

VARLIĞA DAYALI MENKUL KIYMET UYGULAMASI

Nursen VATANSEVER*

ÖZET

1970'li yılların ikinci yarısından itibaren ve özellikle 1980'li yıllar boyunca uluslararası finans sistemini etkileyen gelişmelere paralel olarak uluslararası finans dünyası birçok finansal yenilikle tanışmıştır. 1980'li yıllarda gelişmeye başlayan söz konusu finansal yenilikler arasında forward, future, swap, option ve varlığa dayalı menkul kıymet uygulaması gibi bilanço dışı finansman teknikleri yer almaktadır. Bu makalenin amacı, yukarıda belirtilen finansal yeniliklerden biri olan varlığa dayalı menkul kıymet uygulamasını kapsam ve işleyiş yönünden incelemektir. Bu çerçevede, gerek varlığa dayalı menkul kıymet uygulamasının kapsamı ve tarihsel gelişimi gerekse varlığa dayalı menkul kıymet piyasalarının yapısı ve işleyişi analiz edilmektedir. Ayrıca, varlığa dayalı menkul kıymet uygulamasının maliyeti ve uygulamayı sınırlayan faktörlerden başka söz konusu uygulamanın Türkiye' deki durumu yansıtılmaya çalışılmaktadır.

ABSTRACT

Asset Securitization

In 1970's and especially 1980's, international finance markets met different financial innovations depending on developments which affect international finance system among the financial innovations which appear noticeable developments, off-balance sheet financial techniques such as forward, future, swap, option and asset securitization involve. The aim of the article is to examine one of the above mentioned financial innovations which is called asset securitization in terms of content and process. In this frame, both the contents of asset securitization and its historical progress have been dealt with, and also structure and operation of asset-backed securities market have been analysed. Furthermore cost of asset securitization and the factors restricting the application have also been dealt with. Besides these, situation of asset securitization in Turkey has also been tried to be reflected.

GİRİŞ

Yeni bir finansman tekniği olarak varlığa dayalı menkul kıymet (VDMK) uygulaması; düşük maliyetli fon kaynağı sağlama, sermaye yapılarını güçlendirme, aktif – pasif dengesizliklerini giderme ve bilanço lu hale getirme yanında sistemin etkinliğini artırma amaçlarına yönelik bir araç niteliğindedir.

* Araş.Gör., Muğla Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü

Varlığa dayalı menkul kıymet uygulamasının kökleri, 1970 yılında ABD’ de başlayan ipoteğe dayalı menkul kıymet uygulamasına dayanır. VDMK uygulaması, 1985 yılından itibaren diğer finansal varlık ve kredilerin menkul kıymetleştirilmesini kapsayacak şekilde genişlemesiyle birlikte önem kazanmaya başlamıştır.

Son yıllarda teknolojideki gelişmelere paralel olarak globalleşen finans dünyası, menkul kıymetleştirme trendine girmiştir. Menkul kıymetleştirme terimi biri dar diğeri geniş olmak üzere iki farklı anlamda kullanılabilir.

Geniş anlamda menkul kıymetleştirme, fon akımının geleneksel para piyasaları yerine sermaye piyasaları yoluyla menkul kıymet ihraç edilerek gerçekleşmesidir. Böylece uluslararası finans sistemi dolaylı finansman şekline doğrudan finansmana yönelmiş olmaktadır.

Dar anlamda menkul kıymetleştirme ise, VDMK uygulamasını ifade etmektedir. VDMK uygulaması, bir finansal kurumun bilançosunun aktifinde yer alan gelir getirecek varlıkların oluşturduğu portföyden elde edilecek nakit akımlarını teminat göstererek, yatırımcılara pazarlanabilir menkul kıymetler satma yoluyla fonları attırma sürecine işaret etmektedir.¹ Bu süreçte yatırımcılara ihraç edilen menkul kıymetlere varlığa dayalı menkul kıymetler denilmektedir. VDMK uygulaması, kısaca bilançoyu likit hale getirmek amacıyla bilançonun aktifindeki varlıkların menkul kıymetlere dönüştürülmesi olarak tanımlanabilir.

I. TARİHSEL GELİŞİM

1960’lı yılların başlarına kadar geleneksel finansman kaynakları arasında banka mevduatları, senetler, tahviller ve hisse senetleri bulunmaktaydı. 1960’lı yıllarda euro-kredi piyasaları ile euro-menkul kıymetler piyasası şeklinde gelişen euro-piyasalar yoluyla yeni finansman şekilleri ortaya çıkmıştır.²

1970’li ve 1980’li yıllarda uluslararası finans piyasalarında görülen değişimler, geleneksel kredi/mevduat bankacılığının yerine menkul kıymetleştirme olgusunun önem kazanmasına neden olmuştur. Menkul kıymetleştirme sisteminde, geleneksel kredi/mevduat bankacılığı dışında farklı işlemleri yerine getiren farklı kuruluşlar yer almaktadır.

İlk kurumsallaşmamış menkul kıymetleştirme uygulamasının iki yüzyıl kadar önce Prusyalı’lar tarafından ipoteğe dayalı menkul kıymetler şeklinde

¹ Everette D. Hull, “*The Complete Story on Securitization of Bank Assets: Part I*”, The Journal of Commercial Bank Lending, November 1989, s.20.

² Targan Ünal , *Dünya’da ve Türkiye’de Menkul Kıymet Borsaları*, İTO Yayını, İstanbul, 1990, s.4.

Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Uygulaması

kullanıldığı bilinmektedir.³ Ortaçağ simyagerleri temel metalleri altına dönüştürmeye çalışırken, modern simyagerler olarak adlandırılan yatırım bankerleri ise bilançolarındaki likit olmayan varlıkları piyasada serbestçe pazarlanabilir likit araçlar haline getirmek için ipoteğe dayalı menkul kıymetler ihraç etmişlerdir.⁴

Toptan borçlanma ve iştiraklerin satışı, 1880’li yılların öncesine kadar uzanmasına karşın kredilerin menkul kıymetleştirilmesi yeni bir uygulama olmaktadır. Menkul kıymetleştirme tekniği kullanılarak menkul kıymet haline dönüştürülen varlıklar bilanço dışında izlenmekte ve böylece hem ek bir fon kaynağı yaratılmakta hem de tek başına satılmaları güç olan düşük meblağlı krediler pazarlanabilmektedir.⁵

Modern anlamda menkul kıymetleştirme uygulamaları, 1970 yılında A.B.D.’de federal hükümetin konut ipoteklerini menkul kıymetleştirmeyi motive etmesiyle başlamıştır. 1977’de ise özel sektör kuruluşları da menkul kıymetleştirme uygulamasına geçmişlerdir.

İlk olarak 1970 yılında A.B.D.’de başlayan menkul kıymetleştirme uygulamaları, 1980’li yılların ortalarına kadar ipotekli konut kredileri şeklinde ve hükümet desteğiyle gelişimini sürdürmüştür. 1985’de bilgisayar leasing alacaklarının menkul kıymetleştirilmesiyle ipoteğe dayalı olmayan menkul kıymetlerin ihracı gerçekleşmiştir. Daha sonra tasarruf ve kredi kurumları, ticari bankalar ve mevduat kabul etmeyen birçok finans şirketi menkul kıymetleştirdikleri alacak ve kredi kapsamını genişletmiştir. Bu bağlamda ticari ipotek kredileri, otomobil kredileri, kredi kartı alacakları, gemi kredileri, ticari krediler ve factoring alacakları menkul kıymetleştirmeye konu olmuştur. Böylece, 1970 yılında ipoteğe dayalı olarak başlayan uygulamaların 1985 yılından itibaren diğer finansal varlıkların menkul kıymetleştirilmesini içerecek şekilde genişlemesiyle birlikte VDMK uygulaması yaygın bir finansman tekniği niteliği kazanmıştır.

Yeni bir finansman tekniği olarak VDMK uygulaması, 1970’li ve 1980’li yıllar boyunca finansal sistemi etkileyen başlıca etmenlere bağlı olarak gelişme olanağı bulmuştur. Birbiriyle etkileşim halinde olan söz konusu etmenler şu şekilde sıralanabilir:

1)Döviz kurları ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar,

³ Butterworths Kenneth Cox, “Introduction and Overview”, *Securitization*, (ed) David C. Bonsal, and Co Publishers, London, 1990, s.1.

⁴ Robert Lawrence Kuhn, *Investment Banking*, Harper and Row Publishers, Ballinger Division, New York, 1990, s.345.

⁵ Christine A. Pavel, *Securitization the Analysis and Development of the Loan-Based/Asset-Backed Securities Markets*, Probus Publishing, Chicago-Illinois, 1989, s.3.

- 2)Bilişim ve iletişim teknolojisindeki gelişmeler,
- 3)Finans piyasalarının küreselleşmesi,
- 4)Finans piyasalarında görülen deregülasyon ve reregülasyon olguları,
- 5)Finansal aracılığın önemini kaybetmesi,
- 6)Finansal yeniliklerin artması ve finans mühendisliğinin doğması.

II. VDMK PİYASASI KATILIMCILARI

VDMK piyasalarında birbirinden farklı işlevleri yerine getiren birçok kuruluş bulunmaktadır. VDMK piyasası katılımcıları sekiz grupta incelenebilmektedir:

1. Kaynak kuruluşlar

Kaynak kuruluşlar, VDMK' ler için teminat olarak kullanılan veya satılan varlıkları yaratan ve genellikle hizmet veren kuruluşlar olmaktadır. Bu kuruluşlar arasında oto üreticilerine bağlı finans şirketleri, diğer finans şirketleri, ticari bankalar, tasarruf kurumları, bilgisayar şirketleri, sigorta şirketleri, menkul kıymet firmaları ile leasing ve factoring şirketleri yer almaktadır.⁶

Bir kaynak kuruluş, bilançosunun aktifinde yer alan homojen alacak veya kredilerden oluşan portföyünü özel amaçlı kuruma satmakta, genel şirket derecelendirmesinden daha yüksek bir kredi derecelendirmesi ve daha düşük bir risk ile sermaye piyasalarına girebilmektedir. Böylece, kaynak kuruluş VDMK uygulaması yoluyla düşük maliyetli fon kaynağı sağlamakta ve aktif-pasif dengesizliklerini elimine edebilmektedir.⁷

Kaynak kuruluşun bir banka veya benzer bir finansal kuruluş olması halinde, bilançodaki riskli aktifler azaltılarak kredi hacmi artırılırken sermayenin aynı oranda artırılması gerekmeyebilir. Bu çerçevede, sermaye yapısını güçlendiren kaynak kuruluş VDMK uygulamasına bağlı olarak sermaye yeterliliği düzenlemelerine daha kolay uyum sağlayabilir.

2. Hizmet Veren Aracı Kurumlar

Kaynak kuruluşlar çoğunlukla hizmet veren aracı kurum olarak da rol oynayabilmektedir. Sattıkları veya teminat olarak kullandıkları kredilerin takibini

⁶ Pavel, a.g.e., s.22.

