

MAKİNA TECHİZAT KİRALAMALARINA DAYALI MENKULLEŞTİRME

Dr.Değer ALPER*

Özet

Kiralama ve menkulleştirme önemli iki finansal tekniktir. Kiralama alacaklarının menkulleştirmeye konu edilmesi ise oldukça yeni bir uygulamadır. Menkulleştirme, finansal kiralama Şirketleri için son derece önemli bir araçtır. Menkulleştirme yolu ile finansal kiralama Şirketleri, fon kaynaklarını çeőtlendirmeye, likiditelerini arttırma ve ucuz maliyetli fon sağlama imkanını yakalamıŐlardır. Çalışmada, öncelikle kiralama ile ilgili özet bilgilere yer verilmiŐtir. Daha sonra, makina techizat kiralama alacaklarının menkulleştirme süreci, kiralamaya dayalı menkul kıymetler ve kiralama menkulleştirmesinin ülkemizdeki durumuna değinilmiŐtir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Kiralama, Faaliyet Kiralaması, Menkulleştirme, Varlığa Dayalı menkulleştirme, Kiralama Menkulleştirmesi.

* Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F. İŞletme Bölümü

Giriş

Menkulleştirme, son yıllarda, önemli gelişmeler kaydetmiş bir finansman tekniğidir. 1970'lerin başlarında, ABD'de konut sektörü finansmanında kullanılmış, daha sonraki yıllarda birçok yeni varlık menkulleştirmeye konu olmuştur. İpoteğe dayalı menkulleştirme dışındaki ilk menkulleştirme ihracı, 1985 yılı mart ayında, Sperry Lease Corporation tarafından, bilgisayar kiralama alacaklarına dayalı olarak gerçekleştirilmiştir. (Fabozzi, 1998, s.489).

Kiralama menkulleştirmesi, kiralama şirketlerinin, yapmış oldukları kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklardan havuzlar oluşturmak ve bu alacaklara dayalı çeşitli sınıflarda borçlanma senedi ihracı şeklinde işleyen bir fonlama yöntemidir. Amacı, sözkonusu kiralama işleminin, diğer deyişle kiralamaya konu olan makina teçizatın finanse edilmesidir. Son yıllarda, kiralama, makina teçizat finansmanında, endüstri işletmeleri için, önemli bir finansman alternatifi haline gelmiştir. Günümüzde, gelişmiş piyasalarda, makina teçizat alımlarının büyük bir bölümü (%30) kiralama yolu ile finanse edilmektedir. ABD'de kiralamaya konu olan makina teçizatlarının oranı %30-%35 arasında değişirken, Türkiye'de, 1996 yılı itibarı ile sabit kıymet yatırımlarının sadece % 6- % 5'lik kısmı finansal kiralama şirketlerince finanse edilmiştir. Gelişmiş piyalarla kıyaslandığında oldukça düşük olmasına rağmen, ülkemizde de

finansal kiralama önemli gelişme kaydetmiştir. Örneğin, 1990-1995 yıllarını kapsayan 5 yıllık dönem içinde, finansal kiralama işlem hacminde % 5493'lük bir artış meydana gelmiştir. (Leasing Sektörü Semineri,1998) Bu rakamlardan hareketle, makina teçhizat kiralamalarının menkulleştirme için çok büyük ve önemli bir potansiyel varlık havuzu oluşturduğu görülmektedir. Kiralama sektöründeki bu gelişmeler doğrultusunda, kiralama alacaklarının menkulleştirilmesinde de önemli ilerlemeler kaydedilebileceği görülmektedir.

Kiralama menkulleştirmelerinde son yıllarda yaşanan gelişmelerin en önemli nedenlerinden biri, kiralama sözleşmelerinden doğan alacakların, menkulleştirme için çok uygun bir varlık sınıfını oluşturmasıdır. Makina teçhizat kiralamalarının, düşük seviyede ödenmeme, gecikme ve erken ödeme oranlarına sahip olması, bu varlıkları menkulleştirme için çok uygun teminatlar haline getirmektedir. Söz konusu alacakların yükümlüleri, yani kiracılar, genellikle, kredi değeri bireylerle kıyaslandığında, nispeten yüksek olan kurumlardır. Makina teçhizat kiralamalarında, yeniden finansmana neden olabilecek az sayıda erken ödeme söz konusudur. Diğer taraftan, kiralamaya dayalı menkul kıymetler, oldukça yeni olmaları nedeni ile, diğer varlığa dayalı menkul kıymetler ile karşılaştırıldığında, yatırımcılara daha yüksek getiriler sağlayabilmektedir.

Menkulleştirme, çok farklı amaçlarla kullanılabilen bir finansman yöntemidir. Kiralamaya dayalı menkulleştirme, diğer sektörler ile kıyaslandığında, bilanço düzenlenmesi ya da bilanço iyileştirmesi yanında, fon sağlama maliyetlerini düşürmesi nedeni ile tercih edilmektedir. Kiralama sektörünün bazı özellikleri, bu sektörde menkulleştirmenin bir fon sağlama aracı olarak kullanılmasını teşvik etmektedir. Kiralama belgelerinin standardizasyonundaki artış, kiralama ürünleri teminat havuzunun daha homojen olmasını mümkün kılmıştır. Kiralamaların değerlendirilmesinde analitik yöntemlerin ve buna ilişkin teknolojinin kullanılması, kiralama şirketlerini, fiyatta rekabete zorlamıştır. Bunun sonucu daralan kar marjları, düşük maliyetli fon sağlamanın önemini arttırmıştır. Makina teçhizat menkulleştirmesinin artan şekilde kullanılması, kiralama şirketlerinin fon kaynaklarını çeşitlendirmelerine izin vermiş, bu durum da kiralama şirketlerinin, kiralama hacimlerini arttırmalarını sağlamıştır. Gelecek yıllarda kiralama menkulleştirmelerinin hacminin daha da hızlı şekilde artacağı beklenmektedir.

