

Aktif Menkul Kıymetleştirmesi

Pelin Ataman Erdönmez*

I. Giriş

Aktif menkul kıymetleştirmesi finansal sektörde en önemli reformlardan birisi sayılmaktadır. İlk menkul kıymetleştirme işlemi¹ Amerika'da 1970'lerde meydana gelmiş ve ev ipoteği kredilerinin kredi kurumları tarafından bir havuzda toplanması ve yeniden pazarlanmasına yönelik olmuştur. Aktif menkul kıymetleştirmesi yapan kuruluşlar, menkul kıymetleştirme aracılığıyla (i) 1988 Basel Sermaye uzlaşısıyla belirlenen sermaye yeterlik zorunluluklarını azaltılması, (ii) finansman kaynaklarına daha uygun koşullarda ulaşılması, (iii) finansal aktif ve yükümlülükler arasındaki vade uyumsuzluğunun giderilmesi (iv) bilançodaki aktiflerin farklı ekonomik ve coğrafik sektörlerde riski dağıtmak suretiyle dengelenmesi amaçlarından bir veya bir kaçının gerçekleştirilmesini hedeflemektedir.

Aktif menkul kıymetleştirmesi küresel sermaye piyasalarının büyümesine önemli katkılar sağlamıştır. Bunun yanında menkul kıymetleştirme süreci hem yatırımcılara hem kredi kuruluşlarına önemli faydalar sunmaktadır.

Bu çalışmada aktif menkul kıymetleştirmesi süreci teori bazında ülke uygulamaları da göz önünde bulundurularak ele alınmaktadır. Bu çerçevede çalışmanın birinci bölümünde aktif menkul kıymetleştirmenin tanımı, menkul kıymetleştirmede rol oynayan taraflar, sözleşme türleri ve avantajlarından bahsedilmektedir. İzleyen bölümlerde ise Amerika, Avrupa ve Latin Amerika ülkeleri ve en son olarak da Türkiye'de menkul kıymetleştirme sürecinden kısaca bahsedilmektedir. Sonuç bölümünde ise çalışmanın kısa bir değerlendirmesi yapılmaktadır.

II. Aktif Menkul Kıymetleştirmenin Tanımı

Menkul kıymetleştirme likit olmayan aktiflerin ihraç edilebilecek ve sermaye piyasalarında alım satımı yapılabilecek menkul kıymete dönüştürülmesidir. Bu kapsamdaki aktifler arasında ikametgah amaçlı ipotekler, otomobil kredileri, kredi kartı alacakları ve kira ödemeleri yer almaktadır.

Aktif menkul kıymetleştirmesi teminatlandırılmış krediden veya aktife dayalı menkul kıymetlerden ya da üçüncü bir kişiye satılan diğer finansal alacaklardan farklıdır. Menkul kıymetleştirmenin temel unsuru iyi aktiflerin bir şirket ve finansal kurumun bilançosundan ayrılması ve yatırımcılara yüksek kalitedeki menkul kıymetlere dayanan aktiflerin kullanılmasının sağlanmasıdır. Kurumlar için menkul kıymetleştirme finansmanın yeni ve ucuz bir şeklidir. Etkin kredi programları olup da sermaye kısıtı yaşayan finansal kuruluşlar için menkul kıymetleştirme aktiflerin bilançodan kaldırılması ve sermayenin daha fazla kredi tahsisi için serbest bırakılması anlamına gelmektedir. Aktif menkul kıymetleştirme alternatif bir fonlama kaynağı olabilmekte ve menkul kıymetler işlem hacmi geniş ve yüksek kredi derecesine sahip likit ürün olduklarından, ikincil piyasalarda aktif olarak alım satımı yapılabilmek-

* Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılık ve Araştırma Grubu.

tedir. Yatırımcılar için menkul kıymetler benzer kurumsal tahvillere göre daha fazla getiri ve farklı yatırım araçları için çeşitlenme sağlamaktadır.

1. Aktif Menkul Kıymetleştirmesinde Temel Oyuncular

Kredi veren kurum (originators): Menkul kıymetleştirilecek krediyi (veya diğer alacakları) tahsis eden taraftır. Kredi veren kurum, zaman içinde açmış olduğu veya ikincil piyasalardan satın aldığı kredilerle varlığa dayalı menkul kıymetlerin teminatı olan alacak havuzunu oluşturmakta ve bu havuzu, bunlara dayalı menkul kıymet ihraç etmesi için özel amaçlı kuruma satmakta veya devretmektedir.

Hizmet veren firma: Menkul kıymetleştirilen aktif portföyünü yöneten taraftır. Bu da genelde kredi veren kurumdur. Hizmet veren firma, menkul kıymetlerin bağlı oldukları alacakların anapara ve faizinin vadesinde toplanmasından ve zamanında ödenmeyen hesapların takibinden sorumludur.

