

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI İÇİN BİR FİNANSMAN ÖNERİSİ: KİRA SERTİFİKALARI

GİRİŞ

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının (GYO), ihtiyaç duydukları finansmanı genellikle özkaynaklarıyla veya banka kredileri ile sağlamakla yetindikleri; mevcut piyasa uygulamalarına bakıldığında ise, birçok şirketin kira sertifikası, tahvil, finansman bonusu, varlık teminatlı menkul kıymet, varlığa dayalı menkul kıymet gibi özel sektör borçlanma araçları ihraçlarıyla finansman kaynaklarını zenginleştirdikleri gözlemlenmektedir. Bu çalışmada, bir özel sektör borçlanma aracı türü olarak sermaye piyasası mevzuatına kazandırılmış bulunan kira sertifikalarının GYO'lar için alternatif bir finansman kaynağı olup olamayacağı hususu değerlendirilmektedir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Finansman Sorunu

GYO sektörünün bilançosu, GYO'ların ortalamada ağırlıklı olarak özkaynakla finansman yaptıklarını, borçlanma vadesinin uzamasına ihtiyaç duyduklarını ve uzun vadeli banka kredisi kullanmayı yeğlediklerini göstermektedir. Bununla birlikte son yıllardaki GYO sektörünün finansman yapısındaki eğilimler incelendiğinde, özkaynakla finansman ağırlığının giderek azaldığı ve kısa vadeli banka kredisi kullanımının ise arttığı gözlemlenmiştir.

Kısa vadeli banka kredilerindeki artış, ekonomik olumsuzlukların mevcut olduğu dönemlerde faiz ve kur riski nedeniyle GYO'ların finansman giderlerini önemli ölçüde artırabilmekte ve kredi geri ödemelerinin vadesinde yapılması zorunluluğu faaliyetleri üzerinde baskı oluşturabilmektedir. Ayrıca, GYO'ların portföylerindeki varlıklarına ipotek konulmak suretiyle bankalardan temin edilen kredilerin ipoteğin değerine bağlı doğal bir sınırı olabilmektedir. Bu nedenle, GYO'lar için banka kredileri her ne kadar kaldıraç görevi görüyorsa da, işletmenin sürekliliği açısından dönem dönem risk teşkil edebilmekte ve finansman ihtiyacının karşılanmasında yetersiz kalabilmektedir.

Bununla birlikte, özellikle son dönemde Seri: VI, No: 11 sayılı “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği”nin (Seri: VI, No: 11 sayılı Tebliğ) 24. maddesinde yapılan değişikliklerle, GYO’ların ilişkili taraflarıyla ticari olmayan alacak/borç ilişkisine girmeleri, bir başka deyişle, GYO’ların cari hesap, para transferleri vb. yollarla ilişkili taraflarından kredi temin etmeleri yapılamayacak işler kapsamına alınmış olduğundan, yabancı kaynak kullanımında daha etkin çözümlere ihtiyaç duyulacağı düşünülmektedir.

Bu noktada, söz konusu çözümlerden birinin kira sertifikaları olabileceği düşünülmektedir. Zira, GYO’ların faaliyet konusu itibarıyla portföylerinde gerek kira geliri gerekse sermaye kazancı getiren gayrimenkuller halihazırda bulunmakta olup bu gayrimenkuller adeta likide edilmeyi beklemektedirler.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları İçin Kira Sertifikası Alternatifi

Seri: III, No: 43 sayılı “Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”in (Seri: III, No: 43 sayılı Tebliğ) 3. maddesinin birinci fıkrasının (f) bendi uyarınca kira sertifikası, varlık kiralama şirketinin (VKŞ) satın almak veya kiralamak suretiyle devraldığı varlıkların finansmanını sağlamak amacıyla düzenlediği ve sahiplerinin bu varlıklardan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymeti ifade etmektedir. Aynı fıkranın (m) bendinde, VKŞ’nin aracı kurumlar, bankalar ve kaynak kuruluşlar tarafından münhasıran kira sertifikası ihracetmek üzere kurulacağı; (e) bendinde de kaynak kuruluşun sahip olduğu veya kiraladığı varlıkları, kiralamak üzere VKŞ’ye devreden anonim şirket olduğu belirtilmektedir.