1. Kiralama

Kiralama, kiralayan ile kiracı arasında yapılan sözleşmeye bağlı olarak işleyen bir finansman yöntemidir. Kiralama şirketi, kiracı tarafından seçilen makina teçhizatı kiralama dönemi başında, üreticiden satın almakta ve daha sonra, belirli bir süre için, belirli bir

kira ödemesi karşılığında, makina teçhizatın kullanım hakkını kiracıya devretmektedir. Kiralama süresi boyunca makina teçhizatın kullanım hakkı kiracıda, mülkiyeti ise kiralama şirketinde kalmaktadır.

1.1.Kiralama Türleri

Kiralamaya dayalı menkulleştirmede, kiralamanın türünü bilmek son derece önemlidir. Menkulleştirme uygulamaları açısından, kiralamalar, finansal kiralama ve faaliyet kiralaması olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Finansal kiralama, aslında bir teminatlı kredi mahiyetindedir. Kiracı, makina teçhizatı ekonomik ömrü süresince kiralamakta ve kiralama süresi içinde mülkiyetin faydalarına sahip olmaktadır. Kiralama işlemlerinde, kiralama süresi sonunda, kiracı, sözleşmede belirlenen fiyattan ya da piyasa fiyatından, makina ve teçhizatı satınalma hakkına sahip olabilir. Eğer kiracı bu hakkı kullanmak istemez veya bu hak kiracıya sunulmaz ise, kiraya veren, makina teçhizatı aynı kiracıya tekrar kiralayabilir, yeni bir kiracıya kiralayabilir ya da üçüncü tarafa satabilir.

Kiralama işlemlerinde, kiralanan makina teçhizatın kira süresi sonundaki hurda değeri, kiralama süresi sonunda, malın satılması ya da tekrar kiralınması sonucu elde edilen kazançlardır. Kiraya veren, kiralamanın başlangıcında, makina teçhizatın vade sonundaki değerini tahmin ederek, bir defter hurda değeri belirleyebilir. Faaliyet

kiralamaları için, kiraya veren, kiralama sona erdiğinde, hurda değer için amortisman tablosu izlemeyi tercih edebilir.

Faaliyet kiralaması, kiracıya makina teçhizatı belirli bir süre kullanma hakkı sağlamaktadır. Diğer taraftan, mülkiyet hakkı kiracıda kalmaktadır. Kiralama süresi sonunda, eğer varsa, makina teçhizatı satın alma hakkı, finansal kiralamada olduğundan, çok daha yüksek tutarlardadır. Bu tür kiralamalarda, kiracı önceden haber vermek şartı ile, sözleşmeyi süresi dolmadığı halde feshedebilir.(Franks, 1979, s.125-126)

Faaliyet ve finansal kiralama arasındaki en önemli ayırım, ekonomik riskler ve mülkiyetin sağladığı faydayı hangi tarafın kullandığı konusunda ortaya çıkar. İki kiralama türünü birbirinden ayırmada kullanılan dört önemli kriterden söz etmek mümkündür.

Bunlar:

1. Kira süresi sonunda, malın mülkiyetinin kiracıya devrinin öngörülmesi,
2. Sözleşmenin kiracıya, kira süresi sonunda, makina teçhizatı o tarihteki beklenen piyasa fiyatının altında bir değerden satınalma hakkı vermesi,
3. Kira süresinin, varlığın tahmini ekonomik ömrünün en az % 75'ine eşit olması,

4. Kira ödemeleri toplamının, kira süresinin başlangıcındaki bugünkü değerinin, malın piyasa değerinin en az %90'ına eşit olmasıdır.(Ceylan, 2000, s.151-152)

Yukarıda sayılan dört kriterden en az birini karşılamayan kiralamalar faaliyet kiralaması olarak kabul edilmektedir. Faaliyet kiralamaları, finansal kiralamalar ile karşılaştırıldığında, daha kısa vadelere ve daha düşük ödemelere sahiptir. Kısa vadeler kiracıyı teknolojik eskimeye karşı korumaktadır. Bu sayede faaliyet kiralamaları, özellikle yüksek teknoloji ürünleri için uygundur. Kiralama şirketleri yüksek teknoloji ürünü makinaları kiralama vadesi dolduğunda, daha az sofistike ihtiyaçları olan işletmelere tekrar kiralayabilmektedir.

1.2. Kiralamanın Avantajları

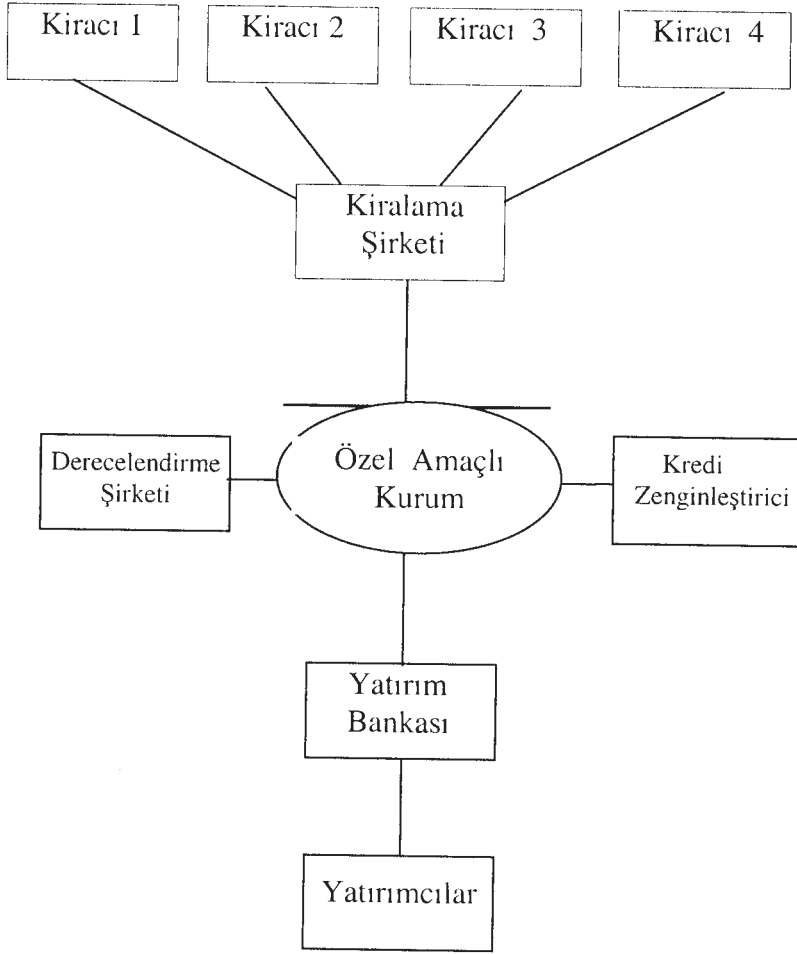
Makina teçhizat kiralamalarının bazı önemli avantajları vardır. Yüksek maliyetli ve hacimli olmaları nedeni ile, makina teçhizatlar ile ilgili olarak "satılma ya da kiralama" kararının verilmesi finans yöneticilerinin en önemli kararlarından biridir. İşletmelerin kiralamayı tercih etmelerinin bazı önemli nedenleri vardır. Öncelikle, sahiplik kiralayan tarafta kalmakta, faaliyet kiralamasında kiracı demode olma riskinden korunmaktadır. Kiralama sözleşmesi, kiracıya makina teçhizatın kurularak faaliyete geçirilmesi ve randırmanlı çalıştırılması konusunda garanti sağlamak yolu ile ilave bir hizmet

