

**İSTANBUL TEKNİK ÜNİVERSİTESİ ★ FEN BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ**

**T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU  
DOKÜMANLARI MERKEZİ**

**GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI VE  
TÜRKİYE DEĞERLENDİRMESİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ  
Mimar Selin ÖZKUL  
502981082**

**104177**

**Tezin Enstitüye Verildiği Tarih : 11 Haziran 2001  
Tezin Savunulduğu Tarih : 25 Haziran 2001**

**Tez Danışmanı : Prof.Dr. Heyecan GİRİTLİ** *Heyecan* 16.7.2001  
**Diğer Jüri Üyeleri** **Prof.Dr. Aydan ÖZGEN(M.S.Ü)** *Aydan* 17.7.2001  
**Doç.Dr. Murat ÇIRACI** *Murat* 16.7.2001

**HAZİRAN 2001**

*104177*

## ÖNSÖZ

*Hayatımın ışıkları Annem,Babam ve Ablama,,,*

Yüksek lisans eğitimim boyunca ve tezimin hazırlanması süresinde bana verdiği destek, gösterdiği anlayış ve rehberliği için tez danışmanım Sayın Prof. Dr. Heyecan GİRİTLİ 'ye teşekkürlerimi sunarım.

Hayatım boyunca başarılarını takip ettiğim aynı zamanda meslektaşım olan ablam Y.Mimar Sezer AYVAZ'a her konudaki önderliği için, abim Hakan AYVAZ'a fikirlerin olgunlaşmasını sağlayan sohbetleri ve bana verdiği destek için ,eğitimimin her aşamasında beni destekleyen ve her zaman yanımda olan aileme gösterdikleri sevgi, anlayış ve güven için sonsuz teşekkürler...

HAZİRAN 2001

Selin ÖZKUL



## İÇİNDEKİLER

|                                                                               |             |
|-------------------------------------------------------------------------------|-------------|
| <b>TABLO LİSTESİ.....</b>                                                     | <b>vii</b>  |
| <b>ŞEKİL LİSTESİ.....</b>                                                     | <b>viii</b> |
| <b>ÖZET.....</b>                                                              | <b>ix</b>   |
| <b>SUMMARY.....</b>                                                           | <b>xi</b>   |
| <br>                                                                          |             |
| <b>1.GİRİŞ.....</b>                                                           | <b>1</b>    |
| 1.1. Konunun Tanıtılması.....                                                 | 1           |
| 1.2. Çalışmanın Amacı.....                                                    | 2           |
| 1.3. Çalışmada İzlenen Yöntem.....                                            | 3           |
| <br>                                                                          |             |
| <b>2.GAYRİMENKULÜN TANIMI VE GAYRİMENKUL İLE İLGİLİ KAVRAMLAR.....</b>        | <b>4</b>    |
| 2.1.Gayrimenkulün Tanımı ve Mevzuattaki Yeri.....                             | 4           |
| 2.2.Gayrimenkul Pazarı İle İlgili Kavramlar.....                              | 5           |
| 2.2.1.Arz.....                                                                | 5           |
| 2.2.2.Talep.....                                                              | 5           |
| 2.3.Gayrimenkul Pazarının Temel Özellikleri.....                              | 7           |
| 2.4.Gayrimenkul Yatırımcıları.....                                            | 9           |
| 2.4.1.Aktif Yatırımcılar.....                                                 | 9           |
| 2.4.2.Pasif Yatırımcılar.....                                                 | 9           |
| 2.5.Gayrimenkul Yatırımlarının Avantajları.....                               | 9           |
| 2.6.Gayrimenkul Yatırımlarının Dezavantajları.....                            | 12          |
| <br>                                                                          |             |
| <b>3.TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ VE GAYRİMENKUL DEĞERLEMESİ.....</b>       | <b>13</b>   |
| 3.1.Türkiye’de Gayrimenkul Sektörü.....                                       | 13          |
| 3.1.1.Türkiye’de İşyeri Sektörü.....                                          | 14          |
| 3.1.2.Türkiye’de Ticari Gayrimenkul Sektörü.....                              | 15          |
| 3.1.3.Türkiye’de Konut Sektörü.....                                           | 16          |
| 3.2.Uluslararası Yatırımcı Gözüyle Türkiye’de Gayrimenkul Sektörü...          | 17          |
| 3.3.Türkiye’de Gayrimenkul Sektöründeki Mevcut Yapısal Problemler.            | 18          |
| 3.4.Gayrimenkul Değerlemesi.....                                              | 18          |
| 3.4.1.Değerleme Tanımı.....                                                   | 19          |
| 3.4.2.Piyasa Değeri Kavramı.....                                              | 19          |
| 3.4.3.Gayrimenkul Değerine Esas Teşkil Eden İlkeler.....                      | 20          |
| 3.4.4.Gayrimenkul Değerinin Unsurları.....                                    | 20          |
| 3.4.5.Gayrimenkul Değerlemesinde Dikkate Alınması Gereken Temel Noktalar..... | 21          |
| 3.5.Konut Değerlemesi.....                                                    | 24          |
| 3.5.1.Yeniden İnşa Etme Maliyeti (İkame)Maliyeti Yaklaşımı.....               | 24          |
| 3.5.2.Piyasa Değer Yaklaşımı.....                                             | 27          |

|                                                                                         |           |
|-----------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 3.5.3.Nakit Akışı(Gelir) Yaklaşımı.....                                                 | 27        |
| 3.6.Ticari Gayrimenkullerin Değerlemesi.....                                            | 28        |
| 3.6.1.Net Faaliyet Geliri.....                                                          | 28        |
| 3.6.2.Getiri Oranının (İskonto Haddi) Seçimi.....                                       | 29        |
| 3.6.3.Kapitalizasyon Oranı.....                                                         | 30        |
| <b>4.GAYRİMENKUL FİNANSMANI.....</b>                                                    | <b>32</b> |
| 4.1.Finansman Kaynakları.....                                                           | 32        |
| 4.1.1.Kurumsal Olmayan Finansman.....                                                   | 33        |
| 4.1.2.Kurumsal Finansman.....                                                           | 36        |
| 4.1.3.Kamu Finansmanı.....                                                              | 38        |
| 4.1.4.Uluslararası Kaynaklar.....                                                       | 38        |
| 4.2.Gayrimenkul Finansman Sistemleri.....                                               | 39        |
| 4.2.1.Dolaysız Yöntem.....                                                              | 40        |
| 4.2.2.Sözleşme Yöntemi.....                                                             | 41        |
| 4.2.3.Mevduat Finansmanı Yöntemi.....                                                   | 42        |
| 4.2.4.İpotek Bankası Yöntemi.....                                                       | 42        |
| 4.3.Finansman Yönetiminin Seçimini Etkileyen Faktörler.....                             | 42        |
| 4.3.1.Gayrimenkulün Büyüklüğü.....                                                      | 43        |
| 4.3.2.Mülkiyetin Arazi Kullanımı ve İnşaat Hakları.....                                 | 43        |
| 4.3.3.Mülkiyet Üzerinde Yönetim Hakkı ve Nakit Akımı.....                               | 43        |
| 4.3.4.Vergi Etkileri.....                                                               | 44        |
| 4.3.5.Menkul Kıymetlerin Fiyatının Yüksek Olmasını Sağlayacak<br>Finansal Yönetim ..... | 44        |
| 4.3.6.Gayrimenkul Sahiplerinin İhraçlarına Göre Planlama ve İnşaat ..                   | 44        |
| 4.3.7.Nakit Dönüşü ve Karlılık.....                                                     | 44        |
| 4.3.8.Finansman Maliyeti.....                                                           | 45        |
| 4.4.Türkiye’de Gayrimenkul Finansmanını Sağlayan Sermaye Piyasası<br>Araçları.....      | 45        |
| 4.4.1.Sermaye Piyasası Olarak İpotekli Borç Senetleri.....                              | 46        |
| 4.4.2.Gayrimenkul Yatırım Fonları.....                                                  | 46        |
| 4.4.3.Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları.....                                             | 47        |
| 4.4.4.Konut Sertifikaları.....                                                          | 49        |
| 4.4.5.Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler.....                                              | 49        |
| <b>5.GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI.....</b>                                          | <b>51</b> |
| 5.1.Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tanımı .....                                    | 51        |
| 5.2.Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi.....                                   | 52        |
| 5.3.Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Amacı.....                                      | 54        |
| 5.4.Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş Şartları.....                           | 55        |
| 5.5.Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kurumsal Çerçevesi.....                         | 58        |
| 5.6.Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yapısı .....                                    | 58        |
| 5.7.Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Türleri.....                                    | 59        |
| 5.8.Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Ekonomiye Katkısı.....                          | 60        |
| 5.9.GYO’ların Yatırımcılarına Sağladığı Avantajlar .....                                | 61        |
| 5.10.GYO’ların Yatırım Faaliyetleri.....                                                | 62        |
| 5.11.GYO’ların Genel Olarak Faaliyetleri.....                                           | 63        |
| 5.12.GYO’ların Sınırlamaları.....                                                       | 65        |

|                                                             |           |
|-------------------------------------------------------------|-----------|
| 5.13.GYO'ların Yönetim Kadrosu.....                         | 66        |
| 5.14.Türkiye'de GYO Sektörü.....                            | 66        |
| <b>6.TÜRKİYE'DE FAALİYET GÖSTEREN GYO'LAR.....</b>          | <b>70</b> |
| 6.1.Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı.....               | 70        |
| 6.1.1.Şirket Bilgileri.....                                 | 70        |
| 6.1.2.Şirketin Ortaklık Payları ve Organizasyon Yapısı..... | 70        |
| 6.1.3.Şirketin Portföy Yapısı ve Yatırım Stratejisi.....    | 72        |
| 6.1.4.Karşılaşılan Sorunlar.....                            | 73        |
| 6.2.EGS Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı.....                  | 74        |
| 6.2.1.Şirket Bilgileri.....                                 | 74        |
| 6.2.2.Şirketin Ortaklık Payları ve Organizasyon Yapısı..... | 75        |
| 6.2.3.Şirketin Portföy Yapısı ve Yatırım Stratejisi.....    | 75        |
| 6.2.4.Karşılaşılan Sorunlar.....                            | 77        |
| 6.3.İhlas Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı.....                | 78        |
| 6.3.1.Şirket Bilgileri.....                                 | 78        |
| 6.3.2.Şirketin Ortaklık Payları ve Organizasyon Yapısı..... | 79        |
| 6.3.3.Şirketin Portföy Yapısı ve Yatırım Stratejisi.....    | 80        |
| 6.3.4.Karşılaşılan Sorunlar.....                            | 81        |
| 6.4.İktisat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı.....              | 82        |
| 6.4.1.Şirket Bilgileri.....                                 | 82        |
| 6.4.2.Şirketin Ortaklık Payları ve Organizasyon Yapısı..... | 82        |
| 6.4.3.Şirketin Portföy Yapısı ve Yatırım Stratejisi.....    | 83        |
| 6.4.4.Karşılaşılan Sorunlar.....                            | 84        |
| 6.5.İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı.....                   | 85        |
| 6.5.1.Şirket Bilgileri.....                                 | 85        |
| 6.5.2.Şirketin Ortaklık Payları ve Organizasyon Yapısı..... | 85        |
| 6.5.3.Şirketin Portföy Yapısı ve Yatırım Stratejisi.....    | 86        |
| 6.5.4.Karşılaşılan Sorunlar.....                            | 87        |
| 6.6.Nurul Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı.....                | 88        |
| 6.6.1.Şirket Bilgileri.....                                 | 88        |
| 6.6.2.Şirketin Ortaklık Payları ve Organizasyon Yapısı..... | 88        |
| 6.6.3.Şirketin Portföy Yapısı ve Yatırım Stratejisi.....    | 89        |
| 6.6.4.Karşılaşılan Sorunlar.....                            | 91        |
| 6.7.Osmanlı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı.....              | 91        |
| 6.7.1.Şirket Bilgileri.....                                 | 91        |
| 6.7.2.Şirketin Ortaklık Payları ve Organizasyon Yapısı..... | 92        |
| 6.7.3.Şirketin Portföy Yapısı ve Yatırım Stratejisi.....    | 93        |
| 6.7.4.Karşılaşılan Sorunlar.....                            | 94        |
| 6.8.Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı.....     | 94        |
| 6.8.1.Şirket Bilgileri.....                                 | 94        |
| 6.8.2.Şirketin Ortaklık Payları ve Organizasyon Yapısı..... | 95        |
| 6.8.3.Şirketin Portföy Yapısı ve Yatırım Stratejisi.....    | 96        |
| 6.8.4.Karşılaşılan Sorunlar.....                            | 97        |
| 6.9.Maya Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı.....                 | 97        |
| 6.9.1.Şirket Bilgileri.....                                 | 97        |
| 6.9.2.Şirketin Ortaklık Payları ve Organizasyon Yapısı..... | 98        |
| 6.9.3.Şirketin Portföy Yapısı ve Yatırım Stratejisi.....    | 99        |
| 6.9.4.Karşılaşılan Sorunlar.....                            | 100       |

|                                                                    |            |
|--------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>7.TÜRKİYE'DEKİ GYO'LAR ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA.....</b>           | <b>101</b> |
| 7.1.Araştırma Tasarımı .....                                       | 101        |
| 7.2.Veri Toplama.....                                              | 101        |
| 7.3. Veri Analizi ve Sonuçlar.....                                 | 102        |
| 7.3.1. Örneklemde Yer Alan şirketlerin Özellikleri.....            | 102        |
| 7.3.2. Türkiye'deki GYO'ların Oluşumunu Etkileyen Faktörler.....   | 103        |
| 7.3.3. Portföydeki Varlıkların Dağılımı.....                       | 103        |
| 7.3.4. Türkiye'deki GYO'ların Yatırım Yaptığı Aşamalar.....        | 104        |
| 7.3.5. Türkiye'deki GYO'ların Finansman Kaynakları.....            | 105        |
| 7.3.6. Türkiye'deki GYO'ların Gelişimini Sağlayacak Faktörler..... | 106        |
| 7.3.7. Türkiye'de Karşılaşılan Sorunlar.....                       | 107        |
| 7.3.8. Şirketlerin Organizasyon Yapıları.....                      | 108        |
| 7.4. İncelemenin Geçerlilik ve Güvenilirliği.....                  | 108        |
| 7.5. Sonuçların Özeti.....                                         | 109        |
| <b>8.GENEL SONUÇ.....</b>                                          | <b>111</b> |
| <b>KAYNAKLAR.....</b>                                              | <b>115</b> |
| <b>EKLER.....</b>                                                  | <b>117</b> |
| Ek.A.Gayrimenkul Yatırım Ortakları Esaslar Tebliği .....           | 115        |
| Ek.B.Soru Kağıdı.....                                              | 137        |
| <b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>                                               | <b>142</b> |