Düzenleyici: Aktif portföylerini yapılandıran, sözleşme koşulları hakkında müzakere eden ve tavsiyelerde bulunan taraftır.

Garantör: Aktife dayalı menkul kıymetleştirmelerin satışını garantileyen taraftır.

Özel amaçlı kurum: Kredi veren kurumun oluşturduğu alacak havuzunu satın veya devralarak bunlara bağlı menkul kıymet ihraç etmek amacıyla kurulmuştur. Kredi veren kurumun, bilançosunda bulunan varlıklarını menkul kıymet haline dönüştürüp, bunları doğrudan satması söz konusu olmamaktadır.

Derecelendirme kuruluşu: Aktife dayalı menkul kıymetleştirmeler için kredi derecelendirmesi yapan kuruluştur.

Yatırımcılar: Bankalar, sigorta şirketleri yatırım fonları ve diğerleri de dahil olmak üzere borç enstrümanlarını satın alan kuruluşlardır.

Süreci kolaylaştıran taraflar: Menkul kıymetleştirmede özel bir rolü olan aktife dayalı menkul kıymetleştirmeler için tröstler, vergi danışmanları, denetçiler, piyasa yapımcıları gibi diğer taraflardır.

Ticaret bankaları, tasarruf bankaları, finans şirketleri ve kurumlar menkul kıymetleştirilen kredilerin ve benzer aktiflerin temel ihraççılarıdır. Menkul kıymetleştirilen aktiflerin türü genişledikçe ihraççıların sayısı artmaktadır. Kredi ihraç eden kuruluşlar (originators) çoğunlukla büyük bankalar olmaktadır.

2. Aktif Menkul Kıymetleştirme Sözleşme Türleri

Aktife dayalı menkul kıymetler temel olarak üç türdür:

1. Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler (Pass-through securitization): Bu tür menkul kıymetleştirmede alacaklar kredi veren kurumun bilançosundan çıkartılarak özel amaçlı kuruma satılmaktadır. Bu tür menkul kıymetlerde yatırımcılara vade ve faiz oranı bakımından birbirine benzer özellikler gösteren varlıklardan oluşan bir portföye ya da alacak havuzuna doğrudan ortak olma imkanı sağlanmaktadır. Ödeme aktarmalı menkul kıymetler kredi veren

kurumlara riskli varlıklarını bilanço dışına çıkartma imkanı sağladığı için kurumların bilançoları daha risksiz hale gelmekte, böylelikle kurumlar daha iyi koşullarla ve ucuza fon sağlayabilme imkanına kavuşmaktadır. Bu tür menkul kıymetleştirmede kredi veren kurum, zaman içinde kullandığı kredilerinden doğan alacaklarını bir araya getirerek bir alacak havuzu oluşturmakta ve bunu özel amaçlı kuruma satmaktadır. Kredi veren kurum, özel amaçlı kuruluş alacak havuzuyla birlikte alacakları üzerindeki bütün mülkiyet haklarını da devretmekte ve böylece alacakların kredi riski ile kredi veren kurumun kredi riski birbirinden tamamen ayrılmaktadır. Özel amaçlı kurum tarafından alacak havuzunu satın alma ve bunlara dayalı menkul kıymet ihraç etme işlerinin sorumluluğu özel amaçlı kurum adına bağımsız bir kuruluş olan yedd-i emin'e verilmektedir. Yedd-i emin, ayrıca, yatırımcıların korunması ve bilgilendirilmesi görevini üstlenmektedir.

2. *Aktife Dayalı Menkul Kıymetler (Asset backed securitization)*: Gayrimenkullerden ziyade menkul kıymetlere dayalı menkul kıymetleştirmedir. Otomobiller, kredi kartları vb. bu tür örnekleri oluşturmaktadır. Menkul kıymet piyasalarında aktife dayalı menkul kıymetler ile ipoteğe dayalı menkul kıymetler arasında ayırım yapılması yaygın bir uygulamadır. Ancak, Amerika dışındaki piyasalarda aktife dayalı menkul kıymet ipoteğe dayalı olanlar da dahil olmak üzere menkul kıymetleştirilen enstrümanları kapsamaktadır. Aktife dayalı menkul kıymetler geleneksel şirket tahvilleri gibi sabit bir getiriye ve belirli bir vade yapısına sahip olup bunların geleneksel tahvillerden farklı yatırımcılara yapılacak anapara ve faiz ödemelerinin kredi veren kurumun alacakları ile oluşturduğu havuzla teminat altına alınmasıdır. Belirtilen havuz saklanmak üzere yedd-i emin'e devredilir. Buna ek olarak teminatlardan sağlanan nakit akımları da doğrudan varlığa dayalı tahvillerin anapara ve faiz ödemelerinde kullanılmaktadır. Bu teminatlar ancak yatırımcılara yapılacak ödemelerin aksaması durumunda devreye girmektedir. Alacak havuzunda yer alan varlıkların kredi veren kurumun bilançosunun aktifinde bulunmasından ötürü, varlığa dayalı tahvillerde fazla teminatlandırma söz konusudur. Çünkü, bu tür bir finansmanda alacakların kredi riski ile kredi veren kurumun kredi riski birbirinden ayrılmış durumdadır. Eğer teminatların değeri dönemler içerisinde tahvil değerinin altına düşmüş ise, teminat miktarı artırılmaktadır. Fazla teminatlandırma sayesinde yatırımcılar; alacakların tahsil edilememesi riskinden, piyasa değerlerindeki düşüşlerden ve bunların vadelerinden önce ödenme riskinden korunmaktadırlar.