sağlayabilmektedir. Diğer taraftan, teknik hizmet ve bakım-onarım hizmeti, kiralamanın türüne bağlı olarak, kiralayan tarafından sunulabilmektedir. Bazı durumlarda, söz konusu makina teçhizata ilişkin sınırlı bir arz söz konusu olabilmektedir. Böyle durumlarda, kiralama şirketlerine teslim önceliği verebilmekte, bu durum, kiracı firmanın piyasaya diğerlerinden önce nüfuz etmesine imkan sağlamaktadır.

Kiralama esnek bir fonlama tekniğidir. Banka kredilerinin aksine, kiralama sözleşmeleri, nadiren bazı sınırlayıcı maddeler içerir. Kiralama, kiracının fon kaynaklarını çeşitlendirmesine imkan tanır. Kiralamalar, genellikle, kredilerde daha küçük peşin ödeme gerektirir ve böylelikle, likiditenin muhafaza edilmesini sağlar. Ödemeler, kiracının nakit akışlarına uygun olarak düzenlenebilir; azalarak, artarak, mevsimsel ve seken ödemeli ve mümkün olan diğer yapılarda düzenlenebilir. Kiralamalar, çoğu zaman, diğer finansman yöntemlerinden daha basit ve kolay şekilde düzenlenebilir. Diğer taraftan, kiralama işlemleri birçok ülkede vergi muafiyetlerine sahiptir.

Kiralama şirketleri için, menkulleştirme, öncelikle, alternatif ve ucuz bir fon kaynağı sağlamakta, bilançolarını daha etkili şekilde yönetmelerini mümkün kılmaktadır. Menkulleştirme yolu ile, sağlanan ucuz fonlar, işletmenin kiralama hacmini arttırabilecek dolayısı ile, büyümelerini daha hızlı ve daha risksiz gerçekleştirilebilecektir. Menkulleştirme, kiralama şirketlerine tüm bu

avantajları sağlarken mali tablolarında ve rasyolarında hiçbir bozucu etki yaratmamaktadır. Bu açıdan kiralama menkulleştirmeleri kiralama şirketleri açısından son derece büyük önem taşımaktadır.(McClelland, 1989, s.142)



Şekil 2.1. Kiralama Menkulleştirme Süreci

2. Makina Techizat Kiralamalarına Dayalı Menkulleştirmenin İşleyişi

Geleneksel borçlanma yöntemleri ile karşılaştırıldığında, menkulleştirmenin en önemli özelliklerinden biri, aracılık işlemlerini parçalara bölmesi, diğer bir deyişle, klasik anlamdaki aracılık yüklenimi işlemlerini ortadan kaldırmasıdır. Bu sayede menkulleştirme, ticari ve yatırım bankalarının yanında, Kaynak Kuruluşlar, Özel Amaçlı Kurumlar, Kredi Zenginleştiriciler ve Derecelendirme Şirketleri gibi tarafların da süreç içinde yer almalarını sağlamıştır. Böylelikle, sistemde yer alan her kurumun uzman olduğu fonksiyonlar üzerinde yoğunlaşması mümkün olmaktadır. Bu doğrultuda, kiralama menkulleştirme süreci, kiracılar ile kiralama şirketi arasında kiralama sözleşmesinin yapılması ile başlamaktadır. Kiralama şirketi, söz konusu sözleşmelerden oluşan, menkulleştirmeye teminat olacak bir havuz oluşturmaktadır. Daha sonra bu havuz, menkul kıymetleri ihraç edecek, Özel Amaçlı Kurum'a devredilmektedir. Kiralama sözleşmeleri havuzu, derecelendirme şirketi tarafından kredibilitesi konusunda analiz edilmektedir. Ardından gerekli kredi desteği belirlenmektedir. Ardından, ihraç edilecek menkul kıymetlerin güvenilirliğini arttırmak ve menkul kıymetlere ilişkin ödemelerin zamanında ve düzenli şekilde yapılmasını garantilemek amacıyla, kredi zenginleştirme kurumundan kredi desteği sağlanmaktadır. Daha sonra, bir yatırım bankası desteği

ile kiralamaya dayalı alacaklar menkulleştirilerek yatırımcılara satılmaktadır. Satılan menkul kıymetlerden elde edilen fonlar, Özel Amaçlı Kurum tarafından toplanarak kiralama şirketine aktarılmaktadır. Ardından, kiralama vadesi boyunca, kira ödemeleri toplanarak Özel Amaçlı Kurum'a aktarılmakta, bu nakit akımı ile ihraç edilen menkul kıymetlerin anapara ve faiz ödemeleri yapılmaktadır.

2.1.Kiralama Menkulleştirmelerine Konu Olan Varlıklar

Kiralamaya dayalı menkulleştirme işlemlerinde konu olan varlıklar, kiralama işlemleri için düzenlenen kiralama sözleşmeleridir. Gerek finansal kiralama, gerekse faaliyet kiralamalarına ilişkin sözleşmeler menkulleştirmeye konu olabilmektedir. Kiralamaya dayalı menkulleştirme işlemlerinde, makina teçhizat, diğer deyişle, donanım veya ekipman kavramı içinde yer alan varlıklar Tablo 2.1. gösterilmektedir.

