

# MENKUL KIYMETLEŞTİRME

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

# MENKUL KIYMETLEŞTİRME

## Menkul Kıymetleştirme'nin Tanımı:

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

# Menkul Kıymetleştirme eşitleri:

- \* Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme
- \* Gayrimenkule dayalı menkul kıymetleştirme
- \* Sigorta primi gelirlerine dayalı menkul kıymetleştirme
- \* İpoteğe dayalı menkul kıymetleştirme
- \* Gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirme

- Varlığa dayalı menkul kıymetleştirme-Asset backed securities: Menkul kıymete ilişkin anapara ve faiz ödemeleri, menkul kıymetleştirilen varlıklardan elde edilen nakit akımı ile yapılır.
- \* VDMK'lere konu olacak alacak türleri tüketici kredileri, konut kredileri, finansal kiralama sözleşmesinden doğan alacaklar, ihracat işlemlerinden doğan alacaklar ve diğer alacaklar denilen üretim faaliyetlerinde bulunan anonim ortaklıklar ile kamu iktisadi teşebbüslerin müşterilerine yaptıkları taksitli satışlardan doğan senede bağlanmış alacaklardır.
- \* ⚡ İpoteğe dayalı menkul kıymetleştirme-Mortgage backed securities: Menkul kıymetleştirilen alacakların ipotek teminatı taşınması durumunda gerçekleşir. (Daha güvenli!)
- \* ⚡ Gelecekteki nakit akımlarına dayalı menkul kıymetleştirme: gelecekte elde edilmesi beklenen nakde dayalı olarak yapılan menkul kıymetleştirmedir. (Nakit ileride doğacak!)

- \* Menkul kıymetleştirmede, bir şirkete ait alacaklar o şirketin varlıklarının (aktifinin) dışına çıkarılabilir ve geri ödemesi söz konusu alacaklardan elde edilecek nakit akımları ile yapılacak bir menkul kıymet ihraç edilir. Temel amaç, alacakları riskten korumaktır.
- \* Bu yüzden de varlığa dayalı menkul kıymetler, fona ihtiyaç duyan, alacakların sahibi şirket (kaynak şirket - originator) tarafından değil, sadece alacaklara güvenli bir liman (safe harbor) olması amacıyla devreye giren bir kuruluş (özel amaçlı kuruluş” - “special purpose vehicle) tarafından ihraç edilebilir.

# Tipik bir menkul kıymetleştirme işleminde:

Fona ihtiyaç duyan kaynak şirket



(alacak havuzu)



özel amaçlı kuruluş



(varlığa dayalı menkul k.)



sermaye piyasaları

## Menkul Kıymetleştirmenin Tarihi:

- \* İlk defa 1970 yılının şubat ayında ABD’de Amerikan Hükümeti’ne bağlı bir kuruluş olan “Hükümet Ulusal İpotek Kurumu” (Government National Mortgage Association- GNMA veya Ginnie Mae) tarafından ödeme aktarmalı (pass-through) menkul kıymetler şeklinde başlamıştır.
- \* İlk örnekler, Ginnie Mae tarafından ipotek kredilerinden doğan alacakların menkul kıymet haline getirilerek yatırımcılara satılması şeklinde olmuştur.