## TABLO LİSTESİ

|                                                                                           | <u>Sayfa No.</u> |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|
| <b>Tablo 3.1.</b> Colliers kira ve işyeri stoğu endeksi.....                              | 15               |
| <b>Tablo 3.2.</b> Türkiye'nin küresel gayrimenkul sektöründeki yeri.                      | 17               |
| <b>Tablo 5.1.</b> Cari üretici fiyatları ile gayri safi milli hasıla.....                 | 67               |
| <b>Tablo 5.2.</b> Türkiye'deki GYO'ların pazar değerleri.....                             | 68               |
| <b>Tablo 6.1.</b> Alarko GYO şirket bilgileri.....                                        | 70               |
| <b>Tablo 6.2.</b> Alarko GYO ortaklık payları.....                                        | 70               |
| <b>Tablo 6.3.</b> Alarko GYO portföy tablosu.....                                         | 72               |
| <b>Tablo 6.4.</b> EGS GYO şirket bilgileri.....                                           | 74               |
| <b>Tablo 6.5.</b> EGS GYO ortaklık payları.....                                           | 75               |
| <b>Tablo 6.6.</b> EGS GYO portföy tablosu.....                                            | 77               |
| <b>Tablo 6.7.</b> İhlas GYO şirket bilgileri.....                                         | 79               |
| <b>Tablo 6.8.</b> İhlas GYO ortaklık payları.....                                         | 79               |
| <b>Tablo 6.9.</b> İhlas GYO portföy tablosu.....                                          | 80               |
| <b>Tablo 6.10.</b> İktisat GYO şirket bilgileri.....                                      | 82               |
| <b>Tablo 6.11.</b> İktisat GYO ortaklık payları.....                                      | 83               |
| <b>Tablo 6.12.</b> İş GYO şirket bilgileri.....                                           | 85               |
| <b>Tablo 6.13.</b> İş GYO ortaklık payları.....                                           | 86               |
| <b>Tablo 6.14.</b> İş GYO portföy tablosu.....                                            | 86               |
| <b>Tablo 6.15.</b> Nurol GYO şirket bilgileri.....                                        | 88               |
| <b>Tablo 6.16.</b> Nurol GYO ortaklık tablosu.....                                        | 88               |
| <b>Tablo 6.17.</b> Nurol GYO portföy tablosu.....                                         | 89               |
| <b>Tablo 6.18.</b> Osmanlı GYO şirket bilgileri.....                                      | 92               |
| <b>Tablo 6.19.</b> Osmanlı GYO ortaklık payları.....                                      | 92               |
| <b>Tablo 6.20.</b> Osmanlı GYO portföy tablosu.....                                       | 93               |
| <b>Tablo 6.21.</b> Yapı Kredi Koray GYO şirket bilgileri.....                             | 94               |
| <b>Tablo 6.22.</b> Yapı Kredi Koray GYO ortaklık payları.....                             | 95               |
| <b>Tablo 6.23.</b> Yapı Kredi Koray GYO portföy tablosu.....                              | 96               |
| <b>Tablo 6.24.</b> Maya GYO şirket bilgileri.....                                         | 98               |
| <b>Tablo 6.25.</b> Maya GYO ortaklık payları.....                                         | 98               |
| <b>Tablo 7.1.</b> GYO örneklemelerinin özellikleri.....                                   | 103              |
| <b>Tablo 7.2.</b> Türkiye'deki GYO'ların oluşumunu etkileyen faktörlerin sıralanması..... | 103              |
| <b>Tablo 7.3.</b> Türkiye'deki GYO'ların gelişimini etkileyecek faktörler.....            | 106              |

## ŞEKİL LİSTESİ

|                                                                  | <u>Sayfa No.</u> |
|------------------------------------------------------------------|------------------|
| Şekil 4.1. Finansman sistemi türleri.....                        | 41               |
| Şekil 5.1. GYO kuruluş diagramı.....                             | 57               |
| Şekil 6.1. Alarko GYO organizasyon şeması.....                   | 71               |
| Şekil 6.2. Egs GYO organizasyon şeması .....                     | 76               |
| Şekil 6.3. İhlas GYO organizasyon şeması.....                    | 79               |
| Şekil 6.4. İktisat GYO organizasyon şeması.....                  | 83               |
| Şekil 6.5. Nurol GYO organizasyon şeması.....                    | 89               |
| Şekil 6.6. Yapı Kredi Koray GYO organizasyon şeması.....         | 95               |
| Şekil 6.7. Maya GYO organizasyon şeması.....                     | 99               |
| Şekil 7.1. Şirketlerin yatırım yaptığı gayrimenkul tipleri.....  | 104              |
| Şekil 7.2. Şirketlerin gayrimenkule yatırım yaptığı aşamalar.... | 105              |
| Şekil 7.3. Şirketlerin finansman kaynakları dağılımları.....     | 105              |



## ÖZET

### GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI TÜRKİYE DEĞERLENDİRMESİ

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları ilk olarak 1960 yılında “real estate investment trust” adıyla ABD’de ortaya çıkan ve asıl gelişimini bu ülkede gösteren sermaye piyasası kurumlarıdır. GYO’ların kurulmasındaki en temel amaç, yatırımcıların kendi tasarruflarıyla ulaşamayacakları gayrimenkullerin rantlarına ulaşma imkanı veren vergi avantajlı bir portföy işletmeciliği hizmeti sağlamaktır.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları aracılığıyla yatırımcılar, borsada GYO’nun hisse senetlerini satın alarak portföyündeki gayrimenkullere küçük oranlarda iştirak edebilmektedirler. Bu sayede yatırımcılar açısından GYO’lar, bireysel tasarrufların yüksek getirili gayrimenkul portföyüne ortak olabilmelerini ve bu yüksek yatırım gelirlerinden şirketteki hisseleri oranında pay alabilmelerini, çok ve çeşitli gayrimenkullere aynı anda yatırım yapılması ile yatırım risklerinin azaltılmasını sağlarken bunun yanında yatırımların profesyoneller tarafından yönlendirilmesini ve gayrimenkul yatırımlarına likidite kazandırılması gibi avantajlar kazandırmaktadır.

GYO’ların portföyündeki varlıklar dönemsel olarak ekspertiz şirketlerine değerlendirilme yaptırılmak suretiyle sürekli olarak piyasa değeri ile değerlendirildiğinden, yapılan yatırımın gerçek değerinin de doğru biçimde hesaplanması mümkün olmaktadır.

GYO sektörü Türkiye’de 5 yıllık bir geçmişe sahip olan yeni ve gelecek vaadeden bir sektördür. Ülkemiz gündemine 22 Temmuz 1995 tarihli Resmi Gazetede yayınlanan Sermaye Piyasası Kurulu’nun Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları’na İlişkin Esaslar Tebliği ile gelmiştir. İlk GYO 1996 yılında kurulmuş ve 1997 yılında halka açılmış olan alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığıdır.

Türkiye’de GYO’lar Sermaye Piyasası Kurulu’nun kontrolü altındadır ve şirketlerin %49’unun halka açılma zorunluluğu bulunmaktadır. Gelir ve Kurumlar Vergisinden muaf olan GYO’ların kar dağıtma mecburiyetleri yoktur.

Türkiye'deki GYO'ların temsilcileri bir araya gelerek 02.08.1999 tarihinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği'ni (GYODER) kurmuştur. 14.10.1999 tarihinde tescil edilerek faaliyetlerine başlayan GYODER, sektörün gelişimini teşvik etmek, kurumsallaşmasını hızlandırmak, sektörde kalite kontrol,değerleme, finansman ve pazarlama konularında standart oluşturmak, gayrimenkul yatırım ortaklığı kavramını tanıtıcı etkinlikler düzenlemek amacıyla çalışmalarını sürdürmektedir.

Genel olarak bakıldığında ülkemizde çok kısa bir geçmişe sahip olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları sektörünün henüz tam olarak oturmamış olmasından ötürü, uygulamada ve yatırımcılara tanıtılmasında bir takım sorunlarla karşılaşmıştır. SPK ve GYODER'in ortak çalışmaları sonucu sorunların çözümüne yönelik çalışmalar başlatılmıştır.

Bu tez çalışması, geniş bir literatür araştırmasıyla hazırlanan teorik altyapı, uygulamadaki durumu gösteren görüşmeler , anket çalışması ve bunların değerlendirilmesiyle elde edilen sonuçlar ve yorumlardan oluşmaktadır.

## **SUMMARY**

### **REAL ESTATE INVESTMENT TRUST AND TURKEY EVALUATION**

Real estate investment partnerships appear in the USA in 1960 as in the name of “real estate investment trust” and these capital market firms show their main development in this country at that time. The main goal for these partnerships to be found is to supply a tax advantageous portfolio management service so that the investors who can’t reach a real estate’s gain with his own savings can attain this earning.

By means of these real estate investment partnerships, the investors can buy these partnerships’ stocks at the stock market so that they can participate in these real estates that are in the portfolio of this partnership. Individual investors can become a partner of these highly profitable real estate portfolio and they can get their share according to their share ratio in these partnerships. Also the investors will decrease the risk in this investment by spreading their capital in different real estates at the same time. Another advantage is that the investors leave their capital’s management to a professional in the finance sector and the chance for their capital to grow in amount is highly probable.

These riches that are in the real estate investment partnership’s portfolio are being evaluated by expert firms periodically. These evaluations are made with the partnership’s market value so that one can assume the real value of these riches.

The real estate investment partnerships have a five year history in Turkey and it’s a new and a promising sector yet. The Capital Market Committee have announced “The Principles Of Real Estate Investment Partnership” at the official paper on 25 July 1995. The first real estate investment partnership was to be found in 1996 by Alarko and it has been open to public since 1997.

These partnerships are being inspected by The Capital Market Committee in Turkey and %49 of the partnership’s shares must be open to public. These partnerships are

exempt from the “revenue and corporation tax” and they don’t have to distribute their profit to their stockholders.

The representatives of these partnerships’ have come together and found “Real Estate Investment Partnership Association” on 02 August 1999. This association’s activity has begun on 14 October 1999 after its registration is made. This association’s primary goals are to encourage the sector’s development, speeding up the institutional process, maintaining the quality control, obtaining a standard at the finance and marketing sector and preparing activities in order to introduce this new partnership concept to people.

If we look at this concept from a general point of view real estate investment partnerships have a very short history in our country and because it’s a new sector, we have seen some problems at the introduction of this new concept to investors. As a result of The Capital Market Committee and The Real Estate Investment Partnership Association’s common efforts, today we can see that there has been some major studies to solve these problems.

This thesis consists of a theoretical substructure which is prepared by a major literature research, interviews with authorized people which show the real situation in life, a result and an evaluation of a survey and our comments about the subject.

## 1.GİRİŞ

### 1.1. Konunun Tanıtılması

Gayrimenkul, yıllar boyu Türk insanının hayatında önemli bir yere sahip olmuştur. Barınmanın ötesinde, birikimlerin değerlendirilmesinde güvenli bir yatırım aracı olarak kabul görmüştür.

Türkiye’de gayrimenkul yatırımlarının toplam yatırımlar içindeki payının % 40 olduğu bilinmektedir. Gayrimenkullerin birer yatırım aracı olarak iki işlevi söz konusudur. Bunlardan birincisi teminat yoluyla diğer yatırım araçlarına güvence oluşturmaları, diğeri ise doğrudan yatırım aracı olarak göz önünde tutulmalarıdır.

Özellikle az gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkeler açısından bakıldığında, gayrimenkullerin her iki yönüyle diğer yatırım araçlarından daha fazla talep görmeleri bir gerçektir. Bu, ülkemiz açısından da böyledir. Gelişmiş ülkeler açısından duruma bakıldığında, gayrimenkule yapılan yatırımların “ölü yatırımlar” olarak değerlendirildiği görülmektedir. Bunun nedeni, gayrimenkullere bağlanan değerlerin hareket kazanamaması, yani ekonomik sisteme katılamamasıdır.

Ülkemizde gayrimenkul sektörünün bugünkü konumu ve sorunlarına bakıldığında, konut sorunu büyük bir sıkıntı oluşturmaktadır. Bilindiği gibi konut sahibi olmak isteyen kişilerin başlangıçta yaptığı tasarruflar konut alımında yeterli değildir. Kişiler önceden yaptığı yatırımlarla konutun toplam maliyetinin bir kısmını karşılayabilmekte, geri kalanını ödünç almaktadır. Bu durum, ülkemizde gayrimenkul sektörüne ve gayrimenkul finansmanına gerektiği kadar önem gösterilmediğinin sonucudur. Buna bağlı olarak, uygun olmayan yerlerde, standart dışı ve yasal olmayan yapılaşma artmış ve çarpık kentleşme olgusu kontrol edilemez bir noktaya gelmiştir.

Bazı gayrimenkul yatırımları bir tek yatırımcının altından kalkamayacağı kadar çok sermaye gerektirdiği gibi yüksek risk de taşırlar. Bu nedenle herhangi bir yatırımcının küçük tutarlarla gayrimenkule dayalı yatırım yapabileceği çeşitli mali

araçları faaliyete geçirilmiştir. Bu mali araçlar içerisinde en önemlilerden birisi de gayrimenkul yatırım ortaklıklarıdır.

Son günlerde, ülkemizde, başta bankalar ve inşaat sektöründe yer alan şirketler olmak üzere çok sayıda kuruluşun gayrimenkul yatırım ortaklığı kurmak için faaliyette bulundukları görülmektedir.

İnşaat şirketleri gayrimenkul yatırım ortaklığını, gayrimenkule dayalı projelerini finanse edebilecekleri vergisel yönden avantajlı bir kaynak sağlama yolu olarak görmektedir. Bankalar ise, gayrimenkulleri finansal kiralama benzeri bir işlemle nakde dönüştürme olanağı sağlayan, özel bir şirket tipi olarak bakmaktadır.

Gayrimenkul yatırım ortaklığı yoluyla yatırımcılar, borsada GYO'nun hisse senetlerini satın alarak portföyündeki gayrimenkullere küçük oranlarda iştirak edebilmektedir. Böylece hem portföydeki kıymetlerin yüksek rantından yararlanabilmekte ve istenildiği zaman ortaklık hisse senetlerini borsada nakde dönüştürebilmektedirler.