Tablo 2.1. Kiralama Menkulleştirmelerine Konu Olan Varlıklar

Uçaklar
Helikopterler
Deniz taşıt araçları
Raylı sistem araçları
Kamyonlar
Bilgisayar donanım ve yazılımları
Konteynırlar
Ofis donanımları
Tarım araçları
Endüstriyel üretimde kullanılan makina teçizatlar
Maden çıkarmada kullanılan makina teçizatlar
Sağlık alanında kullanılan makina teçizatlar
Demiryolları
İş makinaları
Elektrik santralleri
Tatlı ve tuzlu su taşımasında kullanılan araçlar
Telekomünikasyon donanımları
Anahtar teslimi endüstri tesisleri

2.2.1. Aşırı Getiri

Menkulleştirme işlemlerinde, havuzdan gelen nakit akımı bazı durumlarda, menkul kıymetlere ödenecek tutarın üzerinde olabilmektedir. Bu durumda, söz konusu nakit akımları aşırı getiri olarak, beklenmeyen kayıpların karşılanmasında kullanılabilir. Bazı kiralama yapılarında da, kira ödeme akımlarının bir kısmı, aşırı getiri olarak tutulabilmektedir. Potansiyel kayıpları karşılamak için uygun olan bu fonlar, bazı durumlarda, gelecekte koruma sağlamak amacı ile özel hesaplarda toplanabilmektedir. Buna ek olarak, genellikle, havuzdaki tüm kiralama, aynı faiz oranından geri ödendiği için, kiralama menkulleştirmelerindeki, herhangi bir aşırı getiri, çeşitli faiz oranlarına sahip kredi havuzlarındakinden daha kolaylıkla tahmin edilebilir. Kiralama işlemlerinde en çok kullanılan aşırı getiri, hurda değerın satışından elde edilen gelirlerdir.

2.2.2. Alt Sınıflı Yapılandırma

Kiralama menkulleştirmelerinde, kira havuzundan gelen nakit akımı, bazı öncelikler doğrultusunda, birden fazla sınıf menkul kıymet türetilerek bunlara tahsis edilmektedir. Bu yapıda herhangi bir kayıp söz konusu olduğunda, birincil menkul kıymet sahipleri etkilenmeden, ikincil sınıflara yansıtılmaktadır. Kredi sınıflandırması olarak da adlandırılan, alt sınıflı yapılandırma, kiralamalara dayalı menkulleştirme işlemlerinde en çok kullanılan zenginleştirme

yöntemidir. Kaynak kuruluş genellikle, kiralama havuzundan gelen, hurda değer veya alt yapılı ödeme akımı şeklinde küçük bir faiz tutarını elinde tutmaktadır. Birincil sınıf/ Orta sınıf/ İkincil sınıf yapılarında, ikincil menkul kıymetler elde tutulurken, birincil ve orta sınıf menkul kıymet yatırımcılara satılmaktadır. İkincil sınıflar, oransal bazda ya da ihraççının amaçları ve derecelendirme şirketlerinin isteği doğrultusunda, oransal bazda ya da ardışık şekilde ödenebilmektedir.

2.2.3. Tekhat Sigorta Politikası

Tekhat sigorta, dışsal zenginleştirme yöntemidir. Kiralamaya dayalı menkulleştirme işlemlerinde, dışsal zenginleştirme, oldukça sık kullanılmaktadır. Ençok kullanılan dışsal zenginleştirme, tekhat sigorta şirketleri tarafından sağlanan % 100 garanti ya da teminat senedir. Tekhat sigorta ile, birincil menkul kıymetlere % 100 anapara ve faiz garantisi sağlanmaktadır. Teminat senedi aynı zamanda, alt sınıflı yapılandırma ile türetilen ikincil menkul kıymetler, nakit teminat hesabı veya diğer bazı kombinasyonlar ile desteklenebilmekte, karma bir zenginleştirme politikası kullanılabilir.

2.2.4. Erken Ödeme Sistemi

Erken ödeme sistemi, nakit akımlarının yönünü değiştirmektedir. Birincil menkul kıymetler için uygun tutarı, bu tür menkul kıymetler direkt olarak ilave bir nakit akımı yönlendirmek yoluyla veya spread hesaplarda toplanan tutarı arttırmak yolu ile, arttırarak değiştirmektedir. Erken ödeme sistemi; havuz performansı, beklenenin üzerinde ödenmeme ya da geç ödenmelere bağlı olarak bozulduğunda veya servis kurumunun, iflasını ilan etmek yada servis fonksiyonunu bırakmak zorunda kalması gibi problemlerle karşılaşıldığında yatırımcıyı zarara uğratmamak için, işlemin vadesi kısaltılarak erken ödeme sistemine geçilmektedir. Bazen alt sınıflı yapılanma, ikincil menkul kıymetlerin bakiyesi, belirlenen bir minimum seviyeye düşerse erken ödenebilecektir.

Bazı durumlarda erken ödeme sistemi sona erdirilebilir. Bozulan havuz performansı düzelirse, servis kurumu faaliyetlerini normal şekilde sürdürmeye başlar ise, nakit akımları, tekrar eski, orjinal haline döndürülebilir. Ancak bazı durumlarda, sistemin eski haline döndürülmesi mümkün olmayabilir, bu durumda, en kısa sürede nakit akımları hızlandırılarak, menkul kıymetlerin erken ödenmeleri gerekmektedir. Nakit akışına ilişkin tahmin edilenin üzerinde bir belirsizlik oluşması durumunda, kiralama menkulleştirmeleri, kredilere oranla daha hızlı geri ödenmelidir.

2.2.5. Hurda Değerin Satışı

Kiralamalar sona erdiğinde, makina teçhizatın satışından veya tekrar kiralanmasında elde edilen kazançlar, genellikle, anapara bakiyesinin bir bölümü olarak yatırımcılara satılmamaktadır. Ancak, kredi zenginleştirilmesi olarak kullanılmaktadır. Havuzda yer alan kiralamalar, sürekli biçimde ve birbiri ardına sona ermektedir. Bu durum zaman zaman nakit akışlarında kesikliklere neden olabilmektedir. Hurda değerler, kayıplar için kredi zenginleştirilmesi olarak aşırı getiri şeklinde değerlendirilmektedir. Bu akımlar bazen özel hesaplarda, erken ödeme sisteminde kullanılmak üzere toplanabilmektedir.