Aktife dayalı menkul kıymetler sabit veya değişken faiz ödeyebilir, kısa veya uzun dönemli olabilirler. Sabit vadeli veya değişken koşullarda ön ödemeli veya çağrılabilir (callable) olabilirler. Aktife dayalı menkul kıymetlerin bazıları kamu tarafından bazıları özel kuruluşlar tarafından ihraç edilirken, bu menkul kıymetlerin bir bölümü yerel para cinsinden bazıları ise yabancı para cinsinden olabilir. Borsaya kote olup olmamaları ise tercihe bağlıdır.

3. *Nakit Akımlı Menkul Kıymetler: (Pay-through asset securitization)*: Nakit akımlı menkul kıymetler ödeme aktarmalı menkul kıymetler ile varlığa dayalı menkul kıymetlerin bazı özelliklerinin bir araya getirilmesiyle oluşturulmuş bir menkul kıymetleştirme yöntemidir. Bu menkul kıymetler varlığa dayalı tahvillere benzer olarak kredi veren kurumun borcu şeklinde yapılandırılmış menkul kıymetlerdir. Kurumun pasifinde yükümlülük olarak yer almayı sürdüren bu menkul kıymetlerin nakit akımları ödeme aktarmalı menkul kıymetlerin akımlarıyla benzerlik göstermektedir. Yatırımcılara yapılacak ödemeler bu menkul kıymetlerin bağlı oldukları teminatlardan gelen nakit akımlarıyla karşılanmaktadır. Alacak havuzundaki varlıklar karşılığında ihraç edilen nakit akımlı tahviller kredi veren kurumun veya bir alt kuruluşu olan özel amaçlı kurumun borcu olarak bilançosunun pasifinde yer almaktadır. Bu varlıklardan sağlanan nakit akımları ise tahvillerin anapara ve faiz ödemelerinde kullanılırlar. Bu yöntemde kredi veren kurum, alacaklarının anapara ve faiz gelirlerini kendi tercih ettiği bi-

çimde nakit çıkışına neden olacak ödeme planına sahip tahviller şeklinde ihraç ederek alacaklarını verimli değerlendirme imkanına kavuşmaktadır. Bu yöntemin ödeme aktarmalı menkul kıymetlerden farkı değişik vadelerde menkul kıymet ihraç edilebilmesi ve satılabilmesidir. (Hepşen,2005,s.36-45)

3. Aktif Menkul Kıymetleştirmesinin Avantajları

Menkul kıymetleştirme bankacılık faaliyetleri ile aracılık hizmetlerini birleştirmek suretiyle taraflara bir çok avantaj sağlayabilmektedir. Bankalar genellikle mevduatlar yoluyla fon toplamak, kredi tahsis etmek ve vadeye kadar elinde tutmak şeklinde paket hizmetler sunmaktadır. Menkul kıymetleştirme sürecinde ise bu faaliyetler ayrı ayrı piyasa oyuncularının elindedir. Menkul kıymetleştirmede hizmetlerin bu şekilde farklı kuruluşlar tarafından gerçekleştirilmesi etkinliğin artmasını sağlamaktadır.

Menkul kıymetleştirme bankaların hegemonyasını kırmış olmakla birlikte, bankalara kredi satmak ve komisyon ücreti almak suretiyle kazançlarını artırma imkanı tanımaktadır. Bankalar ve banka holding şirketleri menkul kıymetleştirme işine seçilen hizmetlerde piyasa fonksiyonlarını sürece eklemek suretiyle girmişlerdir.

Tablo 1: Aktif menkul kıymetleştirmesinden beklenen faydalar

Kredi Tahsis Eden Kuruluşa Sağladığı Faydalar	<ul style="list-style-type: none"> - Aktiflerin satılması - Satışlardan kar elde edilmesi - Serbest kalan sermayenin daha fazla kredi tahsisinde kullanılması
Yatırımcılara Sağladığı Faydalar	<ul style="list-style-type: none"> - Çeşitlenmenin artması - Likiditenin sağlanması - Derecelendirilmiş menkul kıymetlerden yüksek getiri elde edilmesi - Potansiyel ticaret karları
Müşterilere ve Borçlulara Sağladığı Faydalar	<ul style="list-style-type: none"> - Düşük fon maliyeti - Kredi formlarının seçimlerinin artması - Düzenli fon imkanı
Yatırım Bankalarına Sağladığı Faydalar	<ul style="list-style-type: none"> - Yeni üretim kanalları - Ücret ve kredi tahsis eden kuruluşların düzenli akımları - Ticaret hacmi ve karları - Yenilik için potansiyel ve piyasa genişlemesi

