıya kavuşturulan FSB, tüm küresel finansal sistemin risklerini gözetmekle görevlendirilmiştir.

AB düzeyinde Larosiere Raporu ile ESRB'nin kurulması, Kriz sonrası gerçekleştirilen makro ihtiyati anlayış reformlarına en iyi örneklerden biridir. Anılan Rapor uyarınca, ESRB'nin makro ihtiyati politikayı hayata geçirirken temel görev ve yetkileri,

- Finansal istikrara yönelik riskler konusunda uyarıların yapılması,
- Zamana yayılan politikaların belirlenmesi hususunda tavsiyelerin yayımlanması,
- Yayımlanmış olduğu tavsiyelere uyulup uyulmadığının takibi ve “*uy ya da açıkla*” politikasının benimsenmesi
- Avrupa Konseyi ve ESAs'ın tavsiyelerine uyulmadığı takdirde bilgilendirilmesi ve uyulmaması dolayısıyla oluşan sorunların belirtilmesi,
- Finansal kurumlardan, ESAs'dan, düzenleyicilerden ve üye ülkelerden bilgi talep edilmesi,
- ESAs ile ortak çalışılarak sistemik risk göstergelerinin kullanılması ve stres testlerinin yapılması,
- Acil durumlar halinde Konsey'in derhal uyarılması

olarak düzenlenmiştir. ESRB, AB'nin tüm finansal sisteminin bir bütün olarak gözetilmesinden, finansal sistemde yaşanan gelişmelerden kaynaklanan sistemik riskin

azaltılması ve önlenmesinden ve geniş finansal bunalımın önüne geçilmesini teminen macroekonomik araçların kullanılmasından sorumludur.

AB dışında makro ihtiyati politika bakımından en dikkat çekici diğer gelişme ise, ABD’de Dodd-Frank Yasası ile “*Financial Stability Oversight Council*”(FSOC) kuruluşu olmuştur. Söz konusu Kuruluşun görevi, finansal istikrara yönelik risklerin ve tehditlerin tespiti ile düzenlemelerdeki boşluklar ile zayıflıkların ortadan kaldırılması olarak belirlenmiştir. FSOC öncelikle üyeleri arasındaki koordinasyonun sağlanmasından sorumludur. Bu kapsamda, düzenleme politikası belirlenmesi, gerekliliklerin raporlanması ve giderilmesi, potansiyel sistemik riskin tespiti için gereken bilgilerin temini ve koordine edilmesi gibi hususlar devreye girecektir. İkinci olarak, FSOC düzenleme politikası belirlenmesi için tavsiyeler yayımlayabilecektir. Diğer bir deyişle, söz konusu Kuruluş tarafından, birbiri ile yüksek derecede etkileşimli banka dışı finansal kurumlar, finansal araçlar ve piyasa hakkında katı standartları belirlemesi söz konusu olabilecektir (CANNATA&QUAGLIARIELLO:455). Üçüncü ve son olarak ise, FSOC tarafından banka dışı finansal kuruluşların hepsini kapsayacak şekilde denetim yapılması, ödeme ve takas sistemleri gibi piyasa unsurlarının yeniden tasarlanması ve bunların düzenlemelere tabi tutulması gibi sistemik görevler yerine getirilebilecektir. Ayrıca, FSOC’un dikkat çekici diğer bir görevi ise, finansal istikrar için çok ciddi tehlike arz eden kurumların tasfiyesi konusundadır. Bu kapsamda, Dodd-Frank Yasası’nın 121 inci Bölümü uyarınca, tehdit oluşturan kurumlar için tedbir almaya yetkili olan ABD Merkez Bankası, bu yetkisini ancak FSOC’un onayı ile kullanabilecektir. Kanımızca, 2007 Krizinin makro ihtiyati anlayış eksikliği dolayısıyla en büyük ve doğrudan zararı gören ABD, AB’ye ve diğer dünya ülkelerine kıyasla son derece detaylı ve etkin görevler vererek FSOC’u oluşturmuş ve makro ihtiyati politika eksikliğini hızlı şekilde kapatmak istemiştir.

Bunlar dışında, benzer makro ihtiyati anlayış reformları diğer ülkelerde de gerçekleştirilmektedir. Birleşik Krallık’ta bir makro ihtiyati otorite olarak “*Financial Policy Committee*” kurulması gündemdedir. Bunun yanında, Fransa’da “*Financial Regulation and Systemic Risk Council*” kurulması suretiyle, bir bütün olarak sistemik riskin gözetilmesi amaçlanmıştır.

Ülkemizde de, finansal sistemin bütününe sirayet edebilecek sistemik risklerin belirlenmesi, izlenmesi ve bu tür risklerin azaltılması için gerekli tedbir ve politika önerilerini tespit etmek, ilgili birimlere sistemik risklerle ilgili uyarılar yapmak, ilgili kurumlar tarafından hazırlanacak sistemik risk yönetim planlarını değerlendirmek ve sistemik risk yönetimine ilişkin koordinasyonu sağlamak amacıyla kurulan “*Finansal İstikrar Komitesi*”, 8 Haziran 2011 tarih ve 27958 Sayılı mükerrer Resmi Gazetede yayımlanan 637 sayılı KHK ile 4059 sayılı Hazine Müsteşarlığının Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun’a ek 4 üncü maddesi ile düzenlenmiştir.

Ayrıca, sistemik riske neden olabilecek muhtemel gelişmelerin önceden tespit edilebilmesi ve gerekli önlemlerin alınabilmesi için Bankacılık Düzenleme ve Denetleme

Kurumu (BDDK), Hazine Müsteşarlığı, Sermaye Piyasası Kurulu, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) ve Merkez Bankası arasında koordinasyon, işbirliği ve bilgi paylaşımını güçlendirmek üzere “*Sistemik Risk Değerlendirme Grubu*” oluşturulmuştur. Grup, 14.04.2009 tarihli Finansal Sisteme İlişkin Sistemik Risk İşbirliği Protokolü çerçevesinde oluşturulan Sistemik Risk Koordinasyon Komitesi’nin yerini almış olup; sekreteryası BDDK tarafından yürütülmektedir.

4.3. Volcker Kuralı

2007 Krizinin ardından, SÖFİK’ler tarafından yaratılan ve tüm finansal sistemi etkileyen büyük risklerin bir daha yaşanmaması için yapılan reform çalışmalarından biri de, finansal kuruluşların faaliyetlerine bazı sınırlamalar getirilmesi olarak karşımıza çıkmaktadır. FSB’nin çalışmaları SÖFİK’ler konusunda daha katı ve detaylı düzenlemelere gidilmesi yönünde olmuş; ancak finansal kurumların faaliyetlerine sınırlama getirilmesi hususunda en büyük reform ABD’de Dodd-Frank Yasası ile gerçekleştirilmiştir. Dodd-Frank yasasına ilişkin çalışmaları yürütülürken, eski Merkez Bankası Başkanı Paul VOLCKER, finans kurumlarının faaliyetlerinde “*fonksiyonel ayrılık*” öngören Volcker Kuralı’nın ortaya atmıştır. Volcker Kuralı ile amaçlananın ticari bankaların menkul kıymetlerde faaliyet göstermesinin önüne geçerek spekülasyonun azaltılması olduğu ifade edilmektedir (Economist Special Report:2011).

Söz konusu fonksiyonel ayrılık kuralı, finans kurumlarının kredi aracılığı ve kendi hesaplarına işlem yapmaları gibi bazı finansal işlemleri aynı anda yapmalarının, sistemik riski oldukça azaltacağı fikri üzerine kurulmuştur. Zira, finansal kurumların büyüklükleri, birbiri ile olan ilişkileri ve yerine başka bir finansal kurumun koyulup koyulamayacağı hususları, bu kuruluşların sistemik önemlerini belirlemektedir (CANNATA&QUAGLIARIELLO:470). Büyük boyutlu ve kompleks finansal kurumların finansal sistem üzerinde, diğer finansal kurumlara oranla daha fazla negatif etki yaratabileceği kabul görmüş bir anlayıştır. Söz konusu kompleks finansal kuruluşlar, Kriz öncesinde, hem düzenlemeye tabi bankacılık sektöründe, hem de gölge bankacılıkta işlemler yapmış, kredi aracılığı görevini yürütürken aynı zamanda yatırım bankacılığı ve varlık yönetimi yapmış, piyasa yapıcılığı görevi üstlenirken, kendi adına da piyasalarda işlem gerçekleştirmiştir. Bu husus biraz daha açılacak olursa, ABD nezdinde bankaların Kriz öncesinde finansal piyasalarda üç ayrı işi aynı anda gerçekleştirdiği söylenebilecektir. Bunlardan ilki, geleneksel bankacılık faaliyetleri kapsamında mevduat toplanması ve kredi verilmesi olarak karşımıza çıkmaktadır. Bankalar, verdikleri kredi sözleşmeleri ile reel ekonomik aktiviteyi finanse etmişler ve söz konusu kredi portföylerini esas olarak kendi bilançolarında barındırmışlardır. İkinci olarak bankalar, menkul kıymet piyasalarında aktif bir biçimde çalışmış, menkul kıymetleştirmeye yardımcı olmuşlardır. Yani, hem şirketlerin doğrudan menkul kıymet ihraç etmesine aracılık etmişler, hem de birincil piyasada ihraç edilen menkul kıymetlerin ikinci el piyasalarda işlem görmesine destek sağlamışlardır. Bir yandan da, menkul kıymetler gibi tedavül imkânına sahip olmayan kredi alacakları gibi alacak türlerinin kolaylıkla tedavül

edilebilir menkul kıymetlere dönüştürülebilmesine imkân sağlamışlardır. Bunun en büyük örneği ise, bilançolarında bulunan mortgage alacaklarının menkul kıymetleştirilmesi ve tedavül edilebilir hale getirilmesi olmuştur. Bankalar söz konusu geleneksel bankacılık faaliyetleri ile menkul kıymetleştirme işlemleri için piyasalarda likiditeyi temin etmek üzere, başkası nam ve hesabına işlemlere aracılık etmenin yanı sıra, kendi nam ve hesaplarına da işlem yapmışlardır. Bankaların gerçekleştirdikleri üçüncü bir faaliyet ise, doğrudan risk aktarımına imkân tanıyan bir dizi finansal sözleşmede, hem başkası nam ve hesabına hem de kendi nam ve hesabına işlem yapmaları; diğer bir deyişle, swap işlemlerinden her tür türev araca kadar riski parçalara ayırma işlemini gerçekleştirmeleridir. Volcker Kuralı ile hayata geçirilmek istenen de bankaların ikinci türden ama ve üçüncü türden işlemlerinde, kendi nam ve hesabına işlem yapmasının sınırlandırılmasıdır (SAK:2010). Diğer bir deyişle, Volcker Kuralı kapsamında fonksiyonel ayrılık, finansal kurumların aşırı risk yüklenmesinin ve finansal sistem için bir saatli bomba haline gelmesinin önüne geçmeyi amaçlamaktadır.

ABD’de 1929 Krizi sonrasında Glass-Steagall Yasası (1933) ile bankaların sermaye piyasalarında işlem yapmasına tamamen yasak getirilmiş; bu dönemde bankaların, sermaye piyasalarında işlem yapmak istediklerinde ayrı bir kurum oluşturmaları, diğer bir deyişle ülkemizdekine benzer şekilde bir aracı kurum kurmaları gerekmiştir. ABD’deki “*investment banking*” yani yatırım bankacılığı endüstrisi işte tam da bu ayırmadan doğmuştur. 1999 yılında ise “*Financial Services Modernization Act*” olarak bilinen Gramm-Leach-Bliley Yasası’nın kabulü ile Glass-Steagall Yasası’nın önemli bir kısmı ilga edilmiş; serbest piyasa eğiliminin yükselişine paralel olarak yatırım bankaları ile ticari bankalar arasındaki duvar ortadan kaldırılmıştır. Bu durum hem ticari hem de yatırım bankalarının gerek kendileri gerekse yatırımcıları adına daha geniş, daha çeşitli ve daha riskli finansal pozisyonlar almalarına imkân sağlamış ve 2007 Krizinin etkilerini ağırlaştırmıştır. Bu nedenle 1930’lardaki kadar sert bir ayırım teşkil etmese de, Volcker Kuralı ile yatırım ve ticari bankacılık arasına örülen duvar yeniden gündeme gelmiştir.

Dodd-Frank Yasası’nın 619 uncu Bölümü Volcker Kuralına ayrılmış olup; söz konusu kural, bankaların “*proprietary trading*” olarak adlandırılan işlemleri yapmalarının önüne geçmek üzere hazırlanmıştır. 619 uncu Bölümün tanımlara ilişkin kısmında ise “*proprietary trading*”, herhangi bir menkul kıymetin, türev aracın, gelecekte teslim anlaşması içeren herhangi bir ticari malın alımına ilişkin sözleşmenin, herhangi bir menkul kıymet, türev araç, sözleşme ya da diğer finansal araç üzerine yazılan opsiyonun alım satımına kendi ad ve hesabına girmesi olarak tanımlanmıştır. Söz konusu kural, yalnızca bankalar için geçerli olup, banka dışı finansal kuruluşlar için Volcker Kuralı’nın uygulanması söz konusu olmayacaktır. Karşılaşılan en büyük sorun, “*proprietary trading*” kavramının yoruma çok açık olmasıdır.

