

MENKUL KIYMETLEŞTİRME

Prof. Dr. Güven SAYILGAN
Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakóltesi
İŐletme Bölümü Muhasebe-Finansman
Anabilim Dalı Öğretim Üyesi

**İpotek Piyasaları
ve
İkincil İpotek Piyasası**

İPOTEK ve İPOTEK PİYASALARI

İpotek Nedir?

İpotek; arsa, bina gibi gayrimenkul bir malın, doğmuş veya ileride doğabilecek bir borca karşılık alacağın güvence altına alınması amacıyla, tapuya kayıt edilmesi ve ayrıca sözleşme yapılması sonucu ortaya çıkan mal rehnidir.

Eğer mülkü alan kişi (ipotek yaptıran) kredi veren tarafa (ipotek yapan) ödeme gücünü içine düşerse, kredi veren taraf krediyi kapama ve ipotek yapılmış olan mülkü sattırarak alacağını geri alma hakkına sahiptir.

İpotek Piyasalarının Tarihsel Gelişimi

1913 yılında Milli Bankaların ipotek kredisi düzenlemesine izin verilmesi, ipotek patlamasına yol açmış ve her türde ipotek kredisinin düzenlenerek piyasanın genişlemesine neden olmuştur.

Büyük ekonomik kriz'e kadar canlı bir şekilde devam eden piyasa, çeşitli kredi veren kurumların iflası ile durgunluğa girmiştir. Devletin ipotek piyasasını düzenleyen kamu kurumlarını devreye sokması ile ABD'de günümüz ipotek piyasasının temeli oluşturulmuştur.

Son yıllarda ipotek piyasaları, devlet desteğinde ve federal devletlerin sigorta garantisi nedeniyle oldukça yaygınlaşarak ikincil piyasalarda tahvillerle boy ölçüşür duruma gelmiştir.

İpotek Piyasaları

İpotek piyasası; ipotek kredilerinin oluşturulduğu birincil piyasanın ve bu ipotek kredilerinin teminatı altında ihraç edilmiş menkul kıymetlerin alım satımının yapıldığı ikincil piyasanın bir bütünüdür.

Bu piyasalar konut üretimi ve satışından başlayıp para ve sermaye piyasalarından geçerek tasarrufların değerlendirilmesi aşamasına kadar uzanan bir dizi işlemde oluşmaktadır.

İpotek kredileri, ipotek karşılığında konut alımının ya da yapımının finansmanı amacıyla yönelik olup, bu krediler tüm ticari bankalarda halen tüketici kredisinin bir alt çeşidi olarak “konut kredisi” bölümünde verilmektedir.

İpotek Piyasaları (2)

- Kredinin tesis edilmesi; bir finansal kurumun, ödünç almak isteyen birisine gayrimenkul ipoteği karşılığında kredi açması durumudur.
- Kredinin yönetilmesi ise; tesis edilmiş olan konut kredisine ait aylık anapara ve faiz ödemelerini tahsil etme, kayıtları tutma ve benzer işlemleri takip etme fonksiyonudur.
- Yatırım; ipoteği nihai olarak portföyünde bulunduran kişi veya kuruluşun üstlendiği bir fonksiyon olmaktadır. İlk krediyi açan kimse ipoteği portföyünde tutarsa, yatırımcı kendisi olmaktadır. Şayet krediyi açan, ipoteği satarsa, artık yatırım fonksiyonu ikinci krediöre geçecektir.
- Transformasyon; bir konut kredisini kolayca pazarlanabilir ve oldukça likit olan bir araca dönüştürülmesi fonksiyonudur.
- Sigorta ise kredinin ödenmemesi veya programa uygun bir şekilde ödenmemesi riskinin paylaşılması işlemleridir.