Aktif menkul kıymetleştirmesi kredi veren kuruluşun özellikle uzun dönemli ipotek kredilerinde aktifleri (kredileri) ve pasifleri (mevduat hesapları) arasındaki vade uyumunu sağlamaktadır. Menkul kıymetleştirme bankanın bilançosundan kredilerini kaldırmak suretiyle bankanın tutmak zorunda olduğu sermaye gereksinimlerini de azaltmaktadır. Böylelikle bankanın daha fazla kredi verme ve yatırım yapma imkanı doğmaktadır. Menkul kıymetleştirme yapan bankalar için sermaye gereksiniminin düşürülmesi daha fazla kredi tahsisinin yolunu açmaktadır. Aktif menkul kıymetleştirmenin diğer bir doğrudan faydası finansal aktiflerin nakde çevrilmesi suretiyle bilançonun likiditesinin artırılmasıdır.

III. Amerika’da Aktif Menkul Kıymetleştirmenin Gelişimi

Tüketici kredisi alacakları, kredi kartları, otomobil sözleşmeleri ev hisse senedi kredileri, ev kredilerinin menkul kıymetleştirmesi görece olarak yeni bir konu olmakla birlikte ipoteklerin menkul kıymetleştirilmesi Amerika’da 1970’lerden beri yapılmaktadır. 1970’lerden önce bankalar (yatırımcılar ve finansal piyasalar arasında) geleneksel bankacılık ürünleri açısından aracılık görevini üstlenmişlerdir.

1970’lerde ve özellikle 1980’lerde ikinci piyasaların doğuşu ipotek havuzlarının büyük çoğunlukla üç kuruluş tarafından standartlaştırılmasıyla gerçekleşmiştir. The Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), the Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), ve devlet tarafından ihraç edilen krediler için the Government National Mortgage Association (Ginnie Mae).² Bu kurumlar devlet garantili ipoteklerin satın alınması ve bunların menkul kıymet ihraç etmek suretiyle fonlanmasına aracılık etmişlerdir. 1970’de Ginnie Mae yeni bir kredi piyasası aracı ihraç etmiştir. Böylelikle, menkul kıymetleştirme ortaya çıkmıştır. Amerika’da menkul kıymetleştirmede en önemli itici güç hükümetin ev sahipliğini özendirmesidir. Bu amacı gerçekleştirmek üzere ipotek piyasaları için ikincil piyasalar oluşturulmuştur.

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

IV. Avrupa’da Menkul Kıymetleştirme

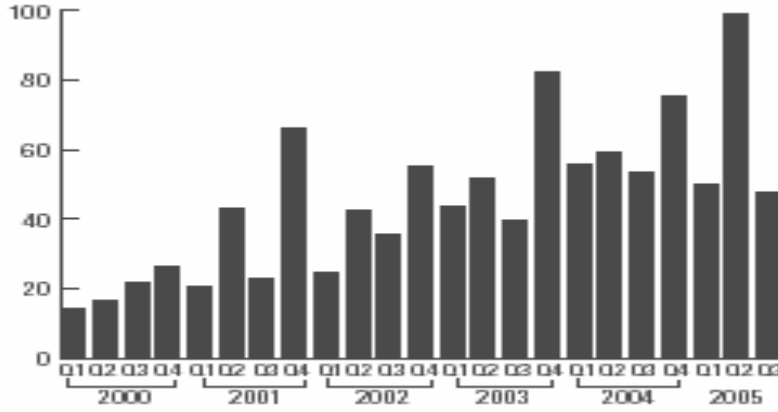
Avrupa’da menkul kıymetleştirmenin gelişimi Amerika’dan bir çok nedenle oldukça farklıdır. Öncelikle Avrupa’da menkul kıymetleştirme için motivasyon sağlayacak öncü bir kamu kuruluşu bulunmamaktadır. Hatta bir çok kamu kuruluşu menkul kıymetleştirmenin gerçekleştirilmesini zor bulmuştur. Ayrıca, Avrupa ülkeleri içinde farklı yasal düzenlemeler menkul kıymetleştirmenin gelişiminin önünde engel teşkil etmiştir. Avrupa menkul kıymetleştirme için Amerikan modelini benimserken, bu modeli kendi iç dinamiklerine göre değiştirmek zorunda kalmıştır.