Volcker Kuralı’na karşı öne sürülen en yaygın eleştiri, bu düzenleme gereğince bankaların kendi adlarına yaptıkları alım satımlar (*proprietary trading*) üzerine getirilecek

kısıtlamalar nedeniyle, bankaların piyasa yapıcılığı faaliyetlerini (market making) ve kendi adlarına ancak müşterileri hesabına yaptıkları alım satım işlemlerini sona erdirerek, finansal sistemde likiditeyi azaltma ihtimalinin yüksek olmasıdır. Ancak, her ne kadar bankaların piyasa yapıcılığı kapsamındaki işlemleri kuralın istisnaları içerisinde sayılmaktaysa da, bu noktada önemli olan husus, piyasa yapıcılığı faaliyetlerinin düzenleyici otorite tarafından nasıl tanımlanacağı ve hangi işlemlerin istisna kapsamına gireceğinin netleştirilmesidir.

Hâlihazırda, ABD nezdinde Volcker Kuralı'na ilişkin tartışmalar devam etmekte olup; düzenleyicilerin "*proprietary trading*" kavramını yorumlayıp uygulamaya geçirmeleri ile anılan tartışmaların son bulabileceği düşünülmektedir.

5. FİNANSAL HİZMETLERE DAİR DÜZENLEMELER

5.1. Bankacılık

Finansal kriz nedeniyle ülke ekonomilerinde oluşan maliyet ve sıkıntının etkilerinin finans kesimi ile beraber ekonominin diğer alanlarına sirayet ederek uzunca bir süreye yayılması, bankacılık ve finans sisteminin gelecekte karşılaşılabilecek krizlere karşı daha dirençli olması gerektiğini göstermiştir. Bu amaçla, özünde bankacılık sektörü olmak üzere finans sisteminin daha sağlıklı ve güçlü bir yapıya kavuşmasını sağlamak amacıyla, bankalarda likidite, sermaye kalitesinin artırılması ve sermaye yükümlülüğünün artırılması gibi önemli reformların yapılması gerekliliği ortaya çıkmış; bu yönde birçok çalışma yapılmıştır.

5.1.1. Yatırım Bankacılığı

Yatırım bankaları, yatırımcılara fonlarını menkul kıymet alım ve satımı ile değerlendirmelerinde aracılık ve danışmanlık yapan, işletmelere doğrudan kredi vermeyen ancak işletmelerin orta ve uzun vadeli fon gereksinimlerini karşılayan finansal kuruluşlar olarak tanımlanabilir. Diğer bir deyişle, söz konusu bankalar, genellikle mevduat kabul etmeyen, ticari bankacılık yapmayan ve kalkınma bankacılığı fonksiyonunun dışında kalan alanlarda faaliyet gösteren finansal kuruluşlardır.

2007 krizi, finansal sistemde öncelikle mevduat yerine, kısa dönemli borçları çevirme sistemi ile çalışan ve “*proprietary trading*” olarak adlandırılan kısa vadeli işlemlerde önemli kazançlar elde eden yatırım bankalarını vurmuştur. ABD'nin büyük yatırım bankaları 2007 Krizinin patlak verdiği Ağustos ayından sonra oldukça büyük darbe almıştır. Bear Stearns'ın subprime kredi yatırımları yapan yatırım fonunun batmasını takiben, bu şirket daha sonra en büyük bankalardan JP Morgan'a satılmıştır. Bear Stearns'ın Mart'ta JP Morgan'a satılmasının ardından, Bank of America Merrill Lynch'i satın almış; alıcı bulamayan Lehman Brothers iflasını açıklamak durumunda kalmıştır. Son olarak FED, ABD'nin en büyük iki yatırım bankası Goldman Sachs ve Morgan Stanley'yi desteklemek için her iki bankanın da statüsünü değiştirmiştir. Morgan Stanley ve Goldman Sachs'ın FED mevzuatı kapsamına alınmaları ile, ticari bankalardan daha çok risk üstlenen, gevşek düzenlemelere konu olan ve müşterileri adına olduğu kadar kendi nam ve hesaplarına da bir çok yatırım işlemi gerçekleştiren yatırım bankaları döneminin sonuna gelindiği kabul edilmiştir (WESSEL:218).

Kriz öncesinde yatırım bankaları, 2000-2006 döneminde yaratılan, düşük gelir grubuna verilen riskli *subprime* kredilere yatırım yapmış ve bu dönemde yüksek kaldıraç oranlarının da sayesinde oldukça büyük getiriler elde etmişlerdir. Kriz öncesinde, kredi derecelendirme kuruluşlarının notlamasıyla da bir devlet tahvili kadar güvenilir olduğuna inanılan söz konusu mortgage sektörü, *subprime* kredilerin geri ödemelerinde aksaklıklar yaşanmasıyla beraber adeta çökmüştür. Bankaların ipotekli konutları satışa çıkarmalarını takiben konut fiyatlarının düşmeye başlamasıyla, yatırım bankalarının likit kalabilmek için gereken önlemleri almadığı ve borçluluklarının büyük bir hızla artmış olduğu ortaya

çıkılmıştır. Zira FCIC tarafından da tespit edildiği üzere, bilançolarında dengesizlik yaratacak şekilde çok borçlanılması Krizin ana nedenlerinden birini oluşturmuştur.

Kriz sonrasında, yatırım bankaları yönünden yaşanan en önemli gelişme kuşkusuz Dodd-Frank Yasası ile Volcker Kuralı'nın hayat geçirilmesi ve yatırım bankacılığı ile ticari bankacılık fonksiyonları arasına sınır koyulmasıdır. Reform çalışmalarının en yoğunlaştığı alan şüphesiz birbiri ile fazlasıyla etkileşim içinde olan ve sistemik öneme sahip kuruluşlar haline gelen yatırım bankalarının bu durumlarının ortadan kaldırılması ve bir bütün olarak finans piyasaları için teşkil ettikleri tehdidin önüne geçilmesidir.

Yatırım bankacılığı konusundaki çalışmalar yalnızca ABD ile sınırlı kalmamış, İngiltere ve diğer Avrupa ülkelerine de sıçramıştır. Bankacılık sistemi ile tüm dünyada bir numara olan İsviçre, bankacılıkta küreselleşme amaçlarını bir süreliğine askıya almış gibi görünmekte; ülkesinde faaliyet gösteren bankaların, yatırım bankacılığı kollarını ortadan kaldıracak ya da ülkeyi terk etmelerine yol açacak şekilde büyük sermaye yükümlülükleri yüklemektedir. Zira, Kriz öncesinde finans piyasalarında sıkı düzenlemeleri savunanlar “geri kafalı” olarak adlandırılırken, Krizin patlak vermesinin ardından adeta sıkı düzenlemelere sahip olmanın değeri anlaşılmıştır.

5.1.2. Ticari Bankacılık

Kriz öncesinde, finansal piyasaların düzenlenmesi konusunda liberalleşme süreci ve serbest piyasa anlayışı devam ederken, aynı zamanda aşırı kâr elde etme güdüsüyle finansal birimlerin risk iştahının arttığı gözlenmiştir. Üretilen sentetik finansal araçların, piyasalarda işlem görebilir nitelik kazanması riskin ölçülememesine ve bu riskin diğer piyasa ve sektörlerle yayılmasına neden olmuştur. Bu doğrultuda, sistemde oluşacak aşırı risklerin ve dolayısıyla kırılganlıkların önlenmesi amacıyla Basel Komitesi önderliğinde, 27 ülkenin merkez bankaları ve bankacılık düzenleme kurumlarının uzun süren çalışmalarının ardından, 12 Eylül 2010 tarihinde gerçekleştirilen toplantıyla getirilen yeni kriterler Basel III Düzenlemeleri adı altında toplanarak kamuoyuna açıklanmıştır. Söz konusu kriterler ile ağırlıklı olarak finansal kuruluşların mali bünyelerinin sağlığını arttırıcı ve sağlıklı yapısını sürdürüp gözeten politikaların esas alınması hedeflenmiştir.

Basel III konusundaki çalışmaların hâlihazırda devam ettiğini söylemek mümkündür. Ancak, bu düzenlemelere uyumun kriz sonrası toparlanmaya çalışan bir bankacılık sektörü için zorluğu göz önünde bulundurulduğunda, tam anlamıyla uygulanabilmeleri için kesin bir takvim belirlemek konusunda zorluklar yaşanmaktadır. Basel III düzenlemelerinin yanında, AB nezdinde 2009 ve 2010 yıllarında, bankaların sermaye yükümlülüklerine ilişkin olarak *Capital Requirements Directive II ve III* çıkarılmıştır. Söz konusu Direktifler, Basel III düzenlemeleri ile paralellik arz etmektedir. Aşağıda Basel III düzenlemelerinin bankalar için öngördüğü yükümlülüklerle değinilecektir.

5.1.2.1. Sermaye Yükümlülükleri

Kriz sonrasında tartışılan konuların başında, krizi en derin yaşayan sektör olan bankacılıkta sermaye yükümlülüklerinin miktarı konusu gelmiştir. Bankalar için çok düşük sermaye tutma yükümlülükleri getirildiği takdirde, söz konusu kuruluşların kırılgan ve fazlaca devlet desteğine muhtaç hale gelmesine sebep olabileceği gibi; gereğinden yüksek sermaye tutma oranları belirlendiği takdirde de bankacılığın karının azalmasına ve buna bağlı olarak yüksek faiz oranları ile ekonomi büyümesinde yavaşlamaya neden olunabilecektir.

Basel III ile öngörülen sermaye yeterliliğine ilişkin düzenlemelerde, sermaye geleneksel olarak beklenmeyen kayıpları telafi edecek bir unsur olarak görülmektedir. Bununla beraber, Basel III ile birlikte bildik sermaye yeterliliği düzenlemelerinden farklı olarak, sistemik ve makroekonomik risklerin önlenmesi amacıyla sermaye koruma tamponlarına duyulan ihtiyaç yoğun şekilde vurgulanmış ve bu kapsamda yeni oranlar öngörülmüştür (MORENO:2011).

Basel III kriterlerinin banka sermaye yükümlülükleri konusunda öngördüğü değişikliklere değinilmesinden önce, sermayeye dair oranların daha iyi anlaşılmasını teminen, Basel III bağlamındaki özkaynak kalemlerine aşağıdaki Tabloda yer verilmektedir.

Tablo- Özkaynak Kalemleri

Ana Sermaye (Total Capital)
Çekirdek Ana (Birinci Kuşak) Sermaye (Tier 1 Capital)
Ödenmiş Sermaye
Dağıtılmamış Karlar
Yedek Akçeler
Diğer
Melez Araçlar (Hem borç hem de özkaynak niteliği taşıyan, imtiyazlı hisse senedi gibi araçlar)
Katkı (İkinci Kuşak) Sermaye (Tier 2 Capital)
Sermaye Benzeri Krediler
Üçüncü Kuşak Sermaye (Tier 3 Capital)
Kısa Vadeli Sermaye Benzeri Krediler
Sermayeden İndirilen Değerler
Şerefiye
Maddi Olmayan Duran Varlıklar
Ertelenmiş Vergi Aktifi
Peşin Ödenmiş Giderler
Banka ve Finansal Kuruluşlara Yapılan Yatırımlar

(ŞAHİN:2013)

Bu itibarla, Basel III ile birlikte sermaye tanımının değiştiği söylenebilecek olup; özellikle uluslararası faaliyet gösteren bankaların en çok itiraz ettikleri noktalardan biri

de bu husus olmuştur. Yine Kriz sürecinde, bankaların ana sermaye olarak adlandırılan Tier 1 ve katkı sermayenin de dahil edildiği Tier 2 rasyolarını otoritelere raporlarken, değişik muhasebe makyajlamaları ile yüksek gösterebildikleri gözlemlenmiştir (BCBS(a):2010).

Sermaye yeterliliğine ilişkin yapılan düzenlemelerde Basel II’de % 2 olan “*minimum çekirdek ana sermaye rasyosu*” Basel III ile % 4.5’e; ana sermaye ve diğer sınırlandırıcı finansal araçları içeren “*minumum ana sermaye rasyosu (Birinci Kuşak-Tier 1)*” % 4’ten % 6’ya çıkarılmıştır. Bunlara ilaveten, Basel II Kriterlerinde yer almayan ve bir tür otomatik stabilizatör işlevi görmesi için tasarlanan sermaye ile bağlantılı “*capital conservation buffer*” ile, “*countercyclical capital buffer*” oranlarının uygulanması öngörülmüştür.

Basel III ile birlikte “*capital conservation buffer*”ın çekirdek sermayeye, birinci kuşak sermayeye ve toplam sermayeye kademeli olarak eklenmesi kararlaştırılmıştır (BCBS(b):2010). Böylece finansal ve ekonomik kriz dönemlerinde banka sermayelerinde meydana gelebilecek olan kayıplarının karşılanabilmesi (*loss absorbing*) için bir tampon oluşturulması hedeflenmiştir. (BCBS(b): 2010). Bankaların sermaye koruma tamponu için tuttuğu sermayenin, otorite tarafından belirlenen standart oran olan % 2,5’den düşük olması halinde ise denetleyici otoriteler tarafından kâr dağıtımı, pay geri alımları ve prim ödemeleri gibi ödemelerde bankanın sermaye yapısını koruyucu anlamda kısıtlayıcı tedbirler alınması öngörülmüştür (BCBS(b):2010).

Konuya ilişkin ülkemiz düzenlemelerine göz atılacak olursa, 5 Eylül 2013 tarihli Resmi Gazete’de BDDK tarafından, “*Bankaların Özkaynaklarına İlişkin Yönetmelik*” ile “*Bankaların Sermaye Yeterliliğinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik*” yayımlanmıştır. Basel III’e uyum çalışmaları kapsamında hazırlanan, “*Bankaların Özkaynaklarına İlişkin Yönetmelik*” ile bankaların özkaynak yapılarının zararları telafi etme kapasitelerinin artırılmasına yönelik hükümler getirilmektedir. Yönetmelik, özkaynakların ana sermaye, çekirdek sermaye, ilave ana sermaye ve katkı sermaye olarak sınıflandırılması ve bu sermaye türlerinin hangi özelliklere sahip olması gerektiği gibi hususlarda Basel III’ün öngördüğü standartları mevzuatımıza yansıtmaktadır.