⁷ A. James Rosenthal and, Juan M. Ocampo, *Securitization of Credit*, John Wiley and Sons, Inc, Texas, 1988, s.40.

yapan hizmet veren aracı kurumlar, varlıkların yönetim ve muhafazasına bağlı olarak elde edilecek nakit akımlarından sorumludurlar. Karşılığında geleneksel kredilendirme yönteminden farklı olarak faiz geliri yerine hizmet geliri elde etmektedirler.⁸

Hizmet veren aracı kurumlar, hizmet vermede etkinliği sağlamak için varlık portföyünün nakit akımları ile ödeme tarihlerini birbirine yakın vadelere getirmeye özen gösterirler. Bunun yanı sıra, varlık portföyünün yüksek derecelendirme elde edilebilmesi için banka veya sigorta şirketinin garantisi sağlanmakta ve ödeyememe riskine karşılık rezerv fon oluşturulmaktadır.⁹

Hizmet vermede etkinliği sağlayan diğer bir faktör; VDMK uygulaması yoluyla alacakları bilanço dışına çıkararak kurumun kredi riski ile varlık portföyünün taşıdığı kredi riskinin birbirinden farklı olabilmesidir. Buna paralel olarak varlıkları devreden kurumların genel kredi derecelendirmelerinde ortaya çıkabilecek olası düşmeler, VDMK'lerin ana para ve faiz ödemelerinin yapılmasında herhangi bir aksamaya yol açmayabilecektir.¹⁰

3. İhraç Kurumları

VDMK'leri ihraç eden kurumlar, faaliyetlerini VDMK ihraç etme ve elde edilecek ihraç gelirleriyle kaynak kuruluştan menkul kıymetlere temel oluşturacak varlıklar satın alma şeklinde sınırlamaktadır. Böylece, ihraç kurumları iflastan uzak hale gelmiş olurlar. Ancak, ihraç kurumu diğer borç ihraçlarına ilişkin olarak borçlarını ödeyemezse VDMK'lerin bu durumdan etkilenmemelerini temin etmekle sorumludur. Bu amaçla, ihraç kurumu VDMK'lerin aynı risk derecelendirmesini taşıyan yeni borçlanmalara gidilmesini sınırlayabilir. Bununla beraber, alıcı iflastan uzak ve borçluların ipotek hakkına tabi olmadıkça kurumun kendi varlıklarını satmasını da engelleyebilir.¹¹ Bütün bunlara ek olarak, ihraç kurumunun yüksek derecelendirme elde edebilmesi için kaynak kuruluş, sigorta şirketi ve bankanın garantisi sağlanmaktadır. Ayrıca, ödeyememe riskine karşılık rezerv fon oluşturulmaktadır. Bu bağlamda, ihraç eden kurumların kendilerine özgü yapıya sahip olmalarına ve düzenlemelere tabi tutulmalarına bağlı olarak iflastan uzaklaştıkları söylenebilir.

⁸ Pavel, a.g.e., s.22.

⁹ Nuran Özkan Belet, "Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme –Tüketici Kredileri Kapsamında Uygulaması", *HDTM Dergisi*, Sayı: 15, Ankara, 1992/4, s.18; Theodore V. Burger, "The Risks of Asset-Backed Securities: Lessons from History", *International Securitization*, (ed) Zoe Shaw, Macmillan Publishers Ltd.,1991, s.26.

¹⁰ Belet, a.g.e., s.22.

¹¹ Pavel, a.g.e., s.24.

VDMK ihraç kurumları, bir varlık havuzundan seçtikleri varlıkları satın almakta ve daha sonra yatırımcılara satmaktadır. Bu kurumlar, özellikle VDMK ihraç etmede yeterli düzeyde varlık paketi oluşturamayacak şirketlere yönelik olarak hizmet vermektedirler.

4. Yatırım Bankerleri

VDMK ihracı kapsamında gerek halka arz işleminde menkul kıymetlerin taahhütlü aracılığı gerekse özel plasman işlemi genellikle bir yatırım bankası tarafından gerçekleştirilir. Bu çerçevede, yatırım bankası taahhütlü aracılık işleminde menkul kıymetleri yeniden satmak üzere VDMK ihraç eden kurumdan satın alırken; özel plasman işleminde ise ihraç kurumunun bir acentası gibi hareket ederek satıcıyla az sayıdaki alıcıyı karşı karşıya getirir.

5. Kredi Değerini Yükselten Kurumlar

Menkul kıymet ihraçlarının genel kredi riskini azaltan bir araç niteliğindeki kredi değerini yükseltme işlemi, VDMK piyasasında yoğun bir şekilde kullanılmaktadır. Kredi değerinin yükseltilmesi yoluyla VDMK'lerin etkin bir şekilde fiyatlandırılması sağlanmakta ve pazarlanabilirliği arttırılmaktadır.

Kredi değerini yükseltme şekilleri, içsel kredi destekleri ve dışsal kredi destekleri olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. İhraç kurumu yoluyla sağlanan kredi değerini yükseltme şekilleri içsel kredi destekleri olarak adlandırılırken, üçüncü kişi yoluyla sağlanan kredi değerini yükseltme şekilleri ise dışsal kredi destekleri adını almaktadır.¹²

6. Derecelendirme Şirketleri

Derecelendirme, menkul kıymet ihraç eden kuruluşların borç ödeme yeterliliğini tespit etme yoluyla yatırımcılara referans teşkil edecek şekilde finansal gücü ortaya koyan bir puanlama sistemidir.¹³ Bu bağlamda, güvene dayalı bir hizmet niteliğindeki derecelendirme işlemini yatırımcılara sunan derecelendirme şirketleri, VDMK'lerin derecelendirilmesinde de rol oynamaktadır.