İpotek Piyasaları (3)

İpotek piyasasını para piyasasından ayıran özellikler aşağıdaki gibidir:

- İpotek piyasasında hizmet veren kurumların sunduğu krediler bir gayrimenkul ipoteğiyle teminata bağlanmış olduğundan, borçlunun ödeyememesi halinde borcun tasfiyesi için kullanılacak hazır bir değer varlığı mevcuttur.
- İpotek kredileri genellikle borç alanların imkânları ölçüsünde biçimlendirildiğinden, vade ve tutar olarak çok çeşitlidirler. Bu çeşitlilik nedeniyle kredi olarak ikincil piyasada devri kolay değildir.
- İpotek kredisi veren kreditorler genellikle çoğu küçük ölçekli finansal girişimci olduklarından borçlular hakkında yeterli ve sağlıklı bilgi toplamada yetersizdirler.
- İpoteğe dayalı menkul kıymetler açısından ipotek piyasası daha gelişmiştir. Buradaki menkul kıymetlerin belirli tip ve tutarlarının bulunması ve ihraç eden kurumların belirlenmiş olması, söz konusu menkul kıymetlere olan talebi artırmaktadır.

BİRİNCİL İPOTEK PİYASASI

Birincil ipotek piyasası alıcı ve satıcıların doğrudan ve ilk kez iletişim içine girdikleri piyasalardır. Bireylere doğrudan konut kredisi kullandıran kurumlardan oluşur. Bunlar; ticari bankalar, konut kredisi konusunda uzmanlaşmış olan kredi şirketleri (Mortgage Company), tasarruf ve kredi sandıkları (Saving and Loan Associations) ve kredi birlikleri (Credit Union) gibi kuruluşlardır.

Birincil İpotek Piyasası Kurumları

Özel Sektör Tarafından Kurulan ve Birincil Piyasada Faaliyet Gösteren Kurumlar

- Ticari Bankalar
- Tasarruf Kurumları
- Emeklilik Fonları ve Sigorta Şirketleri
- Yatırım Ortaklıkları
- İpotek Kredileri Sigorta Kurumları
- İpotek Şirketleri
- İpotek Bankaları