5.1.2.2. Likidite düzenlemeleri

Modern bankacılık nakit akışının sağlanması için kısa dönem sermaye piyasası araçlarına ve kolayca paraya çevrilen likit varlıklara yönelmiş durumdadır. Bu kapsamda bankalar, devlet tahvillerinden ziyade, daha likit olan özel sektör tahvillerine yönelmiş; ancak kriz dolayısıyla, özel sektör tahvili piyasasının da çökebileceği görüldüğünden, likidite ihtiyacının başka şekilde karşılanması gereği doğmuştur.

Bu kapsamda, yeni Basel düzenlemelerinde iki adet küresel likidite oranı geliştirilmiştir. Likiditeye ilişkin oranların tahsis edilmesi ile amaçlanan, kısa vadeli ama sert şoklarda bankaların yeterli likiditeye veya nakit benzeri varlıklara sahip olmasını

sağlamak ve bunun yanında piyasalarda orta ve uzun vadeli şoklarda bankaları korumak ve likidite riski gözetiminin küresel boyutta uyumu ve sağlamlığının güçlendirilmesidir. Basel III kriterleri ile bankalar için belirlenen iki likidite oranına değinilecek olursa;

- *Likidite Karşılama Oranı (Liquidity Coverage Ratio)*: Bankalar, bir likidite stresi sorununa karşın, 30 günlük bir dönemde ortaya çıkabilecek likidite ihtiyaçlarını karşılayacak düzeyde, likiditesi yüksek serbest varlık bulundurmaya zorundadır. Bu orana göre likit varlıkların 30 gün içinde gerçekleşecek net nakit çıkışlarına oranının %100 ve üzeri olması gerekmektedir. Rasyonun payı likit varlık olarak tanımlanan varlıkların değerine, belirli iskonto uygulanması sonucu elde edilmektedir. Likit varlıklar ise nakit, merkez bankasından alacaklar, devlet borçlanma senetleri ile devlet garantisini haiz menkul değerler, yüksek kalitede reel sektör tahvil ve bonoları ile varlığa dayalı menkul kıymetlerden oluşmaktadır (BSBC(c):2010).

- *Net istikrarlı fonlama oranı (Net Stable Funding Ratio)*: Likidite karşılama oranını desteklemek, yapısal likidite uyumsuzluklarını sınırlandırmak ve çekirdek fonlamayı belirli bir düzeyin üzerinde tutmak amacıyla oluşturulmuş bir orandır. Bu orana göre bir bankanın mevcut istikrarlı fonlama tutarının, ihtiyaç duyulan istikrarlı fonlama tutarına oranı % 100'den büyük olmalıdır. Mevcut istikrarlı fonlama tutarı, sermaye, etkin vadesi 1 yıldan fazla olan yükümlülükler ve vadesiz mevduatlar ile vadesine bir yıldan az kalan perakende mevduatlar ve vadesine bir yıldan az kalan toptan fonların belirli bir oranının toplamından oluşmaktadır. İhtiyaç duyulan istikrarlı fonlama tutarı ise, likide edilebilir kapasitelerine göre, varlıkların en likitten en az likide göre sınıflandırılarak belirli iskonto oranlarına tabi tutulmaları sonucu elde edilmektedir.

5.1.2.3. Mevduat sigortalarına ilişkin düzenlemeler

Finansal krizin dünyadaki önemli etkilerinden biri, mevduat sahiplerinin daha çok korunması ihtiyacının doğması olmuştur; bu çerçevede, finans piyasalarında mevduat sigortası oranlarının artırılmasına yönelik bir düzenleme eğilimi gözlemlenmiştir.

Temel olarak mevduat sigortalarının bir bankanın batması durumunda, bu durumun ekonomiye etkilerini en aza indirmek ve daha az politik karmaşaya sebep olmak ve kriz anlarında mudilerin bankaya güvenini artırarak kaçışları önlemek gibi işlevleri bulunmaktadır. Finansal kurumların sağlamlığı hakkında güçlü bir bilgi alış-verişinin bulunmadığı durumlarda, mevduat sahipleri, bankaların sorunları hakkında bir söylenti duyduklarında, bankadan kaçış eğilimine girmektedirler. Mevduat sigortasının varlığı halinde, artık bankadan kaçış eğilimine girmek için bir neden kalmayacaktır; zira, mevduat adı altında bankalarda tutulan fonlar mevduat sigortası kurumunca güvence altına alınmış olacaktır. Ayrıca, eğer sistemde mevduat sigortasına yer verilmemiş ise, mudiler paralarını sadece piyasada tanınan ve güven duygusu yaratabilen büyük bankalara emanet edecekler; bu durum da söz konusu bankaların “*Too big to fail*” durumuna gelmelerine sebep olacaktır. Ayrıca, mevduatların yalnızca büyük ve tanınmış bankalara yatırılması, küçük bankalar açısından bir rekabet dezavantajı yaratacaktır.

Bahsi geçen olumlu etkilerin yanı sıra, mevduat sigortasının finansal sistem üzerinde bir takım yeni risklere sebebiyet verebileceği hususu da tartışılan konular arasındadır. Bu riskler genel olarak, aşırı risk üstlenme dolayısıyla ahlâkî risk ve buna bağlı olarak ortaya çıkan ters seçim (adverse selection) başlıkları altında ele alınmaktadır.

Bankalar, yüksek borç/öz sermaye oranları nedeniyle aşırı risk üstlenme yönünde bir eğilime sahiptir. Eğer bir banka aşırı risk üstlenirse, elde edilecek gelir bütünüyle banka pay sahipleri lehine olacaktır. Ancak, bankanın batması halinde oluşacak zarar, hissedarlar ve mevduat sahipleri arasında paylaştırılacaktır. Mevduat sigortasının varlığı halinde bankalar, nasıl olsa kurtarılacakları düşüncesiyle ahlaki risk içine girmekte ve daha fazla risk üstlenmektedirler. Bu durum da Kriz sonrasında mevduat sigortalarına ilişkin düzenlemelerin hayat geçirilmesinde en önemli engellerden biri olmuştur.

Ahlâkî risk problemiyle ilişkili gündemdeki bir diğer olumsuz etki, mevduat sigortası sisteminin avantajlarından olabildiğince yararlanmak isteyen aşırı riskli bankaları ifade etmek amacıyla kullanılan ters seçim riskidir. Zorunlu mevduat sigortası uygulamasının yürürlükte olduğu durumlarda, bu tür girişimciler, bankacılık sektörüne girmeyi son derece cazip görebileceği; isteğe bağlı sigorta uygulamasının olduğu hallerde ise, risk seven bankerlerin, sistem içinde yine gönüllü olarak yer alacakları düşünülmektedir. Zira, mevduat sigortalarının varlığı, riskli durumdaki bankalara büyük bir artı katmaktadır. Bu noktada ifade edilen husus bu durumunun finansal güvenlik ağının tümüne iki nedenden ötürü zarar verebileceğidir; birincisi, ülkenin mevduat sigortası kurumunun finansal kapasitesi riske atılmış olacaktır. İkincisi ise, mevduat sahipleri mevduat sigortası sisteminde çok sayıda bankanın yer almasını kötü bir sinyal olarak değerlendirebilecek ve sistemde yer alan bankalara para yatırma konusunda tereddüt duyacaktır. Böylelikle, isteğe bağlı bir mevduat sigortası sisteminde bankaların, bu sisteme iştirak etmekten caydırılması ve sistemin başarısızlığa uğraması ihtimalinin varlığı ifade edilmektedir.

Ancak bu tartışmaların varlığına rağmen, mevduat sigortası alanında çalışmalar devam etmekte, bu çalışmaların temelini ise, en uygun sigorta oranının ve tavanın ne olacağı, gerektiğinde mevduat sigorta bedellerinin mudilere iadesinin ne şekilde gerçekleştirileceği gibi hususlar oluşturmaktadır. Zira, 2007 Krizi ile, mevduatları %100 oranında sigortalanmış dahi olsa, mudilerin bankadan tüm mevduatlarını çekmelerinin önüne geçilemediği anlaşılmıştır.

Mevduat sigortalarının oranları konusunda IADI'nin 2009 tarihli "*Deposit Insurers Coverage*" çalışması öne çıkmaktadır. Söz konusu çalışma uyarınca, bir bankanın mudilerinin %80'inin ve banka nezdindeki mevduatların %20 ila %40'nın sigortalanmasının makul bir tavan oranı olduğu ifade edilmiştir. Ayrıca çalışmada, tavan oranı belirlenirken, ülkeler arası farklılıkların gayrisafi milli hasılaya ilişkin hesaplamaların yapılması suretiyle aşılabileceği ve daha etkin bir oran belirlenmesinin mümkün olacağı ifade edilmiştir.

Ayrıca, “*European Forum of Deposit Insurers*” (EFDI), IMF, Dünya Bankası ve Avrupa Komisyonu’nun katılımıyla, Basel Komitesi ve IADI tarafından bütün dünya ülkelerine referans teşkil etmek üzere, “*Principles for Effective Deposit Insurance Systems*” yayımlanmıştır. Söz konusu temel prensiplerde, ahlaki riskin azaltılması, çözümleme süreçlerinin etkinleştirilmesi, fonlama, sınır ötesi faaliyetler ve kamuoyunun farkındalığı gibi hususlar da dahil olmak üzere, mevduat sigortacılığını ilgilendiren konularda 18 temel ilke öngörülmüştür.

AB nezdinde mevduat sigortacılığı alanında yapılan çalışmalara göz atıldığında, 1004/19/EC sayılı Mevduat Sigortacılığı Direktifi’ne ilişkin çalışmaların halihazırda devam ettiği görülecektir. Bu kapsamda mevduat sigorta limitlerinin üye ülkelerde harmonize edilmesi çalışmaları yürütülmekte olup; gerçek ve tüzel kişileri kapsayan asgari mevduat sigortasının 100.000 Euro olarak belirlenmesi kararlaştırılmıştır. Ancak, bu tutarın Doğu Avrupa ülkelerinin bankacılık sistemleri için çok yüksek olduğu ve beraberinde ahlaki riski getireceği tartışmaları dikkati çekmektedir (GÜL:2011). Keza, yukarıda değinildiği gibi, mevduat sigortalarının kapsamının çok yüksek olması sadece Doğu Avrupa değil, tüm ülkeler açısından ahlaki riski ve aşırı risk yüklenimi tehlikesini beraberinde getireceği açıktır. Aşırı risk alınmasından kaçınmak için, risk ilişkili bir prim sistemi yaratılması seçeneği de tartışılmaktadır.

Krizle beraber, mudilere yapılan ödemelerde yaşanan gecikmelerin sakınca yaratabileceği ve sistemik riske sebep olabileceği görüldüğünden, mevcut Mevduat Sigortaları Direktifi’nde 30 gün olarak öngörülen ödeme süresinin 7 güne indirilmesi planlanmaktadır. Bunun yanında, mevduat sigortacılığında fonlama ve sigorta prim sisteminin ex-ante ve riske dayalı olması öngörülmektedir. Riski yaratan bankanın disipline edilmesi ve yarattığı riskin maliyetine katlanması esas alınmıştır. Ayrıca, merkez-ev sahibi ülke ilişkilerinin yeniden tanımlanması; bu çerçevede, mevduat ödemelerinin ev sahibi ülke tarafından yapılması ve merkez ülkeye rücu edilmesi esas benimsenmiştir (GÜL:2011).

Sonuç olarak, mevduat sigortasının prensip olarak kabul edilebilir bir uygulama olduğu; zira, finansal sistemin istikrarına ve gelişmesine büyük katkı sağladığı bir gerçektir. Fakat, mevduata çok yüksek oranda garanti sunan bir mevduat sigorta sistemi tesis edilerek, mümkün olan en üst seviyede güven yaratılması, piyasada aşırı risk üstlenme yönünde bir ters motivasyona neden olduğundan, düzenlemelerin hassas dengeler gözetilerek yapılması gerektiği açıktır.

5.2. Sigortacılık

Küresel Finansal Kriz, temelde bankacılık sektöründe ortaya çıkmakla birlikte etkisini sigortacılık sektöründe de hissettirmiştir. ABD’deki Kriz, dünyanın en büyük sigorta şirketlerinden biri olan American International Group’un (AIG) elindeki fonları riskli yatırım alanlarına yönlendirmesi ve CDS’lere sigorta güvencesi vermesi gibi nedenlerle batma noktasına gelmesine yol açmıştır. Bu dönemde ABD Merkez Bankası,

85 milyar dolar tutarındaki bir pakete karşılık şirketin % 80 payını teminat olarak kabul ederek AIG sigorta şirketini iflastan kurtarmıştır (TUNAY&TUNAY:2013).

2007 Krizinde sigortacılığın etkilerine değinirken, CDS kavramı üzerinde durulması gerekmektedir. 2007 Küresel Krizi öncesinde mali piyasalarda adeta başrolde olan CDS'ler, varlık fiyatlarının gittikçe düştüğü bir ortamda bankaların yüksek oranda yatırım yaptığı dikkat çeken finansal araçlardan biri olmuştur. CDS en basit tanımıyla, bir finansal aracın borçlusu konumundaki kişinin borcunu ödeyememe ihtimaline karşı, alacaklının hakkını garanti eden bir swap sözleşmesi niteliğini haizdir. CDS'in alıcısı, bu CDS'e konu olan borcun batma riskini garantilemek üzere piyasada oluşan bir oran üzerinden bir prim ödemesi yapmakta ve referans borcun temerrüde düşmesi durumunda anapara tutarını CDS satıcısından alma hakkına sahip olmaktadır. CDS satıcısı ise, sigortalayan şirket konumunda olup, referans borcun sorunsuz işlemesi durumunda, CDS alıcısından tahsil ettiği primden kar etmekte, borcun batması halinde ise anapara tutarını CDS alıcısına ödemeyi taahhüt etmektedir. CDS'in sigorta poliçelerinden farkı ise, sigorta poliçesinin ancak ilgili varlığın sahibi olunması halinde satın alınabilmesi mümkünken; CDS'ler ise referans finansal araca sahip olunmaması halinde de bu borcun batması ihtimaline karşı anapara ödemesi garanti etmesidir.