Seri: III, No: 43 sayılı Tebliğ’in söz konusu hükümleri kapsamında, bir GYO kaynak kuruluş sıfatıyla VKŞ kurabilecek, sahip olduğu veya kiraladığı varlıkları VKŞ’ye devredebilecek ve bu şekilde VKŞ’nin kira sertifikası ihraç etmesine olanak tanıyabilecektir.

Şüphesiz, bir olanağın, mevzuatta düzenlenmiş bulunması fiilen kullanılabilmesi için yeterli olmayabilir. Bu açıdan, öncelikle elverişli vergi düzenlemelerinin mevcudiyeti sorgulanmalıdır. Bu konudaki vergi düzenlemeleri,

gayrimenkullerin GYO'dan VKŞ'ye, kira süresinin bitiminde de VKŞ'den tekrar GYO'ya devri dolayısıyla elde edilen gelirlerin tamamının kurumlar vergisinden¹; gayrimenkullerin devri ve kiralama işlemlerinin KDV'den²; söz konusu varlıkların devirlerinin tapu harçlarından³ ve bu kapsamda yapılacak sözleşmelerin ve kira sertifikalarının damga vergisinden⁴ müstesna tutulduğunu göstermektedir. Buna göre, GYO ile VKŞ arasındaki ilişkide, kira sertifikası ihracına yönelik tüm işlemler bir vergisel avantaj paketiyle desteklenmiş bulunmaktadır. Bu pakete, GYO'ların tüm kazançlarına ilişkin mevcut kurumlar vergisi⁵ istisnası da eklendiğinde, GYO'ların kira sertifikası ihracı yoluyla sermaye piyasasından kaynak sağlamanın önünde vergisel anlamda bir engel bulunmadığı kolayca ileri sürülebilir⁶.

GYO ile VKŞ arasındaki kira sertifikası ihracına yönelik işlemlerin Seri: III, No: 43 sayılı Tebliğ ve Seri: VI, No: 11 sayılı Tebliğ hükümlerine uygun ve etkin bir şekilde modellenmesi ise bir sonraki aşamayı teşkil etmektedir.

Kira Sertifikası İhracında Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları İçin İdeal Model

Herşeyden önce, kira sertifikası ihracının altyapısını oluşturabilmek amacıyla, GYO'nun VKŞ'ye, sahip olduğu veya kiraladığı gayrimenkulleri devretmesi ve sonra da geri kiralaması gerekmektedir. Bu işlemler GYO portföyünün kompozisyonunu etkilediğinden kira sertifikası ihracının kurgulanmasında önemli rol oynamaktadır.

Seri: VI, No: 11 sayılı Tebliğ'in 27. maddesinin birinci fıkrasının (a) bendi uyarınca GYO'lar gayrimenkullere aktif toplamlarının en az %50'si oranında yatırım yapmak zorundadırlar. Aynı fıkranın (e) bendinde de, GYO'ların hesap dönemi sonunda hazırlayıp kamuya açıkladıkları finansal tablolarına göre söz konusu % 50

¹ 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu, Md.5/(1-e).

² 3065 sayılı Katma Değer Vergisi Kanunu, Md. 17/(4-g,u).

³ 492 sayılı Harçlar Kanunu, Md.123/(3).

⁴ 488 sayılı Damga Vergisi Kanunu, (2) sayılı Tablo, IV - Ticari ve medeni işlemlerle ilgili kağıtlar, Md. 41.

⁵ 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu, Md.5/(1-d-4).

⁶ Konunun vergisel boyutu hakkında daha detaylı inceleme için Bkz. İlyas Emre YAYLA, "Varlığa Dayalı Kira Sertifikaları ve Varlık Kiralama Şirketlerinin Mahiyeti ve Vergi Kanunları Karşısındaki Özellikli Durumları", Yaklaşım Dergisi, Ekim 2011.

oranını sağlayamamaları halinde Kurula başvuruda bulunulacağı; Kurulca yapılacak değerlendirmede bir defaya mahsus olmak üzere GYO'lara bir yıl süre tanınabileceği; bu süre sonunda da % 50 oranı sağlanamazsa, süre bitiminden itibaren en geç bir ay içinde esas sözleşme hükümlerinin GYO faaliyetini kapsamayacak şekilde değiştirmek üzere Kurula başvurulacağı ve bu değişiklikler yapılmadığı takdirde, Türk Ticaret Kanunu'nun 434. maddesinin birinci fıkrasının (2) ve (6) numaralı bentleri hükümleri gereğince münfesi addolunacağı hususları hükme bağlanmıştır.