Günümüzde, Türkiye açısından, gayrimenkul yatırım ortaklıklarına geleceğin gayrimenkul sektörünü şekillendirecek ve sektörü disipline edecek kurumlar olarak bakılmaktadır. Gayrimenkul yatırım şirketlerinin kuruluşu ve çalışmaları, güvenilir ve uzman kişiler tarafından üstlenildiği ve ciddi bir kontrole tabi tutulduğu takdirde, Türkiye'de büyük bir çoğunluğu kayıt dışı, başıboş durumda olan inşaat sektörünün, bu yoldan belli bir düzene ve disipline kavuşturulması mümkün olabilecektir.

## **1.2 Çalışmanın Amacı**

Türkiye ekonomisinin lokomotif sektörlerinden biri olan gayrimenkul sektöründe büyük yatırım fırsatları mevcuttur. Yabancı yatırımcılar ve gayrimenkul proje geliştiricileri için, Türkiye'deki gayrimenkul sektörü fazla döviz kuru riski taşımamaktadır, çünkü sektör katılımcıları, özellikle orta ve üst gelir düzeyindeki müşterilerle ABD Doları bazında ticaret yapmaktadırlar.

Gayrimenkul sektörü radikal bir değişimin eşiğindedir. 1999 depremi, sektörün yeniden yapılması için gerekli politik desteği ve kamu desteğini sağlamıştır. Günümüzde gayrimenkulün kalitesine ve geliştiricinin güvenilirliğine verilen önem artmıştır. Son iki yılda uygulanmakta olan IMF ve Dünya Bankası destekli ekonomik politikalar da olumlu sonuçlarını vermeye başlamıştır. Bu sonuçların hepsi

gayrimenkul sektörü için önemli gelişmelerdir çünkü, uzun vadeli finansman gayrimenkul gayrimenkul sektöründeki talebin ve potansiyelin artması için en önemli ön koşullardan birisidir.

Bu değerlendirmelerden hareketle son yıllarda Türkiye'deki sayısında hızla artış yaşanan gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kuruluş nedenleri ve ülkemizdeki durumları bu çalışma kapsamında incelenmiştir.

### **1.3 Çalışmada İzlenen Yöntem**

Çalışmanın ön hazırlık aşamasında, konuyla ilgili kaynak araştırması yapılmış ve elde edilen teorik bilgilerin doğrultusunda alan çalışmasında kullanılacak soru formatı oluşturulmuştur. Şirketlere bu soru formu cevaplatılmış ve elde edilen sonuçlar Türkiye'deki GYO'ların durum değerlendirmelerinde kullanılmıştır.

Çalışmanın ikinci bölümü, gayrimenkul ve gayrimenkulle ilgili kavramları kapsamaktadır. Gayrimenkul yatırımlarının avantajları ve dezavantajları açıklanarak gayrimenkule yatırım yapmanın sonuçları irdelenmiştir.

Üçüncü bölümde, Türkiye'de ki gayrimenkul sektörü konut, ticari ve işyeri açısından incelenmiş, gayrimenkul değerlemesi yine bu sektörler bazında çeşitli kademeler ve yöntemlerle açıklanmıştır. Gayrimenkul sorununun çözülmesi, herşeyden önce gayrimenkul piyasasının hem finansman hem de üretim boyutuyla kurumsal bir yapıya kavuşturulmasına bağlıdır.

Dördüncü bölümde bu durum göz önüne alınarak gayrimenkul finansman boyutu incelenmiştir. Finansman kaynakları, finansman sistemleri, finansman seçimini etkileyen faktörler ve finansman sağlayan sermaye piyasası araçları anlatılmıştır.

Beşinci bölümde, finansman sağlayan sermaye piyasası araçlarından biri olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları tanıtılmıştır. Gelişimi, kuruluşları, amaçları- dezavantajları ve ekonomiye katkısı incelenmiş, Türkiye'deki GYO sektörü anlatılmıştır.

Altıncı bölümde, ülkemizde faaliyet gösteren 8 GYO incelenmiştir. Şirketler hakkında genel bilgi verilmiş, ortaklık payları ve portföy varlıkları tanıtılmıştır.

Son bölümde ise bu şirketler üzerinde yapılan alan çalışması tanıtılmış, veri toplama yöntemleri açıklanmış ve elde edilen sonuçlar değerlendirilmiştir.



## **2. GAYRİMENKULÜN TANIMI VE GAYRİMENKUL İLE İLGİLİ KAVRAMLAR**

### **2.1 Gayrimenkulün Tanımı ve Mevzuattaki Yeri**

Gayrimenkul, bulunduğu yerden başka yere taşınması mümkün olmayan göçümsüz varlıklardır. Bir başka tanıma göre gayrimenkul, bir yerden başka bir yere taşınamayan yerinde sabit olan eşya olarak tanımlanabilir.

Ayni (mala ilişkin, tesise bağlı) hakların tesis ve sınıflandırılmasında menkul - gayrimenkul ayrımı önemlidir.

Menkulün kelime manası taşınandır. Buna göre menkul mallar, bir yerden bir yere nakledilebilen (otomobil, kitap vs.) eşya ile gayrimenkul mülkiyetine dahil olmayan ve edinilmeye elverişli bulunan (elektrik enerjisi gibi) tabii kuvvetlerdir.

Eşyalar üzerindeki ayni hakların herkesçe bilinmesi büyük önem taşımaktadır. Menkul eşyalar üzerindeki ayni haklarda açıklığı, zilyetlik sağlamaktadır. Menkul bir eşyanın zilyedi, o eşyanın mülkiyetine sahip kabul edilir. Zilyetliğin menkuller bakımından yerine getirdiği bu işlevi gayrimenkuller bakımından da ifa etmesi mümkün değildir. Gayrimenkuller üzerinde fiili hakimiyet kullanılışı, menkuller üzerindeki fiili hakimiyet kullanılışı kadar belirgin değildir. Bir gayrimenkul zilyedinin onun maliki olması kadar, onun kiracısı olması da mümkündür.

Bu çelişki gayrimenkuller üzerinde tapu sicili denilen bir sistem geliştirilerek çözülmüştür. Tapu Sicili, gayrimenkuller üzerinde mevcut ayni hakların durumunu devamlı olarak göstermek üzere, devlet tarafından veya devletin sorumluluğu altında, aynı aleniyet siciline göre tutulan sicildir.[1]

Ayrıca Medeni Kanun, gayrimenkul mülkiyetinin konusunu oluşturan kıymetleri belirtirken, tapu siciline bağımsız ve devamlı olarak kaydedilen hakları gayrimenkul kabul etmiştir ( M.K. 632 ). Medeni Kanun, hukuk düzeninde gayrimenkuller ile ilgili konulara açıklık getirirken, nelerin gayrimenkul olduğunu 632.maddesinde sınırlı bir şekilde belirtilmiştir.[2]



Tapu kütüğüne “ gayrimenkul ” olarak kaydedilebilecek kıymetleri şöyle sıralayabiliriz:

- Arazi,
- Bağımsız ve sürekli nitelikteki haklar,
- Madenler,
- Kat mülkiyetine konu olan bağımsız bölümler

Gayrimenkul konusuna, Medeni Kanun’un hükümlerinin yanı sıra diğer kanunlarımızda tamamlayıcı ve ayrıntılı hükümler getirmişlerdir. Özellikle vergi mevzuatımız, işletmelerin mülkiyetinde bulunan gayrimenkullerle ilgili konulara açıklık getirmektedir. Vergi Usul Kanunu, Gelir Vergisi Kanunu, Kurumlar Vergisi Kanunu, Katma Değer Vergisi Kanunu, Damga Vergisi Kanunu, Harçlar Kanunu, Türk Ticaret Kanunu ve Borçlar Kanunu gayrimenkuller ile ilgili konulara açıklık sağlayan hükümler getirmektedirler [1].

## **2.2 Gayrimenkul Pazarı ile İlgili Kavramlar**

Gayrimenkul pazarının durumu gayrimenkule olan arz ve talep açısından tanımlanmaktadır.[2]

### **2.2.1 Arz**

Arz, belirli bir süre pazarda olabilecek bütün olası fiyatlar için üreticilerinin sayısal miktarı ile ürünlerin fiyatları arasındaki ilişkidir. Alım-satımda değer belirlemek için bir ürünün varlığındaki azalma önemli bir faktördür. Gayrimenkul konusunda arz, pazarda belli bir süre için var olan kullanım alanlarının toplam miktarıdır. Piyasada arzın büyümesi, gayrimenkul kira değerlerinin düşmesine neden olmaktadır.

### **2.2.2 Talep**

Genel anlamda talep, belli bir süre için olabilecek minimum-maksimum fiyatlar aralığında satın alınacak bir ürünün ya da hizmetin pazar fiyatı ile miktarı arasındaki ilişkidir.

Fiyat yükseldiği zaman talep azalmaktadır. Yüksek fiyatlarda potansiyel alıcılar daha az fiyatlı benzerleri talep etmektedirler. Fiyatlar düştüğünde ise, satın alıcılar göreceli olarak daha pahalı mülklere yöneleceğinden bu mülklere talep artacaktır.

## **Talebin Belirleyici Parametreleri**

Gelecekteki Kiracı Kullanıcıların Sayı Olarak Çeşitliliği: Bir yerleşimdeki nüfusun artması ya da ekonominin büyümesi o bölgedeki gayrimenkul kira pazarını etkileyerek mevcut mülke ait kira değerlerini rekabet nedeniyle yükseltecek ve talebi arttıracaktır. Binaların net işletme gelirleri artacak ve söz konusu pazarda gayrimenkul göreceli olarak daha aktif hale gelecektir. Bu nedenle yatırımcılar diğer yatırım varlıklarından gayrimenkule doğru kayan bir eğilim içine gireceklerdir.

Bu durumun tersine, gayrimenkul gereksinimindeki azalma gayrimenkule olan talebi azaltarak ortalama kira değerlerini düşürecektir. Bunun sonucunda gayrimenkul yatırımları daha az tercih edilir duruma gelecek ve yatırımcılar kaynaklarını başka yönde değerlendirecektir.

İşletme Giderlerinin Seviyesindeki Değişiklikler: Gayrimenkulün işletme giderlerinin genel seviyesi kira gelirine oranla arttığında ya da azaldığında net karlar buna bağlı olarak değişecektir. Karlılıktaki bu sapma gayrimenkulün diğer yatırım araçlarına göre istenirliğini değiştirecek ve talebin diğer yatırım alanlarına kaymasına sebep olacaktır.

Gayrimenkul Dışı Diğer Varlıklardaki Mevcut Hasılat: Gayrimenkul dışı diğer yatırım varlıklarının getirisi, bu varlıkların göreceli istenirliğini etkileyecek ve mevcut kaynakların gayrimenkul yatırımına kaymasına neden olabilecektir.

Teknoloji: Bir yerleşimde nüfusun artması ya da ekonominin büyümesi gibi gelişimlerin dışında teknolojiye de o bölgedeki kiralık gayrimenkullere talebi etkileyecektir. Teknolojideki gelişmeler sayesinde iş üretiminde maliyet düşecek ve çalışma zamanı azalacaktır. Ancak buna karşılık, teknolojik geliştirmelerin gerektireceği donanım daha fazla mekan gereksinimi oluşturarak gayrimenkule talebi arttıracaktır.

Müşteri Beğenisinin Değişmesi: Bölgedeki işlevsel kullanım tercihlerindeki niteliksel değişim gayrimenkule ve dolayısıyla gayrimenkul servislerine olan talebi etkileyecektir. Bir bölgedeki konut ya da işyeri olarak kullanımı gayrimenkul yatırımının getirisini etkileyecektir.

### 2.3 Gayrimenkul Pazarının Temel Özellikleri

Gayrimenkul pazarları diğer tüketim malları ve hizmetleri pazarlarıyla aynı ekonomik karakteristik özelliklere sahip değildir. Diğer pazarların verimliliği, ürünün karakteristik özellikleri kadar alıcı ve satıcının davranışları hakkındaki varsayımlara bağlı olarak da değişim gösterir. Gayrimenkul piyasaları, ticari alanlardaki gayrimenkule ilişkin tüm hizmetlerin pazarlandığı piyasalardır. Herhangi bir ürünün pazarlanması, ürünün satışını, satın alınmasını veya değişimini kapsamaktadır.

Piyasa kavramı içinde, ticari işlemler vasıtasıyla bir araya gelen alıcılar ve satıcılar, işlemin yapıldığı yerler ve araçlar yer almaktadır. Gayrimenkul piyasası da, gayrimenkulün alım ve satımı ile ticari bağlantı kurulan yerler ve kişileri kapsamaktadır. Ancak, gayrimenkul alım ve satımında pek çok üründen daha büyük ölçüde kiralama (renting) ve finansal kiralama (leasing) da yer almaktadır.

Gayrimenkul piyasası, diğer piyasalardan aşağıdaki konularda farklılık gösterir.

- 1) İkame Edilebilirlik. Verimli bir pazardaki tüketim malları ya da hizmetleri birbirlerinin yerine ikame edilebilir. Gayrimenkul pazarlarında bu durumun tam tersine gayrimenkulün her parselinin konumu sabit olduğundan tektir. Fiziksel olarak birbirinin aynısı iki parsel yoktur. Bazı parseller ekonomik olarak birbirinin yerine ikame edilebilir olsa bile, coğrafya olarak farklılık gösterirler.
- 2) Alıcı-Satıcı Sayısı. Verimli bir tüketim malları pazarında alıcı-satıcı rekabeti serbest pazarı yaratır. Alıcılardan ya da satıcılarda hiçbirisi fiyatı direkt olarak etkileyebilecek kadar büyük bir pazar payına sahip değildir. Gayrimenkul pazarında ise, sadece bir kaç alıcı ve satıcı, bir defada, fiyat aralığı dahilinde ve herhangi bir tip mülk için piyasayı önemli ölçüde etkileyebilir.
- 3) Ekonomik Göstergelere Karşı Duyarlılık. Gayrimenkulün yüksek ve göreceli değeri büyük satın alma gücünü gerektirir. Bu nedenle gayrimenkul pazarları ekonomik göstergelerdeki değişimlere karşı çok duyarlıdır. İnşaat maliyetleri, konut maliyetleri ve kira seviyeleri pazar katılımcılarının ödeme kabiliyetinin etkisi altındadır.
- 4) Fiyat. Verimli bir pazarda, fiyatlar göreceli olarak tek ve kalıcıdır. Fiyat, satın alma ya da satma kararlarında öncelikli faktörlerden biridir. Gayrimenkul

pazarında fiyatlar genellikle yüksektir ve çok az sayıdaki alıcı bir mülkü nakit ödeyerek satın alır.