CDS'ler bir anlamda piyasanın mali durumunu da yansıtmakta, zira bir finansal kurumun borcunu ödeyememe ihtimali artmaktaysa, CDS fiyatının yükselmesi, tersi durumda azalması söz konusu olmaktadır. Kriz öncesinde birçok yatırımcı için CDS'ler ekonomiyi yorumlayabilmek için bir veri oluşturmuş; gelişme kaydederek istikrarlı bir büyüme trendine giren ekonomilerde kamunun borç ödeme gücünün artması CDS fiyatlarını ve primlerini düşürürken, istikrarsızlık ve kriz ortamına giren ekonomilerde CDS fiyatları oldukça yükselmiştir. Hatta bazıları tarafından, kredi derecelendirme kuruluşlarının fonksiyonlarını CDS fiyatlarının da gördüğü kabul edilmiştir.

Ancak Kriz döneminde, CDS'lere referans olan finansal araçların birbiri ardına batması dolayısıyla, sigorta şirketleri büyük yükümlülük altına girmiştir. Bu durum da sigorta şirketlerinin üstüne büyük bir risk yüklediği gibi, sistemik riski de artırmıştır. CDS'ler dolayısıyla sigorta şirketleri ve sermaye piyasaları arasında güçlü bir yakınsama süreci başlamış olup; Kriz dolayısıyla bu yakınsamanın sigorta şirketlerinin piyasa risklerine açıklık düzeyinin ne kadar yükseldiği anlaşılmıştır. Sigorta şirketlerinin bu kadar risk üstlenmesinin önüne geçilmesini teminen, Kriz sonrası reform döneminde sigortacılık alanına da eğilinmiştir.

AIG olayı, sigorta şirketlerinin üstlendikleri taahhütlerin, sigortalanan varlıkların değerinde meydana gelebilecek düşüslere bağlı dramatik etkileri olabileceğini göstermesi bakımından önem arz etmektedir. Zira, Kriz öncesi dönemde AIG'nin piyasadaki CDS'lerin büyük bir kısmının satıcısı olduğu, tüm dünya finans piyasalarında önemli aktörlerin AIG ile sigorta anlaşmalarına girdiği, örneğin AIG tarafından 2009 başlarında açıklandığı üzere, Fransız bankası Societe Generale'in 4.1 milyar dolarının AIG güvencesine bağlı olduğu tespit edilmiştir (WESSEL:192). Kriz patlak verdiğinde de

ABD piyasasının önde gelenleri, yatırım bankalarının yanında bir sigorta şirketi olan AIG'nin de bu kadar büyük oranda riski üstlenebilmiş olması karşısında şaşkınlığa düşmüşlerdir (WESSEL:190). AIG'nin portföyündeki varlıkların neden olduğu risk, bankalarla kıyaslandığında sistemik riske katkısı düşük olan sigorta piyasalarında artık bu riskin göz ardı edilemeyeceğini açıkça göstermiştir. Dolayısıyla sigorta şirketleri için de sistemik riske karşı bir düzenleyici mekanizma oluşturulması, bu çerçevede şirketlerin kırılganlıklarını azaltabilmek için yükümlülüklerine karşı daha fazla sermaye ayırmaları gereği gündeme gelmiştir (TUNAY&TUNAY:2013). Sigorta sektörünün olası bir finansal krize karşı güvenliğini ve sağlamlığını geliştirmek için piyasa disiplini sağlayacak, sigorta şirketlerinin finansal streslerini düşürecek ve sistemik risklerini kontrol altında tutacak düzenlemeler yapılması kaçınılmazdır.

Bu anlayış çerçevesinde, “*International Association of Insurance Supervisors*” 2008 yılı itibariyle, ulusal sigorta düzenleyicilerinin ne şekilde düzenleme yapmaları gereği ve uluslararası işbirliği konularında beş ana ilke öngörmüş; söz konusu ilkeler, “*Insurance Core Principles*” adı altında, sigortacılığın temel uluslararası ilkeleri arasında yerini almıştır. Söz konusu ilkeler, sigorta sektörünün en etkili şekilde düzenleme altına alınması, piyasa ihtiyaçlarına göre yapılması gereken düzenlemeler, raporlama ve kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ve denetim faaliyetleri üzerinde yoğunlaşmıştır.

Ayrıca, bankacılık alanındaki tasarruf mevduat sigortası uygulamasında olduğu gibi, devlet tarafından sigorta şirketlerinin yükümlülüklerini teminat altına alacak yöntemlerin gözden geçirilmesi söz konusudur. Kriz sonrası dönemde, sigorta şirketlerinin finansal düzenleme ihtiyacını ele alan akademisyenlere göre kriz öncesinde sigorta şirketlerince diğer finansal araçlara CDS ve finansal garanti hizmeti sunulması, finans sektöründe ahlaki risk sorununa yol açmıştır (ACHARYA&BIGGS:2009). Mevcut yasal düzenlemeler çerçevesinde, bir sigorta şirketi ödeme güçlüğüne düştüğünde genellikle diğer sigorta şirketlerinin fonları kullanılmak suretiyle bu sorun giderilmekte; bu fonlar da önemli oranda sigorta poliçe sahiplerinden toplanan primlerden oluşmaktadır. Ancak, söz konusu uygulama sigorta şirketlerinin sistemik riskten kaçınmasını sağlamadığından bunun üzerine düşülmesi gerektiği açıktır.

6. KAMUYU AYDINLATMA, DERECELENDİRME VE MUHASEBE

6.1. Muhasebe

Muhasebenin düzenleme rejiminin önemli bir parçası olduğu bilinen bir gerçektir. Yukarıda bahsedildiği üzere özellikle bankalar açısından büyük önem arz eden sermayenin ölçümü bile muhasebe sayesinde gerçekleştirilebilmekte, sermaye piyasalarının şeffaflığı ve güvenilirliği etkin bir muhasebe sistemi ile sağlanabilmektedir. Ancak, Kriz döneminde özellikle Lehman Brothers'ın iflasında bahsi geçen muhasebe sorunları, Kriz sonrasında bu kurumun tartışılmasına yol açmıştır. Bu bağlamda, muhasebe ve 2007 Krizi ilişkisi; muhasebenin ihtiyatlılık ilkesinin esnetilmesi ve gerçeğe uygun değer muhasebesinin abartılması, yaratıcı muhasebe uygulamalarına başvurulması, muhasebe kurallarındaki esneklik ve boşlukların işletmeleri olduğundan farklı gösterebilmek için kullanılması, finansal tabloların yanıltıcı olarak hazırlanması ve bunların bağımsız denetimden geçmesi, özellikle türev ürünler ile ilgili şeffaf olmayan muhasebe uygulamaları yapılması gibi nedenler üzerine kurulmuştur (CAN&BENGÜ:2009).

Gerçeğe uygun değer muhasebesi⁵ (*fair value accounting*), 2001 yılında Enron dahil halka açık şirketlerin muhasebe hileleri kullanarak paylarını olduğundan daha değerli göstermelerine karşı bir önlem olarak 2002 yılında ABD'de yürürlüğe Sarbanes-Oxley Yasası ile düzenleme altına alınmıştır. Ancak, söz konusu Yasada gerçeğe uygun değer tanımının yorumuna açık oluşu ek ve daha detaylı bir düzenlemeyi gerektirmiştir. Bu kapsamda gerçeğe uygun değer kavramı, "*Financial Accounting Standards Board*" (FASB) tarafından yayınlanan finansal muhasebe ilkelerinin 157 sıra nolu standardında ve IASB bünyesindeki 39 nolu standartta detaylı olarak ele alınmıştır. IASB bu ilkeyi "*bilgili ve istekli taraflar arasında herhangi bir ilişkiden etkilenmeyecek şartlar altında, bir varlığın el değiştirebileceği fiyat veya yükümlülüklerin ifası sırasında esas teşkil edecek tutar*" olarak tanımlamaktadır (CAN:2010).

Gerçeğe uygun değer 1990'lardan bu yana finansal araçların değerlemesinde temel ilke olarak kabul edilmekle birlikte, fiyat oluşumunun sorunlu olduğu kriz ortamında faydası tartışılır olmuştur. Zira bu değer, güncel olmasına karşın her zaman "gerçek" olmayabilmektedir. Şöyle ki gerçeğe uygun değer olarak piyasa fiyatlarının kullanılması, fiyatlamanın zorlaştığı, likiditenin ve güvenin kaybolduğu koşullarda değerlendirme yapmayı imkansız hale getirmektedir. Özellikle değerlemesi son derece kompleks analizler gerektiren egzotik türev ürünlerin ve benzeri bazı finansal enstrümanların gerçeğe uygun değerle değerlendirilme zorunluluğu bankaların bilançolarında tuttukları bu varlıkların fiyatlarındaki kayıpların etkisini çok arttırmıştır (LAUX&LEUZ:2009). Ayrıca, bu yaklaşımın ilk kayıt ilkesine, muhasebenin temel kavramlarından özellikle maliyet esası

⁵ Gerçeğe uygun değer muhasebesi kısaca, bilançoda varlık ve borçların bugünkü değeri ile kaydedilmesi ve değer artış ve azalışlarının kar ya da zarar olarak işlenmesi suretiyle, değer güncellenmesine dayalı kayıt yöntemidir. Gerçeğe uygun değer, ülkemiz Kamu Gözetim Kurumu tarafından hazırlanan TFRS 13'de, piyasa katılımcıları arasında ölçüm tarihinde olağan bir işlemde, bir varlığın satışından elde edilecek veya bir borcun devrinde ödenecek fiyat olarak tanımlanır.

ve ihtiyatlılık kavramına aykırı olduğunun da altı çizilmektedir (CAN:2010). Bu nedenle, başta ABD ve AB olmak üzere, dünya genelinde, Kriz sonrası reformların ve kurtarma paketinin bir parçası olarak, gerçeğe uygun değerlendirme yönteminin kullanılmasının askıya alınması gerektiği tartışılmıştır. Tartışmaların odak noktasında, gerçeğe uygun değerlendirme yönteminin alternatifleri olarak tarihi maliyet yönteminin⁶ kullanılması gerektiği, bu yöntemin kullanılmış olması halinde Krizin bu oranda derinleşmeyeceği iddiaları da yer almaktadır (TOPBAŞ: 2009).

Gerçeğe uygun değerlendirme yöntemine gelen eleştiriler özellikle Amerika’da konu ile ilgili birçok yeni çalışmalar ve beraberinde oluşumlar yaratmış; FSB bu noktada, IASB’ye söz konusu hususları gözden geçirmesi için çağrıda bulunmuştur. IASB de bünyesinde, büyük finansal kuruluşların, kredi derecelendirme kuruluşlarının, FSB ve FASB temsilcilerinden oluşan bir uzman danışma paneli kurmuştur. Yapılan çalışmalar neticesinde, 31 Ocak 2011 tarihinde “*Financial Instruments: Impairment*” konulu çalışmaya imza atılmış; bu çalışma ile küresel finansal piyasalarda karşılaşılan muhasebe eksiklikleri üzerinde durulmuştur.

Muhasebe sektöründe yaşanan ve Kriz ile açığa çıkan sorunlardan diğeri, muhasebe metodlarının son derece kompleks finansal işlemlere yeterli olup olmadığı konusudur. Zira, kriz döneminde Lehman Brothers’ın kullandığı alternatif muhasebeleştirme tekniği, repo sözleşmelerinin firmanın görünürdeki kaldıraç oranını düşürecek şekilde muhasebeleştirilmesini sağlamış ve dışardan görünümünü olduğundan iyi göstermiştir. Takip eden dönemde, Lehman Brother’ın iflasını piyasalar için büyük bir şok dalgası haline getiren nedenlerden birinin söz konusu muhasebe hilesi olduğu da anlaşılmıştır. Lehman Brothers’ın iflas başvurusu ile Mahkemece hazırlanan raporda, kuruluşun muhasebe kayıtlarıyla oynadığını, üstelik Bankanın üst düzey yöneticilerinin bu işlemleri bildiği ifade edilmiştir. Bağımsız denetim kuruluşu Ernst&Young’ın bu işlemlere göz yumduğu da ifade edilen raporda, bankanın 2001 yılından bu yana borçlarını azaltmak amacıyla kullandığı alternatif muhasebe yöntemi yoluyla, bilanço dışı işlemlerle 50 milyar dolar borcu olduğunu gizlediği de belirtilmiştir.