Hurda değer bir kredi zenginleştirme mekanizması olarak, diğer varlığa dayalı menkulleştirme işlemlerinde olduğundan daha büyük yararlar sağlamaktadır. Hurda değerın elde edilmesi kiralama vadesi sonunda gerçekleşmektedir. Bu nedenle, aşırı getiri olarak toplanan tutarlar, menkulleştirmenin ilk aşamalarında tükendiğinde ve kayıpları karşılamada yetersiz kaldığı, daha sonraki aşamalarda, hurda değerden elde edilen kazançlar kullanılmaktadır.

Hurda değerlere ilişkin ödemelerin zamanlanması, aşırı getirilerde olduğu gibi önceden tahmin edilebilmektedir. Çünkü, hurda değer ödemeleri, makina teçhizatın ikinci el alımlarına ve kiralama piyasasına bağlıdır. Bununla birlikte, hem kiracı, hem de kiraya veren açısından makina teçhizatın dispozisyonunu hızlı şekilde çözmek için

güçlü bir teşvik vardır. Hurda değerin satışının zamanlaması ve değerine ilişkin kaynak kuruluşun geçmiş kayıtlarına dayalı olarak, kayıtlanmış hurda değerin belirli bir yüzdesi, gerekli hedef zenginleştirme seviyesine kadar kredilendirilebilir.

2.3. Yasal Yapı

Diğer varlık tiplerinde olduğu gibi, kiralama işlemlerinde belirli yasal koşulların yerine getirilmesi gereklidir. Genel işletme, ve menkul kıymetlere ilişkin kanunlara ilave olarak işlemin özelliklerine ilişkin bazı unsurlar da dikkate alınmalıdır. Kiralanmış makina teçhizat teminatının, yani kira sözleşmelerinin, kiralamayı yapan firma tarafından, rücu edilemez şekilde, kiralamaya dayalı menkul kıymetleri ihraç edecek, Özel Amaçlı Kuruma ya da Fon'a devredilmesi gereklidir. Böylelikle, kira sözleşmeleri, kaynak kuruluşun iflası halinde, satıcının varlıkları ile konsolide edilmeyecektir. Gerçek satış, kendi başına, iflas-dışı statü için bir garanti sağlamaz iken, bu durum, yatırımcılara, tarafların, teminatın , kira sözleşmelerini yapan kaynak kuruluşun, diğer deyişle, kiralama şirketinin potansiyel iflasından tamamen korunduğu konusunda güven sağlamaktadır.

2.4. Kiralama Menkulleştirmelerinin Muhasebesi

Hem faaliyet kiralamaları hem de finansal kiralamalar menkulleştirilebilmektedir. İhraççı için hangi muhasebe uygulamasının kullanılacağı belirlenirken, söz konusu kiralama yöntemlerinin farklılıkları göz önünde bulundurulmalıdır. Finansal kiralama ve faaliyet kiralaması arasındaki en önemli fark, kiralamaya konu olan varlığın, kiracının ya da kiraya veren tarafın defterine kaydedilmesidir. Uygulamada, kiralamaların sınıflandırılması zor ve oldukça karmaşık bir konudur. Örneğin, hurda değerın sigortalanması mümkün ise, belirli bazı kriterleri karşılayan ve önemli ekonomik hurda değeri olan kiralamalar, finansal kiralama olarak değerlendirilebilir.

Bu durum, ihraççının menkulleştirme yapısını etkilemektedir. İhraççılar, faaliyet kiralamalarını, varlıkları defterlerinde tutabilmek ve amortismanın vergi avantajından faydalanabilmek için finansman olarak yapılandırmayı tercih etmektedirler. Yatırımcılar vergi avantajından faydalanamayacaklarından, faaliyet kiralamalarının konu olduğu işlemlerde, vergi açısından satış şeklindeki menkulleştirme kullanılmamaktadır. Diğer taraftan, finansal kiralamaların konu olduğu menkulleştirme işlemlerinde, ihraççılar, kiralama sözleşmelerinin özel amaçlı kuruma satışından kazanç sağlamak için satış tipi yapılandırmayı tercih etmektedirler.

3. Kiralamaya Dayalı Menkul Kıymetlerin Analizi

Varlığa dayalı menkul kıymetlerin analizinin ilk aşamasını, menkulleştirmeye konu olan varlıkların kredi ve erken ödeme risklerinin değerlendirilmesi oluşturur. Kredi ve erken ödeme risklerine bağlı olarak, makina teçhizat kiralamaları, menkulleştirmede kullanılan diğer varlıklardan daha düşük seviyede bir belirsizlik içermektedir.

3.1. Erken Ödeme Riski

Kiralama menkulleştirmeleri, çoğu zaman, birçok kredide bulunan erken ödeme opsiyonu olmaksızın yapılandırılmaktadır. Normal koşullarda, borçlular, kredi bakiyelerini herhangi bir zamanda geri ödeyebilirken, kiralama menkulleştirmelerinde, eğer, kiracının erken ödeme opsiyonu varsa, sözleşme ödemelerinin tümünü erken ödemek istenen tarihte, ödemek zorundadır. Erken ödemelere uygulanan bu kural, çok düzenli ortalama vade ile sonuçlanmaktadır. Bu durum, tekrar finansman amaçlı kiralama erken ödemelerini ortadan kaldırmaktadır. Ancak, yine de, bazen, yatırımcıyı etkileyebilecek kira erken ödemeleri söz konusu olabilmektedir. Bunlar, makina teçhizat iyileştirmeleri, kira ödemelerinin tamamen geri ödenmesi ya da kiracının kira ödemelerini yapmaması gibi nedenlerle oluşabilmektedir.