¹² Bruce Rigione, Peter Candell and Dave Cummins; "Asset Classes", *Securitisation*, (ed) Zoe Shaw, Macmillan Publishers Ltd, England, 1991, ss.24-25; Pavel, a.g.e., ss.29-30; Thomas P. Hourican, "Rating Agency Criteria for Credit Card- Backed Securities", *The Handbook of Asset -Backed Securities*, (ed) Jess Lederman, New York Institute of Finance, A Division of Simon and Schuster, Inc, 1990, s.306.

¹³ Richard J. Teweles and Edward S. Bradley, *The Stock Market*, John Wiley and Sons, 1987, s.483.

Derecelendirme şirketleri; kredi riski, nakit akımı ve hukuki yükümlülük olmak üzere üç ana grup çerçevesinde analiz yapmaktadırlar.¹⁴

-Kredi riski analizi kapsamında kaynak kuruluşun genel risk profili, varlıklar portföyünün niteliği ve özellikleri ile hizmet veren aracı kurumun ve fon varlıklarını muhafaza eden güvenilir kişinin yeterliliği ve deneyimi ele alınmaktadır.

-Nakit akım analizi ise ödeme yapısı ve teminatın doğasındaki risklerin araştırılmasını içerir.

-Hukuki yükümlülük analizi, varlık sahipliğinin incelenmesini ve satıcı veya hizmet veren kurumun olası iflasıyla ilgili risklerin değerlendirilmesini kapsar.

7. Fon Varlıklarını Muhafaza Eden Güvenilir Kişi

Fon varlıklarını muhafaza eden güvenilir kişi, VDMK ihracında hizmet veren aracı kurum ve kredi değerini yükselten kurumlar ile yatırımcı arasındaki bağı kurma fonksiyonuna sahiptir. Gerek ihraç kurumu tarafından varlıkların satışı şeklindeki gerekse teminatlı bir borç yükümlülüğü şeklindeki VDMK ihraçlarında güvenilir kişi kullanılır.

VDMK ihraç eden kurum ve fon varlıklarını muhafaza eden güvenilir kişi tarafından kurulan birim, çoğunlukla kredilerden oluşan havuzu yönetir. Söz konusu birim, kredilere ilişkin ödemeleri ve bu kredileri güvence altına alan teminatların getirilerini tahsil etmekle yetkilidir. Bu krediler havuzunda, kredi değerinin yükseltilmesini kapsayan belirli sigortalama şekilleri de vardır.

8. Yatırımcılar

VDMK yatırımcıları arasında menkul kıymet yatırım fonları, sigorta şirketleri, emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcılar ile kişisel yatırımcıları içine alan geniş bir yatırımcı yelpazesi yer almaktadır. Yatırımcılar, VDMK satın alarak geleneksel borçluluğu temsil eden menkul kıymetlerden daha düşük bir derecelendirme ile daha geniş bir korunma düzeyi sağlamak ve kaynak kuruluşun kredi kalitesindeki düşüşlerden dolayı herhangi bir riskle karşılaşmamaktadır. Ayrıca, VDMK 'ler düşük riskli ve prim getirili olmaları nedeniyle gerek kurumsal gerekse kişisel yatırımcılar tarafından tercih edilmektedir.

Yatırımcılar, VDMK' lere yatırım yapmakla hem portföy çeşitlenmesi sağlayarak kredi riskini hem de ikincil piyasanın varlığına bağlı olarak likidite

¹⁴ Pavel, a.g.e., ss.34-35; Joseph D. Smallman and J. P. Selby, "Asset-Backed Securitisation", *Securitisation*, (ed) David C. Bonsall, Butterworths and Co Publishers, London, 1990, ss.249-250.

riskini azaltmaktadır. Böylece, yatırımcılar olası risklerin bilanço dışına taşınmasıyla beraber daha güvenli yatırım alternatifleri elde edebilmektedir.

III. PİYASA ARAÇLARI OLARAK VDMK TÜRLERİ

Genel olarak VDMK' ler birbirinden farklı niteliklerine bağlı olarak üç grupta incelenebilir.

A. Ödeme Aktarmalı Sertifikalar

Ödeme aktarmalı sertifikalar; vade, faiz oranı ve nitelik açısından benzeşen varlıklar portföyündeki doğrudan ortaklığı temsil eder. Yatırım fonu şeklinde oluşturulan portföydeki katılma belgeleri yatırımcılara satılır. İhraç kurumu portföyü yönetir; faiz ve ana parayı tahsil edip hizmet komisyonunu düşükten sonra yatırımcıya yansıtır. Portföydeki varlıklar, doğrudan yatırımcıya ait olduğu için ihraç edenin bilançosunda yer almamakta dolayısıyla ihraç edenin borç yükümlülüğü bulunmamaktadır.¹⁵ Etkin ve geliştirilmiş bir ikincil piyasanın varlığı bu tip menkul kıymetlerin pazarlanabilirliğini artırır.¹⁶

Ödeme aktarmalı sertifika şeklinde yapılandırılan VDMK'lerin nakit akımında borçlanıcılar tarafından yapılan anapara ve faiz ödemeleri, bir bankanın fon varlıklarını muhafaza eden güvenilir kişi adına açtığı faizli bir hesaba yatırılır. Bu hesaba yapılan ödemeler, öncelikli olarak sertifika hamillerine aylık ana para ve faiz ödemelerini yapmak için ikinci olarak ise hizmet veren aracı kuruma ücretini ödemek için kullanılır. Ödeme tarihinde güvenilir kişi, aylık ana para ve faiz ödemelerini yatırımcılara öder. Kaynak kuruluş, güvenilir kişiye komisyon ve kefalet senedinin komisyonunu ödemekle yükümlüdür.¹⁷

B. Varlığa Dayalı Tahviller

Varlığa dayalı tahviller, ödeme aktarmalı sertifikaların aksine ihraç edenin borç yükümlülüğü niteliği taşırlar. Bu nedenle, teminat olarak gösterilen kredi portföyleri ihraç edenin bilançosunda varlık olarak gözükür. Ayrıca teminatlardan gelecek nakit, ana para ve faiz ödemesi için ayrılmaz.