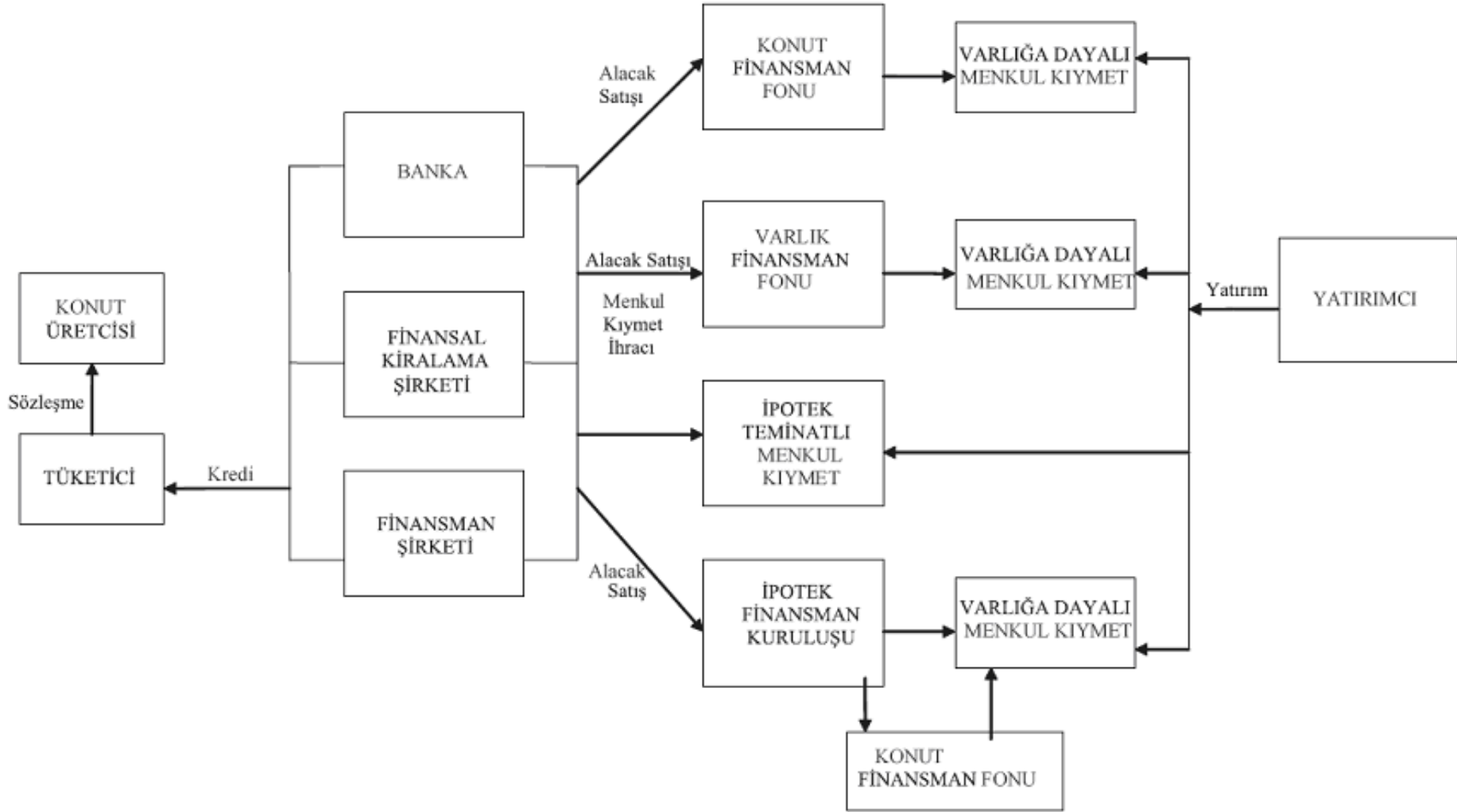
Birincil İpotek Piyasası Kurumları

Hükümet Tarafından Kurulan ve Birincil Piyasada Faaliyet Gösteren Kurumlar

1. Eyalet Kredi Acenteleri ve Bölgesel Kredi Kurumları
2. Federal Kredi Acenteleri
3. Hükümet Destekli İpotek Kredisi Sigorta Kurumları