Makina teçhizat yenilemeleri, erken geri ödemelerin en önemli nedenidir. Bu durumda, genellikle, kiracı yeni bir makina teçhizat kiralamakta ve eski kiralamasını, çoğu zaman kiracının istediği koşullarda, erken ödemesine izin verilmektedir. Birçok kiralama şirketi, kiracılarını yeni makina teçhizat kiralamaları için, yenileme konusunda cesaretlendiren veya buna izin veren politikalar izlemektedir. Bu tür iyileştirme uygulamaları, kiralayan şirket açısından, kiralama teminatının kalitesinin sürdürülmesi nedeni ile son derece olumludur.

Tam erken ödemeler, kira tutarının tümünü bir defada geri ödenmesi durumudur. Ancak, çok karşılaşılan bir durum değildir. Kiracı, iş hattın çıkmaya veya belirlenen kira vadesinden önce makina teçhizatı satın almaya karar verirse, kiralamaya konu olan tutarı, söz konusu olabilecek maliyetlerine katlanarak erken geri ödeyebilmekte veya nakit akışı süresini kısaltabilmektedir.

Kiracının, kira ödemelerini yapmaması durumunda da bir erken ödeme riski söz konusu olabilmektedir. Kaynak kuruluşun, portföy geçmişi, esas havuzun zaman içinde nasıl bir performans göstereceğinin göstergesidir. Ödenmeyen tutarların, ne kadarlık kısmının işlemin kredi zenginleştirilmesi tarafından karşılanacağı da bu doğrultuda belirlenmektedir. Bunun yanında, kiralamaya dayalı işlemler, bir miktar erken ödeme ve ödenmeme tutarının, erken ödeme ya da ödenmemenin söz konusu olduktan bir ay sonra, ödeme

tarihinde, anaparaya ilave edilerek yatırımcılara ödenmesini gerektirmektedir.

Birçok kiralama menkulleştirmesi, kiralama şirketine erken ödenmiş ya da ödenmemiş kiralaların ona eşdeğerde ya da daha uzun vadeli, eşit ya da daha yüksek, ödeme ve hurda değeri olan kiralamalarla değiştirme opsiyonu vermektedir. Bu yer değiştirme özelliği, ikame işlemin kiralamalardan gelen kira akımlarının, beklenen vadesinin üzerine uzamasına engel olmaktadır. Tüm kiralama erken ödemelerine uygulanabilen, ikame koşulu, erken ödemelerin, yatırımcılar üzerindeki etkilerini minimize edebilmektedir.

İkame özelliği, bir gereklilikten çok, kiralama şirketi, diğer deyişle kaynak kuruluş için bir opsiyondur. Çünkü menkul kıymet ihraç eden kurum için, teminatları satmaya devam etme yükümlülüğü, ihraç kurumu için satıcıyı sürekli bir kaynak haline getirmiştir. İkame özelliği, yasalar ve uygulama açısından, zorunluluktan çok, bir opsiyon olarak yapılandırılmasını zorlamasına ve havuzun başlangıç tutarının % 10'u ile sınırlı olmasına rağmen, kiraya veren taraf, çoğu zaman, izin verildiği ölçüde ikame olanağını seçebilir, çünkü, bu durum, erken ödemelerin etkisini azaltır, böylelikle, yatırımcı ile iyi ilişkilerin sürdürülmesine yardımcı olur.

İkame edilen kiralamalar, yer değiştirdikleri, kiralamalardan daha geç sona ermelerine rağmen, ikame koşulları, uzama riski

(extention risk) yaratır. Uzama riski, faiz oranlarındaki artışın neden olduğu, kiralamanın vadesini, dolayısı ile kiralamaya dayalı menkul kıymetlerin vadesinin uzamasına neden olan erken ödeme riskidir. (Fabozzi, 1998, s.485) Bununla birlikte, bu risk işlem vadesinin sonuna doğru, artan nakit erken ödemeler ile, dengelenme eğilimindedir. Çünkü, işlem, vade sonuna yaklaştıkça, bu tarihten önce biten kiralamalar ile, ikame edilmesi daha az pratik olmaya başlamaktadır.

Erken ödeme ve ikame koşulları için ekonomik yıldırma, birlikte ele alındığında kiralama işlemlerinde erken ödemelerin etkisi genellikle, minimum seviyede olduğu anlamına gelmektedir.

3.2. Kredi Riski

Amerikan Makina Teçhizat Kiralama Birliği tarafından yapılan sektör araştırmalarına göre, 1990 yılına kadar, kiralama sektörü için net kayıp oranı toplamın %1-%2'si arasında değişmektedir. Bunun yanında, bireysel ihraççılar arasında, yıllık %1 ile %4 aralığında, dikkate değer değişimler söz konusudur. İhraççıların geçmiş kayıp oranları, beklenen gelecek kayıpların en iyi ve tek göstergesidir.

Kiralama işlemleri ile bağlantılı olan kredi riskinin incelenmesinde borçlunun kredi kalitesi, kira konsantrasyonu, kira büyüklüğü, coğrafik konsantrasyon, makina teçhizatın teknolojik açıdan eskimesi gibi faktörler göz önünde bulundurulmalıdır.

Borçlunun kredi kalitesi: Kayıp oranlarının en önemli belirleyicisi, borçlunun kredi değerliğidir. Aslında, kiralama şirketleri arasındaki kayıp oranları arasındaki farklılık, müşterilerin kredi profillerinin farklılığı ile açıklanabilir. Örneğin Fortune 500 şirketlerinin, kiralama işlemlerinde, küçük işletmelerden ve ya bireysel profesyonellerden çok daha düşük oranlarda ödememe durumları ile karşılaşılması beklenebilir.

Kiracı konsantrasyonu; birçok kiracıdan oluşan teminat havuzu, ödenmeme riskini yayar ve kredi riskini azaltır.

Kira büyüklüğü; genellikle, toplam teminat havuzunun bir oranı olarak, daha büyük bir ortalama kira büyüklüğü söz konusu kiralardan herhangi birinin ödenmemesi durumunda, işlemin bütününde, o kadar büyük bir etki yapacaktır. Uçak kiralamalarının konu olduğu ihraçlar bu risk nedeni ile daha yüksek getiriler ile satılmaktadır.

Coğrafik konsantrasyon; küçük kiracılar bölgesel ekonomik koşullardan daha çabuk ve çok etkilenmeye meyillidir. Tek bir endüstride, küçük işletmelerin yüksek konsantrasyonu ve tek bir coğrafik bölge event riskini artırabilir.