- 5) Yasal Kısıtlamalara Bağımlılık. Verimli bir pazar kendi kendini düzenler. Gayrimenkul pazarları kendi kendilerini düzenleyen bir yapıya sahip değildir. Bu nedenle gayrimenkul pazarında hükümet ve belediye gayrimenkulün sahipliğini ve hak transferini kurallar ile idare eder ayrıca sözleşme ve tapu kuralları ile mülkün satışını ve satın alınışını denetim altında tutar.
- 6) Arz-Talep Dengesi. Verimli bir pazarda arz ve talep dengesi asla birbirinden uzak değildir. Gayrimenkul arzı ve talebi denge fiyatına doğru eğilimli olsa bile, bu denge teoriktir ve çok nadir ulaşılabilen bir sonuçtur. Belirli bir kullanım için uygun gayrimenkul arzı, pazar talebini dengelemek için yetersizdir.
- 7) Arzın Pazara Girme Hızı. Arz ve talep göreceli olarak dengedeysen, gayrimenkul fiyatları durağan olmaya eğilimli olur. Fakat gayrimenkule olan talep aniden artarsa, ilave arz hemen sağlanamayabilir. Benzer şekilde talep aniden düşerse arz fazlası hemen piyasadan çekilemeyebilir. Bu da karşılıklı etkileşimin yavaş olduğunu göstermektedir.
- 8) Alıcı ve Satıcıların Ön Bilgiye Sahip Olmaları. Verimli bir pazarda alıcı ve satıcılar, pazar koşulları, diğerlerinin davranışları, geçmiş dönem aktiviteleri ve ürün kalitesi konusunda bilgilendirilmişlerdir. Gayrimenkul pazarında ise çoğu insan sıklıkla gayrimenkul alıp satmadığı için yeterli bilgiye sahip olmayabilirler. Gayrimenkulün alım satımı her seferinde bir görüşme ve pazarlık teşkil eder. Genellikle fiyat gizli tutulur ve bilgilendirme oldukça zor gerçekleştirilir.
- 9) Organize Pazar Mekanizması. Verimli bir pazarda alıcılar ve satıcılar organize olmuş pazar mekanizmaları tarafından bir araya getirilirler. Gayrimenkul pazarında ise pazara girmek veya çıkmak zaman alır. Talepler değişkendir. Bir bölge nüfusundaki ani artış fiyatların yükselmesiyle sonuçlanabilir. Yeni binaların inşası yıllar sürebilir. Ayrıca gayrimenkul işlemlerinin büyük bir kısmı, gayrimenkul işleminin hiçbir aşamasında yer almayan bireysel alıcı ve satıcılar arasında gerçekleşmektedir.
- 10) Tüketim hızı. Verimli bir pazarda mallar kolayca tüketilir, çabuk arza sunulur ve kolayca nakledilir. Gayrimenkul ise satılabilirliği düşük bir üründür. Satılabilirliğinin düşük olma sebebi, satışının büyük miktarda para içermesi ve uygun finansmanın kolayca sağlanması zorluğudur.

## **2.4 Gayrimenkul Yatırımcıları**

Gayrimenkul yatırımcıları gayrimenkulün gelecekteki nakit girişini satın alırlar. Bu nakit girişleri kira gelirleri, mülk getirisinin faizleri ya da mülkün yeniden satışından elde edilecek net karlar sonucunda olabilir. Yatırımcının belirli bir mülk için ödemeye hazır olduğu fiyat, bu beklenen nakit girişlerinin miktarlarına, zamanlamasına, ve bu beklentilerin gerçekleşme olasılığına bağlıdır.

Gayrimenkul alanındaki herhangi bir yatırım hedefi, gerçekte belirlenen bir statüye göre sağlanmalıdır. Gayrimenkule basit bir yatırımdan ziyade bir iş fırsatı olarak yaklaşmak gerekmektedir.

Gayrimenkul yatırımcıları nitelikleri açısından aktif ve pasif olmak üzere iki grupta incelenebilir.

### **2.4.1 Aktif Yatırımcılar**

Aktif yatırımcıların en belirgin karakteristik özelliği karar verici olmalarıdır. Bu yatırımcıların kararları yatırım planlarının sonuçlarını doğrudan etkiler. Gayrimenkul kullanımındaki yönetici personelin seçilmesi, bakım sözleşmelerinin yapılması, kira değerinin saptanması, kira kontratı v.b kararlar aktif yatırımcıların ilgi alanıdır.

### **2.4.2 Pasif Yatırımcılar**

Pasif yatırımcılar mal varlıklarını profesyonel yatırım danışmanlarına devrederler, kendileri karar verici değildirler. Gayrimenkul yatırımlarının sonucunda pasif yatırımcıların sonucunda pasif yatırımcıların kararları çok az etkilidir.

## **2.5 Gayrimenkul Yatırımlarının Avantajları**

Gayrimenkulün yatırım olarak avantajları şu şekilde sıralanabilir. [3,4]

### **1) Gayrimenkulün Gerçek Değerinin Artması**

Gayrimenkul piyasası üç önemli alt bölüme ayrılır.

- Toprak,
- Kullanım Varlıkları,
- Yatırım Varlıkları

Tüm alt bölümler zaman içerisinde değer kazancı ya da kaybı elde ederler. İyi konumdaki bir arsanın sınırlı miktardaki arzına ve buna karşılık piyasada oluşan talep baskısı, arsanın ve binanın zaman içinde değer kazanmasına neden olur. Kazanılan değer,

- Malın konumunun,
- Alış fiyatının,
- Alternatif kullanımlarının,
- Tüm bu kullanımlar için piyasadaki genel talebin

Bir fonksiyonudur. Bu değer artış enflasyon oranını ne kadar aşarsa, malvarlığı gerçek anlamda o kadar değer kazanmış olur.

## **2)Enflasyona Karşı Korunma**

Gayrimenkulün diğer bir avantajı, öngörülemeyen enflasyona karşı koruma sağlamasıdır. Bu durum, yeni inşaat maliyetlerinin genelde genel fiyat endeksine eşit ya da ondan büyük olması ve yeni bina kiralalarının yeni yapının maliyetine getiri fiyatlandırma mekanizmasıyla ilgili olmasından kaynaklanır. Eğer piyasa sıkışık ise, kiralar yeni inşaat maliyetini aşabilir. Eğer piyasada arz fazla ise, kiralar daha düşük olur.

Gayrimenkulün enflasyona karşı iyi bir korunma olmasının bir diğer nedeni de pek çok ticari, kiralamanın belirlenmiş aralıklarla fiyat endeksleriyle ya da piyasayla ilişkilendirilmesidir.

Son faktör ise işletme giderlerinin kiracı tarafından karşılanmasıdır. Tüm bu unsurların birleşimi, gayrimenkulün fiyat düzeyindeki gelişmelere adapte olmasını sağlar, yeniden kiralama bir gecikmeye sebep olur ancak bu gözardı edilebilecek niteliktedir.

## **3)Nakit Getiri**

Üç alt piyasadan birisi olan yatırım malları gayrimenkulün gerçek değer artışı ve enflasyon korumasının yanısıra nakit getiri sağlar. Gerçekten de, yatırım gayrimenkulü yatırımcıya; aylık, üç aylık ya da yıllık nakit dönüşü sağlayan birkaç enflasyon koruma biçiminden birisidir.

Nakit getiri, mala eklendiğinde (değer kazanma), ya da çıkarıldığında (değer kaybetme) toplam getiriyi oluşturur. Gayrimenkulün elde tutulduğu dönemdeki

enflasyon oranı çıkarılarak, yatırım üzerindeki gerçek toplam getiriye belirlemek mümkündür.

#### **4)Azalan Gelir Belirsizliği / Değişkenliği**

Gayrimenkul yatırımları gelirlerinin menkul kıymet yatırımları gelirlerinden daha az değişken olduğu saptanmıştır. Pek çok yatırım malı, karpayından önce kira ve tahvil faizi ödemek zorunda olan şirketlere kiralandığından, kira ödemeleri kaçınılmaz bir harcama türüdür. Bir şirket basit anlamıyla iş dünyasında kalabilmek için kira ödemelidir.

Kiracının kredisini değerlendirmek mümkün olmadığından ve kira dönemi boyunca ödemeler tahmin edilebilir olduğundan, gayrimenkul gelir akımının şirket karından daha az değişken olması gerekir. Gelir getiren varlık genelde gelir akımları toplamı kadar bir fiyattan satılacağından piyasa fiyatının da daha az değişken olması beklenir.

#### **5)Sistemik Riskin Azaltılması**

Gayrimenkul fiyatları diğer menkul kıymet fiyatları ile ters yönde hareket etmektedir. Bunun anlamı hisse senetlerinin değeri arttığında gayrimenkul fiyatlarının azalması veya tam tersi durumunda gayrimenkul fiyatlarının artmasıdır. Gayrimenkullerin hisse senetleri portföylerinde yer alması bu ters hareketleri azaltacak ve portföyün sistemik riskini azaltacaktır.

#### **6) Finansal Kaldıraç**

Gayrimenkullerin en önemli avantajları, yabancı kaynak kullanımı yoluyla finansmanının yapılabilmesi yani kaldıraç yaratılabilmesidir. Kaldıraç yoluyla borç alınan fonlar yardımıyla özkaynak getirisi artabilecektir. Kaldıracın büyüklüğü, borcun toplam içindeki oranına ve gayrimenkul projesinin getirisine bağlıdır. Genellikle kaldıracın büyüklüğü borç alınan kaynakların ve projenin senelik getirilerinin indirgenmesi yoluyla hesap edilir. Eğer borçlanma maliyeti gelirden daha düşük ise pozitif kaldıraç, yüksekse negatif kaldıraç söz konusudur.

#### **7) Vergi Avantajları**

Gayrimenkuller üzerinde diğer yatırım araçlarına göre daha çok vergi muafiyeti bulunmaktadır. Bu durumun doğal bir sonucu olarak projenin getirisi diğer yatırım araçlarına göre göreceli olarak artmaktadır.[4]



## **8)Amortisman**

Gayrimenkullerde en önemli vergi avantajı amortisman ayrımı nedeniyle oluşmaktadır. Cari yıl amortismanları harcamaları arttırıp vergi konusu geliri azaltmaktadır. Amortisman sadece bir muhasebe uygulaması olması nedeniyle herhangi bir nakit çıkışı gerektirmemektedir.

### **2.6 Gayrimenkul Yatırımlarının Dezavantajları**

Bütün yatırım araçlarında olduğu gibi, gayrimenkul yatırımları da bazı dezavantajlara sahiptir. Bu dezavantajların başlıcaları, likidite riski, anapara kaybı, getiri ve alım gücü kaybıdır.

- **Likidite Riski:** Menkul kıymetlerle karşılaştırıldığında, gayrimenkullerin en önemli dezavantajı likit olmamasıdır. Gayrimenkullerin elden çıkarılması zaman alıcı bir iş olup, aynı zamanda belirli bir çaba ve ekspertiz gerekmektedir.
- **Anapara Kaybı:** Gayrimenkule yatırılan sermaye, gayrimenkulün tahrip olması ekonomik koşullarda ki değişiklikler ve sahiplik haklarının yitirilmesi gibi durumlarda kaybedilir.
- **Getir Kaybı:** Yatırımcılar gelir ve maliyet tahminlerinin beklenenden farklı olması durumunda, getiri kaybına uğrayabilirler. Özellikle uzun dönemli projelerde gelir ve maliyetlerin proforma tablolarda hazırlanması ve belli varsayımlar içermesi bu riskin gerçekleşme olasılığını arttırmaktadır. Ayrıca böyle bir risk nedeni ile nakit akımlarında düzensizlik ihtimali, borç veren kuruluşlara belirlenen dönemlerde ödeme yapılamaması riskini beraberinde getirmekte, bu da yapılan sermaye yatırımlarını risk altına sokmaktadır.
- **Alım Gücü Kaybı:** Yüksek enflasyon dönemlerinde, yatırım tamamlansa dahi alım gücünün düşmesi nedeniyle gayrimenkulde reel anlamda değer kaybı olabilir. Ancak bu ihtimalin oluşma ihtimali düşüktür. Çünkü gayrimenkule ilişkin geçmiş döneme ait veriler, gayrimenkulün genelde enflasyonun üzerinde getiri sağladıklarını göstermektedir.



### 3. TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ VE YATIRIMLARI

#### 3.1 Türkiye’de Gayrimenkul Sektörü

Yüzde 60 ’ ı 35 yaşın altında olan 65 milyonluk nüfusuyla Türkiye, gelişmekte olan ülkeler arasınada gelecek vadeden dinamik bir ülkedir. Son 20 yılda ekonomisini libaralleştirmiş ve dünya ekonomisiyle entegrasyonda önemli mesafeler kat etmiştir. 1996 yılında Avrupa Birliği ile Gümrük Birliği anlaşması imzalanmış ve Türkiye 1999 yılında tam üyelik adayı olarak gösterilmiştir. Türkiye, jeostratejik konumuyla Avrupa, Orta Asya ve Orta Doğu ülkeleri arasındaki ekonomik işbirliği için önemli bir eksen oluşturmaktadır. Üç kıta arasında önemli bir ticaret merkezi olan ülke, gelecek vadeden önemli bir potansiyeldir.

Türkiye’de yatırım araçları çeşitlerinin kısıtlı olmasına rağmen gayrimenkul, yatırımcılar açısından uzun zamandır sağlam ve popüler bir yatırım aracı olarak görülmektedir. Son 20 yılda, köyden kente göç, ticari gelişmeler ve yüksek kaliteli iş merkezlerine olan talep gibi unsurlar sektörün cazibesini arttırmıştır. Gayrimenkule yatırım, aynı zamanda enflasyona karşı bir kalkandır. Sektör 1994 krizini çabuk atlatmış, özellikle ticari gayrimenkul sektöründe fiyatlar etkilenmemiş ve sektörün hayati rolü ortaya çıkmıştır. Günümüzde alışveriş merkezi ve hipermarket şeklindeki ticari merkezlere olan talep hemen hemen karşılanmış ve yeni yatırımlar konut sektöründeki yüksek talebe odaklanmıştır. Türkiye’de gayrimenkul sektöründeki yatırımcılar, kurumsal ve bireysel yatırımcılar ile Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarıdır. GYO’ların kurulmaya başlaması yabancı sermayenin gayrimenkul sektörüne yatırım yapmasının öncüsü olmuştur.