BİRİNCİL PİYASA

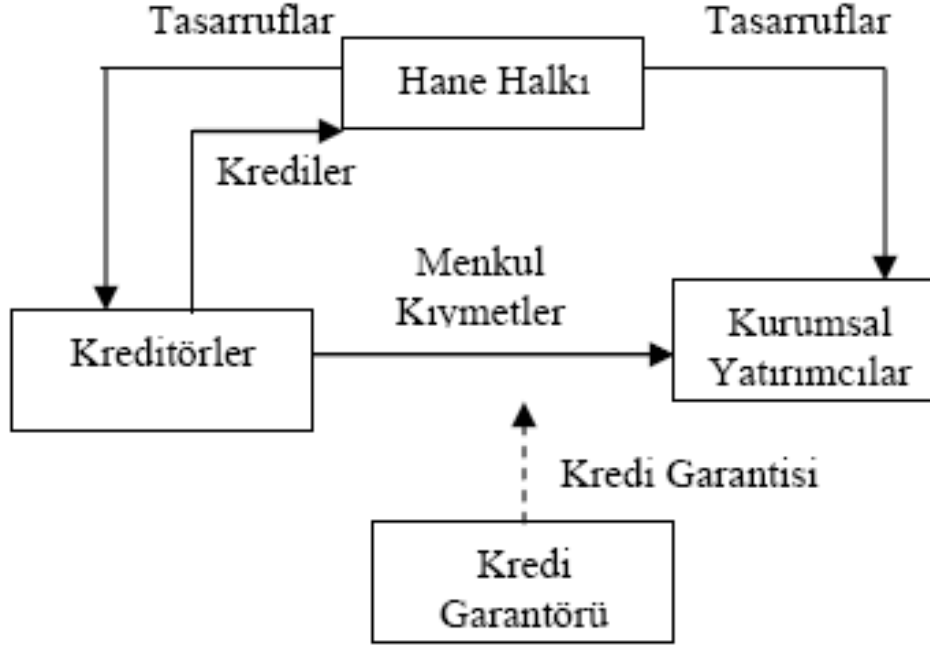
İKİNCİL PİYASA



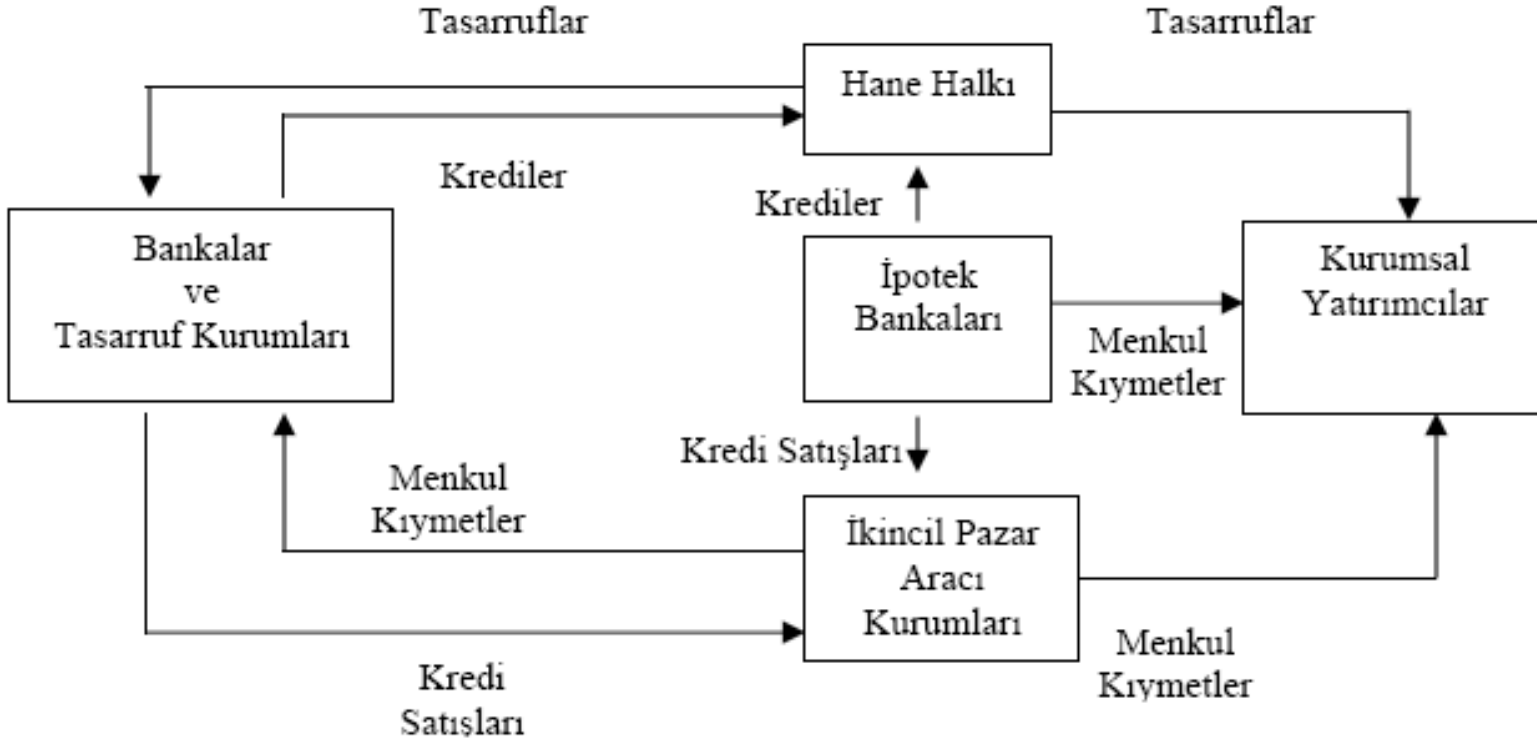
İKİNCİL İPOTEK PİYASASI

İkincil ipotek piyasası, ipotek kredisinin birincil piyasada açıldıktan sonra alınıp satıldığı piyasalardır. İkincil piyasada yer alan kuruluşlar, bireylere doğrudan konut kredisi vermezler. Bunun yerine, birincil piyasadaki kreditorlere devamlı ve istikrarlı bir şekilde fon girişi sağlayarak, bu kurumların daha fazla konut kredisi vermesini mümkün hale getirirler.