Dolayısıyla, GYO'ların gayrimenkullerini bilançosundan çıkararak VKŞ'ye devrederken portföy sınırlamalarına uyumu göz ardı etmemeleri gerekmektedir. Aksi takdirde, süreç GYO faaliyetinin sonlandırılmasına kadar uzayabilecektir. VKŞ'nin GYO'ya olası konsolidasyonu, VKŞ'ye devredilen gayrimenkullerin GYO'ya geri dönmesi de sonucu değiştirmeyecektir, zira portföy sınırlamalarına uyum ile ilgili değerlendirmeler GYO'nun bireysel finansal tabloları üzerinden yapılmak durumundadır.

Bununla birlikte, devir işleminden sağlanan kaynak tekrar yatırıma yönlendirilerek portföy kompozisyonu korunabilir, ancak uygun yatırım kararının verilmesi zaman alabileceği gibi elde edilen fonun atıl bir şekilde portföyde beklemesi de söz konusu olabilir. Bu anlamda, zamanlama doğru ayarlanmazsa, VKŞ'den temin edilen kaynak gerisin geriye VKŞ'ye yapılacak kira ödemelerine tahsis edilmek zorunda kalınabilir ki bu da finansman modelinin anlamını yitirmesine neden olur.

Diğer taraftan, GYO'ların kira sertifikası ihracına yönelik olarak VKŞ'ye gayrimenkullerini devrederken aynı zamanda portföy kompozisyonlarını korumalarının, hatta portföylerini büyütmelerinin mümkün olduğu düşünülmektedir. Bu noktada, VKŞ'nin GYO'dan devraldığı gayrimenkulleri GYO'ya geri kiralarken finansal kiralama yöntemini tercih etmesi tartışılacaktır.

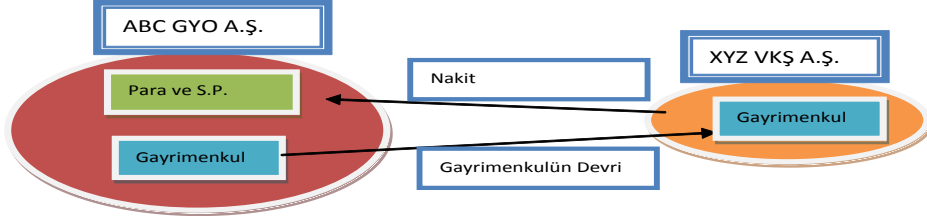
Kira Sertifikası İhracında Finansal Kiralama

17 nolu Türkiye Muhasebe Standardı'na göre finansal kiralama bir varlığın mülkiyetine sahip olmaktan kaynaklanan her türlü risk ve yararların devredildiği bir sözleşmedir⁷. Bu nedenle, gayrimenkulün tapusu finansal kiralama yoluyla varlığını devreden tarafta olsa da, özün önceliği gereği, bu varlığı devralan tarafın bilançosunda gösterilmektedir⁸. Buna göre, GYO tarafından VKŞ'ye devredilen gayrimenkuller ilk aşamada bilançodan çıkmakla birlikte, VKŞ tarafından GYO'ya finansal kiralama yapılması halinde, gayrimenkulün mülkiyeti VKŞ'de de olsa, söz konusu gayrimenkuller GYO'nun bilançosuna geri dönmüş olacaktır. Konu aşağıdaki şekil yoluyla daha kolay resmedilebilecektir⁹.