Sonuç olarak, ideal olanın muhasebe sistemlerinin bir dahaki krizin ortaya çıkmasına önlemeye katkıda bulunacak şekilde tasarlanması ve düzenlemelerin bu kapsamda yapılması olduğu ortadadır. Her ne kadar bunu etkin şekilde sağlamak kolay olmasa da, kanımızca muhasebenin kriz öncesinde veya sırasında erken uyarı sistemi olma potansiyelinin öne çıkarılması gerekmektedir. Aksi bir durum, muhasebenin varlık amacı olan asimetrik bilginin ortadan kaldırılmasına aykırılık teşkil edecektir. Zira, eğer 2007 Krizi’nin önemli sebeplerinden birinin muhasebe olduğu düşünülüyorsa, çözümün de muhasebenin iyileştirilmesinden geçtiği açıktır. Ancak, Krize katkı konusunda tüm sorumluluğun gerçeğe uygun değerlendirme muhasebesine yüklenmesinin ne derece doğru olduğu tartışmalıdır. Zira, LAUX&LEUZ’den de görüleceği üzere, bankaların çöküşe gitmesinde

⁶ Tarihi maliyet yöntemi, varlıkların alındıkları tarihteki değerleri ile muhasebeleştirilmesi ve değer düşüklüklerinin amortisman ve değer düşüklüğü zararı ile izlenmesi üzerine kurulu muhasebe yöntemidir.

gerçeğe uygun değerlerin etkin rol oynadığı konusunda yeterli kanıt da bulunmamakta; tarihi maliyet yönteminin kullanılması halinde Krizin bu denli derinleşmediğini iddia edebilmek için gereken veriler elimizde bulunmamaktadır. Ayrıca, gerçeğe uygun değer yönteminin varlıkların en doğru değerini göstermesi açısından oldukça faydalı olduğu da bir gerçektir. Dolayısıyla, söz konusu yöntemin askıya alınması Kriz dönemleri açısından kabul edilebilir olmakla beraber, bu yöntemden tamamen vazgeçilmesi gerektiği hususunda kesin bir kaniya varılması için henüz çok erkendir.

6.2. Kredi Derecelendirme Kuruluşları

Finansal piyasalar ile ilgilenen birçok yatırımcının, yatırımlarının yeteri kadar sağlıklı olmasını temin etmek üzere, profesyonel anlamda çalışan ve denetimlerinde muhasebeyi en etkin şekilde kullanan kredi derecelendirme kuruluşları gibi uzmanlara başvurmaları esastır. Piyasadaki asimetrik bilgiyi engellemek için sistemde yer alan kredi derecelendirme kuruluşları, Kriz öncesinde mortgage piyasalarında ürünlerin fiyatlaması konusunda en büyük sorumluluğu üstlenmiştir. Zira, söz konusu kuruluşlar tarafından verilen kredi notları, risk-getiri düzeyinin belirlenmesinde tüm finansal aktörler için referans noktası olmuştur. Kriz öncesi dönemde, ABD’de belli başlı kredi derecelendirme kuruluşlarının notlaması olmadan mortgage ile ilişkili menkul kıymetlerin satışı söz konusu olmamıştır.

Ancak, derecelendirme kuruluşlarının gelirlerini sermaye piyasası ihraççılarından sağlamaları ve hizmetleri karşılığında yüksek ücretler almaları, verdikleri hizmet kalitesinin sorgulanmasına ve bünyesinde barındırdığı çıkar çatışmasının göze çarpmasına neden olmaktadır. Bu husus 2007 krizinin ardından daha fazla tartışılmaya başlamışsa da, derecelendirme kuruluşlarının krizin oluşumunda oynadıkları rolün altında, yetersiz öngörülerinin de yatmakta olduğunu ifade edilmiştir. Örneğin, FCIC’in “*Conclusion of the Financial Crisis Inquiry Commission*” Raporu’na göre, ABD’nin en büyük kredi derecelendirme kuruluşlarından Moddy’s, Krizden önce yaklaşık 45.000 mortgage bağlantılı menkul kıymeti değerlemiş; sadece 2006 yılında günde ortalama 30 adet menkul kıymet bu kuruluş tarafından AAA notunu almıştır. Ancak, Krizin patlak vermesi ile sonuç dramatik olmuş; Moody’s tarafından AAA notu ile değerlendirilen menkul kıymetlerin %83’ü dibe vurmuştur.

2007 Krizinin öncesinde, menkul kıymetlerin ve türev araçların sorunsuzmuş gibi derecelendirilmesi yatırımcı iştahlarını artırmış ve risklerin yayılmasına yol açmıştır. Neticede bireysel yatırımcıdan serbest fonlara kadar birçok yatırımcı aktifine mortgage kredilerine dayalı finansal araçları dâhil etmiştir. Kredi derecelendirme kuruluşları, IOSCO’nun 2003 yılında çıkardığı ve dönemler itibariyle güncellediği kredi derecelendirme ilkeleri çerçevesinde çalışmalarına rağmen, söz konusu sorunların yaşanması da anılan uluslararası ilkelerin yetersizliğini gündeme getirmiştir.

Her ne kadar krizin ardından kredi derecelendirmenin zorunluluğunun kaldırılması dahi tartışılmışsa da, yatırımcılar için söz konusu kuruluşların önemi dolayısıyla farklı reform çalışmaları üzerine yoğunlaşmıştır. FSB’nin 2010 tarihli “*Principles for*

Reducing Reliance on CRA Ratings” raporunda, temel olarak piyasanın kredi derecelendirme notlarına olan bağımlılığının azaltılması ve kredi derecelendirmeye olan adeta otomatikleşmiş inancın yanında başka uzman değerlendirmelerinin de gözetilmesinin sağlanmasına yönelik 3 ana ilke belirlenmiştir. Zira, Rapor’da belirtildiği üzere, kredi derecelendirme notları dolayısıyla piyasada oluşan sürü psikolojisi, finansal istikrara önemli bir darbe vurmaktadır.

Anılan Rapor uyarınca belirlenen ilkelerden birincisi, ülkelerin piyasalarında kredi derecelendirme kuruluşlarına olan bağımlılığı azaltacak ve hatta ortadan kaldıracak nitelikte düzenlemelere yer vermesidir. Bu kapsamda, kredi derecelendirme notlarına yapılan atıflar ve bu notun alınmasına ilişkin zorunluluklar tamamen kaldırılacak ya da kredi derecelendirme kuruluşları yerine geçecek alternatif kurumlar düzenleme altına alınacaktır. Bu kapsamda, ülke düzenleyicileri, güvenilirliğin sağlanması için kredi derecelendirme kuruluşlarının dahil olmadığı alternatif sistemler oluşturacaklardır.

İkinci ilke ise, piyasanın kredi derecelendirme notlarına olan bağımlılığının ortadan kaldırılmasıdır. Bu kapsamda, mekanik şekilde kredi derecelendirme notu alınması yerine, piyasa aktörlerinin ve kurumsal yatırımcıların kendi risk değerlendirmelerini kendilerinin yapması gerektiği ifade edilmiştir. Firmaların risk yönetimleri bakımından girdi olarak kredi derecelendirme notlarını kullanmaları mümkünse de, yalnızca bu notlara dayanılarak yapılan mekanik değerlendirmelerden kaçınılması gerektiği de vurgulanmıştır. Ayrıca bu noktada, finansal kuruluşların güvenilirliğinin tespiti konusunda bizzat yatırımcılara da büyük iş düştüğü ifade edilmiştir.

Üçüncü ilke, merkez bankalarının kendi tespitlerinde, kredi derecelendirme kuruluşlarının değil bizzat kendilerinin gerçekleştireceği değerlemeleri kullanmaları gerektiği ifade edilmiştir. Aynı ilke kapsamında, bankaların da varlıklarının kredi itibarını ölçerken mekanik olarak kredi derecelendirme notuna bağımlı kalmaması, söz konusu değerlendirmeyi kendileri de yapabilecek konumda olmaları gerektiğinin altı çizilmiştir. Ayrıca, aynı hususun yatırım danışmanları ve kurumsal yatırımcılar için de geçerli olduğu vurgulanmıştır.

Ayrıca, Avrupa Konseyi ve Avrupa Parlamentosu’na sunulan “*Commission of the European Communities*”in kredi derecelendirme kuruluşlarının düzenlenmesine ilişkin 2008 tarihli Raporu’nda, kredi derecelendirme kuruluşlarının doğruluktan uzaklaşmaları, derecelendirme ve metodolojide kalite eksikliği ve bu kuruluşların aktivitelerinde şeffaf olmaması gibi unsurların Kriz’de önemli rol oynamalarına sebep olduğu belirtilmiştir.

Sonuç olarak, yapılan uluslararası çalışmalarda, AB ve ABD nezdindeki reform hareketlerinde kredi derecelendirme hususunda varılan ortak paydalar, kredi derecelendirme kuruluşlarının menkul kıymetleştirilmiş ürünleri derecelendirirken kullandıkları yöntemleri piyasa ile paylaşmaları gerektiği, yapılandırılmış kredi ürünleri için kullanılan derecelendirme sürecinin reforme edilmesinin şart olduğu, çıkar çatışmalarını yönetmek için politikalar ve süreçler geliştirilmesi gerektiği, bir derecelendirme kuruluşunun aynı zamanda derecelendirdiği bir yapılandırılmış ürünün

tasarımına ilişkin tavsiye vermesinin yasaklanması suretiyle, ihraççı ve derecelendirme kuruluşunun karşılıklı etkileşiminin yasaklanmasının önem arz ettiği, kredi derecelendirme kuruluşlarının finansal ürünlerin kredi notlarının düşürülmesine yönelik karar verme süreçlerini tarafsız bir şekilde yerine getirmelerinin garanti edilmesinin büyük önem taşıdığı hususları vurgulanmaktadır (BDDK Çalışma Tebliği:2008).

6.3. Kamuyu Aydınlatma

2007 Krizinin temelinde yatan nedenlerden biri de piyasada özellikle türev ürünler bakımından yeterli şeffaflığın olmamasıdır. Zira, kriz öncesinde bankaların yapılandırılmış finansal araçların muhasebeleştirilmesini gereken şeffaflıkta yapmadığı ve yatırım bankalarının alternatif muhasebe teknikleri ile borçlarının sermayeye oranını düşürdükleri kriz sonrasında ortaya çıkmıştır. Bankalar, devlet destekli kuruluşlar ve serbest fonların da aralarında bulunduğu kurum ve kuruluşların kaldıraç etkisi yüksek olan riskleri üstlenmeleri sonucunda yatırımcılar, piyasayı sorgulamadan ve yatırımları hakkında yeterli bilgi sahibi olmadan kredi notlarına güvenerek yatırımlarını gerçekleştirmiştir. Bu durum da piyasaların kredi derecelendirmeye olan bağlılıklarını artırmıştır. Yatırımcılar, kendileri için önemli olan kamuyu aydınlatma ilkeleri çerçevesinde finansal kuruluşların kredi ve piyasa riskleri nedeniyle maruz kaldıkları risk tutarları ve bilânço dışı risklerinin türü ve büyüklüğü hakkında da yeterli bilgi talebinde bulunmamıştır.

FCIC'in "*Conclusion of the Financial Crisis Inquiry Commission*" Raporu'nda da belirtildiği üzere, kamunun finansal piyasalara güveni bir ekonominin selameti açısından son derece büyük önem arz etmekte; söz konusu güvenin sağlanması ise ancak şeffaflığın sağlanması ile gerçekleştirilebilmektedir. Rapor'da belirtilen en dikkat çekici husus, borç veren bankaların, borç alan kişilerin söz konusu mortgage kredilerini ödeyemeyeceklerini bildikleri; bu durumun farkında olan finansal kurumların da bu mortgagelar üzerine yazılan sentetik araçları ihraç ederken izahnamelerde söz konusu durumlara herhangi bir şekilde yer vermediğinin tespit edildiğidir.

Ancak bu noktada düzenleyicilerin hareket alanlarını en çok kısıtlayan husus, gereğinden fazla öngörülecek kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin, ticaretin "*dark pool*"⁷ denilen gözetim dışı alana kaymasına sebebiyet vermesi endişesidir. Bu nedenle bu konudaki düzenlemelerin etkin bir şekilde, piyasada ticaretin hem öncesinde hem de sonrasında yeterli şeffaflığın sağlanmasına yönelik olması gerektiği kabul görmüş bir gerçektir.

Basel II 'de yer alan bankalar için kamuyu aydınlatma yükümlülükleri, krizi takiben 2009 yılında güncellenmiş ve menkul kıymetleştirme, yapılandırılmış finansal araçların kullanımı ve likidite yükümlülüklerine uyumu da içine alacak şekilde genişletilmiştir. Ek olarak 2010 yılı itibariyle de FSB, 2008 yılında yapılan "*Financial Stability Forum*" ile

⁷ "Dark pool", aracı kurumların müşterilerinden gelen pay alım satım emirlerini, borsa sistemine iletmeksizin kendi aralarında eşleşmesi şeklinde çalışmakta olup; bu sistemde, borsa işlemlerinde yerine getirilmesi gereken bilgi paylaşımı gibi çeşitli yükümlülükler ve gözetim geçersiz hale gelmektedir.