İki temel ikincil ipotek piyasası modeli bulunmaktadır. Bunlar; direkt satış ve aracılık üstlenimi ile satıştır.



Avrupa’da ihraç edilen ipotēe dayalı menkul kıymetlerin birçoğu ipotek kredisi düzenleyenler tarafından direkt satışı yapılmaktadır. Kredi garantörlüğü ise üçüncü bir kesim tarafından veya ipotek kredisi havuzu sigortalayanlarca yapılmaktadır.



İpotek kredilerinin aracılık yüklenimiyle satış sisteminde kreditorler vermiş oldukları kredileri bir havuzda toplarlar ve bir fon veya özel amaçlı kurum vasıtasıyla bu kredileri menkul kıymetleştirirler.

İkincil ipotek piyasaları, transformasyon (ipotek kredisini kolayca pazarlanabilir ve likit getirir bir araca dönüştürme) ve yatırım (ipotek kredisini portföyünde bulundurma) gibi hizmetlerde yoğunlaşmaktadır.

İkincil piyasanın en önemli fonksiyonu, konut piyasasına esnek bir fon arzı sağlamasıdır. Yani kredi talebi oluştuğunda, talep karşılayabilme mekanizması meydana getirmektedir.

İkincil İpotek Piyasası Kurumları

Temelde birincil ve ikincil ipotek piyasasında faaliyet gösteren kurumlar birbirine çok benzer. Bunun nedeni pek çok firmanın hem birincil hem de ikinci piyasada faaliyet gösterebilmesidir. Ancak genelde hükümetler tarafından kurulmuş olan bazı kurumlar sadece ikincil piyasada faaliyet gösterirler.

ABD İpotek Piyasası Kurumları; Federal İpotek Birliđi (FNMA), Hükümet İpotek Birliđi (GNMA), Federal İpotek Kredileri (FHLMC), Federal Kredi Acenteleri ile Özel Firmalar ve Derecelendirme Şirketleri olarak sayılabilir.

Federal İpotek Birliđi (FNMA)

Amerikan Kongresi 1938'de FNMA'yi İnşaat Finans Kurumu'nun (Reconstruction Finance Corporation) bir parçası olarak kurmuştur. Kuruluř amacı FHA'nın birincil piyasada yüklendiği misyonu ikincil piyasada devam ettirmektir.

FNMA; FHA ve VA tarafından sigorta edilmiş olan ipotek kredilerinin, ikinci el piyasasının oluşturulmasını sağlayan kurumdur. FNMA aynı zamanda, FHA ve VA tarafından sigorta edilmiş olan ipotek kredilerini, yatırım amacıyla da satın almaktadır.

Hükümet İpotek Birliđi (GNMA)

GNMA ipotek grupları oluşturarak bunlara dayalı menkul kıymet ihraç eden (ipotek kredilerini menkul kıymetleştiren) özel kurumları ihraç etmiş olduğu menkul kıymetlerden kendi standartlarına uygun olanlara garanti vererek (hükümet garantisi) ikinci el ipotek piyasasının oluşumu ve gelişimine destek vermektedir.

GNMA Amerikan hükümetinin FHA ve VA'nın sigorta ettiği ipotek kredilerini satın alarak konut ipotek kredisi piyasasını desteklemektedir. GNMA; belirlemiş olduğu özelliklere sahip klasik ipotek kredilerini de satın almaya başlamış, böylece ipotek kredisi piyasası daha geniş bir ölçüde hükümetin desteğine konu olmuştur.