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

Bununla birlikte, aktif menkul kıymetleştirmesinin uzun dönemde Avrupa’da başarılı olabilmesi için entegrasyon sürecinde olduğu gibi yasal ve diğer engellerin ortadan kaldırılması gerekmektedir. Yine de Amerika ile Avrupa piyasalarında menkul kıymetleştirmede farklılıklar kalmaya devam edecektir. Örneğin, Amerika’da menkul kıymetleştirme daha çok perakende satışlar üzerinden gerçekleşirken, Avrupa’da daha çok kurumsal satışlar üzerinden gerçekleşmektedir. Ayrıca, hemen bütün ipotek dayalı menkul kıymet piyasaları Ameri-

ka'daki ödeme aktarmalı menkul kıymetleştirmenin aksine nakit aktarmalı menkul kıymetleştirmeler şeklindedir. Ödeme aktarmalı menkul kıymetleştirme Avrupa'da hemen hiç yapılmamaktadır.

Tablo 1: Avrupa'da Menkul Kıymetleştirme (Milyar Euro)



Avrupa menkul kıymet piyasası 2005 yılında genişlemeye devam etmekle birlikte Amerika'ya kıyasla önemli oranda küçük kalmıştır. Aktife dayalı menkul kıymetlerin toplam hacmi 2005' in ilk üç çeyreğinde yüzde 9,5 artarak 179,2 milyar euro'dan 196,2 milyar euro'ya yükselmiştir. Avrupa Menkul Kıymetleştirme Forumu (European Securitisation Forum Forecasts) tarafından gerçekleştirilen bir araştırmaya göre menkul kıymet ihracındaki büyümenin 2006 yılında da devam etmesi beklenmekte, menkul kıymet ihracının 2005'de tahmin edilen 283 milyar euro'dan yüzde 15 artarak 325 milyar euro'ya ulaşması öngörülmektedir.

Avrupa ülkeleri arasında Avrupa menkul kıymet piyasalarına katılım değişkenlik göstermektedir. İngiltere menkul kıymet ihracında en büyük piyasa payına sahiptir. Bunu sırasıyla Almanya, İtalya, Hollanda ve İspanya izlemektedir.

V. Diğer Piyasalar: Asya ve Latin Amerika

Amerika ve Avrupa'ya kıyasla diğer ülkelerde menkul kıymetleştirme henüz gelişme aşamasındadır. Gelişmekte olan ülkelerde ilk menkul kıymetleştirme Uluslararası Finans Kurulu tarafından 1995 yılında gerçekleştirilmiştir. Hem Asya'da hem de Latin Amerika'da menkul kıymet ihraççıları menkul kıymetleştirmeyi alternatif finansman olarak görmeye başlamalarına rağmen, özellikle likidite sıkışıklığında bunu bir kerelik bir operasyon olarak değerlendirebilmektedirler. Amerika ve Avrupa'dan sonra Japonya menkul kıymet piyasalarında en aktif ülkedir. Japonya'daki artış eğiliminin, bankaların gayrimenkul ve hisse senedi fiyatlarının çöküşünden önce verilen kredilerle daha çok ilgilenmeye başlamasıyla artması beklenmektedir.

Japonya ve Avustralya'dan sonra Asya ve Güney Pasifik ülkelerinde menkul kıymetleştirme oldukça düşük kalmıştır. Bunun en önemli sebebi yasal alt yapının yeterli olmaması ve tarafların haklarının yeterince korunmamasıdır. Bölgede bankacılık ve kurumsal sektörün hızla büyüdüğü dikkate alınırsa menkul kıymet piyasalarının da hızla büyüyeceği öngörülmektedir. Özellikle Güney Kore ve Singapur'da işlem hacminin artması beklenmektedir.

Hong-Kong'da gayrimenkule dayalı bir çok işlem gerçekleştirilmiş, daha kısıtlı da olsa Tayland, Malezya ve Filipinlerde menkul kıymetleştirme faaliyetleri gerçekleşmiştir. Latin Amerika ülkelerinde ise Brezilya, Venezuela ve Meksika en aktif menkul kıymet piyasalarına sahip ülkelerdir.

VI. Türkiye'de Menkul Kıymetleştirme

Menkul kıymetleştirme işlemi, sermaye piyasası mevzuatında Seri:III, No:14 sayılı Tebliğ ile düzenlenmiştir. Söz konusu tebliğ hükümlerine göre, menkul kıymetleştirme işlemine konu edilebilecek varlıklar; tüketici kredileri, konut kredileri, finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar, ihracat işlemlerinden doğan alacaklar, bankalar dışındaki mal ve hizmet üretimi faaliyetlerinde bulunan anonim ortaklıklar ile mevzuata göre özelleştirme kapsamına alınanlar dahil kamu iktisadi teşebbüslerinin müşterilerine yaptıkları taksitli satışlardan doğan senede bağlanmış alacaklar, Tarım Kredi Kooperatifleri aracılığıyla verilen bireysel kredilere ilişkin olarak T.C. Ziraat Bankasının senede bağlanmış alacakları, T. Halk Bankası'nca esnaf ve sanatkarlarla küçük işletmelere açılan ihtisas kredileri ile gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföydeki gayrimenkullerinin satış veya satış vaadi sözleşmelerinden kaynaklanan senetli alacaklardır. Söz konusu varlıklar konu edilerek ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler, iskonto esasına göre satılabileceği gibi, dönemsel ve değişken faiz ödemeli olarak da satılabilir. Aynı tebliğ hükümlerine göre, varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edebilecek kuruluşlar; bankalar, finansman şirketleri, finansal kiralamaya yetkili kuruluşlar, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile genel finans ortaklıkları ile sınırlandırılmıştır.