Varlığa dayalı tahvillerin önemli özelliklerinden birisi, aşırı teminatlandırılmalarıdır. Üç ayda bir değerlendirilen teminatlara gerektiğinde yeni menkul değerler veya krediler eklenebilir.

¹⁵ Pavel, a.g.e., s.4.

¹⁶ a.e., s.6.

¹⁷ a.e., s.39.

Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Uygulaması

Varlığa dayalı tahvil ihracının yapısı ve nakit akımı, varlıkların satışını içeren bir ihraçla benzerlikler taşır. Ancak temel fark, kaynak kuruluşun varlıkları sadece menkul kıymetleştirme yoluyla kurulmuş bağlı kuruluşa satmasıdır. Dolayısıyla, varlıklar bilançoda kalır. Söz konusu kuruluş, kendisi tahvilleri yatırımcıya satar. Varlığa dayalı tahviller, bağlı kuruluşun tüm varlıklarıyla teminat altında olup bunlara dayanak oluşturan varlıklar da kaynak kuruluş tarafından bağlı kuruluşa satılan varlıklar olmaktadır.¹⁸

C. Ödeme Aktarmalı Tahviller

Ödeme aktarmalı tahviller, ihraç edene borç yükümlülüğü doğurur. Söz konusu menkul kıymetler, gerek ödeme aktarmalı sertifikaların gerekse varlığa dayalı tahvillerin bazı özelliklerini doğalarında birleştirmişlerdir. Ödeme aktarmalı tahvillerde, varlıklar havuzu teminat olarak gösterilir ve ihraç edenin bilançosunda borç olarak gözüktür. Varlıklardan gelen nakit akımı; ödeme aktarmalı sertifikalara benzer şekilde tahvilin değerine, faiz ve ana para ödemeleri ise yatırımcılara yansır. Alacaklardan tahsilat işlemi yapma görevi, ihraç kurumu tarafından gerçekleştirilir.¹⁹

Ödeme aktarmalı tahvillerin yapısı, otomobil kredileri, kredi kartı alacakları ve teminatsız tüketici kredileri gibi ipoteğe dayalı olmayan varlıklara uygulanmıştır. Buna ilave olarak söz konusu tahvil yapısı, hayat sigorta poliçesi sahiplerinin borçlanmalarında özel plasmanlar şeklinde yapılandırılmıştır.

IV. VDMK UYGULAMASINA KONU OLAN ALACAKLAR

Söz konusu alacakların özellikleri şu şekilde sıralanabilir.²⁰

- Standard kredi özellikleri,
- İyi tanımlanmış bir ödeme planı ve tahmin edilebilir nakit akımları,
- En az bir yıllık ortalama vade,
- Vadesi geçmiş ödemelerin ve geri dönmeme oranlarının düşük olması,
- Toplam borç ana para ve taksitlerinin ödenmesi,
- Farklı borçlanıcıların olması,
- Teminat yapılarının yüksek olması ve yüksek derecelendirmeye sahip olması.²¹

Otomobil kredileri, kredi kartı alacakları, leasing ve factoring alacakları, gemi ve karavan kredileri VDMK uygulaması için uygun özelliklere sahiptir. Buna

¹⁸ Pavel, a.g.e., s.40.

¹⁹ a.e., ss.8-9.

²⁰ Pavel, a.g.e., s.18.

²¹ Hull, a.g.e., s.23.

Nursen VATANSEVER

karşılık ticari ve sınai krediler, menkul kıymetleştirilmeleri göreceli olarak güç krediler arasında yer almaktadır.

V. VDMK UYGULAMASININ MALİYETİ

VDMK uygulamasında ortaya çıkan temel maliyet ögeleri; farklı işlevleri yerine getirmek amacıyla rol alan çeşitli kurum ve kuruluşlara verdikleri hizmetlerin karşılığı ödenen ücret ve komisyon ödemelerini kapsayan idari giderlerdir. Söz konusu idari giderler; yatırım bankalarına ödenen komisyonlar, derecelendirme şirketlerine ödenen ücretler, fon varlıklarını yöneten güvenilir kişiye verilen komisyonlar ile menkul kıymetler borsasına ödenen kayıt ücretlerinden oluşmaktadır. Bu giderlere ilave olarak hukuk ve muhasebe komisyonları, basım giderleri ve özel sigorta komisyonları da maliyeti etkilemektedir.

VDMK uygulamasının maliyeti, her kurumun aktif-pasif yapısına ve işleme konu olan varlıkların çeşitlerine göre farklılık göstermektedir. Bunun dışında maliyet VDMK ihracının ekonomik büyüklüğüne ve kredi destek seviyesine bağlı olarak azalabilmekte veya artabilmektedir.

VI. VDMK UYGULAMASINI SINIRLAYAN ETMENLER

Söz konusu etmenler moral tehlike ve ters seçim olmak üzere iki grupta incelenebilmektedir. Gerek moral tehlike gerekse ters seçim etmeni, VDMK uygulamasının maliyet avantajının azalmasına yol açabilmekte ve söz konusu finansman tekniğini sınırlandırabilmektedir.