Gayrimenkul sektörünün en önemli problemi yüksek sermaye maliyetidir. Şimdiye kadar bankalar, yüksek ve belirsiz enflasyon ortamı sebebiyle, sektöre orta ve uzun vadeli kredi vermiyorlardı. Enflasyon ve faizler, kişileri devlet destekli konut projelerine ve kooperatifçiliğe doğru yöneltmişti. Bu durum, hükümetin enflasyonu düşürme ve sabitleme programı kapsamında yavaş yavaş değişmeye başlamıştır. Faiz oranları ve bono getirilerinin düşmeye devam ettiği süreçte, yatırımlar yeni yön

arayışlarına girmişlerdir. Bireysel yatırımcılar portföylerini yatırım fonları ve borsaya yönelerek değiştirmeye başlamışlardır.

Türkiye’de gayrimenkul sektöründeki en önemli engellerden biri, ipotek sisteminin ve benzer uzun vadeli finansman araçlarının yokluğudur. Bununla birlikte, günümüzde bankalar ve finans kuruluşları ipotek sistemini kurmak için çalışmalarını devam ettirmektedirler. Hükümet ipotek piyasası oluşturma çalışmalarını desteklemektedir.

Aşağıdaki bölümlerde ağırlıklı olarak İstanbul’daki gayrimenkul sektörü incelenmiştir. İstanbul ve yakın çevresindeki gayrimenkul sektörü, Türkiye’deki gayrimenkul sektörünün önemli bir kısmını kapsamaktadır ve yakın gelecekte kurulan yeni GYO’lar aracılığıyla menkul kıymetleştirilmesi beklenmektedir.

### **3.1.1 Türkiye’de İşyeri sektörü**

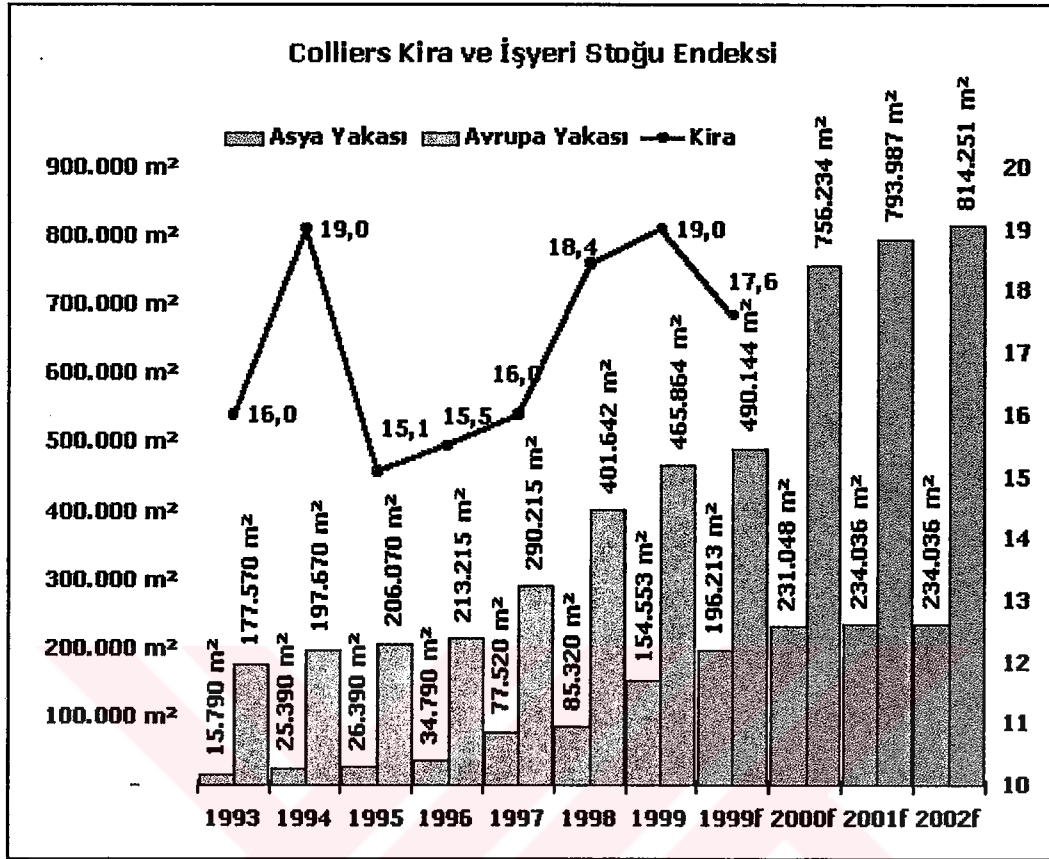
İstanbul’daki işyerleri geleneksel bir merkezde toplu halde değildir ve şehrin belirli bölgelerine dağılmıştır. A tipi binalar ağırlıklı olarak, İstanbul’un Avrupa yakasının “İş Merkezi” olarak da nitelendirilen Levent-Zincirlikuyu-Maslak üçgeninde toplanmıştır. Çokuluslu şirketler genellikle burada yer almaktadır ve kiralar ABD doları bazındadır.

1980’lerin ortalarından sonra sayıları artan İstanbul’daki A tipi iş merkezleri, 728.424.m<sup>2</sup> toplam alana sahiptir. Bu alanın 116.573 m<sup>2</sup>’si Temmuz 1998’den sonra inşa edilmiştir ve 364.110 m<sup>2</sup>’si halen inşa halindedir. Ayrıca yaklaşık 250.000m<sup>2</sup> lik sahipleri tarafından kullanımda olan ya da kullanılacak olan inşa halinde binalar bulunmaktadır.

İşyeri talebi 1990 yılından 1999 yılına kadar 980.000 m<sup>2</sup> olarak gerçekleşmiştir. Yetersiz mevcut işmerkezleri ve sayısı hızla artan çokuluslu şirketler, çok sayıda plazanın inşa edilmesini de beraberinde getirmiştir. Gelecek 2-3 yılda talebin 75.000-100.000 m<sup>2</sup>/yıl olması beklenmektedir.

A tipi binalar için ortalama kullanım alanı 16.200 m<sup>2</sup> dir. Avrupa yakasında 553.005 m<sup>2</sup> kullanılabilir ofis alanı mevcuttur. Aralık 1999 itibarıyla Avrupa yakasındaki işyerlerinin boşluk oranı yüzde 30,1 dir. Bunun ana nedeni, havaalanı bölgesindeki işyerinin çoğunun boş olmasıdır.

**Tablo 3.1 Colliers Kira ve İşyeri Stoğu Endeksi**



Asya yakasındaki işyerleri Avrupa yakasındakilerden daha farklıdır. Asya yakasındaki binalar daha küçüktür; ortalama kullanım alanı 6200m<sup>2</sup> dir ve büyük çoğunluğu sahipleri tarafından kullanılmaktadır. Asya yakasındaki boşluk oranı, A tipi işyerlerinin fazla arzı sebebiyle, yüzde 43,5 tür. Fazlalığın gelecekte artan taleple karşılanacağı tahmin edilmektedir.

Levent-Zincirlikuyu-Maslak bölgesi İstanbul'un ticaret ve finans merkezi olmasına rağmen, bazı çokuluslu şirketler, trafik sıkışıklığı, zor ulaşım, park yeri yetersizliği, gürültü ve hava kirliliği gibi sebeplerden dolayı Asya kıtasına taşınmışlardır. Levent-Zincirlikuyu-Maslak bölgesinin yeni rakibi, A tipi binalarda makul kiralar sunan Anadolu yakasındaki kozyatağı ve Kavacık'tır.

### 3.1.2 Türkiye'de Ticari Gayrimenkul Sektörü

Ticari gayrimenkul sektörü, 1980'lerden beri gündemde olan hızlı bir dönüşümü yaşamaktadır. Yerli markaları satan küçük bir sektörden, uluslararası katılımın olduğu ve çeşitli markaların pazarlandığı büyük bir sektöre dönüşmektedir.

Önceleri sektörde alt katları ticari amaçlı, üst katları da konut ya da işyeri olarak kullanılan çok amaçlı binalar bulunmaktaydı. Alışveriş merkezlerine dönüşüm, 1988 yılında ataköy Galleria'nın inşa edilmesiyle başlamıştır. O tarihten bugüne, ticari gayrimenkul sektörü önemli değişikliklere sahne olmuştur. Günümüzde ticari merkezler genellikle şehrin merkezden uzak bölgelerinde yer almaktadır ve içinde dükkan, restoran zinciri, tiyatro ve sinema kompleksleri yer almaktadır.

### 3.1.3 Türkiye’de Konut Sektörü

İstanbulda’ki konut sektörü güneyde Marmara Denizi kıyılarında, Asya ve Avrupa kıtasında olmak üzere, doğu ve batı istikametinde gelişmiştir. Yıllardır Anadolu yakası, düşük konut fiyatlarının yanında yüksek arz ve talep olması nedeniyle “konut bölgesi” olarak, Avrupa yakası ise işyerlerinin yoğun olması nedeniyle “işyeri bölgesi” olarak nitelendirilmiştir. Günümüzde ise Anadolu yakasındaki yeni endüstriyel ve ticari gelişmeler bu yakaya daha fazla insan çekmeye başlamıştır.

1999 yılında yaşanan Marmara Depremi özellikle İstanbul’da gayrimenkul sektörünü çok etkilemiştir. Deprem öncesinde, müşteriler sadece tamamlanma kalitesine önem verirken, deprem sonrasında proje geliştiren firmanın güvenirliliği, organizasyon ve inşaat kalitesi gibi unsurlara da önem verilmeye başlanmıştır.

Orta ve üst gelir grubuna hitap eden ve şehrin uydu bölgelerinde geliştirilecek olan düşük katlı konutların yanı sıra, iyi planlanmış ve kalite kontrolü sağlanmış yüksek katlı şehir içi konut projeleri de kısa vadede gayrimenkul sektöründe önem kazanacaktır. Uzun vadede ise, şehir içinde orta ve yüksek katlı, kaliteli “yeniden geliştirme” projeleri müşterilerin ilgi odağı olacaktır.

İstanbul’da üst gelir grubuna hitap eden lüks konut projeleri, proje geliştiren firmalar için çok caziptir. Bu tür konutlara talebin yüksek olmasının başlıca sebepleri şunlardır.

1. Eskiye evler, artan nüfus ve yükselen gelir seviyesi yüksek kaliteli ve lüks konutlara olan talebi arttırmaktadır.
2. Şehrin lüks bölgelerindeki inşaat izni verilen alan yetersizliği arzın arttırılmasını engellemektedir.
3. Artan arazi fiyatlarının yeni geliştirilecek olan projelerin toplam değerini arttırması nedeniyle sadece finansal açıdan güçlü geliştiriciler sektörde çalışabilmektedir, bu da sunumu azaltmaktadır.

4. Müşteriler daha bilinçlenmişlerdir ve yüksek kalite, iyi planlama, bunun yanı sıra tam teşekküllü (sağlık klüpleri, sosyal alanlar, kafeterya vs. gibi) projeler talep etmektedirler.

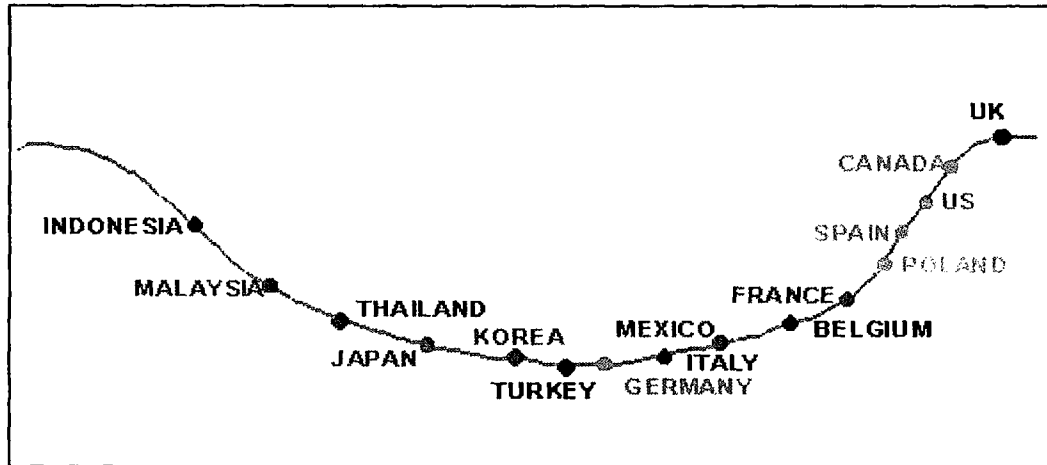
### 3.2 Uluslararası Yatırımcı Gözüyle Türkiye’de Gayrimenkul Sektörü

Yabancı yatırımcı gözüyle Türkiye’deki gayrimenkul sektörü şu şekilde özetlenebilir.

1. Türkiye , yüzde 60’ ı 35 yaşın üstünde olan 65 milyonluk nüfusuyla gelecek vadede gelişmekte olan bir ülkedir.
2. Ticari ve kültürel etkinliklerin uluslararası merkezi olan ve milyonun üzerinde nüfusa sahip İstanbul, Ankara ve İzmir gibi metropollerıyla Türkiye’deki fırsatlar cazibedici.
3. Son zamanlarda artan GYO sayısı ile birlikte sektörde profesyonelleşme ve standardizasyon sağlanarak, dünyadaki gayrimenkul konusundaki gelişmeler yakından takip edilecektir.
4. Düşük faizler ve enflasyondan olumlu etkilenecek sektörlerden ilki gayrimenkul sektörüdür.
5. Uzun vadeli finansman araçlarının sektörde kullanılmaya başlanmasıyla, sektörde kaldıraç etkisi görülecek ve yatırımlar artacaktır.

Sonuç olarak, aşağıdaki grafikte Türkiye’nin küresel gayrimenkul sektöründeki yeri gösterilmektedir.

**Tablo 3.2 Türkiye’nin küresel gayrimenkul sektöründeki yeri**



### 3.3 Türkiye’de Gayrimenkul Sektöründeki Mevcut Yapısal Problemler

Türkiye’deki gayrimenkul sektörü önemli yapısal problemlerle karşı karşıyadır. İmarlı arsa üretiminin kısıtlı olması en büyük problemlerden biridir. Şehre göçün hala yoğun olarak devam etmesi, yerel ve merkezi yönetimlerin ortaya çıkan konut ihtiyacını sağlıklı bir şekilde karşılamasını engellemektedir. Bu da, hazine arazilerinin yasal olmayan yollardan işgaline, kayıt dışı ekonomiye ve milli gelirin kaybolmasına yol açmaktadır.