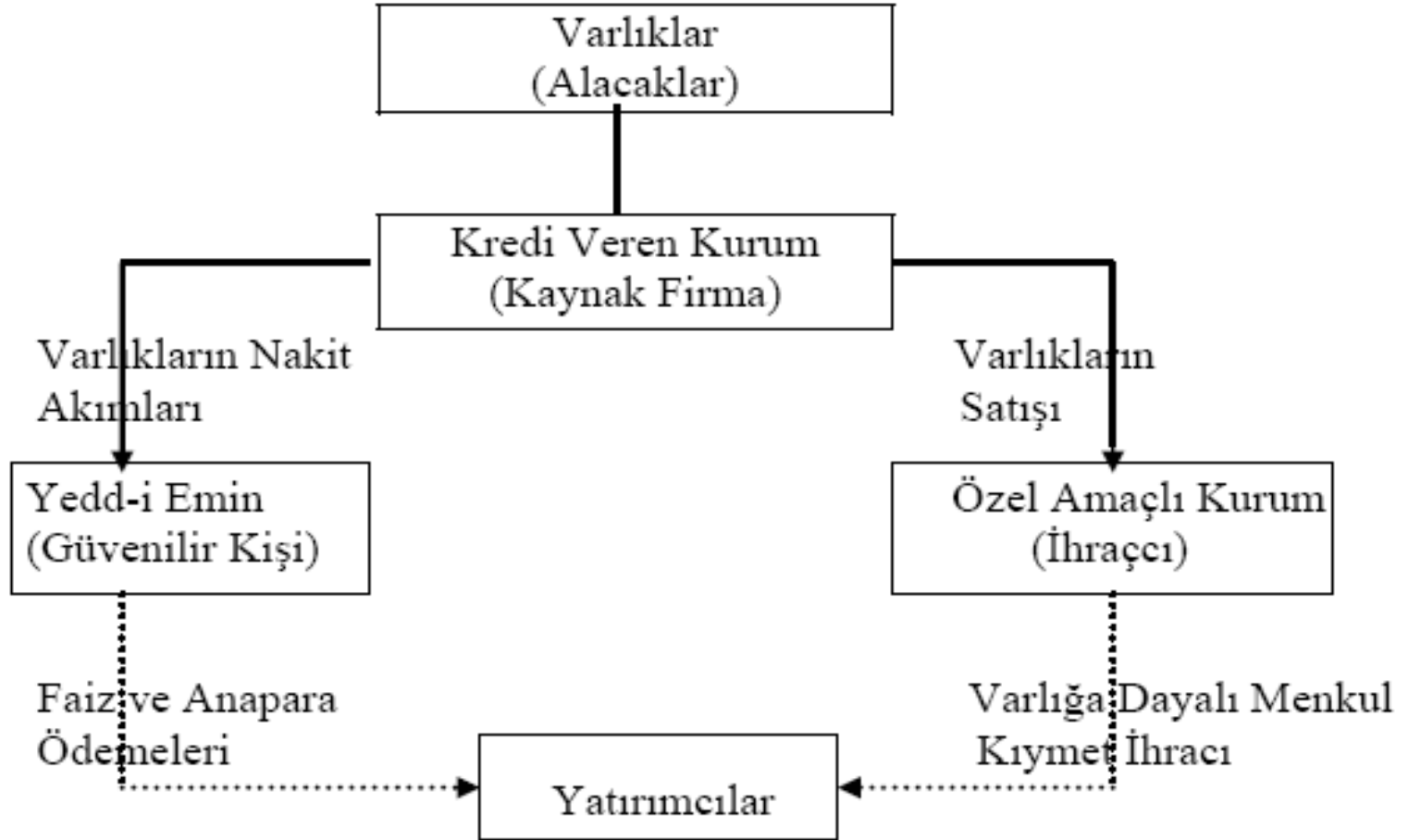


- \* 1980'lerin ortalarından başlayarak “varlığa dayalı menkul kıymetler” (VDMK) ihraç edilmiştir.
- \* Yatırımcıların bu tür menkul kıymetlere gösterdiği yoğun talep ise, bunların hükümetçe desteklenmiş ve getirisi güvenilir yatırımlar olmalarından kaynaklanmaktadır.
- \* Avrupa'da menkul kıymetleştirme için motivasyon sağlayacak öncü bir kamu kuruluşu bulunmamaktadır.

Avrupa'da ilk kez 1985 yılında İngiltere'de başlayan menkul kıymetleştirme uygulamaları daha çok ipotek destekli tahvillerin satılması şeklinde gerçekleştirilmiştir.

- \* Ülkemizde 31.07.1992 tarih ve 21301 sayılı Mükerrer Resmi Gazete'de yayımlanan Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: III, 14 sayılı "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlerin Kurul Kaydına Alınmasına ve Genel Finans Ortaklıklarının Kuruluş ve Faaliyet İlkelerine Dair Esaslar Tebliği" hazırlanmış ve ülkemizde varlığa dayalı menkul kıymetleştirme uygulamalarının önü açılmıştır.