1. Moral Tehlike

Pennacchi, VDMK uygulaması sürecinde moral tehlike etmenine dikkati çekmektedir. VDMK uygulaması yoluyla bilanço dışına çıkarılan alacaklar, özel amaçlı kuruma devredilir. Daha sonra kaynak kuruluş, alacak takibini yapma ve hizmet verme işlemini sürdürür. Moral tehlike, kaynak kuruluşun kendi bilançosundan çıkarılan alacakların takibinde gerekli dikkat ve özeni göstermemesi halinde or çıkan bir olguya işaret eder. Pennacchi'ye göre, moral tehlike problemi alıcılarla kredi satış sözleşmesi yapılarak bir dereceye kadar çözümlenebilir.²²

²² Kürşat Aydoğan ve Gökhan Çapoğlu, "Securitization and Efficiency of the Turkish Financial System", *Current Issues in Turkish Capital Markets Proceedings of the OECD-CMB Conference*, SPK Yayın No: 14, Antalya, 1989, s.43.

2. Ters Seçim Sorunu

Greenbaum ve Thakor, VDMK uygulamasını sınırlayan ikinci etmen olan ters seçim olgusuna değinmektedir. Ters seçim etmeni de moral boyut içermektedir. Bu çerçevede, kaynak kuruluşun bir banka olması halinde düşük kaliteli alacaklar bilançoda bırakılırken yüksek kaliteli alacaklar menkul kıymetleştirilir.²³ Böylece, bankanın daha ucuz fon sağlaması karşısında mevduat sahiplerinin riskleri artmaktadır. Tersi durumda ise düşük kaliteli alacaklar menkul kıymetleştirmeye konu olacağı için VDMK' ler derecelendirme şirketleri tarafından düşük derecelenir. Bununla birlikte, yüksek kaliteli alacakların bilançoda kalması sonucu mevduat sahiplerinin riskleri azalır.

VII. VDMK İHRACINDA KARŞILAŞILAN RİSKLER

VDMK' lerin ihraç edilmesiyle ortaya çıkan riskler genel olarak kredi riski, erken ödeme riski ve faiz oranı riski olmak üzere üç grupta incelenebilir.

Kredi riski, kaynak kuruluşların alacaklarını tahsil edememesine bağlı olarak gelişmektedir. Kredi değerini yükselten kurumlar söz konusu riskleri önlemek için fazla teminatlandırılmış menkul kıymet ihraç etmektedirler.

Erken ödeme riski ise, alacak havuzunda bulunan borçların vadeden önce kapatılması sonucu ana para ve faiz ödeme yapısının bozulmasına yol açmaktadır. Faiz değişimleri, erken ödeme yapmada belirleyici rol oynayabilmektedir. Erken ödenebilen alacak türleri arasında ipotekli krediler ile kredi kartı alacakları yer almaktadır.

Faiz oranı riski, faizin düşmesi veya yükselmesine göre yatırım araçları talebini etkilemektedir. Faiz oranı riskinden korunmak için değişken oranlı menkul kıymet türleri ihraç edilmektedir.

VIII. TÜRKİYE' DE VDMK UYGULAMASI

VDMK' ler Türk mevzuatına ilk olarak 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu' nun 1992 tarih ve 3794 sayılı kanunla değiştirilen 13/A ve 22/C maddeleriyle girmiştir.

VDMK ihraç etmelerine izin verilen kuruluşlar; bankalar, finansal kiralama şirketleri ve genel finans ortaklıklarıdır. Banka dışındaki ihraç kurumlarından banka garantisi istenmektedir.

VDMK ihracına kaynak olan alacaklar şu şekilde sıralanmıştır:

²³ a.e., s.43.

Nursen VATANSEVER

- Tüketici kredileri,
- Konut kredileri,
- Finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar,
- İhracat işlemlerinden doğan alacaklar,
- Diğer alacaklar: Mal ve hizmet üretiminde bulunan anonim şirketlerle KİT'lerin yaptıkları kredili satışlardan doğan senede bağlı alacaklar.

VDMK' lerde ihraç iki türlü olmaktadır:

- Doğrudan ihraç: Kendi ticari işlemlerinden doğmuş alacaklar karşılığında,
- Dolaylı ihraç: Devraldıkları alacakları karşılığında bankalar gerek doğrudan gerekse dolaylı ihraç yapabilirken; finansal kiralama şirketleri yalnız kendi alacakları, genel finans ortaklıkları da yalnızca devraldıkları alacaklar karşılığında VDMK çıkarabilir.

Alacakların devri, alacaklarını devreden kuruluş ile devralan kuruluş (banka ya da genel finans ortaklığı) arasındaki devir sözleşmesi ile gerçekleştirilir. Alacaklar cüzdani nedeniyle yapılacak ihtar, iptal, protesto, takibat, tahsilat ve ilgili diğer hizmetler ile VDMK' lerin ödenmesini içeren bir vekalet sözleşmesinin düzenlenmesi zorunlu kılınmıştır.

Türkiye'de daha çok bankacılık kesiminin kullandığı VDMK'ler, ABD ve Avrupa ülkelerindeki uygulamalardan farklı şekilde gelişmektedir. Bu bağlamda, bankalar özel amaçlı kurum kurmadan ve derecelendirme şirketlerine başvurmadan sadece Sermaye Piyasası Kurulu' ndan izin alarak VDMK ihraç etmektedir. Ayrıca, VDMK' lere ilişkin yasal düzenleme bankalar dışındaki kuruluşlardan finansal kiralama şirketleri, factoring şirketleri ve genel finans ortaklıklarının VDMK ihracını banka garantisine tabi tutmaktadır. Böylece, bankalar VDMK uygulamasında temel rolü oynayarak söz konusu banka dışı VDMK ihraç kurumları karşısında rekabet avantajı elde etmektedirler.