Diğer önemli bir problem ise, gayrimenkul yatırımcıları ile ev satın alanlar için gerekli kurumsal sermaye birikiminin ve uzun vadeli finansman araçlarının eksikliğidir. Şimdiye kadar gayrimenkul alımlarının çoğu, nakit olarak ya da dolar bazında ödemelerle yapılmaktaydı. Bu da, büyük çaplı projelerin hayata geçirilmesini zorlaştırmakta ve gayrimenkul sektörüne kurumsal yatırımcıyla profesyonel portföy yöneticilerinin girmesini engellemekteydi. GYO’ların kurulması problemlerin birçoğuna çözüm getirmektedir. Yukarı da sayılanlara ek olarak, inşaat standardizasyon ve kalite kontrol eksikliği ile gayrimenkullerin sigortalanmasının yaygın olmaması da önemli problemlerdir.

### 3.4. Gayrimenkul Değerlemesi

Gayrimenkul değerlemesi, hem hukuki hem de ticari olarak çok önemli bir konu olmakla beraber, ülkemizde gerek literatüre geçen çalışmalar açısından gerekse hukuki esaslara bağlanması açısından hak ettiği konuma gelememiştir. Bu durum da gayrimenkul yatırım ortaklıkları işlemlerinde, gayrimenkul değerlerinin tespitine olan ihtiyacı ortadan kaldırmamaktadır.

Gayrimenkullerin sermaye piyasası aracılığı ile finansmanında kullanılabilecek araçlardan ipotekli borç senedi veya irat senedinin ihracında, Medeni Kanun, senetlerin dayalı olduğu gayrimenkullerin değerinin tespitinin tapu idaresi tarafından yapılmasını zorunlu tutarken, Sermaye Piyasası Mevzuatı’nda, bir sermaye piyasası kurumu olan gayrimenkul yatırım ortaklıklarının gerçekleştirdikleri, gayrimenkul alım-satım, kiraya verme gibi işlemlerinde özel hukuk tüzel kişisi olan ve Sermaye Piyasası Kurulu’na listeye alınan gayrimenkul ekspertiz şirketlerinin değerlendirme yapması esası getirmiştir.



Uluslararası literatürde gayrimenkul değerlemesi oturma amaçlı konutların değerlemesi ve ticari gayrimenkullerin değerlemesi olmak üzere iki ana bölüme ayrılmaktadır. Bu tez kapsamında da öncelikle, gayrimenkul değerlemesinin genel teorik ve kavramsal çerçevesi incelenecek, daha sonra ise konutların ve ticari gayrimenkullerin değerlemesi anlatılacaktır.

#### **3.4.1 Değerleme Tanımı**

Değerleme( ekspertiz), bir gayrimenkulün değerinin tam (veya tahmini) ve doğru olarak saptanması işlemidir.[6]

Değerin niteliğinin tam olarak tespit edilmesi, oldukça karışık ve kişilere göre farklılık gösteren bir konudur. Bir başka deyişle, değer kavramı belirsizdir ve bakış açısına göre değişir. Öte yandan, değer belirleme girişiminde bulunan kişinin amacına göre varacağı sonuçlar da farklı olacaktır.

Bir ekonomist için “değer”, değişim sürecinde mal veya hizmete sahip olma gücüdür. Bu kavram, bir malın diğer mallarla değiştirilebilme oranı olarak da tanımlanabilir. İlk çağlarda, takas yani değiştirme sahip olmanın tek yoluydu. Günümüzde ise değişim genellikle dolaylı yoldan gerçekleştirilir, yani öncelikle mal satılır ve karşılığında alınan para, başka bir şeyi satın almakta kullanılır.

#### **3.4.2 Piyasa Değeri Kavramı**

Ekspertiz tespit etmeye çalıştığı, bir gayrimenkulün “ piyasa değeri-ticari değer”dir.

Piyasa değeri, ortalama mantık ve yeterli bilgiye sahip kişilerin piyasa koşulları çerçevesinde uzlaştıkları fiyattır.[6]

Ekspertiz işleminde, aşağıdaki hususların geçerliliği varsayılmaktadır.

- 1) Alıcı ve satıcı makul ve mantıklı hareket etmektedirler.
- 2) Taraflar gayrimenkul ile ilgili her konuda tam bilgi sahibidirler ve kendilerine azami faydayı sağlayacak şekilde hareket etmektedirler.
- 3) Gayrimenkulün satışı için makul bir süre tanınmıştır.
- 4) Ödeme nakit veya nakit benzeri unsurlarla yapılmaktadır.
- 5) Gayrimenkulün alım satım işlemi sırasında gerekebilecek finansman, piyasa faiz oranları üzerinden gerçekleştirilmektedir.



### 3.4.3 Gayrimenkul Değerine Esas Teşkil Eden İlkeler

Gayrimenkul değerinin tespitinde kullanılan bir çok ilke olmakla beraber, belli başlı üç temel ilke vardır.

Uygunluk İlkesi (The principle of Conformity): Eksperce değerlendirilirken, gayrimenkulün, bulunduğu çevrenin özellikleri ile uyumunun gözetilmesi gerektiğini ifade eder. Bu ilke, bir gayrimenkulün maksimum değere ulaşması için, bu gayrimenkulün bulunduğu bölgenin özellikleri ile uyumlu olmasını kabul eder.

Beklenti İlkesi ( The Principles of Anticipation): Bir gayrimenkulün bugünkü değerinin, gayrimenkulün gelecekte beklenen getirilerinin bir fonksiyonu olduğunu varsayar. Bu açıdan gayrimenkulleri iki ana gruba ayırabiliriz.

- a) Ticari( Gelir Getiren) Gayrimenkuller: Burada değer, gelecekteki nakit akışlarının bugüne indirgenmiş değeri olarak ele alınır.
- b) Konutlar: Buradaki değer, gayrimenkulün gelecekte sağlayacağı faydaların bugünkü değerinin parasal ifadesidir.

İkame İlkesi: Bir şeyin değeri , onun yenileme maliyetinden fazla olamaz. Örneğin, 15 milyar TL'ye satılmak istenen bir eve benzer özelliklerdeki “ yeni ev” lerin fiyatı 15 milyar TL ise, 15 milyar TL'na satılmak istenen bu evin fiyatı düşecektir.

### 3.4.4 Gayrimenkul Değerinin Unsurları

Bir gayrimenkulün değerini meydana getiren, temelde insanların duygu ve düşünceleridir. İnsanların istekleri ve ihtiyaçları önemli unsurlardır. İnsanlar, bir barınağa ihtiyaç duyarlar; fakat barınaktan öte şeyler de isterler. Toplumsal, ekonomik ve politik unsurlar da, gayrimenkulün değeri üzerinde önemli bir etkiye sahiptirler ve bunlar da yine ya insanlar tarafından yönetilir ya da insanlardan etkilenir.

Bir gayrimenkulün değerini belirleyen unsurlar, içsel unsurlar ve dışsal unsurlar olmak üzere iki ana başlıkta toplanır

#### A) İçsel Unsurlar

İçsel unsurlar, doğrudan gayrimenkule ait olan özelliklerdir. Bunları, fiziki koşullar, fayda, kıtlık ve deverdilebilirlik şeklinde özetleyebiliriz.

- **Fiziki Koşullar:** Fiziki koşullar, bir değer yaratabileceği gibi onu yok da eden unsurlardan oluşur. Örneğin arsa değerlemesinde eksper, konum, şekil, alan, cephe, altyapı, topografi, çevredeki yollar ve hatta güzel veya kötü manzara gibi unsurları dikkate almak zorundadır. Eksper, arsa üzerine yapılacak inşaatlarda da, malzeme, işçilik ve yıpranmayı (fiziki değer kaybı) göz önünde bulundurmalıdır.
- **Fayda:** bu kavram, bir malın bir isteği yerine getirmesi veya bir ihtiyacı tatmin etmesidir.
- **Kıtlık:** Arz ve talebe göre oluşan bir kavramdır. Eğer bir ürün faydalı ve aynı zamanda kıtsa piyasa değerinin yüksek olması beklenir.
- **Devredebilirlik:** Bir ürün tüm diğer faktörlere sahip olsa bile, eğer kimseye devredilemiyorsa, piyasa değeri yoktur.

## **B) Dışsal Unsurlar**

Dışsal unsurlar ise doğrudan gayrimenkule ait olmayıp, gayrimenkul haricinde çok farklı sebepler ile etkili olabilecek özelliklerdir. Bunlar, ekonomik unsurlar, sosyo-kültürel unsurlar ve yasal mevzuat başlıkları altında toplanır.

- **Ekonomik Unsurlar:** Burada, gayrimenkulün getirisi, piyasadaki cari faiz oranları, ipotek kredisi piyasaları ve bu piyasalara yapılan devlet müdahaleleri ve ülke ekonomisinin genel durumu göz önüne alınmalıdır.
- **Sosyo-Kültürel Unsurlar:** Bu noktada çevre, demografi, trafik unsurları, gürültü, kentleşme modeli ve mimari düzenlemeler gibi hususlar öne çıkmaktadır.
- **Hukuki Mevzuat:** Hukuki mevzuat da değer yaratabilir, değeri etkileyebilir veya değeri yok edebilir. Burada eksperin ilgisi tapu ve kadastro hukuku, şehir planı, gayrimenkule bağlı haklar ve arsanın özelliklerini değiştirebilecek veya kısıtlayabilecek yasal düzenlemeler üzerinde yoğunlaşmalıdır.

### **3.4.5 Gayrimenkul Değerlemesinde Dikkate Alınması Gereken Temel Noktalar**

Değerleme, nihai aşamada sağduyulu(sound) bir karar vermeye dayanmakla beraber, bu kararın öncesinde destekleyici somut verilere ihtiyaç vardır. Karar verme sürecinde yardımcı olabilecek, nüfus, çevre, doğal afetlere karşı korunma gibi unsurlar ele alınır.

## 1 )Nüfus

Değerlemenin yapılma amacına göre nüfusun önemi değişmektedir. Konutu oturmak amacıyla satınalan kişi, alacağı eve yaşayacağı yer, evin bulunduğu bölgeye de çalışacağı yer gözüyle bakar. Bu nedenle alıcı, nüfusun gelecekteki trendi ile çok fazla ilgilenmez. Böyle bir alıcının esas ilgisi, binanın bugünkü fiyatı üzerine odaklanır. Muhtemel bir yatırımcı için yapılan değerlemede ise durum daha farklıdır. Yatırımcı evin bugünkü fiyatının yanı sıra, uzun dönemde gayrimenkulün değerini etkileyebilecek diğer faktörlerle de ilgilenir.

Bu durumda yukarıdaki gayrimenkul yatırımcısının nüfus ile ilgilenmesinin sebebi, “arz ve talep” kavramıdır. Bir bölgenin nüfusunun azalması uzun bir süreden beri devam ediyorsa, azalan talebe paralel olarak konut fiyatlarında ciddi bir düşüş gerçekleşebilecek ve yatırım yapılan gayrimenkulden zarar doğacaktır.

## 2) Çevre

Çevrenin genel özellikleri, ekspere gayrimenkulün değeri hakkında bir fikir oluşturmasında yardımcı olur. Bölgenin gelişme trendi gayrimenkulün gelecekteki fiyatına olduğu kadar şimdiki değerine de etki eder.

Yalnızca ticari gayrimenkullerin ya da kamu binalarının inşa edilmesine izin verilen bir semtin, yasal bir değişiklik ile oturma amaçlı yerleşimde açılmasından doğan durum, o bölgede varolan bütün binaların ve arsaların değerini mutlaka etkileyecektir. Aynı durum gelişen altyapı hizmetlerine paralel olarak bir bölgenin kişilerce oturma amaçlı konut inşasında tercih edilmeye başlanmasında da sözkonusudur. Böyle bir trendin varlığı ise “ o bölgenin yakından takip edilmesiyle” anlaşılabilir.

Bir bölgenin gelecekte takip edeceği seyir, yeni inşaatlardan da anlaşılabilir. Bu açıdan bölgede yeni inşaatlar yapılıp yapılmadığı, yapılanların kalitesi ve eski binaların durumu yakından takip edilmelidir. Kabaca bir gözlem ile (rule of thumb) , bölgedeki binaların yaşı 35 yıldan fazla ise o bölgede bir düşüş başlamış demektir.

## 3 )Doğal Afetlere Karşı Korunma

Ülkemizde çok geçerli olmamakla beraber, özellikle gelişmiş Batı Ülkelerinde konutların veya diğer gayrimenkullerin deprem gibi doğal felaketlere olan dayanıklılığı ya da bir felaket anında o binaların bulunduğu bölgeye süratle müdahale

imkanının bulunup bulunmadığı değer tespiti açısından önemli bir husus olarak kabul edilmektedir. Deprem bölgelerindeki evlerin sigorta primleri de yüksek olmaktadır ve bu da bir evin değerini azaltan bir husustur.

#### **4) Güvenlik Tedbirleri**

İnsanların evlerinde güven ve huzur içerisinde yaşamak istedikleri bilinen bir gerçektir. Bu yüzden yeterli güvenlik tedbirlerinin alınmadığı semtlerde yeralan konutların değeri, inşaat kalitesi ne kadar yüksek, manzarası ne kadar güzel olursa olsun belirli bir fiyattan yukarıya çıkamayacaktır.

#### **5) Sosyal Alanlara ve Alışveriş Merkezlerine Uzaklık**

Sosyal alanlara veya alışveriş merkezlerine olan uzaklık da bir konutun değerlemesinde önemli olan faktörlerden biridir. Örneğin arsa spekülörleri bir bölgede yapılacak olan dev alışveriş merkezlerini, kurulacak bir üniversiteyi o bölgenin ileride çok gelişeceği yönünde bir işaret olarak kabul ederler.

#### **6) Kamusal Hizmetlerden İstifade Edebilme**

Ekspertiz sırasında bölgeye getirilecek kamu hizmetleri hakkında bilgi sahibi olmak, eksperin daha doğru yapılmasına imkan verir. Konut bölgelerinin yanında yapımına başlanacak olan bir okul, konutun değeri üzerinde etkili olacaktır.

#### **7) Pazarlanabilirlik**

Kolayca satılabilme, gayrimenkulün piyasa değeri üzerinde doğrudan bir etkiye sahiptir. Bir gayrimenkul gerileme eğilimindeki bir bölgede yer alıyorsa kolayca elden çıkarılamaz. Bu durum özellikle gayrimenkullerin ipotek ettirilmeleri sırasında önem kazanır. Ayrıca, Bankacılık Mevzuatında yeralan borçlunun borcunu ödeyememesi neticesinde sahip olunan gayrimenkullerin belirli süreler zarfında elden çıkartılması zorunluluğu da sözkonusu pazarlanabilme kriterlerini daha da önemli bir hale getirmektedir.