Yurt dışı uygulamasında, sağlayacakları nakit akımları önceden belirlenebilir niteliğe sahip olan kredi kartı alacakları, taşıt kredileri, tüketici kredileri ve ipotekler gibi varlıkların kullanımıyla başlayan menkul kıymetleştirme işlemlerinde, mali piyasalarda yaşanan gelişmeler neticesinde farklı özelliklere sahip birçok varlık, karmaşık yapılarda sıklıkla kullanılmaktadır. Basit bir menkul kıymetleştirme işleminde kaynak firma, işleme konu edeceği varlıklardan bir havuz oluşturur. Oluşturulan havuz, bu varlıkları devralma ve karşılığında menkul kıymet ihraç etme yetkisine sahip bir kuruluşa devredilir. Varlıkların devredildiği kuruluş da edindiği varlıkları karşılığında menkul kıymet ihraç ederek yatırımcılara satar. Bu işlemler esnasında, yed-i emin kuruluş, portföyün saklanması, değerlendirilmesi ve nakit akımlarının kontrolü için devreye girer (Öcal, 1997:12). Tanımlanan şekilde ilerleyen bir menkul kıymetleştirme işleminde, verilen kredilerden doğan alacaklar bilanço dışına çıkarılmakta ve söz konusu alacaklardan doğan kredi riski, işlemde yer alan diğer taraflara devredilmektedir (SPK, s. 7).

TBMM'de görüşülmekte olan Konut Finansman Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun Tasarısı'nda ipotek finansmanı kuruluşları sermaye piyasası kurumu olarak tanımlanmış, faaliyet konuları sayılmış ve bu kuruluşlarla ilgili olarak Sermaye Piyasası Kurulu'na detaylı düzenleme yapma yetkisi verilmiştir. İpotek finansmanı kuruluşları ve konut finansmanı kuruluşları, konut finansmanından kaynaklanan alacaklara dayalı sermaye piyasası araçlarını yatırımcılara arz edebilecektir.

Tasarıda, konut finansman kuruluşları tarafından ihraç edilmek üzere ipotek teminatlı menkul kıymetler (covered bonds) ve ipoteye dayalı menkul kıymetler olmak üzere iki yeni sermaye piyasası aracının oluşturulması öngörülmüştür.

İpotek teminatlı menkul kıymetler (covered bonds) bir çok yönden ipoteye dayalı menkul kıymetlere (mortgage-backed securities) benzemektedir. Her iki ürün de sermaye pi-

yasalarında borç menkul kıymetlerinin ihracı için ipotek kredilerinin teminat olarak kullanılması esasına dayanmaktadır. Bununla birlikte, aralarında yapısal ve yasal açılardan önemli fark bulunmaktadır. En uzun soluklu ipotek teminatlı menkul kıymet piyasası Alman Pfandbriefe'dir. Hollanda, İrlanda, İspanya ve İngiltere gibi diğer Avrupa piyasalarında da ipotek teminatlı menkul kıymet piyasaları bulunmaktadır.

Bu sermaye piyasası araçlarının Türkiye'de konut finansman fonlarına erişimini ve tüketicilerin geri ödeme güçlerini artıracakları konut finansmanı sağlayan kuruluşların ise likiditelerini artıracakları ve risklerini daha iyi yönetecekleri düşünülmektedir. Gerçekten de hem ipotek teminatlı menkul kıymetler (covered bonds) hem de ipoteye dayalı menkul kıymetler ve diğer ipotekli menkul kıymetler konut finansman sistemine önemli katkı yapmaktadır.

Konut finansmanından beklenen başarının sağlanması için diğer ülke örneklerinin göz önünde bulundurulmasında fayda bulunmaktadır. Söz konusu ülke deneyimlerinden elde edilen sonuçlar şöyle özetlenebilir:

- Bir ülkenin ipotekli menkul kıymetleri ihraç etmeden önce yeterli yasal, düzenleyici birincil ve ikincil piyasa altyapısını oluşturması yeterli koşul değil, bir zorunluluktur.
- Kamu sektörünün ipotekli menkul kıymet ihracında aktif rolü oynaması konut finansman sisteminin başarısını her zaman garanti etmemektedir. Sermaye piyasası fonlaması için hem yatırımcılar hem de piyasa aktörleri tarafından gerekli talebin olması önemlidir. Kamunun en önemli rolü, düzenleyici olması yanında menkul kıymet ihracı ve yatırımı önündeki engelleri kaldırmak ve konut finansmanı için gerekli yasal ve düzenleyici çerçeveyi oluşturmaktır.
- Sermaye piyasası araçlarından daha basit olanların daha başarılı olduğu gözlemlenmiştir. Sermaye piyasası araçları içinde en etkin araç genellikle tahvil ihracı olmaktadır. İpotek teminatlı menkul kıymetler genellikle sermaye sorunu olmayan, iyi imajı olan istikrarlı bir bankacılık sektörünün varlığı halinde ve portföy çeşitliliği olan yüksek aktif kalitesine sahip konut finansmanı kuruluşlarının olduğu bir sistemde beklenen etkiyi yaratabilmektedir.