Varlığa dayalı menkul kıymetlerin Türkiye' deki gelişimi Tablo 1 yardımıyla incelenebilir.

Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Uygulaması

Tablo 1: İhraç Edilen Menkul Değerler (Milyar TL)

| | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|-----------------------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| KAMU KESİMİ | 329241.1 | 834345.1 | 1439666.4 | 4969897.0 | 6259962.0 | 11352381.0 | 26886408.0 |
| Devlet iç borçlanma tahvili | 150090.2 | 186593.0 | 343345.4 | 1247869.0 | 3185561.0 | 4708066.0 | 20027770.0 |
| İç istikraz hazine bonosu | 179150.9 | 647752.1 | 1096321.0 | 3722028.0 | 3074401.0 | 9546260.0 | 6858638.0 |
| Gelir ortaklığı senetleri | - | 20380.2 | 12418.6 | 4456.9 | - | - | - |
| Dövizde endeksli senetler | 15886.1 | 40479.6 | 21487.0 | 13659.7 | - | - | - |
| ÖZEL KESİM | 71993.0 | 84727.6 | 174526.2 | 161961.4 | 378449.3 | 841777.8 | 855541.7 |
| Tahvil | 715.2 | 491.1 | 1883.1 | 1229.0 | 1495.5 | 2532.8 | - |
| Hisse Senedi | 9573.4 | 37553.0 | 51332.7 | 102202.4 | 305732.1 | 696821.8 | 678870.7 |
| Kar-zarar ortaklığı belgesi | - | - | 300.0 | - | - | - | - |
| Banka bonosu | 2387.5 | 2024.6 | 1300.0 | 2362.5 | 9934.5 | - | - |
| Finansman bonosu | 1205.5 | 156.5 | 1533.0 | 2880.0 | 2200.0 | - | - |
| MKYF katılma belgesi | 5355.0 | 2203.0 | 4249.0 | 8945.0 | 34330.0 | 131423.3 | 176671.0 |
| Yab. yat. Fonu katılma bel. | - | - | - | - | 1757.2 | - | - |
| VDMK | 52756.4 | 42299.4 | 113928.5 | 41628.5 | 23000.0 | 11000.0 | - |
| Gayrimenkul Sertifikası | - | - | - | - | 2713.8 | - | - |

Kaynak: TCMB 1997 VE 1999 Yıllarına Ait Raporlar

Aktifleri likit hale getirme ve riskleri bilanço dışına çıkarma olanağı sağlayan VDMK' ler, disponibiliteler ve munzam karşılıklara tabi olmamalarından dolayı özellikle bankaların yoğun talebiyle karşılaşmıştır. 1993 yılında VDMK' lerin çıkarılan kararname ile mevduat sayılmaması ve böylece yasal karşılıklara tabi olmamasına paralel olarak VDMK ihracı 1993 yılında 52.756.4 milyar TL düzeyine ulaşmış ancak 1994 yılında Krizin etkisiyle 42.299.4 milyar TL düzeyine gerilemiştir. 1995 yılına gelindiğinde VDMK ihracı, 1993 yılına göre %115' lik bir artışla 113.928.5 milyar TL gibi yüksek bir düzeye çıkmıştır. 1993-1995 döneminde diğer menkul kıymet ihraçları dikkate alındığında; devlet iç borçlanma tahvilleri ve hazine bonosu ihracında önemli artışlar gözlenirken benzer şekilde özel kesimin tahvil ve hisse senedi ihracı da artış göstermiştir. Sadece banka bonosu ihracında düşüş ortaya çıkmıştır. 1995 sonrası dönemler incelendiğinde; VDMK ihracının ani bir düşüşle 1995 yılındaki 113.928.5 milyar TL düzeyinden 1996 yılında 41.628.5 milyar TL düzeyine gerilediği dikkati çekmektedir. Bu gerileme, 1997 ve 1998 yıllarında da devam etmiş ve VDMK ihracı 1998 yılında 11.000 milyar TL

Nursen VATANSEVER

düzeyine kadar inmiştir. VDMK ihracında 1995 sonrası dönemde görülen düşmeler, VDMK' lerin tekrar mevduat kapsamına alınmasıyla maliyet avantajının ortadan kalkmasına bağlanabilir. 1995 sonrası dönemlerde VDMK ihracı sürekli azalma gösterirken kamu kesimi devlet tahvili ve hazine bonusu ihracı önem kazanmakla beraber özel kesimin tahvil ihracında azalma gözlenmiştir. Ayrıca, özel kesim hisse senedi ihracı 1995 yılında 51.332.7 milyar TL düzeyinden 1999 yılında %1222' lik bir artışla 678.870 milyar TL düzeyine yükselmiştir. Ayrıca, MKYF katılma belgesi ihracında da artış olmuştur.

Türkiye' deki VDMK uygulaması; daha çok tüketici kredileri, kredi kartı alacakları, tarım kredi kooperatifleri alacakları, konut kredileri ve otomobil kredileri üzerine yoğunlaşma göstermiştir.

VDMK uygulaması, maliyet avantajının ortadan kalkmasıyla beraber 1995 sonrası dönemde eski cazibesini kaybetmiş durumdadır.