Federal İpotek Kredileri (FHLMC)

1970'de çıkartılan bir kanun ile kurulan FHLMC hem klasik hem de FHA ve VA garantili ipotek kredilerini almaya yetkili kılınmıştır. FNMA de bu iki kredi grubuna dayalı havuzlarla çalıştığı için FHLMC klasik kredilerde FNMA ise FHA ya da VA garantili kredilerde uzmanlaşmıştır.

FHLMC'nın ihraç ettiği borçlanma senetleri ve menkul kıymetler şöyle sıralanabilir:

- Kırık Senetler (Discount Notes and Debentures)
- İpotek Katılım Sertifikaları (Mortgage Participation Certificates)
- Teminatlı İpotek Yükümlülükleri (Collateralized Mortgage Obligations)
- Garantili İpotek Sertifikaları (Guaranteed Mortgage Certificates)

Federal Kredi Acenteleri

ABD’de birincil ve ikincil ipotek piyasasında faaliyet gösteren pek çok federal kredi kurumu vardır. Bunlar genelde tarım sektöründe faaliyet göstermektedirler. 1987’deki yasal düzenlemeleri temel alan bu kurumlar tarım sektörüne destek vermek amacını gütmektedirler.

Özel Firmalar

Hükümetin ikincil piyasa ihtiyacını fark etmesi ve gerekli hukuki düzenlemeleri yapmasının ardından menkul kıymetleştirmedeki kar olanaklarını gören özel sektör kurumları birer ikişer piyasada yer almaya başlamışlardır. Hukuken özel sektör kurumları hükümet kurumları gibi menkul kıymet ihraç etme yetkisine sahiptir. Bu kurumların ihraç ettikleri menkul kıymetlerin hükümet menkul kıymetlerinden farkı derecelendirmeye ihtiyaç duymalarıdır.

Derecelendirme Şirketleri

Menkul kıymetlere yatırım yapmanın yatırımcı açısından temel avantajı; tek tek ipotek sözleşmelerine yatırım yapmaktan daha az risk taşımaktadır. Bir menkul kıymete yatırım yapmak isteyen yatırımcının havuzu oluşturan kredi sözleşmelerinin niteliği, nakit akımları, faiz oranları, kredi havuzunun taşıdığı güvenceler gibi pek çok faktörü incelemesi gerekmektedir. Bu incelemeleri yatırımcılar yerine derecelendirme şirketleri yapar ve ihraç edilen menkul kıymete bir derece verir.

İkincil İpotek Piyasası Araçları (İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler) (Mortgage Backed Securities, MBS)

İpoteğe dayalı menkul kıymetler (Mortgage - Backed Securities, MBS) daha önce düzenlenmiş olan ipotek kredilerinin bir araya getirilmesiyle oluşturulan ipotek grubuna dayalı olarak ihraç edilmiş olan menkul kıymetlerdir.

İpoteğe dayalı menkul kıymet araçları;

- İpotekten geçen menkul kıymetler (Mortgage Pass-Through securities)
- Teminatlı İpotek Yükümlülükleri (Collateralized Mortgage Obligations)
- Getirisi Ayrılan İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (Stripped Mortgage Backed Securities)
- İpoteğe Dayalı Tahviller (Mortgage Backed Bonds) olmak üzere dört çeşittir.

İpotekten Geçen Menkul Kıymetler (Ödeme Aktarmalı Menkul Kıymetler) (Mortgage Pass-Through Securities, MPS)

İpotekten geçen menkul kıymetler, finansal kurumlar tarafından verilmiş olan gayrimenkul ipotek kredileri bir araya getirilerek oluşturulan ipotek grubuna dayalı olarak ihraç edilen bir menkul kıymet türüdür.

Bu menkul kıymetler, tek tek ipotek kredilerine yatırım yapmaktansa, bir ipotek grubuna yatırım yapılması ve çeşitlendirme yoluyla riskin azaltılmasını sağlamaktadır. Ayrıca bu menkul kıymetlerin likiditeleri çok yüksektir.