#### **8) Bina Kalitesi**

Bina kalitesi, bir gayrimenkul değerinin tespitinde gözönünde bulundurulması gereken en önemli hususlardandır. Bina kalitesi;

- 1) Fiziki yıpranmanın,
- 2) Binaya değer katan ilave özelliklerin,

- 3) İşçilik kalitesinin,
- 4) Varsa binanın kullanıma açılmasından önce tamirat gerektiren hususların ve maliyetin tespitini içermektedir.

#### **9) Arsa**

Ekspertiz işlemi sırasında gayrimenkulün yer aldığı arsanın o tür bir gayrimenkul inşaatı için uygun olup olmadığı, binanın yapımı sırasında arsanın en uygun şekilde kullanılıp kullanılmadığı çok büyük önem taşımaktadır. Özellikle ticari gayrimenkul değer tespiti sırasında bu husus çok daha önemlidir. Çünkü imar planlarında %75'lik bir bölümüne bina yapılmasına izin verilen bir arsanın %50'lik bölümüne bina inşaa edilmişse, bu durum arsanın ticari olarak optimum kullanılmadığını gösterecektir.

### **3.5 Konut Değerlemesi**

Uluslararası literatürde kabul gören ve konutların ekspertiz değerlemesinde kullanılan üç temel metod vardır.

- Yeniden İnşa Etme ( İkame) Maliyeti Yaklaşımı
- Piyasa Değeri Yaklaşımı
- Nakit Akışı (Gelir) Yaklaşımı

#### **3.5.1.Yeniden İnşa Etme ( İkame ) Maliyeti Yaklaşımı**

Bu yöntemde, maliyet tahminleri, var olan binanın aynısını tekrar inşa etmek fikri üzerine kuruludur.

Bu yaklaşıma göre bir “ Gayrimenkulün Tahmini Değeri” şu unsurlardan oluşur.

- (+) Değerleme tarihinde yeniden inşa etmenin maliyeti
- (+) Boş arsa değeri
- (+) Arazinin kullanılabilir hale getirilmesinden kaynaklanan harcamalar
- (-) Amortisman tutarı

Yeniden inşa etme (ikame) maliyetinin tespitinde, “Karşılaştırma” ve “Maliyetlere Ayırma ( unit-in place)” yöntemleri kullanılmaktadır.

### **- Karşılaştırma Yöntemi**

Karşılaştırma yönteminde ilk adım, yeni inşa edilen benzer bir gayrimenkulün birim metrekaresi maliyetinin tespitidir. Daha sonra değerlendirilecek gayrimenkulün alanı ölçülür ve bulunan birim, m<sup>2</sup> maliyet bedeli ile çarpılır. Bulunan bu rakam, gayrimenkulün “temel yerine koyma maliyeti”dir. Eğer değerlemesi yapılan gayrimenkul karşılaştırılana göre ilave unsurlara sahip ise bunlar da değerlemede “artı değer” olarak hesaba katılır. Son aşamada ise “boş arsa değeri” yakınındaki benzer arsa değerleri ile karşılaştırılarak nihai ekspertiz değeri bulunur.

### **- Maliyetlere Ayırma(Unit-inPlace) Yaklaşımı**

Bu yöntemde gayrimenkulün inşa edilmesi sırasında yapılan harcamalar tek tek bulunur ve toplanarak gayrimenkulün yeniden inşa maliyetine ulaşılır. Ancak, nihai ekspertiz değerine ulaşmak için aşağıda bahsedilecek birikmiş amortisman tutarlarının, bu rakamdan düşülmesi gerekmektedir.

#### **Amortisman Tutarının Tespiti**

Birikmiş amortisman, herhangi bir nedenden kaynaklanan değer kaybıdır. Birikmiş amortismanı hesaplamada en sık kullanılan yol, “Doğrusal Amortisman” yoludur. Bu yol, yeniden inşa etme maliyetinin ve binanın kalan ekonomik ömrünün bilindiği, değer düşüşünün her yıl sabit bir yüzdeyle ifade edildiği varsayımlarına dayanır. Bu amortisman hesaplama yönteminin zorluğu, binanın kalan ekonomik ömrünün objektif olarak tahmininde yatmaktadır. Bu zorluk karşısında, daha objektif bir yöntem olan “Gözlemlenen Durum Yöntemi-The Observed Condition Method” geliştirilmiştir.

#### **A) Doğrusal Amortisman**

Geriye kalan ekonomik ömrün tespitinde eksperler, titiz bir inceleme gerçekleştirmelidir. Bu inceleme sonucunda elde ettiği bulguları ise tecrübelerine dayanarak değerlendirmeli ve güvenilir bir tahmin yapmalıdır. Mevcut tecrübeler apartman dairelerinin ekonomik ömrünün yaklaşık 40 yıl olduğunu göstermektedir.

#### **B) Gözlenen Durum Yöntemi( The Observed Condition Method)**

Doğrusal amortisman yönteminden daha objektif bir tahminde bulunabilmek için, “birikmiş amortisman” parçalara ayrılır ve bunların değerleri ayrı ayrı tespit edilir.

Bu yöntemde, “birikmiş amortisman” aşağıdaki parçalara ayrılır.

- 1) Fiziki yıpranma
  - (a) Düzeltilebilir unsurlar
  - (b) Düzeltilemeyecek unsurlar
- 2) İşlevsel yıpranma
  - (a) Düzeltilebilir unsurlar
  - (b) Düzeltilemeyecek unsurlar
- 3) Sosyo-ekonomik yıpranma

**Fiziki Yıpranma:** Fiziki yıpranma, bir binadaki bozulmalar, doğal aşınmalar gibi unsurlardan oluşur.

Fiziki yıpranmanın düzeltilebilir unsurları, herkesin görebileceği ve matematiksel olarak ölçülebilen unsurlardır.

Fiziki yıpranmanın düzeltilemeyen unsurları ise, eksperin değerlendirmesine göre düzeltilmesi teknik olarak çok zor ve ekonomik olarak uygun olmayan unsurlardır. Genellikle bunlar, binanın ana iskeletinde ya da temelinde oluşan doğal bozulmalardır.

Düzeltilemeyecek fiziki yıpranmanın ölçülmesi öznel bir değerlendirmeye dayanmaktadır. Yurtdışında genellikle, meydana gelen toplam yıpranmanın binanın fiili yaşına paralel olarak amortize edilmesi şeklinde bir yöntem uygulanır.

**İşlevsel Yıpranma:** Bu kavramla, gayrimenkule olan talepte tasarım, inşaat tarzı-mimari tasarım vb. Sebeplerle ortaya çıkan azalma kastedilmektedir. Bu değişiklikler, bir gayrimenkulün daha az talep edilmesine yol açar. Gayrimenkul sahibi, işlevsel yıpranma üzerinde fiziki yıpranmada olduğundan daha az kontrole sahiptir.

Bir gayrimenkulün yenilenebilecek, ancak günün şartlarına göre demode olmuş kısımları, düzeltilebilir işlevsel yıpranmadır.

Düzeltilemeyen işlevsel yıpranma ise, düzeltilmesi ekonomik olayan değer düşüklüğünü kasetmektedir. Aşırı yüksek ya da basık tavan, düzeltilemeyen fonksiyonel bir yıpranmadır.

- 1) **Sosyo-ekonomik Yıpranma:** Sosyo-ekonomik yıpranma, gayrimenkulün sosyal veya ekonomik etkenler sebebiyle istenebilirliğinin ve kullanışlılığının azalmasıdır. Gayrimenkul sahibinin fiziki ve işlevsel yıpranma üzerinde az ya da



çok bir etkisi olsa da, sosyo-ekonomik yıpranma üzerinde bir kontrolü yoktur. Bu kavram, çevredeki değişimle ilgilidir ve bu durum gayrimenkullerin değer düşmesinin en önemli sebebidir. Değer düşmesine yol açan genellikle “dışsal” bir etkidir. Çevrenin özelliklerini kaybetmesine yol açan bir sebep veya çevrede gayrimenkulün amacına uygun olarak kullanılmasıyla bağdaşmayacak şartların oluşmasından doğar.

### 3.5.2 Piyasa Değer Yaklaşımı

Konut değerlemesinde, üç yaklaşım içinde en güvenilir olanı piyasa değeri yaklaşımıdır. Burada önemli nokta karşılaştırılabilir gayrimenkullerin satış değerinin bulunmasıdır. Karşılaştırılabilir gayrimenkullerin satış fiyatları da farklılık gösterir; çünkü gayrimenkul piyasası mükemmel işleyen bir piyasa değildir. Bu yüzden gayrimenkulleri değerlerken, farklılıkları ortadan kaldırabilmek için birtakım düzeltmeler yapılması gerekir.

- Zaman Düzeltmesi: Gayrimenkulün değerinde, satışların gerçekleştiği tarihlerin farklı olmasından kaynaklanan enflasyonist etkinin giderilmesi.
- Arsa Büyüklüğü İçin Fiyat Düzeltmesi: Arsa büyüklükleri arasındaki farklılığın fiyatlara yansımalarıdır.
- Kullanım Alanı İçin Fiyat Düzeltmesi: Konutların kullanım alanı arasındaki farklılığın fiyatlara yansıtılmasıdır.
- Çevre Düzenlemesi Değeri İçin fiyat düzeltilmesi: Konutların içinde bulunduğu çevre düzenlemesi farklılıklarının fiyatlara yansıtılmasıdır.

### 3.5.3 Nakit Akışı ( Gelir ) Yaklaşımı

Bu yaklaşımda, brüt aylık çarpan kullanılarak, konutun değeri brüt aylık kiranın bir “çarpmı” olarak bulunur. Öncelikle karşılaştırılabilir konutların aylık kira ve satış fiyatlarına ilişkin bilgiler temin edilmektedir. Daha sonra ise satış fiyatı, kira tutarına bölünerek “çarpan” bulunmaktadır.

Kullanışlı olmasına rağmen, brüt aylık çarpanın dezavantajları da vardır. Bunlar şu şekilde sıralanabilir.

- 1) Hesaplamalarda net gelir yerine brüt gelir esas alınmaktadır. Yönetim ve bakım maliyetleri göz ardı edilmektedir.

- 2) Tüm gayrimenkuller için emlak vergisi, ısıtma gideri vb. giderlerin aynı olduğu varsayılmaktadır.
- 3) Gayrimenkullerin kalan ekonomik ömürlerinin eşit olduğu varsayımı vardır.
- 4) 15-25 milyar TL arasındaki bir fiyat aralığında satılan evler için, çarpan anlamlı olabilir; ancak 250-500 milyar TL arasında satılan evlerin değerlemesinde çarpanın kullanımı sorun yaratabilir. Çünkü, bu fiyatlardan satılan evler için referans bir kira piyasası bulunmamaktadır.

### **3.6 Ticari Gayrimenkullerin Değerlemesi**

Ticari gayrimenkul kavramı ile konutların dışında kalan ve ticari amaçlı değerlendirilen – gelir getiren (işmerkezleri, ofisler, mağazalar gibi) gayrimenkuller ifade edilmektedir. Ticari gayrimenkullerin değerlemesinde en sık kullanılan yöntem net faaliyet geliri yaklaşımıdır.

#### **3.6.1 Net Faaliyet Geliri**

Eksper, öncelikle gayrimenkul sahibinin gelir-gider durumunu hazırladığı (mali) tablolardan ya da beyannamelerinden incelemelidir. Ancak, çoğu durumda başka açmalar için hazırlanmış olan bu tür belgelerden ulaşılamayacak bazı kalemler bulunmaktadır. Kişisel harcamalar, kredi anapara ve faiz ödemeleri, kurumlar vergisi gibi. Ayrıca bazı kalemlerin de eksper tarafından artırılması gerekebilir.

Kısaca, eksper, gayrimenkul sahibinin yukarıda bahsedilen gelir ve harcamalara ilişkin hazırladıklarını gözden geçirerek kullanmalıdır. Bu şekilde düzeltilmiş olan yeni gelir ve harcama tablosu, literatürde, düzeltilmiş beyan(revised statement) veya muhtemel düzenli net gelir tespiti (determination of probable stable net income) olarak adlandırılır.

Eksper, ticari gayrimenkulün muhtemel net gelirini tespit ettikten sonra, bunu değere çevirmeye çalışacaktır. Bu hesaplama basit bir iskonto işlemidir.

İndirgeme (iskonto) işleminde, gelecekteki kazançların bugünkü değeri tespit edilmeye çalışılır. Bu işlemde veri bir zamanda varolan piyasa faiz oranı tespit edilir. Bu oran, sermayenin fiyatını ya da bir kişinin parasını kullandırmasının karşılığında beklediği kirayı gösterir.

Yatırılan miktar (anapara) , faiz oranı ve gelir, değer fonksiyonunun değişkenleri olarak hesaplamalara katılır. Net gelir ve faiz oranı veri iken, yapılacak olan bunları değere dönüştürmektir. Net gelir, gayrimenkul sahibinin yeniden düzenlenmiş gelir beyanından kolayca bulunabilir.

### **3.6.2 Getiri Oranının (İskonto Haddi) Seçimi**

Eksperin, ticari gayrimenkullerin değerlemesinde karşılaştığı en önemli sorun, doğru getiri (iskonto) oranının seçimidir. bu konuda yapılacak olan % 1'lik hata bile çok büyük farklılıklara yol açabilir.

Faiz (iskonto) oranı seçiminde kullanılan temel iki yöntem aşağıda açıklanmaktadır.

#### **A) Yatırım Aralığı Tekniği( Band of Investment Technique)**

Bu teknikte, gayrimenkul üzerinde sahip olunan haklar tek tek tespit edilerek, bu haklara ilişkin getiri oranları ayrı ayrı bulunur. Daha sonra bu getiri oranının ağırlıklı ortalaması, faiz (iskonto) oranı olarak kabul edilir.

Bir gayrimenkulün üzerinde sahip olunan, getiri elde edilmesi en fazla garanti altında olan hak, 1.derece ipotek sahiplerininindir. Çünkü 1.derece ipotek sahibi olan kişiler gayrimenkul sahibinin ödeme güçlüğüne düşmesi halinde, o gayrimenkul üzerinde öncelikli hakka sahip olurlar. Yani elde edecekleri gelir garantidir. 1.derece ipotek sahiplerini diğer sıradaki hak sahipleri izler. Bunlar gayrimenkul sahibine borç vermiş kişilerdir (creditors). Gayrimenkul üzerinde, mali anlamda en son hakka sahip olan kişi ise bu gayrimenkulün sahibi yani gayrimenkule sermaye (equity) yatırmış olan kişidir.