SONUÇ

Yeni bir finansman tekniği olarak VDMK uygulaması, kredi kurumlarının bilançolarında yer alan varlıklarının ikincil piyasada pazarlanabilir menkul kıymetler haline dönüştürülmesi süreci olarak tanımlanabilir. VDMK' ler genel olarak ödeme aktarmalı sertifikalar, varlığa dayalı tahviller ve ödeme aktarmalı tahviller olmak üzere üç grupta toplanabilmektedir.

Varlığa dayalı menkul kıymet uygulamasının hem avantaj hem de dezavantajları bulunmaktadır.

VDMK uygulaması; işletmeler açısından aktif-pasif yönetimi sağlama, sermaye yapılarını güçlendirme, bilançoyu likit hale getirme, düşük maliyetli fon kaynağı sağlama gibi avantajlar sunarken yatırımcılar açısından güvenli ve yüksek getirili yatırım seçeneği sunmaktadır.

VDMK uygulaması, söz konusu avantajları yanında sağlıklı finansal raporlamayı önleme, kredi piyasasının denetim ve gözetim etkinliğini azaltma, Merkez Bankası' nın para ve kredi kontrolünü zorlaştırabilme, ekonomideki kredi stoklarının aşırı yükselmesi, moral tehlike ve ters seçim sorunu gibi dezavantajlara da sahip bulunmaktadır.

Türkiye' deki VDMK uygulaması, gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında ülkemizde yapılan VDMK ihraçlarının daha çok bankacılık kesimi tarafından yapıldığı buna karşın büyük şirketler ve genel finans ortaklıklarının bu ihraçlarda etkin olmadıkları dikkati çekmektedir. Bu bağlamda, gerekli yasal, kurumsal ve muhasebeleştirilmeye yönelik çerçeveye işlerlik kazandırılması önem arz etmektedir.

Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Uygulaması

Ayrıca, derecelendirme şirketlerinin devreye girmesinin sağlanması da VDMK uygulamasının işlerliği açısından önemli rol oynayabilecektir.

Türkiye’de 1992 yılında yayımlanan tebliğle başlayan VDMK uygulaması, 1995 yılına kadar bankacılık kesiminin ilgi gösterdiği bir çerçevede gelişmiştir. VDMK uygulaması; başlangıçta aktifleri likit hale getirmesi, riskleri bilanço dışına çıkarması ve maliyet avantajının bulunmasına bağlı olarak bankalar tarafından cazip görülmesine karşın 1995 sonrası yıllar itibariyle önemini kaybetmiş görünmektedir. Ancak, Türkiye’deki VDMK uygulamasına ilişkin yasal, kurumsal ve muhasebeleştirmeye yönelik çerçevenin yeniden düzenlenmesi ve tüketici kredileri, kredi kartı alacakları gibi enflasyon üzerinde baskı yaratabilecek nitelikteki varlıklardan çok üretimi arttırıcı ve enflasyonu önleyici etki yapabilecek olan ihracattan doğan alacaklar, sanayi şirketlerinin mal ve hizmet üretiminden doğan alacakları ve turizm kredileri karşılığında VDMK ihraç edilmesi halinde VDMK uygulamasının etkinliği arttırılabilecektir.

KAYNAKÇA

- AYDOĞAN, Kürşat ve Çapoğlu, Gökhan; “Securitization and Efficiency of the Turkish Financial System”, Current Issues in Turkish Capital Markets Proceedings of the OECD-CMB Conference, SPK Yayın No: 14, Antalya, 1989.
- BELET, Nuran Özkan; “Varlığa Dayalı Menkul Kıymetleştirme –Tüketici Kredileri Kapsamında Uygulaması”, HDTM Dergisi, Sayı: 15, Ankara, 1992/4.
- BURGER, Theodore V.; “The Risks of Asset-Backed Securities: Lessons from History”, International Securitization, (ed) Zoe Shaw, Macmillan Publishers Ltd.,1991.
- COX, Butterworths Kenneth; “Introduction and Overview”, Securitization, (ed) David C. Bonsal, and Co Publishers, London, 1990.
- HOURİCAN, Thomas P.; “Rating Agency Criteria for Credit Card- Backed Securities”, The Handbook of Asset –Backed Securities, (ed) Jess Lederman, New York Institute of Finance, A Division of Simon and Schuster, Inc, 1990.
- HULL, Everette D.; “The Complete Story on Securitization of Bank Assets: Part1”, The Journal of Commercial Bank Lending, November 1989.
- KUHN, Robert Lawrence ; Investment Banking, Harper and Row Publishers, Ballinger Division, New York, 1990.

Nursen VATANSEVER

- PAVEL, Christine A.; Securitization the Analysis and Development of the Loan-Based/Asset-Backed Securities Markets, Probus Publishing, Chicago Illinois, 1989.
- RİGİONE, Bruce; Candell, Peter and Cummins, Dave; "Asset Classes", Securitisation, (ed) Zoe Shaw, Macmillan Publishers Ltd, England, 1991.
- ROSENTHAL, A. James and Ocampo, Juan M.; Securitization of Credit, John Wiley and Sons, Inc, Texas, 1988.
- SMALLMAN, Joseph D. and Selby, J. P; "Asset-Backed Securitisation", Securitisation, (ed) David C. Bonsall, Butterworths and Co Publishers, London, 1990.
- TEWELES, Richard. J. and Bradley, Edward, S.; The Stock Market, John Wiley and Sons, 1987.
- Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 1997 ve 1999 Yıllık Raporları
- ÜNAL, Targan; Dünya'da ve Türkiye'de Menkul Kıymet Borsaları, İTO Yayını, İstanbul, 1990.