Teminatlı İpotek Yükümlülükleri (Collateralized Mortgage Obligations CMO)

Teminatlı ipotek yükümlülükleri ilk kez FHLMC ile 1983 yılında ihraç edilmiş ve hızla yaygınlaşmıştır. Bu menkul kıymet türünün bu kadar hızlı yaygınlaşmasının temel nedeni MPS'lerin getirisine sahip olması ama onun taşıdığı nakit akımlarındaki belirsizlikten kaynaklanan riskleri taşımamasıdır.

CMO, erken ödeme riskini ortadan kaldırmak ve yatırımcılar arasında paylaşmak amacıyla piyasaya çıkarılmıştır. İpotekten geçen menkul kıymetlerde, aylık anapara ve faiz toplamından oluşan nakit akımları yatırımcılara eşit dağıtım esasına göre dağıtılırken, CMO'nun işleyişi, yatırımcılar arasında sınıflar ve sınıflar arasında öncelik sırası oluşturup anapara ve faiz ödemelerinin öncelik esasına göre dağıtılmasına dayanmaktadır.

Getirisi Ayrılan İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler (Stripped Mortgage Backed Securities, SMBS)

SMBS'ler diğer ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemelerinin oransal dağıtım esasının aksine, yatırımcılar arasında eşit olmayan dağıtım esasına göre paylaşmaktadır. Çünkü piyasada farklı risk/getiri beklentisi içerisinde olan yatırımcılar bulunmaktadır. Bu yatırımcıların beklentilerine karşılık vermek amacıyla bu menkul kıymet türü piyasaya sürülmüştür.

İpoteğe Dayalı Tahviller (Mortgage Backed Bonds, MBB)

İpoteğe dayalı tahviller, işleyiş açısından normal tahvillerle büyük benzerlik göstermektedir. İpoteğe dayalı tahviller, ihraççının borç yükümlülüğüdür. Teminat olarak kullanılan ipoteklerin nakit akışı, ipoteğe dayalı tahvillerin nakit akışından farklıdır. Borçlu, ipoteklerin nakit akışını, anapara ve faiz ödemelerine ayırmamaktadır. Teminat olarak tutulan ipoteklerin fonksiyonu, borçlunun borcunu ödeyememesi durumunda ortaya çıkmaktadır. Teminat olarak tutulan ipotekler satılıp borç ödemesinde kullanılmaktadır.

İkincil İpotek Piyasası ve Menkul Kıymetleştirme

Varlıkların nakit akımlarının menkul kıymetlere dönüştürülmesi olarak tanımlanabilecek olan menkul kıymetleştirme, ilk olarak 1970'li yıllarda ABD'de ortaya çıkmış ve kısa sürede önemli gelişmeler göstermiştir.

Menkul kıymetleştirme süreci geleneksel finansman yöntemlerinden daha karmaşık bir yapıya sahip olduğu için çok sayıda katılımcıyı içerir. Menkul kıymetleştirmede fon akışının sağlanması için gerekli her işlem katılımcılardan biri tarafından yürütülmekte ve böylece ihtisaslaşma sağlanmaktadır. Bu yapı nedeniyle menkul kıymetleştirme için “yapılandırılmış finansman” terimi de kullanılmaktadır.

İkincil İpotek Piyasasının Konut Finansmanındaki Rolü

Konut piyasasının etkinliğini sağlamak amacıyla kurulmuş olan kamusal veya kamu destekli kurumların, gerek birincil ipotek piyasası ve gerekse ikincil ipotek piyasası üzerinde çok olumlu etkileri vardır. Bu amaçla Kongre tarafından kurulan Federal Merkez Bankası iskonto mekanizması yoluyla ticari bankalara likidite sağlarken, Federal Konut Kredi Bankaları (Federal Home Loan Banks) uzman konut finansman kurumları için gerekli olan likiditeyi sağlamaktadırlar.