## Menkul kıymetleştirme Sürecindeki Taraflar: Yapılandırılmış Finansman!



## Kaynak Firma (Originator):

- \* Menkul kıymetleştirecek varlıkları bilançosunda bulunduran kurumdur.
- \* 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.
- \* Böylece varlıkların kredi riski ile kredi veren kurumun kredi riski birbirinden ayrılır.
- \* Bu kurumlar, ticaret bankaları, uzman konut finansman kurumları, finansman şirketlerini, sigorta şirketleri, finansal kiralama şirketleri, otomobil imalatçılarının finansman şirketleri ve sanayi şirketleri olabilir.

## Hizmet Veren Firma (Servicer):

- \* Menkul kıymetlerin bağılı oldukları alacakların anapara ve faizinin vadesinde toplanmasından ve zamanında ödenmeyen hesapların takibinden sorumludur.
- \* Kredi veren kurumun kendisi veya bir yan kuruluşu olarak yapılandırılır.
- \* Sorumlulukları arasına; yatırımcı haklarının kontrat süresi boyunca korunması ile alacaklarla ilgili ödenen anapara, kalan sigorta miktarı, trust (fon) işlemine ödenecek ücret gibi konularda yedd-i emin'e aylık ve yıllık raporların verilmesi de girmektedir.

## Özel Amaçlı Kurum (Special Purpose Vehicle / Special Purpose Entity):

- \* Kredi veren kurumun oluşturduğu alacak havuzunu satın veya devralarak bunlara bağlı menkul kıymetler ihraç etmek amacıyla kurulmuştur.
- \* Özel amaçlı kurum iflas riskinden arındırılmış bir yapıya sahiptir ve faaliyeti yalnızca varlığa dayalı menkul kıymet ihraç etmek ve bu yolla sağladığı nakit akımlarıyla söz konusu varlıkları kredi veren kurumdan satın almak şeklinde sınırlandırılmıştır.
- \* Kredi veren kurumun bir yan kuruluşu veya bağlı kuruluşu şeklinde faaliyetlerini sürdürür.
- \* İflas-dışı yapılandırılmaları; borçlanma yapamamaları, başka firmalar ile alacak ilişkisine girememeleri ve girseler dahi bu kurumların varlığa dayalı menkul kıymetler ile aynı derecelelemeye sahip olmaları şeklindedir.

## Yatırım Bankaları (Investment Bankers)

- \* Menkul kıymetlerin yatırımcılara pazarlanmasından sorumludurlar.
- \* Bu kurumlar ya varlığa dayalı menkul kıymetlerin halka arzında aracılık yüklenicisi (underwriter) olarak çalışmakta ya da bunların doğrudan satışlarında aracılık yapmaktadırlar.
- \* Halka arz sayesinde çok sayıda yatırımcıya ve yüksek hacimli ihraçlara ulaşabilmektedir. Yatırım bankaları halka arzda aracılık yüklenim riski taşıdıkları için, bunların aracılık komisyonları da yüksektir.
- \* Menkul kıymetlerin doğrudan satışında özel amaçlı kurum ile yatırımcıları bir araya getirmek için aracılık yaparlar. Bu yöntemde düşük hacimli satışlar ile az sayıdaki yatırımcıya ulaşmasından ötürü, ihraççı kurum yatırımcılara yüksek faiz primi ödemektedir.

# Güvence Mekanizmaları (Credit Enhancements)

Varlığa dayalı menkul kıymet ihracı sırasında

- \* kredi riskini azaltmak,
- \* menkul kıymetleştirilecek varlıklar hakkında bilgi sağlamak,
- \* menkul kıymetin yüksek dereceleme (rating) almasına yardımcı olmak,
- \* pazarlama gücünü ve fiyatını yükseltmek amacıyla oluşturulmuşlardır.



**İçsel Güvence Mekanizmaları:** Bunlar özel amaçlı kurum tarafından ve menkul kıymetleştirmeye konu olan varlıklardan gelen nakit akımları kullanılarak sağlanmaktadır.