Ülke düzenlemelerinin birbiriyle uyumlu olmasının ve konunun ülke mevzuatlarında alt düzenlemeler yerine, kanunlarda ayrıntılı olarak düzenlenmesinin, ipotek teminatlı menkul kıymetlerin uluslararası sermaye piyasalarındaki satış başarısında etkili olduğu gözlemlenmektedir. Bu aracın en önemli özelliği fon yapısından farklı olarak, menkul kıymetleştirilen varlıkların ihracının bilançosu içinde kalması ve kredi riskine karşılık ihracının garanti vermemesidir. Ayrıca, Sermaye Piyasası Kanuna eklenen maddeler ile varlık finansmanı fonları ve konut finansmanı fonları tanımlanmıştır. Konut finansmanı fonları konut alacaklarının menkul kıymetleştirilmesi amacıyla oluşturulmuş, yurt dışında 'özel amaçlı araçlar' olarak adlandırılan özel yapılara karşılık gelecek şekilde düzenlenmiştir. Konut finansmanı fonu kapsamı dışında kalan diğer alacaklarla ilgili menkul kıymetleştirme aracına da ihtiyaç duyulmuş ve bu alacakların menkul kıymetleştirilmesine imkan vermek amacıyla genel nitelikli menkul kıymetleştirme aracı olarak varlık finansmanı fonları düzenlenmiştir.

VII. Sonuç ve Değerlendirmeler

Aktif menkul kıymetleştirme için uygun bir yasal yapı oluşturulması ve kredi riskinin yönetilmesi aktife dayalı bir menkul kıymet ihracının başarısı için gerekli en önemli unsurlar-

dandır. Amerika’da ve diğer bazı ülkelerde aktife dayalı menkul kıymet piyasaları yeteri kadar gelişmiştir ve riskler dikkatli bir şekilde tanımlanmış ve en iyi şekilde yönetilecek şekilde dağıtılmıştır. Bankalar gibi kredi tahsis eden kuruluşlar için aktif menkul kıymetleştirilmesi; aktiflerin bilançodan kaldırılması, ekonomik açıdan en iyi faydanın sağlanması ve kredi tahsisi için daha fazla sermayenin serbest kalması anlamına gelmektedir. Bugün bu teknikler Asya ülkelerine transfer edilmiştir. Asya ülkeleri için aktif menkul kıymetleştirilmesi yeni ve ucuz bir finansman tekniğidir.

Aktif menkul kıymetleştirme tekniklerinden en yaygın ve en eski olanı ipoteğe dayalı menkul kıymetleştirmedir. İpotek teminatlı menkul kıymetler ilk olarak 18. yüzyılın sonlarında Avrupa’da kullanılmış olup, bugün konut finansmanında en yoğun kullanılan bir üründür. Amerika’da daha karmaşık üretilmiş finans ürünleri ile birlikte bu ürünler borç stokunun yüzde 50’sinden fazlasını fonlamaktadır.

Bir çok ekonomide sermaye piyasaları konut finansmanı için uzun dönemli finansman sağlanması için cazip ürünler sunmaktadır. İpotekli menkul kıymet ihracı (teminatlı tahvil, daha karmaşık üretilmiş finans ürünleri vb.) konut finansmanı sağlayan kuruluşların bu fonlama kaynaklarına daha kolay erişimini sağlarken, risklerini daha iyi yönetme ve dağıtma imkanı tanımıştır.

İpotekli menkul kıymetler bir çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomisine çok önemli katkılar sağlamaktadır. Şöyle ki;