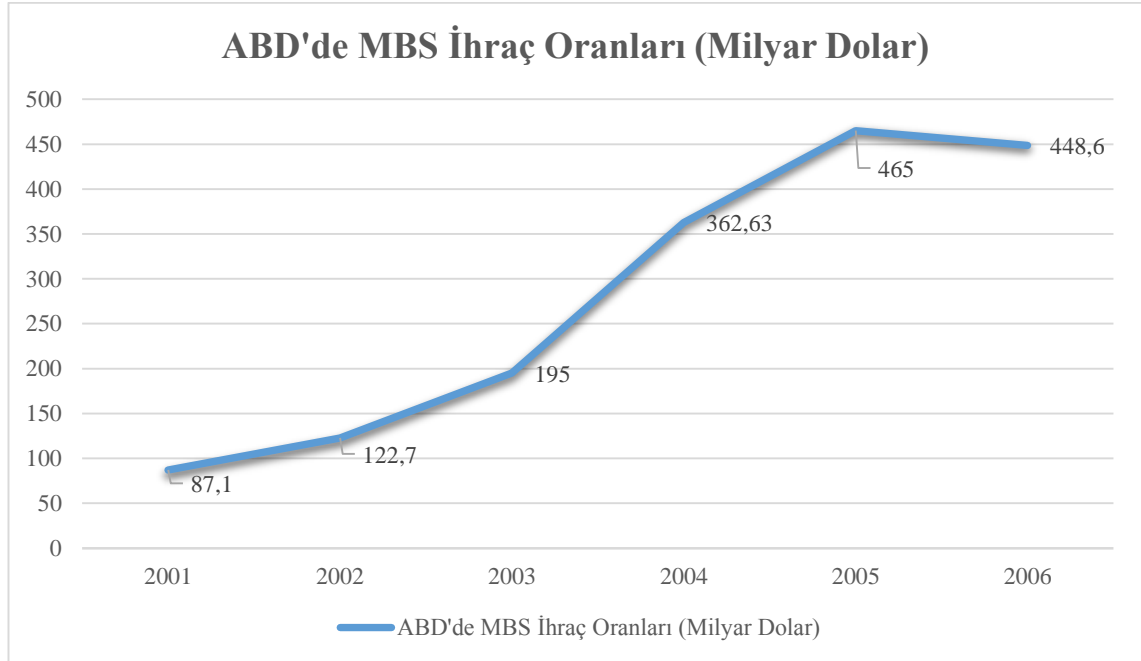
ulaşılan tespit ve önerileri dikkate almak suretiyle kamuyu aydınlatma konusunu gözden geçirmiştir.

Ayrıca, belirtildiği gibi OECD tarafından temel kurumsal yönetim ilkelerinin güncellenmesine ilişkin çalışmalar devam etmektedir. Kurulumuzun da görüşüne sunulan söz konusu güncelleme çalışmasının gerekçesinde, finansal krizden alınan dersler, kurumsal pay sahipliği, yatırım stratejileri ve tekniklerindeki değişiklikler, yatırım zincirindeki ve hizmet sağlayıcıların kullanımındaki değişiklikler, pay sahipliği haklarındaki gelişmeler, şirket karakteristiğindeki ve iş modellerindeki gelişmeler, şirket pay sahipliklerindeki gelişmeler ve Borsaların işleyişindeki yenilikler gösterilmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerinin temellerine ilişkin olarak, finansal istikrarın ve sistemik riskin gözetilmesi suretiyle kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesinin daha yararlı olacağı ele alınmıştır. Ayrıca, düzenleme ve denetim hususunda ülke borsaları ile düzenleyici otoriteleri arasında yetki ve görev paylaşımına gidilmesinin, kurumsal yatırımcıların kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde hareket etmesinin sağlanması, ek kamuyu aydınlatma yükümlülükleri öngörülmesi gereken alanların belirlenmesinin ve nihayet, sürdürülebilir kalkınmanın sağlanmasına yönelik ilkeler belirlenmesinin önem arz ettiği belirtilerek, güncelleme çalışmalarının bu amaçlar çerçevesinde gerçekleştirileceği ifade edilmiştir.

7. MENKUL KIYMETLEŞTİRME VE PİYASA İŞLEMLERİ

7.1. Menkul Kıymetleştirme

2007 krizinin temelinde yatan nedenlerden birisinin, 11 Eylöl saldırsından sonra, ABD hükümetinin daralan ekonomiyi canlı tutmak için faiz oranlarını düşürmesi ve buna bağılı olarak geleneksel yatırım araçlarındaki getirinin oldukça düşmesi olduğı kabul görmektedir. Zira, geleneksel yatırım araçlarından elde edilen kazancın düşmesini takiben yatırımcıların getiri beklentisi tatmin olmamış, yüksek riskli subprime kredilerden doğan alacakların menkul kıymetleştirilmesi yoluna gidilmiştir. Menkul kıymetleştirme işlemlerinde yaşanan hızlı artışın nedeni de, bu yolla yaratılan sentetik araçlardan elde edilen getirinin oldukça yüksek olmasıdır. Aşağıdaki grafik, Kriz öncesinde ABD piyasalarında ihraç edilen “*mortgage backed securities*” yani ipoteye dayalı menkul kıymet oranlarındaki artışın boyutunu göstermektedir (KUTLU&DEMİRÇİ:2011).



Menkul kıymetleştirmenin Krize neden olan etkilerinin iki ana başlık altında incelenmesi mümkündür. Bunlardan ilki, “*originate to distribute/OTD*” modeli çerçevesinde, kredi veren bankaların, bu kredileri vade zamanına kadar elde tutmak için değil, başka finansal kuruluşlara ve yatırımcılara satmak için vermeleri söz konusu olmuş; bu durum da, bankaların daha çok ve daha düşük kalitede borçluya kredi vermek istemesine neden olmuştur. Bu yolla, ticari bankacılık sektöründe likidite artmış ve bankalar daha da çok kredi vermek ister hale gelmiştir. İkinci olarak da, yatırım bankaları, eşik altı mortgage kredilerinin yarattığı riski üzerlerinden atmak için bu kredilere dayalı yapılandırılmış finansal araçlar ihraç etmiş; söz konusu mortgage kredileri paketlenmiş, söz konusu mortgage paketleri de paketlenmiş ve bu süreç katlanarak devam etmiş; nihayetinde bankalar, piyasalar için zaten riskli olan bu kredileri daha da riskli hale getirmiştir.

Menkul kıymetleştirme sürecinde, kredi verebilen ticari bankalar, ev sahibi olabilmek için fonlamaya ihtiyaç duyan kişilere mortgage kredileri verirler. Ancak, verilen bu borcun da geri dönüşü olmaması gibi bir riski bulunmakta olup; bankaların bu riski bilançolarından çıkarmak amacıyla, kredi çekenlerden olan alacaklarını üçüncü bir finans kuruluşuna devretmeleri söz konusudur. Söz konusu üçüncü finans kuruluşu, satın aldığı mortgage kredileri karşılığında, kredi miktarları ile orantılı olarak hesaplanan iskontolu bedeli ticari bankaya ödemektedir. Daha sonra, söz konusu borçları satın alan finans kuruluşunun bu borçları bir şekilde nakte dönüştürmesi ve riski kendi üzerinden atması gerekmektedir; bu bağlamda, anılan kredilere dayalı olarak oluşturulan ipoteğe dayalı menkul kıymet (*mortgage backed securities/MBS*) ve teminatlı borç senetleri (*collateralized debt obligations/CDO*) gibi yapılandırılmış finansal araçlar ile üçüncü finans kurumu da mortgage kredilerinin yükünden kurtulmaktadır. Söz konusu sürecin sonunda tedavül edilebilir hale gelen mortgage kredilerinden kaynaklanan temerrüt riskleri tüm sisteme yayılmaktadır (CHUFF:2011).

Piyasada kriz öncesi dönemde ortaya çıkan en belirgin menkul kıymetleştirme araçlarından ilki, MBS'lerdir. Söz konusu finansal araçları ile, yatırımcılar, gayrimenkullerin teminat olduğu bir mortgage havuzundan anapara ve faiz ödemeleri elde etmektedir. İkinci menkul kıymetleştirme aracı olarak karşımıza teminatlı ipotek senedi olarak dilimize çevrilebilecek "*collateralized mortgage obligation/CMO*" çıkmaktadır. MBS'lerin, yatırımcıların risk tercihine göre parçalara ayrılması yolu ile elde edilen CMO'lar, ayrılan basamaklara farklı risk oranları ve ödeme hakları tanınması gibi özelliklere sahiptir. Öncelikli basamak (*senior tranche*) CMO'lara sahip yatırımcıların anapara kaybetme riski en azken, orta basamaktan (*mezzanine tranche*) en alt basamağa (*equity tranche*) doğru risk artmaktadır. Riskle doğru orantılı olarak getiri artmakta olduğundan, risk ve getiri iştahı büyük olan yatırımcılar öncelikliden ziyade diğer basamaklara yönelmektedirler. Üçüncü bir tür olan teminatlı borç senetleri yani CDO'lar, MBS ve CMO sahibi yatırımcıların bitmek bilmeyen anapara ve faiz ödemesi isteklerini tatmin etmek için yaratılmıştır. CDO'lar da aynı CMO'lar gibi bir kaç basamağa ayrılmakta, söz konusu basamaklar bu kez farklı risklere sahip mortgage kredilerinin ve hatta CMO ve MBS'lerin stratejik şekilde bir araya getirilmesinden oluşmaktadır. Bu stratejik yerleştirme sayesinde, yatırım yapılamaz derecede kötü kredi notu alan CMO ve MBS'ler, AAA notu alanlar ile bir araya getirilmekte ve yatırımcılara farklı bir getiri imkanı verilmektedir. Ancak, CDO'ların da yatırımcı iştahını doyuramaması üzerine, düşük notlu CDO'ların MBS ve CMO'lar ile bir araya getirilmesi neticesinde CDO²'ler yaratılmış; hatta bunların da paketlenmesi ve risk isteğine göre farklı basamaklara ayrılması ile CDO³'ler ihraç edilmiştir (CHUFF:2011). Söz konusu paketlemelerin ve finansal mühendisliğin altına yatırım bankalarının çalışmalarının bulunduğu da akılda tutulmalıdır.

Nihayet son olarak, 2007 Krizi öncesinde yaşanan menkul kıymetleştirme çılgınlığının uç ve en yaratıcı noktalarından biri olan sentetik CDO'lara değinilmesi yararlı olacaktır. Sentetik CDO'lar türev sözleşmelere dayalı olarak yapılan ve CDS'ler

ile garanti altına alınan finansal araçlardır. Sentetik CDO ilişkisi basitçe anlatılacak olursa, MBS, CMO yada CDO gibi borç temelli finansal araçlara yatırım yapan A yatırımcısı, kredi borçlularının temerrüde düşeceğine ve yatırım yaptığı finansal araçların fiyatının düşeceğine inanmakta ve bu riskini hedge etmek istemektedir. Bu kapsamda, sentetik bir CDO'da kısa pozisyon alacaktır. B yatırımcısı ise, borçluların ödemelerini zamanında yapacağına ve dolayısıyla yatırım yaptığı araçların fiyatlarında yükseliş olacağına inanmakta olduğundan, aynı sentetik CDO'da uzun pozisyon almaktadır. Söz konusu sentetik CDO'nun yaratıcısı olan yatırım bankası ise, A ve B yatırımcılarını bir araya getirir; bu kapsamda, kısa pozisyon alan A yatırımcısı belirlenen miktar üzerinden ve belirlenen tarihlerde, uzun pozisyon alan B yatırımcısına ödeme yapar. Karşılığında ise B yatırımcısı, A'nın yatırım yaptığı CDO, MBS ve CMO gibi araçların fiyatlarının düşmesi durumunda zararını tazmin edeceğini garanti eder. Her ne kadar sentetik CDO'lar, riskin hedge edilmesi amaçlı gibi görünse de, kimilerine göre kumardan başka bir şey değildir (CHUFF:2011).

2007 öncesinde bir finansal mühendislik harikası olarak görülen menkul kıymetleştirme işlemleri, Krizin patlak vermesinin ardından başta yatırım bankaları olmak üzere tüm finans sektörünün korkulu rüyası haline gelmiştir (The Economist:2014). Menkul kıymetleştirmenin 2007 küresel krizinin en temel sebeplerinden biri olmasının ardından, dünya genelinde menkul kıymetleştirme konusundan reform çalışmalarına başlanmıştır. Bu çalışmaların ilk etabı, söz konusu yapılandırılmış menkul kıymetleri hatalı notlayan kredi derecelendirme kuruluşlarına ilişkin olarak başlatılmıştır. Yukarıda bahsedildiği üzere, sistemin kredi derecelendirmeye olan bağlılığının ve otomatikleşmiş inancının azaltılmasına yönelik çalışmalar devam etmektedir.

Çalışmaların yapıldığı diğer bir alan ise, bu araçlarda şeffaflığın artırılmasıdır. Zira, CDO gibi finansal araçlar çoğu zaman o kadar karmaşık hale gelmiştir ki, yatırımcıların bu araçların tam olarak ne tür borçlara ve finansal araçlara dayalı olduğunu anlamaları imkansızlaşmıştır (The Economist:2007).

Öte yandan, ABD nezdinde söz konusu menkul kıymetleştirilmiş araçlar bakımından yaşanan ciddi Krizin ana nedenlerinden birisi de, söz konusu yapılandırılmış araçların çoğu zaman düzenleme dışı kalmasıdır. Ancak, düzenleme kapsamında olsalar dahi, bu araçlar için ciddi yasal boşlukların bulunacağı da tartışılan hususlar arasındadır (CHUFF:2011). Dolayısıyla yapılan çalışmalar, yapılandırılmış finansal araçlar yönünden yasal boşluğun ve düzenleme eksikliğinin önüne geçilmesine yönelik olarak devam etmektedir.

IOSCO'nun 2009 tarihli "*Unregulated Financial Markets and Products*" konulu Raporu ile menkul kıymetleştirme konusundaki reform önerilerine önemli ölçüde yer verilmektedir. Söz konusu Rapor ile ülkelere, menkul kıymetleştirmeye dayanak olan varlık havuzlarının performansının düzenli aralıklarla ve bağımsız kurumlarca ölçülmesine, mortgage kredisini veren ilk ayak olarak bankaların, kredi verirken

yükümlülüklerini yerine getirip getirmediikleri hususunda daha sıkı gözetim yapılmasına ve bu hususlara ilişkin düzenli kamuyu aydınlatmalar gerçekleştirilmesine yönelik düzenlemeler yapılması tavsiye edilmiştir.