- \* Ödeme öncelikli sistem (senior subordinated system):Senior ve junior olmak üzere iki sınıf menkul kıymet ihracı gerçekleştirilmekte olup, bu sayede tek bir varlık havuzundan farklı vade, faiz ve anapara yapısına sahip birden fazla menkul kıymet türetilmektedir.
- \* Aşırı teminatlandırma (over-collateralization):Menkul kıymetin nominal değerinden daha fazla teminat bulundurulmasıdır. En çok tercih edilen yöntemlerden birisidir.
- \* Marj Hesabı (Spread Account):Menkul kıymetin teminatı olan varlıklardan sağlanan nakit akımlarının yatırımcılara ödenecek tutarın altında kalması durumunda, aradaki farkın karşılanabilmesi amacıyla oluşturulan fondur.

## Dışsal Güvence Mekanizmaları:

nc şahıslar tarafından sağlanan dışsal güvence mekanizmaları

- \* destekleme kredisi (Standby Letter of Credit),
- \* satıcı garantisi (Recourse to Seller),
- \* kefalet senetleri (Surety Bond)
- \* havuz sigortası (Pool Insurance) şeklindedir.
- \* Genellikle bankalar, güçlü işletmeler veya sigorta şirketleri tarafından sağlanmaktadır.

## Dereceleme Şirketleri (Rating Agencies)

- \* Varlığa dayalı menkul kıymetlerin derecelendirilmesinde de rol oynamaktadırlar.
- \* Kredi riski, nakit akımı ve hukuki yükümlülük olmak üzere üç ana grup çerçevesinde analiz yapmaktadırlar.

## Güvenilir Kişi: Yedd-i Emin (Trustee):

- \* VDMK ihraçlarında yatırımcı ile hizmet veren firma, ve kredi veren kuruluşla yatırımcılar arasında aracılık görevi yapan bağımsız bir kuruluştur.
- \* Özel amaçlı kurumun satın aldığı alacak havuzuyla ilgili satın alma ve buna dayalı menkul kıymet ihraç etme işlemlerinin sorumluluğu yedd-i emin'e verilmiştir.
- \* Hizmet veren firma tarafından kredi borçlularından tahsil edilen anapara ve faiz ödemeleri trust hesabına yatırılmakta ve yedd-i emin de bu ödemeleri ilgili hesaptan alarak yatırımcılara aktarmaktadır.
- \* Hizmet veren tarafından varlıklar hakkında hazırlanan raporları da denetlemekte ve bunları yatırımcılara iletmektedir.
- \* Yatırımcılara güvence sağlamak amacıyla oluşturulan güvence mekanizmaları da yine yedd-i emin bünyesinde saklanmaktadır.

## Yatırımcılar:

- \* Yatırımcılar arasında menkul kıymet yatırım fonları, sigorta şirketleri, bankalar ve emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcılar ile kişisel yatırımcıları içine alan geniş bir yatırımcı yelpazesi yer almaktadır.
- \* Birtakım yasal engellerden dolayı doğrudan yatırım yapamadıkları varlıklara menkul kıymetleştirme sayesinde, dolaylı yatırım yapma imkanına kavuşurlar.

## Süreçteki Diğer Unsurlar:

*Alacak havuzunda yer alacak varlıkların özellikleri:*

- a) Varlıklardan gelecek nakit akımları önceden belirlenen programa uygun olmalıdır.
- b) Varlıklara ilişkin tahsil edilememe ve geç tahsil edilme yüzdeleri istatistikî verilere dayandırılmalıdır.
- c) Havuzda yer alacak varlıkların benzer vade ve faiz oranına sahip olmaları gerekmektedir.
- d) Teminat olarak kullanılacak varlıkların nakit akımları ile menkul kıymet ödemeleri arasında büyük zaman farkı olmamalıdır.
- e) Ortalama vade 1 yıldan uzun olmalıdır.
- f) Vadede anaparanın tamamının ödenmesi gerekmektedir.
- g) Farklı borçlanıcıların olması beklenir.
- h) Teminat yapılarının yüksek olması ve yüksek derecelendirmeye sahip olması istenir.