- Sermaye piyasalarından ipotekli menkul kıymet ihraç etmek suretiyle fonlanma sağlanması ipoteklerin likiditesini artırmakta, böylelikle hem konut finansmanı kuruluşlarının hem de tüketicinin riskinin azalması sağlamaktadır.
- Sermaye piyasaları bu menkul kıymetleri ihraç etmek suretiyle kaynakların uzun dönemli kullanılması için çok önemli bir faktör olan aktifin makul bir süre ve değerinde tasarruf edilmesine imkan tanıyan bir hizmet sunmaktadır.
- Uzun dönemli fonlama kaynaklarına erişimin sağlanması sistemdeki likidite riskini azaltmakta ve konut alanların kredilerini geri ödeme güçlerini artırmaktadır.
- İpotekli menkul kıymetler birincil piyasalarda rekabetin artmasına imkan tanımaktadır. Sermaye piyasasında fonlama kaynaklarının oluşturulması, finansman sağlayan kuruluşların fonları toplamak için pahalı fonlama kaynaklarını (örneğin şube ağıları) tercih etmelerini engellemektedir.
- Rekabetin ve uzmanlığın artması konut finansman sisteminin etkinliğini artırmakta, maliyet ve marjların düşmesini sağlamaktadır.
- Sermaye piyasası fonlama araçları kredi vadelerinin uzamasını sağlamaktadır. Kısa dönem yükümlülükleri olan finansman kuruluşları genellikle kısa dönem ipotek imkanı tanımaktadır. Uzun dönemli konut kredileri özellikle düşük faizli ortamda bireylerin ödeme gücünü artırabilmektedir.

Bununla birlikte, diğer ülkelerde yaşanan deneyimler bir çok gelişmekte olan ülkede ipotekli menkul kıymetlerin oluşturulmasının önünde önemli engellerin bulunduğunu göstermektedir. Bu ülkelerde genellikle ikamet amaçlı borçlanma düşük düzeydedir. Finansman

sağlayan kuruluşlar önemli kredi, likidite ve faiz oranı riski ile karşı karşıyadır. Bunun sonucunda konut finansmanı bu ülkelerde pahalı olmaktadır. Konut finansmanının başarısı güçlü bir yasal ve düzenleyici çerçeve, liberal bir finansal piyasa ve birincil ve ikincil ipotek piyasasının gelişmesi gibi bir çok faktöre bağlıdır. Bu faktörlerin gerçekleştirilmesi uzun zaman almakta, yasal ve düzenleyici alt yapının geliştirilmesi ciddi devlet desteği gerektirmektedir. Bu alt yapı gereksinimi ise menkul kıymet ihracı yoluyla fonlama maliyetini daha da artırmaktadır.

Dipnotlar

¹ 1960'ların sonunda Federal Ulusal İpotek Piyasaları Birliği (Federal National Mortgage Association-Fannie-Mae) gibi devlet destekli kredi kuruluşları ve Devlet Ulusal İpotek Kuruluşu-Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) mevcut ipoteklerin satıldığı ikincil piyasaların oluşturulması amacıyla kurulmuştur. Bu kurumlar devlet garantili ipoteklerin satın alınması ve bunların menkul kıymet ihraç etmek suretiyle fonlanmasına aracılık etmişlerdir. 1970'de Ginnie Mae yeni bir kredi piyasası aracı ihraç etmiştir. Böylelikle, menkul kıymetleştirme ortaya çıkmıştır.

² Bu kuruluşlardan en eskisi Fannie Mae olup, Federal Ev kredileri için ikincil piyasaların oluşturulması amacıyla 1930'larda kurulmuştur. 1968 yılında Vietnam Savaşı'nın bütçe baskısıyla Fannie Mae bütçesini özel, devlet tarafından desteklenen bir kuruluşa devretmiştir. Ginnie Mae Fannie MAe'nin devamı niteliğinde oluşturulmuş olup, amacı Fannie Mae'nin görevlerini sürdürmek ve devlet kredileri için ikincil piyasaları oluşturmaktır. Freddie Mac 1970 yılında ipotek kuruluşları için ikincil piyasanın oluşturulması amacıyla kurulmuştur. Fannie Mae ve Freddie Mac detaylar dışında benzer görevleri yerine getirmektedir.

Kaynakça

- Alles, L. (2001), "Asset Securitization and Structured Financing: Future Prospects and Challenges for Emerging Market Countries", www.imf.org.
- Basel (2002), "Changes to the Securitization Framework", www.bis.org
- Bhattacharya A, Fabozzi F. (1996), "**Asset-Backed Securities**", The Trepp Group
- Committee on the Global Financial System (2006) "Housing Finance in the Global Financial Market, CGFC Papers, No 26", www.bis.org
- Dwight, J, Renaud, B. (1995), "Securitization in European Mortgage Markets", [www. faculty.haas.berkeley.edu](http://www.faculty.haas.berkeley.edu).
- Giddy, I.H. (2000), "Asset Securitization in Asia", www.giddy.org.
- Hepşen, A. (2005), **Bir Finanslama Yöntemi Olarak Menkul Kıymetleştirme: İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetleştirme ve Türkiye Uygulaması**, İstanbul Ticaret Odası Yayın No: 2005-13
- Rinne A. (2004), "An analysis of The Treatment of Asset Securitization Under the Proposed Basel II Accord and the US Banking Agencies' Advance Notice of Proposed Rulemaking", <http://fletcher.tufts.edu>.
- Yılmaz, U. (2000), "Türkiye'de İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Merkezinin Kurulması", www.spk.gov.tr.