Buna ek olarak, IOSCO'nun menkul kıymetleştirmeye ilişkin 2010 tarihli "*Securitization and Securitized Debt Instruments in Emerging Markets*" Raporunda, yatırımcıların yetersiz risk yönetim uygulamaları, yetersiz düzenlemeler ve denetimler, yetersiz kamuyu aydınlatma yükümlülükleri gibi hususlar, menkul kıymetleştirme konusundaki krizin temellerinden biri olarak ele alınmıştır. Bu noktada, planlanan reform çalışmaları, şeffaflığın artırılmasına, risk yönetim faaliyetlerinin artırılmasına ve kredi derecelendirmesinin menkul kıymetleştirmede etkinliğinin azaltılması gibi konulara yönelmiş durumdadır.

Menkul kıymetleştirme konusunda en dikkat çekici düzenlemelerden biri AB nezdinde hayata geçirilen "*Capital Requirements Directive/CRD*"'dir. Söz konusu Direktif, sermaye yeterliliklerinin yanında, menkul kıymetleştirilmiş araçların banka bilançolarında izlenmesine ve riskin yönetilmesine ilişkin önemli esaslara yer vermektedir. Bu düzenlemeler, menkul kıymetleştirilmiş araçların bilanço dışı izlenmesi hususunda üye ülkeler nezdinde harmonizasyon sağlamayı amaçlamakta, bunun yanında, menkul kıymetleştirilmiş araçların bilanço dışına çıkarılmasını ve bu sayede basamaklara ayırmak suretiyle riskin artırılmasına müsamaha gösterilmemesini hedeflemektedir. Ayrıca, menkul kıymetleştirme yapılması halinde bu araçlar hakkında kamunun aydınlatılmasına yönelik düzenlemelerin de sıkılaştırılması söz konusudur.

Kriz döneminde yaşanan tüm acı tecrübelere rağmen, günümüzde küresel ekonominin ve özellikle ABD piyasalarının kendini toparlamaya başlaması ile, menkul kıymetleştirme iştahının tekrar artmaya başladığı görülmektedir (The Economist:2014). Bu nedenle, dünya genelinde menkul kıymetleştirme bakımından düzenleme çalışmalarının netleştirilmesi ve bir krize daha yol açamayacak şekilde sonuçlandırılması önem arz etmektedir.

7.2. Piyasa İşlemleri

Piyasa işlemleri içinde açığa satış, her zaman düzenleyiciler açısından tartışılan bir husus teşkil etmiş; tarihi süreçte de birçok kez yasaklanması söz konusu olmuştur. Açığa satış işlemlerinin etik yönü uzun yıllardır tartışılrsa da, bu yöntemin riskin hedge edilmesi için oldukça pratik ve nispeten masrafsız olması dolayısıyla çok sık tercih edildiği bir gerçektir.

ABD'de 1938 ile 2007 yılları arasında, manipülasyonun önlenmesi ve piyasada istikrarın sağlanması amacıyla yürürlükte olan üst adım (*up-tick*) kuralı, istisnalar dışında, pay senedinin en son gerçekleşen satış fiyatının altında açığa satış yapılmasını yasaklamıştır. SEC söz konusu üst adım kuralını kaldırmak üzere 2004 yılında başlattığı çalışmalar sonucunda, kuralın sınırlı ölçüde de olsa likiditeyi olumsuz etkilediği, buna karşın manipülasyonun önlenmesinde ise önemli bir fayda sağlamadığı gerekçesiyle

2007'nin Temmuz'unda bu kuralın kaldırmasına karar verilmiştir⁸. Kuralın kaldırılmasının hemen ardından, SEC kararının yerindeliği tartışılmaya başlanmış ve hatta sınırlamaya tabi olmayan açığa satışların fiyat düşüşlerini hızlandırdığı ve bu durumun Krizin daha da derinleşmesine yol açtığı savunulmuştur (MISRA,LAGI&BAR-YAM:2012). Krizin patlak vermesinin ve açığa satışın son derece tartışmalı bir konuma gelmesinin ardından, Mayıs 2010'da, daha önce yürürlükten kaldırılan üst adım kuralının alternatif bir versiyonu yürürlüğe konmuştur⁹. Söz konusu yeni kural ile açığa satış sınırlamalarının pay senedinin fiyatının gün içinde, önceki günün kapanış fiyatından %10 veya daha fazla düşmesi halinde devreye girmesi ve açığa satışın piyasadaki en iyi alış fiyatının üzerindeki bir fiyattan gerçekleşmesi öngörülmüştür (EKEN:2013).

Ayrıca, Kriz döneminde başta hedge fonlar olmak üzere, sıkça açığa satış yapan piyasa aktörlerinin bu açığa satış işlemlerini finansal kurumların pay senedi fiyatlarını düşürmek amacıyla spekülasyon olarak gerçekleştirdikleri tespit edilmiş ve başta ABD olmak üzere bir çok finans piyasasında açığa satışlar geçici bir süreliğine yasaklanmıştır¹⁰. Örneğin, Kriz döneminde Halifax Bank of Scotland (HBOS) bankasının sermaye artırımını gerçekleştirmesinde aracılık eden iki yatırım bankasından biri olan Morgan Stanley'nin HBOS hisseleri üzerinden açığa satış yaptığı ortaya çıkması üzerine, yaptığı aracılık işlemlerinde bazı riskleri almaları beklenen bir yatırım bankasının, açığa satış yoluyla aldığı riski azaltmaya çalışmasının etik ve finansal boyutu tartışılmıştır. Ancak açığa satışların yasaklanmasının ardından, sermaye piyasalarında likiditenin ve işlem hacminin azalacağına dair tepkiler yükselmiştir. Piyasalarda, açığa satış stratejilerine, genel olarak piyasaların düzenli işleyişini bozduğu için karşı çıkmakta; volatilitiyi artırdığı, panik satışlara ve krizlere yol açtığı gibi hususlar açığa satış stratejilerinin sonuçları olarak görülmektedir. Bu nedenle, varlık fiyatlarının suni ve haksız bir şekilde düşmesini önlemek için, açığa satışa sınırlamalar getirilmesi ve hatta yasaklanması haklı görülmektedir. Ancak, açığa satışların piyasadaki likiditeyi artırması, risk paylaşımını geliştirmesi ve bilgi transferini kolaylaştırdığı da gerçektir. Bu nedenle açığa satış yasaklamaları kalıcı hale dönmemiş ancak konuya ilişkin düzenleme çalışmaları hız kazanmıştır¹¹.

Nihayet, açığa satışın sermaye piyasaları bakımından önemi göz önüne alındığında, ülkeler üstü bir düzenleme ihtiyacının doğduğunu gözeterek IOSCO Teknik Komite tarafından 2009 yılında "*Regulation of Short Selling Final Report*" hazırlanmıştır. Söz konusu Rapor ile, ülkelerin açığa satış konusunda en uygun kontrolleri sağlaması öngörülmüş; bu kapsamda açığa satış işlemlerinin anlık raporlanması ve düzenlemelere etkin şekilde uyumu sağlayacak sistemin sağlanmasının önemini altı çizilmiştir. Ayrıca anılan Raporda, sermaye piyasalarının gelişimi ve işleyişinde büyük önem arz eden açığa satış işlemlerinin türev araç pozisyonlarının hedge edilmesi, piyasa yapıcılık

⁸ <http://www.sec.gov/news/press/2007/2007-114.htm>

⁹ <http://www.sec.gov/news/press/2010/2010-26.htm>

¹⁰ Bkz: Ekte yer alan tabloda, açığa satışları yasaklayan ülkeler görülebilir.

fonksiyonunun yerine getirilmesi ve arbitraj gibi işlemlerin gerçekleştirilmesi için, yapılacak düzenlemelerden muaf tutulabileceği de işaret edilmiştir. Ancak Rapor ile öngörülen söz konusu hususlar, Krizi takiben açığa satış işlemlerinin yasaklanmadığı ülkeler için öngörülmüş olup; açığa satışın yasak olduğu ülkelerin, söz konusu işlemleri serbest bırakmasına yönelik herhangi bir zorunluluk öngörülmesi söz konusu değildir.

Açığa satışın yanında, Kriz döneminde önemli rol oynayan diğer bir piyasa işlemi, yatırım kuruluşlarının teminatın tamamlanması (*margin call*) uygulamaları olmuştur. Kriz döneminde, varlık fiyatlarında yaşanan önemli düşüşü takiben, yatırımcıların finansal kuruluşlar nezdindeki teminatlarının değeri azalmış ve söz konusu kuruluşlar tarafından yapılan teminat tamamlama çağrıları büyük artış göstermiştir. Teminat tamamlama çağrısının artmasını takiben de borç alanlar, ellerindeki varlıkları fiyatların sürekli aşağı yönlü yol izlediği bir piyasaya rağmen elden çıkarmak istemiş; birçok satış işlemi ise doğal olarak varlık fiyatlarını iyice dibe çekmiştir. Bu durumun da, teminat tamamlama çağrıları bakımından bir çıkmaz yarattığı açıktır.

“Committee on the Global Financial System”ın 2010 tarihli “*The role of margin requirements and haircuts in procyclicality*” konulu raporunda, borç verme işlemlerinde ve tezgahüstü türev araç işlemlerinde kullanılan teminatlara ilişkin düzenlemelerin ve genel anlayışın, ülkeler arasında büyük farklılık arz etmesinin sistemik riske sebebiyet verebildiği işaret edilmektedir. Aynı Raporda, teminatların önemi göz önünde bulundurularak, varlık değerlemelerinin ve risk ölçümlerinin en gelişmiş şekilde yapılmasının ve teminat yükümlülüklerinde büyük değişimleri önleyecek daha sağlam düzenlemeler öngörülmesinin önemine değinilmiştir. Raporda ayrıca, teminatın sistemik risk üzerindeki büyük etkilerinin azaltılması için, aracı kurumların daha güvenli finanse edilmesini teminen sermaye yükümlülüklerinin öngörülmesi ve merkezi karşı taraf uygulamasının teşvik edilmesi gerektiği üzerinde de durulmuştur.

Ülkemizde, SPK'nın Seri:V, No:65 sayılı Tebliğinin 29 uncu maddesinde yapılan değişiklik ile verilen yetkiye dayanan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası¹², 18.1.2013 tarih ve 417 sayılı Genelgesi ile, 1.2.2013 tarihinden itibaren İMKB-100 Endeksine dahil paylarda yukarı adım uygulamasını kaldırmıştır (EKEN:2013). ABD'de 2010 yılında getirilen alternatif yukarı adım uygulamasının ise, piyasa istikrarının sağlanması ve olası bir krizin önlenmesi bakımından yeterli olmayacağı da savunulmaktadır (MISRA,LAGI&BAR-YAM:2012). Bu gibi gelişmeler, açığa satışın düzenlenmesi konusunda henüz bir uzlaşmaya varılmamış olduğunu göstermektedir.

¹² Söz konusu dönemde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası olan unvan 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında yürütülen şirketleşme çalışmaları sonucunda “Borsa İstanbul A.Ş.” ye dönüşmüştür.

8. GENEL DEĞERLENDİRME ve SONUÇ

Küresel ekonomi ve ulusal ekonomiler, kısa sayılabilecek aralıklarla ağır ya da hafif finansal krizler yaşamakta, krizlerin ardından da düzenleyici anlayışta önemli değişiklikler meydana gelmektedir.

2007 krizinin temelinde, hemen her finansal krizde olduğu gibi, finans kuruluşlarının kontrolsüz bir şekilde büyüme ve kâr etme isteği ve bu paralelde zamanla artan ve yönetilemez hale gelen risklerin ortaya çıkması yatmaktadır. ABD’de 2007 yılında konut piyasasında başlayan çöküntü finansal piyasalarda büyük bir istikrarsızlığa neden olmuş ve daha sonra da dalga dalga bütün dünyaya yayılan küresel krizin zeminini oluşturmuştur. Ekonomik bunalımı derinden yaşayan dünya ekonomisi, yaşanan olumsuz etkileri en kısa sürede ortadan kaldırmak için işbirliği ve koordinasyon halinde çalışmakta, finans piyasalarındaki düzenleme eksiklikleri giderilmeye çalışılmaktadır. Zira, krizin yalnızca ABD ile kalmayıp tüm dünya ekonomilerini etkilediği ve olumsuz etkilerinin halen devam ettiği gerçeği, tüm finansal sistemi bir bütün olarak gözeten ve bireysel yatırımcıların yanında, sistemik riski de merkeze alan yeni bir küresel düzenleme anlayışının yaratılmasına duyulan ihtiyacı da ortaya koymuştur.

IMF, FSB, Dünya Bankası, OECD gibi küresel finans kurumlarının dünya ekonomisine yön veriyor olmaları dolayısıyla bu kurumların kriz algıları, değerlendirmeleri ve dolayısıyla çözüm reçeteleri piyasalar için önemlidir. Krizin ardından düzenleme değişikliği çalışmaları uluslararası kuruluşların liderliğinde, özellikle sistemik riskin önlenmesi ve takip edilmesi, ticari bankalar ve yatırım bankalarının fonksiyonlarının ayrıştırılması, bankaların sermaye ve likidite yeterliliklerinin sıkılaştırılması, kamuyu aydınlatma düzenlemelerinin gözden geçirilmesi, menkul kıymetleştirme daha çok düzenleme ve denetim altına tutulması, mevduat sigortalarına ilişkin hukuki yapının geliştirilmesi, açığa satış gibi piyasa işlemlerinin yeniden düzenlenmesi gibi hususlar üzerine eğilinmiştir.