Teknolojik eskime: Kiralanmış teçhizat değersiz hale gelecek kadar demode olursa, ödememeyi engelleyen faktörler zayıflamaktadır.

Aşağıda sayılan, ödenmemeleri caydırıcı önlemler, yenileme politikaları, ihraç edilen menkul kıymetlerin vadesi, kullanılan kredi

zenginleştirmeler ve ikame politikaları gibi faktörler işlemden kiracının kredi riskini azaltabilir.

Ödenmeme yıldırımları: Kiralanmış makina teçhizat çoğu zaman kiracının işletme faaliyetlerinin gerekli bir parçasıdır. ?

Yenileme Politikası: kiracının demode olmuş makina teçhizatı, yeni bir model ile, eni bir kiralama ile değiştirmesine izin veren politika, bağımsız erken ödeme koşulları altında, gelecekte, makina teçhizatın demode olmasından kaçınılarak, bir kiralama yapma imkanını sağlamaktadır. Dahası, makina teçhizat, yeni modellerle kıyaslandığında, modası geçmiş olmasına rağmen, hala kiracı için faydalı olabilir. Böylelikle demode olma riski azalmaktadır.

Hizmet sektörü: makina teçhizata servis, bakım onarım verecek üçüncü taraf iyi bir hizmet kurumunun olması, üretici firmanın iflas etmesi durumunda dahi, kiralanmış makina teçhizatı aktif şekilde kullanmaya devam etmesini mümkün kılmaktadır. Örneğin, Memorex Telex Corporation (MTC), şubat 1992 'den bu yana iki kez iflas durumu ile karşı karşıya kalmıştır. Bununla birlikte, makina teçhizatları, problemsiz şekilde, menkulleştirmeye dahil edilmiş ve tek bir defa, (Leasing Solutions Receivables, Inc. 1994-1), MTC makina teçhizatları, orjinal havuzun % 75'ini oluşturmaktadırlar.

Menkulleştirmenin vadesi: kiralama işlemlerinin vadesi, genellikle 2 ve 3 yıldır. Bazı durumlarda, menkul kıymetlerin son vadesi, teminatlarınkinden daha kısa olması için ödemeler

yönlendirilir. Örneğin kiralamaların vadesinin 7 yıla kadar uzadığı durumlarda, beklenen vadenin 5 yıl olduğu yapılandırmalar söz konusu olabilmektedir. Genelde, kısa vadeli menkul kıymetler, değişen ekonomik koşullar karşısında, kredi problemleri ile daha az karşılaşmaktadır. Kiralamaya dayalı işlemlerde, kiracı, kira ödemelerini yapmadığında, sayılan özellikler bu ödemelerin yatırımcılar üzerindeki etkilerini sınırlandıran tipik bir yapılandırmadır.

Kredi zenginleştirilmesi: işlemim kredi zenginleştirilmesi ile oluşturulan koruma, genellikle, hem yıllık, hem de işlemin vadesi boyunca oluşan, maksimum kabul edilebilir kayıp oranı ile ifade edilebilir. Kredi desteğinin yeterlilik ölçüsü olarak tek bilinen ölçü, tahmini kayıp oranına, bu maksimum yıllık oranın oranlanmasıdır. (İhraççının geçmiş kayıp oranı, benzer kiracılar ve benzer makina teçhizatlar için kullanılabilir) kredi kurumları, bu oran için, kayıp karşılama oranı olarak bilinen bir hedef değer oranı belirler. Bu oran hedefi, (AAA derecesi için) 3-5 aralığındadır. Fakat bu oran, kredi kurumuna, kayıpların geçmiş kalitesine ve miktarına bağlı olarak değişebilmektedir. Ancak, ilave bir kredi koruması olan ve üçüncü taraftan kredi kurumundan sağlanan % 100'lük (surety wrap) bir korumanın olması durumunda, kayıp karşılama oranının önemi azalmaktadır.

İkame politikası: kiralamaların ikamesi yolu ile, özellikle ikincil menkul kıymetler için, ödenmemelerden kaynaklanan risk azaltılabilecektir. Bununla birlikte, kiralamalar, belirli bir gecikmeden sonra (120 gün) ödenemez hale geleceklerinden, işlemin nakit akımı kalitesini bozmayacaktır. ? kiralama işlemlerinin, kredi değerliliği, aynı zamanda, çok önemli kredi zenginleştirme şekli olan, makina teçhizatın tahmini hurda değerinden de etkilenecektir.

Hurda Değer

Kiralama işlemlerin düzenlenmesi aşamasında, kiraya veren taraf, her parça makina teçhizat için tahmini bir geri alma için hurda değer belirlemektedir. Operasyonel kiralamalarda, ise, kiraya veren taraf, amortisman planı doğrultusunda, bir değer tespit etmeyi tercih etmektedir. Belirlenen bu hurda değer ve kaynak kuruluşun hurda değerlerin realizasyonuna ilişkin kayıtları, işlemin kredi kalitesinin değerlendirilmesinde kullanılmak üzere, derecelendirme kuruluşlarına verilmektedir.

Kayıp oranlarında, hurda değer tahminlerinin en önemli doğruluk ölçüsü, geri almaların, tahmini değer ile eşit ya da onu aşan değerler ile uyumlu olmasıdır. Kiralama endüstrisi bir bütün olarak, hurda değerlerin belirlenmesi konusunda oldukça korumacıdır. Endüstri araştırmaları, finansal kiralamalar için gerçek geri almaların, defter değerinin 1,1 ile 1,5 katı kadar olduğunu ve bu oranın 1'den küçük olması durumu ile pek karşılaşılmadığını göstermektedir.?

Bunun yanında, realizasyonların, bir sözleşme yükümlülüğünden çok, bir opsiyon olması nedeni ile, derecelendirme şirketleri, nadiren, defter kalıntı değerine, % 50'nin üzerinde kredi verir. Çoğu zaman bu oran daha düşük seviyede tutulmaktadır. Böylelikle, kiraya veren tarafın, tahminlerinin doğrulanması konusunda, inanılması için neden varsa, kalıntı değer derecelendirme şirketinin kabul ettiğinin üzerinde ilave bir kredi destek katmanı sağlayabilir.