Şekil: GYO ile VKŞ Arasındaki İşlemlerin GYO Bilançosundaki Gösterimi

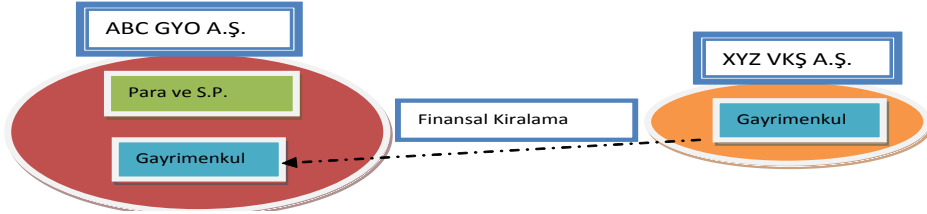
1. Aşama: ABC GYO A.Ş. portföyünde bulunan gayrimenkulünü XYZ VKŞ A.Ş. devretmektedir.

Aktif	ABC GYO A.Ş. TARİHLİ BİLANÇOSU		Pasif
Para ve Sermaye Piyasası Araçları	200	Yabancı Kaynaklar	150
Gayrimenkuller	-	Özkaynaklar	50
Aktif Toplamı	200	Pasif Toplamı	200



2. Aşama: Söz konusu gayrimenkul XYZ VKŞ A.Ş. tarafından ABC GYO A.Ş.'ye finansal kiralama yoluyla kiralanmaktadır.

Aktif	ABC GYO A.Ş. TARİHLİ BİLANÇOSU		Pasif
Para ve Sermaye Piyasası Araçları	200	Yabancı Kaynaklar	250
Gayrimenkuller	100	Özkaynaklar	50
Aktif Toplamı	300	Pasif Toplamı	300



⁷ TMS 17, Md. 4.

⁸ TMS 17, Md. 20-24.

⁹ Bu örnekte, GYO'nun bütün gayrimenkullerini devrettiği varsayıldığından, portföy sınırlamalarına uyum konusu dikkate alınmamıştır. Zira, örnekte, devirler öncesinde gayrimenkullerin portföye oranı %50 (100/200) iken, devirler sonrasında %33,3 (100/300) olmaktadır. Gayrimenkullerin bir kısmının kira sertifikası ihracına konu edilmesi halinde ise portföy sınırlamaları açısından bir sorun yaşanmayacaktır.

Modelin Kritiği

GYO'lar ve kira sertifikası ihracı için kurgulanan bu modelin en tartışılır yönlerinden birinin işlemlerin islami finans uygulamaları açısından sorun teşkil edip etmeyeceğidir. Ancak, hemen belirtmek gerekir ki, Seri: III, No: 43 sayılı Tebliğ ile getirilen düzenlemelerde kira sertifikaları islami finans olanağı tanıyan ancak bununla da sınırlı kalmayan bir ürün olarak tasarlanmıştır. Dolayısıyla, bu çalışmada kurgulanan modelin islami finans yöntemlerine göre uyarlanması bir zorunluluk arz etmemektedir. Kira sertifikasının bir islami finans ürünü olarak ihracedilmek istenmesi halinde dahi, modelin olduğu gibi kullanılması mümkün olmakla birlikte, Seri: III, No: 43 sayılı Tebliğ'de birtakım değişikliklerin yapılması gerekmektedir.

Seri: III, No: 43 sayılı Tebliğ'in 7. maddesinin ikinci fıkrasına göre, kira sertifikası ihracını gerçekleştirecek VKŞ'nin, devraldığı varlıkları muhasebe kayıtlarında izlemesi gerekmektedir. Anılan Tebliğ hükmünün lafzı, GYO tarafından VKŞ'ye devredilen gayrimenkullerin de VKŞ kayıtlarında gösterilmesinin zorunlu olduğuna işaret etmektedir. Ancak, bu hükmün ilgili varlığın mülkiyetinin VKŞ'de olmasını sağlamak amacıyla getirildiği düşünölmektedir. Bu çalışmada önerilen modelde de, esasen gayrimenkullerin mülkiyeti VKŞ'de olmaya devam etmektedir. Gayrimenkullerin GYO'nun muhasebe kayıtlarına intikal etmesi ise, finansal raporlama standartlarının bir gereği olup mülkiyeti etkilememektedir. Hatta, işin özünde, gayrimenkuller VKŞ'nin kayıtlarından çıkmamakta, nevi değiştirerek finansal kiralama alacağı haline gelmektedir. Bununla birlikte, Seri: III, No: 43 sayılı Tebliğ'in ilgili hükümlerinde bu konuya açıklık getirilmesinde fayda görölmektedir.