Ancak, Kriz sonrası düzenleme reformları gerçekleştirilirken, piyasanın ihtiyaçlarına cevap vermeyen zayıf düzenleme yapısının krize yol açabilme olasılığının da gözden kaçırılmaması gerektiği açıktır. Zira, piyasada olası bir kriz halinde kayıpların fazlasıyla karşılanmasına yönelik bazı düzenlemeler piyasa aktörlerinin ve yatırımcıların aşırı risk yüklenmesine ve ahlaki riske sebebiyet verebilecektir. Diğer bir deyişle, krizi önlemek ve etkilerini ortadan kaldırmak için yapılan zayıf bir düzenlemenin bizzat kendisi krizin etkilerini derinleştirebilecek ya da yen bir krize yol açabilecektir. Bu nedenle, kriz sonrası düzenlemelerin iyi araştırmalar yapılmak suretiyle yatırımcıların ve piyasanın ihtiyaçlarının doğru tespit edilerek yapılması, hukuk kuralları oluşturulurken düzenlemelerin bizzat kendisinin riske yol açmasının önüne geçilmesi önem arz etmektedir. Hem düzenleyiciler, hem de piyasa aktörlerinin hangi türden düzenlemelerin işe yarayacağına ilişkin bilinçlerinin oturmasına yönelik yeterli çalışmanın yapılması gerektiği açıktır. Keza, doğru tedavi için doğru teşhis gerekir anlayışı tıpta olduğu kadar ekonomi içinde doğrudur.

Her ne kadar 2007'den bu yana reform çalışmalarında önemli yol alınsa da, yapılması gereken çok şey olduğu da ortadadır. Bu kapsamda, dünya genelinde makro ihtiyati düzenleme anlayışının oturtulması ve iyi anlaşılması, yalnızca gelişmiş ekonomiler için değil, gelişmekte olan ve küresel krizden etkilenen ekonomilere yönelik çalışmalara da ağırlık verilmesi, menkul kıymetleştirmenin ABD'de yeniden hız kazanmaya başlaması dolayısıyla bu alanda çalışmaların devam ettirilmesi, bankaların sermaye yeterliliklerinin güçlendirilmesi gibi hususlara ağırlık verilmesi gerekmektedir. Özellikle hükümetler ve merkez bankalarının birlikte hareket ederek finansal alanda uluslararası standartlar geliştirmesi ve küresel finansal piyasaların daha sağlıklı işlemesi, istikrarın sağlanması ve şoklara karşı dayanıklılığın artırılması için uluslararası işbirliğinin sağlanması da büyük önem arz etmektedir.

Kanımızca, Kriz sonrası ortaya konan düzenleme çalışmalarının halihazırda devam eden bir süreç arz etmesi ve Basel III başta olmak üzere bir çok düzenlemenin henüz tam olarak yürürlüğe konmamış olması karşısında, gerçekleştirilen reform çalışmalarının ne derece yerinde olduğunun tespiti zorlaşmaktadır. Şöyle ki pek çok düzenleme önerisi henüz tekemmül etmiş hukuki metinlere dönüşmüş bile değildir. Keza bu dönüşümün kolay olmayacağına dair sinyaller de alınmaktadır. Nitekim kriz sürecinde bir şekilde ayakta kalmayı başarmış olan bankalar, öngörülen katı sermaye ve likidite yükümlülükleri gibi düzenlemelere itiraz etmeye başlamış bulunmaktadır.

Küresel finans sisteminde yaşanan hemen her krizin ardından düzenleme reformlarına başvurulması neredeyse bir gelenek haline almış olmakla beraber, krizin önlenmesine yönelik olarak hazırlanan söz konusu düzenlemelerin beklenenin tersine yeni krizlere gebe olması da olasıdır. Keza, başta ABD'de olmak üzere dünya piyasalarında finans kurumlarının kurtarıma operasyonlarının bu kadar büyük çaplı olmasının, sistemin gelecekteki olası finansal krizlere karşı kırılganlığını artırmış olması da mümkündür. Zira kamunun büyük çaplı müdahalesinin ahlaki riski artırması kaçınılmaz olup, bu piyasa katılımcılarının umut edilenin aksine daha riskli ve sorumsuz hareket edecekleri anlamına gelmektedir.

Sonuç olarak, uluslararası kuruluşlar başta olmak üzere finans piyasalarının bütün düzenleyicileri krize tepkisel bir yanıt vermiş gözükmektedir. Ancak bu yanıtın doğruluğu konusunda bir şey söylemek için henüz erkendir. Zira uygulama bir yana hukuki altyapı bile henüz tamamıyla oluşturulmuş değildir. Bu kapsamda önceki bölümlerde açıklanan reform ve düzenleme çalışmalarının ne kadarının gerçek bir analiz ve çözüm çabası içerdiğini ne kadarının sırf tepki vermiş olma kaygısıyla girilmiş gürültüler (*noise*) olduğunu test etmek için henüz çok erken olduğu düşünülmektedir. Ancak kamunun tarihte görülmemiş bir şekilde finans piyasasının işleyişine müdahil olup yükümlülük altına girmiş olmasının eski düzenleyici parametrelerde önemli değişiklikleri zorunlu kılacağı açıktır.

EK: Ülkeler tarafından alınan önlemler

	Para Politikası Araçları			Finansal Sisteme İlişkin Kriz Önlem Araçları								Uluslararası Kuruluşlar		Diğer	
	Faiz Oranı Değişiklikleri	Zorunlu Karşılık Oranlarında Değişiklik	Döviz Kuru Müdahalesi	Mevduat Garantisinin Artırılması	Bankaların Yeniden Sermayelendirilmesi	Likidite Enjeksiyonu	Banka Kredi/Borçlarına Devlet Garantisi Verilmesi	Kamulaştırma /Fona Devir	Ticari Tahvillerin Alınması İçin Fon Ayrılması	İpotekli Konut Kredisi Tahvillerinin Alınması	Açığa Satışın Yasaklanması	Toksik Varlıkların Alınması	Swap Kanalı	IMF	Diğer
ABD	x			x	x	x	x	x	x	x	x	x			
Kanada	x					x	x			x	x		x		
İngiltere	x			x	x	x	x	x		x	x	x			
Almanya	x			x	x	x	x			x	x	x			x
Fransa	x			x	x	x	x			x					
İtalya	x			x	x	x	x			x			x		
Avusturya	x			x	x		x			x			x		
Belçika	x			x	x		x	x		x					
Çek Cum.	x														
Danimarka	x			x		x	x		x	d					
Finlandiya	x			x			x			x					
Yunanistan				x	x		x								
Macaristan	x			x	x	x	x							x	x
İrlanda	x			x	x		x	x							
Lüksemburg				x			x								
Hollanda	x			x	x	x	x			x	x				x
Danimarka	x			x									x		
Norveç	x					x	x						x		x
Slovak Cum.	x			x											
Polonya				x		x									
Portekiz	x			x	x	x	x					x			
İsveç	x			x	x	x	x			x		x			
İspanya	x			x			x			x	x		x		x
İsviçre	x			x		x			x				x		x
İzlanda	x		x	x	x			x				x	x	x	x
Rusya				x	x	x	x	x							
Avustralya	x			x		x	x			x	x				x
Çin	x					x									x
Japonya	x					x	x		x		x		x		
Yeni Zelanda	x			x		x	x						x		
Güney Kore	x		x		x	x	x						x		x
Hindistan	x	x	x			x									x
Meksika	x		x	x		x	x					x	x		x
Brezilya	x	x	x	x		x							x		x
Arjantin	x	x	x	x		x									x
Türkiye	x	x	x			x									

(ERDÖNMEZ.2009:101)

KAYNAKÇA

1. ACHARYA, Viral V. & BIGGS, John: “On the Financial Regulation of Insurance Companies”: NYU Stern School of Business, 2009, Ağustos.
2. ADRIAN T.& BRUNNERMEIER, M.K.: “CoVar”: Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, 2010.
3. ATAMAN ERDÖNMEZ, Pelin: “Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınana Önlemler Kronolojisi”, Bankacılar Dergisi, Sayı:68, 2009.
4. BCBS(a): Basel Committee on Banking Supervision, “*Press Release (Group of Governors and Heads of Supervision Announces Higher Global Minimum Capital Standards)*”, 12 September 2010, Basel.
5. BCBS(b): Basel Committee on Banking Supervision, “*Calibrating Regulatory Minimum Capital Requirements and Capital Buffers: A Topdown Approach*”, October 2010, Basel.
6. BCBS(c): Basel Committee on Banking Supervision, “Basel III: International Framework for Liquidity risk Management, Standards and Monitoring”, December 2010, Basel.
7. BDDK Çalışma Tebliği: “ABD Mortgage Krizi”, Sayı:3/Ağustos 2008.
8. BRANDEIS, Louis: “Other People’s Money And How Bankers Use It”, 1913
9. CAN, A.V. & BENGÜ, H.: “Küresel Finansal Kriz ve Muhasebe”, Global Mali Kriz ile ilgili Uluslararası Konferans’ta sunulan bildiri, 2009.
10. CAN, A.V.: “Krizin Muhasebesi ve Muhasebenin Krizi”, Mali Çözüm Dergisi, Sayı:97-2010.
11. CANNATA, Francesco & QUAGLIARIELLO, Mario: “Basel III and Beyond: A Guide to Banking Regulation After Crisis”, Risk Books, 2011.
12. CHUFF, Christopher B.: “Rolling the Dice on Regulatory Reform: Gambling Law as a Framework for Regulating Structured Investments”, Villanova Sports and Entertainment Law Journal, 2011.
13. CLEMENT, Piet: “The term macroprudential, origins and evolution”: BIS Quarterly Review, March 2010.
14. ÇETİN, Nusret: “Legal Reform in the Aftermath of the Financial Crisis: Opportunities and Challenges for Emerging Market Economies”, 2012.
15. DAVIS, Kevin: “Regulatory Reform Post the Global Financial Crisis: An Overview”, Report Prepared for the Melbourne APEC Finance Centre.
16. EKEN, Tayfur: “Küresel Finansal Krizden Sonra Açığa Satış Düzenlemeleri ve İMKB Üzerine Bir Çalışma”, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, Mart 2013, İstanbul.
17. GOODHART, C.A.E.: “The Regulatory Response to the Financial Crisis”, CESIFO Working Paper No: 2257, March 2008.

18. GÜL, Şakir Ercan: “Global Kriz Sonrasında Dünya’da ve Türkiye’de Mevduat Sigortacılığı”, TMSF Bilimsel Yayın Organı Çatı Dergisi, Yıl:6 Sayı:26, 2011.
19. HALDANE, A.G.: “Rethinking the Financial Network”: Bank of England, 2009.
20. KUTLU, H. Ali & DEMİRCİ, N. Savaş: “Küresel Finansal Krizi Ortaya Çıkaran Nedenler, Krizin Etkileri, Krizden Kısmi Çıkış ve Mevcut Durum”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Ekim/2011.
21. LAUX, Christian & LEUZ Christian: “Did Fair Value Accounting Contribute to the Financial Crisis?”, Chicago Booth Working Paper No:41, 2009.
22. MASTERS, Brooke: “FSA to give way to Twin Peaks System”: Financial Times, April 1 2013, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/32ebdd78-97bf-11e2-97e0-00144feabdc0.html#axzz349DGdiqL>
23. MISRA, V.&LAGI, M.&BAR-YAM Y.: “Evidence of market manipulation in the financial crisis” arXiv:1112.3095, December 13, 2011 (Addendum: January 4, 2012).
24. MORENO, Ramon: “Policymaking From A Macropprudential Perspective In Emerging Market Economies”: Monetary and Economic Department, Working Paper, Basel 2011.
25. PARTNOY, Frank: “Financial Systems, Crises and Regulation”, Legal Studies Research Paper Series, No: 14-154, May 2014.
26. RICHARDS, Dan: “The Subprime Crisis Explained”: 2008. <http://www.strategicimperatives.ca/blog/wpcontent/themes/richards/files/TheSubprimeCrisisExplained.pdf>
27. SAK, Güven: “Glass Steagal’den Volcker Kuralı’na Doğru, Finansal Reform Tartışmaları Ne Alemde?”: Referans Gazetesi, 24.10.2010, <http://www.tepav.org.tr/tr/kose-yazisi/s/1329>
28. SHIJIAN, Zhou: “When Will US Subprime Mortgage Crisis End?”: 17.3.2011, <http://www.antaike.com/gj/1212-english.PDF>.
29. SOROS, George: “The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means”, Public Affairs, 2008, New York.
30. ŞAHİN, İlhan: “Küresel Finansal Kriz Esnasında Geliştirilen Bankacılık Düzenlemelerinden Basel III Kriterlerinin Kapsamı ve Uygulama Süreci”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Temmuz/2013.
31. TCMB 2010: “Finansal İstikrar Raporu”, 2010 Aralık.
32. The Economist, Special Report: “International Banking: Chained but untamed”: May 14, 2011.
33. The Economist: “Securitisation, When it goes wrong...”: October 20, 2007.
34. The Economist: “The Return of Securitization, Back from the dead”: January 11, 2014.

35. TOPBAŞ, Dr. Neslihan: “Finansal Kriz Ortamında Bankaların Muhasebe Sistemlerinde Gerçeğe Uygun Değerleme Yönteminin Etkileri”, Bankacılar Dergisi, Sayı: 68, Yıl: 2009.
36. TUNAY, Necla & TUNAY, K.Batu: “Finansal Krizler ve Sigortacılık: Deneysel Bulguların Işığında Türk Sigorta Sektörüne Dair Değerlendirmeler”, Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi, Yıl:2013, Cilt: XXXV, Sayı:II, S: 81-104.
37. VICKERS, J: “How to Regulate The Capital And Corporate Structures of Banks?” 2011.
38. WESSEL, David: “In FED We Trust: Ben BERNANKE’s War on the Great Panic”, Crown Business, 2009 New York.