Kayıp oranlarında, kalıntı değerlerin güvenilirliğinin en önemli göstergesi, kaynak kuruluşun geçmiş deneyimleridir. Özellikle, veriler, benzer teminatlardan ve kiracılardan sağlanıyorsa, hurda realizasyonlarını destekleyebilen diğer faktörlerde şunlar olabilir:

Pazar Kanallarına giriş: bu kanallar, kullanılmış makina teçhizat pazarlarını ve makina teçhizatın bulunduğu pazarı kapsayabilir. Örneğin, bazı kiraya verenler, belirli özellikli piyasalarda doğrudan satış gücüne sahiptir.

Satıcı ortaklığı: bunlar satıcıların teşvik ve dışlamalarını kapsamaktadır. Teşvik örneği olarak, satıcı ile anlaşılan hedef seviyenin üzerinde her hangi bir yeniden satış kazancının paylaşılması konusunda, bir anlaşma yapılabilir. Bu tür anlaşmalar, satıcının satış gücüne, kontratlarına ve diğer kaynaklarına giriş sağlamaktadır. Satıcı aynı zamanda, bu tür anlaşmalara iştirak etme konusunda,

trademark'ın değerini korumak ve pazar kanallarına bütünüleşmek için motive edebilir.

Dışlama, satıcı ile kiraya verenin , satıcının kullanılan makina teçhizatın tek pazarlayıcısı olduğu konusunda yapılan anlaşmalardır. Böylelikle kiralaanın tekrar pazarlama konusundaki faaliyetleri korunmuş olmaktadır.

Kiralama deneyimi: birincisi, bu, kiralaanın, makina teçhizatın ait olduğu sektördeki ve tekrar pazarlama prosesindeki deneyimleridir. İkincisi, orjinal kiracı tarafından, alınan ya da yeniden kiralaanan, karşılaştırılabilir, makina teçhizatın geçmiş oranlarıdır. Bu remarketing maliyetleri keser, yüksek kazançları 3. Taraflara daha çabuk şekilde üretme eğilimindedir. Ve kullanılan makina teçhizat kalitesi hakkında herhangi bir concern'den kaçınır?

Aşağıdaki faktörler, ?

Teknolojik eskime: Kiralaanan makina teçhizat tipi için ürün hayat seyri kısa ise, (kiralama vadesi ile karşılaştırıldığında) , bu kullanılmış makina teçhizat değerini umulandan daha hızlı şekilde azalacağı konusunda daha büyük risk taşıyabilir.

Makina teçhizat ve coğrafik konsantrasyon: belirli bir tip makina teçhizat ve coğrafik bölgedeki kiralama konsantrasyonları, teknolojik eskime veya makina teçhizat piyasasındaki değişimler gibi diğer risklerin etkilerini genişletme eğilimindedir.

3.3. Kiralamaya Dayalı Menkul Kıymetlerin Yatırım

Özellikleri

Kredilerin aksine, kiralamalarda, kira ödemelerinin hesaplanmasında bir faiz oranı kullanılmasına rağmen, belirli bir faiz oranı içermemektedir. Bunun yerine, sözleşme, kiracıyı, belirli bir süre içinde, belirli bir ödemeyi yapmaya davet etmektedir. Ancak, sabit getirli menkul kıymetler türetebilmek için, nakit akımlarını, anapara ve faiz bileşenlerine ayırmada kullanılacak bir faiz oranı veya iskonto oranına ihtiyaç duyulmaktadır. Bu oran, işlemin harcamalarını da destekleyecek seviyede belirlenmelidir. Söz konusu harcamalar arasında,

- a) Menkul kıymetler üzerindeki faiz oranı,
- b) Hizmet ücreti,
- c) Garantör ödemeleri,
- d) Kredi desteği ücretleri sayılabilir.

Ayrıca, gereksinim duyulabilecek aşırı getiri de iskonto oranına dahil edilmelidir. Kiralamalarda, her kiralama için, kiralamanın nominal anapara bakiyesinin, kalan ödemelerin net bugünkü değerine eşit olabilmesi için, anapara ve faiz olarak tahsis edilmektedir. Aylık eşit taksitler halinde ödenen kiralamalar için, geri ödeme tablosu, herhangi bir eşit taksitli, sabit oranlı borçlanma ile aynı özelliklere sahiptir.

Menkul kıymetlerin, itibari değeri, yatırımcı talebi ölçülüp, işlem fiyatlanmadan belirlenmemektedir. Bu nedenle, kiralamaya dayalı menkul kıymetler, genellikle, bir başlangıç iskonto oranı üzerinden ve uygun itibari değer ile satılmaktadır. Kredilerin aksine, birçok kiralamada, ödeme tablosu, kiracının ihtiyaçları doğrultusunda düzenlenebilmektedir. Sonuç olarak, aylık yerine, üç aylık, 6 aylık veya yıllık ödemeler söz konusu olabilmektedir. Diğer taraftan, ödemeler düzenli olmayabilir. Ödemeler, mevsimlik ya da zaman içinde artan basamaksal şekilde olabilir. Çünkü artan ödemeli sözleşmeler, son dönemlerde güçlü nakit akımları içerirler ve eşit taksitli kiralamalardan daha yavaş geri ödenmektedirler.

Düzensiz ödemeli ve artan ödemeli kiralamalar, bazı menkulleştirme havuzlarının önemli bölümlerini oluşturmaktadır. Bu nedenle, derecelendirme şirketleri ve kredi zenginleştiriciler, işlemin yapısında, faiz ödemelerinin düzenli ve zamanında yapabilecek yeterli likiditeye sahip olup olunmadığı konusunda gerekli analizleri yapmaları son derece önemlidir. Genellikle, işlemlerde, bu koşulu sağlayacak eşit taksitli ödemesi olan kiralamalara yeterli oranda yer verilmektedir. Ancak, eşit ya da değişken taksitli olsa da, kiralama havuzundan gelen belirli bir nakit akımı söz konusudur.

Makina teçizat kiralamalarının vadesi genellikle 3-7 yıl arasında değişmektedir. Kiralamaya dayalı menkul kıymetler ise 2-3 yıl arasında bir ortalama vadeye sahiptir ve beklenen vade 5 yıl ve