Konunun bir sonraki aşaması ise, finansal kiralama işlemlerinden bağımsız olarak, varlıkların VKŞ'nin bilançosuna hiç girmeden kira sertifikası ihracına imkan tanınmasıdır. Bu olgu, literatürde varlık bazlı (asset based) kira sertifikası ihracı olarak nitelendirilmekte olup ihraçların büyük çoğunluğu bu şekilde yapılmaktadır. Seri: III, No: 43 sayılı Tebliğ'in mevcut hükümleri ise, varlığa dayalı (asset backed) kira sertifikası ihracını düzenlemektedir. İki kira sertifikası ihracı arasındaki temel fark, kira gelirlerinin ödenmemesi halindeki sorumluluktur. Bu sorumluluk, varlık bazlı kira sertifikası ihracında kaynak kuruluş, varlığa dayalı kira sertifikası ihracında

ise VKŞ'ye aittir. Kuşkusuz, Seri: III, No: 43 sayılı Tebliğ'de varlık bazlı kira sertifikası ihracına müsaade edilmesi bu çalışmada önerilen modelin işlevselliğini daha da artıracaktır.

SONUÇ

Bu çalışmada anlatılan model, birden çok GYO'nun kuracağı veya halihazırda kurulmuş bulunan bir VKŞ'ye gayrimenkullerini devredip zengin bir portföyden yüksek hacimli kira sertifikaları ihracı yapılarak ölçek ekonomisinden istifade edilmesiyle etkin bir kullanım alanı bulabilecektir. Seri: III, No: 43 sayılı Tebliğ, mevcut haliyle VKŞ'nin çok kuruculu/ortaklı bir yapıya sahip olmasına izin veriyor görünse de, Tebliğ'in 4. maddesinin birinci fıkrası uyarınca, VKŞ aynı anda tek bir kaynak kuruluşa ait varlıkları devralabilmekte olduğundan tasarlanan modelin uygulama alanı sınırlanmaktadır. Her ne kadar, bu sınırlama GYO'ların çok ortaklı olarak kuracağı herhangi bir şirketin kaynak kuruluş sıfatıyla VKŞ kurması ve GYO'lardan devraldığı gayrimenkulleri bu VKŞ'ye devretmesi yoluyla aşılabilecek olsa da, modelin maliyetini artıracak bu çözüm yerine VKŞ'ye birden fazla kaynak kuruluşun devir yapabilmesinin önünün açılmasında fayda görülmektedir. Böylece, büyük ölçekli bir gayrimenkul portföyünden yapılan kira sertifikası ihracı maliyet avantajı sayesinde daha fazla nakit akışı yaratabilecek ve GYO'lar devrettikleri gayrimenkullerin VKŞ portföyündeki payları nispetinde bu nakit akışından yararlanabilecektir.

Model, konut finansmanı sistemi içerisinde yakın zamanda oluşturulması öngörülen İpotek Finansmanı Kuruluşları (İFK) tarafından da kullanılabilir. Nitekim İFK'lar kaynak kuruluş sıfatıyla VKŞ kurabileceği gibi, konut finansmanı işlemleri kapsamında devraldığı gayrimenkulleri kurulmuş bir VKŞ'ye de aktarabilir. Bu imkan sayesinde, İFK'lar yukarıda bahsedildiği gibi GYO'ların gayrimenkullerini devralıp VKŞ'ye devrederek çok kuruculu/ortaklı VKŞ sorununun çözümüne katkıda bulunabilir.

KAYNAKÇA

5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu

3065 sayılı Katma Değer Vergisi Kanunu

492 sayılı Harçlar Kanunu

488 sayılı Damga Vergisi Kanunu

Seri: VI, No: 11 sayılı “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği”

Seri: III, No: 43 sayılı “Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”

Türkiye Muhasebe Standartları 17