Yukarıdaki durumu tahvil ve hisse senedi sahiplerinin bir şirket üzerindeki konumlarına benzetebiliriz. Tahvil sahiplerinin elde edecekleri getiri, hisse senedi sahiplerinin elde edecekleri getiriden daha düşük ama daha garantidir. Çünkü bir iflas anında şirketin borçları borçlulara tamamiyle ödenmedikçe ortakların şirketin mal varlığından pay almaları mümkün değildir. Ayrıca, tahvil sahiplerinin de iflas anında şirketin varlıkları üzerinde sahip oldukları haklar da bir sıralamaya tabidir. Burada finans teorisindeki “yüksek risk-yüksek getiri” ilişkisinden bahsedilmektedir.

## **B) Toplama Yöntemi (Summation Method)**

Bu yaklaşımda, eksper risksiz faiz oranının üzerine gereken unsurları ilave ederek iskonto oranına ulaşır. İskonto oranını oluşturan faktörleri aşağıdaki şekilde sıralayabiliriz.

- 1) Risksiz Oran: Bu oran, genellikle devlet tahvillerine ya da hazine bonolarına ödenen faiz oranı olarak kabul edilir.
- 2) Risk Primi: Yatırımcıya, parasını kaybetme riski karşılığında ödenen orandır.
- 3) Likidite Primi: Yatırımcıya, gayrimenkulün likit bir varlık olmaması (kolayca elden çıkartılamaması ) sebebiyle verilen orandır.
- 4) Yönetim Primi: Yatırımcının, yatırımı yönetmesi karşılığında elde edeceği ekstra orandır.

### **3.6.3 Kapitalizasyon Oranı**

Bu bölüme kadar anlatılanlar, hep gayrimenkulün elde edeceği “beklenen getirisi” ile ilgiliydi. Ancak, gayrimenkullerin bir geliri olduğu gibi, gayrimenkullerde zamanla meydana gelebilecek bir değer kaybı (amortisman) da söz konusudur.

Bu noktada, gayrimenkullerin beklenen getiri oranı ile gayrimenkulün değerini düşüren amortisman oranının toplamı “kapitalizasyon oranı”nı verir ve biz bu oran elde edilen getirilerin iskonto edilmesinde kullanılır. Bu sayede daha kapsamlı ve anlamlı bir değerlendirme yapmak mümkün olur.

#### **Amortisman ve Kapitalizasyon Oranı**

Ticari gayrimenkuller için amortisman konutlardakine benzer bir şekilde ayrılır. Fiziki yıpranma ve işlevsel yıpranma payı ile ekonomik olarak kullanımın sona ermesinden kaynaklanan kayıpların toplamı amortisman oranını verir. Ana sermayedeki bu kayıp oranına, beklenen getiri oranı eklendiğinde gelirin nihai iskontosunda kullanılan kapitalizasyon oranı bulunur. Öte yandan, binaların kurulu olduğu arsalar için ise bir amortisman ayrılmasına gerek yoktur. Bu yüzden eksper, yapacağı hesaplamalarda bu durumu gözönünde bulundurur.

### **- Bina Kalıntısı Tekniği**

Bu teknikte,

- 1) Eksper öncelikle arsa için bir değeri tespiti yaparak, piyasada geçerli olan “beklenen getiri oranı” üzerinden arsaya yatırılan paranın elde edebileceği geliri varsayımsal olarak hesaplar. (Burada amortisman oranı devreye girmez.)
- 2) Bulunan bu rakam, gayrimenkulün (arsa+binanın) elde ettiği toplam yıllık gelirden düşölür ve arsanın üzerinde kurulu olduğu binanın elde ettiği varsayılan gelir tutarı bulunur. Binaların amortize olması sebebiyle, beklenen getiri oranına amortisman oranı eklenerek kapitalizasyon oranına ulaşılır ve arsanın payına düşen gelirin indirilmesinden sonra bulunan gelir tutarı bu kapitalizasyon oranı ile iskonto edilir.

### **- Arsa Kalıntısı Tekniği**

Arsa değeri tespiti bina kalıntısı tekniğinin zayıf noktasını oluşturmaktadır. Özellikle şehir merkezlerinde, yakın tarihlerde benzer arsa satışlarının gerçekleşmemesi sağlıklı bir fiyat tespiti yapılmasını engeller. Bu durumda yapılması gereken, yukarıda kullanılan tekniği tersten ele alarak yeniden dizayn etmektir. Öncelikle arsa değeri değil, bina değeri (yeniden inşa maliyeti- toplam amortisman tutarı) bularak, sonrasında arsanın ve gayrimenkulün toplam değeri ulaşmak gerekir.

### **- Enkaz Değer Yaklaşımı**

Önceki iki teknikte binaya veya arsaya bir değeri verilmesi suretiyle , birinden değeri ulaşarak değeri sorununun çözölmesine çalışılmaktadır. Enkaz değeri yaklaşımında ise, bina ve arsa tek bir varlık olarak ele alınır ve öncelikle binanın tahmini ömrü bulunur.

Gayrimenkulün o yıl içerisinde elde ettiği gelirin binanın tüm ömrü boyunca elde edileceği varsayımı ile bugünkü değeri hesaplanır. Bugünkü değeri hesaplamasında kullanılan iskonto oranı “beklenen getiri oranı” olup buna ayrıca amortisman oranı eklenmez. Bulunan bu rakama, arsanın binanın kullanılabilir ömrü sonunda ulaşacağı değeri eklenerek gayrimenkulün toplam değeri bulunur. Arsanın nihai değeri bugün için biçilen ve gayrimenkulün ömrü boyunca aynı kalacağı varsayılan rayiç bedelin bugünkü değeri bulunması şeklinde olur.

#### 4. GAYRİMENKUL FİNANSMANI

Gayrimenkul finansmanının amacı, gayrimenkul satın almak isteyen kişilere ya da büyük gayrimenkul projelerini gerçekleştirmek isteyen kurumlara, ihtiyaç duydukları fonların sağlanmasıdır. Birçok gayrimenkul yatırımcısı gayrimenkulün bedelini tamamen nakit ödeyecek kaynağa sahip değildir.

Kişilerin özellikle konut elde etmelerini sağlayan süreç çok önemlidir. Sanayileşmiş ülkelerde, halkın büyük bir bölümü kurumsal kaynaklardan sağladıkları kredilerle oturacakları konutları alırken, bu oran gelişmekte olan ülkelerde %10 - %20 oranlarında seyretmekte ve finansman genellikle kurumsal olmayan kaynaklardan tedarik edilmektedir.[Enabling Markets to Work, A World Bank Policy Paper] Gelişmekte olan ülkelerde, gayrimenkul finansmanının ekonomik gelişmeyi teşvik etmekte yardımcı olacağına ve genel olarak finansal kurumları güçlendireceğine inanılmaktadır. Ancak bu ülkelerde finansman sistemleri konusunda önemli denecek ölçüde bilgi eksikliğinin olduğu ortaya çıkmıştır.

Gayrimenkul finansmanı hakkında yapılan bilimsel ve teknik çalışmaların çok sınırlı olmasının ve literatürde yeterince yer almamasının önemli bir nedeni, diğer sektörlerle karşılaştırıldığında uluslararası kurumların gayrimenkul finansmanı ile yeterince ilgilenilmemesi olarak gösterilmektedir; çünkü gayrimenkul finansmanı genelde ülke sınırlarını aşan bir olay değildir.

##### 4.1 Finansman Kaynakları

Genel olarak ekonomi 4 sektöre ayrılır. Temele inildiği zaman gayrimenkuller için tek bir fon kaynağı vardır, o da hanehalkı gelirleridir ( kişisel sektör).[6]

- Şirketler kesimi ( corporate sector)
- Kamu kesimi (public sektör)
- Uluslararası kesim (overseas sector)
- Hanehalkı (personel sector)

Şirketler kesimi, genellikle kaynak talep eden konumundadır. Şirketler kesimi içinde de kaynak arz edenler vardır ancak genel olarak ele alındığında, bu kesim kaynak talep eden kesimdir.

Kamu kesimi değişmez bir şekilde borçlanıcı konumunda olup, çok az fona sahip olabilmektedir. Bununla birlikte hükümetler, kredi şeklinde fon sağlayabilmektedirler.

Uluslararası kesim, ödemeler dengesinin karşılığıdır. Eğer ödemeler dengesi fazlalığı var ise, ülkeden fon çıkışı, bunun tersine ödemeler dengesi açığı var ise bu da ülkeye fon girişi demektir. Ülkeler bazında olaya bakıldığında, gelişmekte olan ülkeler genelde ödemeler dengesi açığı vermekte, diğer bir deyişle yurt dışından fon sağlamakta, sanayileşmiş ülkeler ise yurt dışına fon arz etmektedirler.

Hanehalkı, ekonomide diğer sektörlerle fon transfer eden en önemli kesimdir. Bununla birlikte hanehalkı içinde de büyük bir kesim yatırımcı iken yine büyük bir kesim net borçlanıcı durumundadır. Ancak netleştirildikten sonra hanehalkı kesimi, yine de fon fazlası veren kesimdir.

Genel olarak gayrimenkul finansman kaynakları 4 başlıkta incelenebilir.

- Kurumsal olmayan finansman,
- Kurumsal finansman,
- Kamu finansmanı,
- Uluslararası kaynaklar,

#### **4.1.1 Kurumsal Olmayan Finansman**

Kurumsal olmayan (gayrimenkul) finansman sektörü, faaliyetlerini düzenleyen kural ve yönetmeliklerin resmi bir şekilde oluşturulmadığı, sözkonusu faaliyetlerin gelenek ve uygulamalara dayandığı sistemdir. Bu özelliğinden dolayı kurumsal olmayan sektör, kayıtlara girmemekte ve hukuki düzenlemelere konu olmamaktadır[6, Housing Finance for Developing Countries: A Methodology for Designing Housing Finance Institutions].

Ülkemizde yaşayan insanların çok büyük bir kısmının gelir düzeyi, standart bir konutu satın almak için yeterli değildir. Bu kişiler konut satın alırken sahip olduklarının yanında başka kaynaklara başvurmaktadırlar.



Finansman kaynaklarının kullanılışı genelde ülkelerin milli gelir düzeylerine göre şekillenmekte olup, gelişmekte olan ülkelerde kurumsal sektörün yeterince oluşmamış olması nedeni ile gayrimenkul almak ya da inşa etmek isteyenler kurumsal olmayan kaynakları kullanmaktadırlar. Bu kaynaklar;

- (a) Hanehalkının yapmış olduğu tasarruflar. Gelişmekte olan ülkelerde gelir düzeyleri değişken olduğundan konut sahibi olmak isteyen kişiler yapabildikleri kişisel tasarruflarını kullanmaktadırlar.
- (b) Yakın aile çevresinden sağlanan fonlar. Bu gibi kredilerde genelde faiz bile uygulanmamaktadır. Bunun nedeni, bu tür yardımları insanların karşılıklı olarak birbirlerine yapıyor olmalarıdır.
- (c) İşverenden veya işyerinde çalışan meslektaşlardan sağlanan fonlar. Bu tür ödünç alımlarda genel olarak faiz uygulanmaktadır. Bir önceki fon kaynağı ile olan farklılığı burdan kaynaklanmaktadır.
- (d) Daha önce yapılmış olan tasarruflarla alınmış olan altın v.s. gibi değerlerin satılması yoluyla sağlanan fonlar.
- (e) Gayri resmi olarak kredi veren bazı kişilerden sağlanan krediler. Bu tür fonların hem vadesi düşük hem de faiz oranları çok yüksektir. Bu nedenle özellikle konut finansmanı için elverişli bir kaynak değillerdir.
- (f) Tasarruf ve Kredi Birlikleri gibi diğer kurumsal olmayan kaynaklardan sağlanan krediler. Bu sistemde, 50 – 150 arasındaki katılımcı biraraya gelip belirli esaslarla tasarruf yapmaya başlamaktadırlar. Konut alımı için uygulanan bu sistemde, üyelerin sahip oldukları mevduat payına bakılmaksızın, karar alımlarında herkesin bir oy hakkı bulunmakta ve üyeler Birliklerin borçlarından birlikte sorumlu olmaktadır. Sistemde üyeler arasından bir yönetim seçilmekte ve bu komisyon gerektiğinde üyelere kısa vadeli kredi de verebilmektedirler.

Tasarruf ve Kredi Birlikleri'nin önemli özellikleri şunlardır:

- Genelde aynı işyerinde çalışan , aynı sosyal grubun içinde yeralan, aynı inançları paylaşan, aynı çevrenin insanları gibi birbirine yakın ortak değerleri taşıyan kişilerce kurulmaktadır.
- Üyelerin çoğunluğu düşük gelir grubundan olmaktadır. Tasarruf ve Kredi Birlikleri'nde insanların biraraya gelip birikim sağlamanın tek nedeni konut finansmanı olmayıp, başka amaçlar da olabilmektedir. Ancak üyelere konut kredisi verildiğinde, bu kredi genellikle belli bir tutarda ve 5 yıl gibi orta vadede

geri ödemeli olmaktadır. Faiz koşulları ve geri ödeme şartları birliğin yönetmeliğinde veya esas sözleşmesinde yer almaktadır.

(g) Müteahhitlerden sağlanan krediler. Burada, gayrimenkulün satın alınacağı müteahhitten nakit olarak fon sağlanmamakta ancak satınalma esnasında gayrimenkulün değerinin tamamı da peşin olarak ödenmemektedir. Peşinattan sonra kalan kısım, gayrimenkul alan ile gayrimenkulü vadeli satan müteahhit arasında belirlenecek vade ve vade farkı gibi koşullarla tasfiye edilmektedir. Kurumsal olmayan finansman sistemi içinde bu yöntem önemli bir paya sahiptir. Ülkemizde de yap-satçı diye bilinen müteahhitler genelde konut satarken vadeli satmakta bir deyişle, konut alıcılarını finanse etmektedirler. Özellikle inşası tamamlanmamış konutların satın alımından ziyade, konutun inşasına başlama ve inşanın devamı aşamalarındaki alımlarda kullanılan bir yöntemdir. Kredi faizlerinin çok yüksek olması ve ortalama bir kişinin kredi bulabilmesindeki zorluklar nedeniyle konut almayı planlayanlar bu yöntemi cazip bulmaktadırlar.

(h) Konut kooperatifleri( housing cooperatives). Konut kooperatifleri esasen Tasarruf ve Kredi Birlikleri'ne çok benzemektedir. Ancak, Tasarruf ve Kredi Birlikleri çok amaçlı olup, Kooperatifler konut işinde uzmanlaşmışlardır. Bu iki kurum arasında iki temel fark vardır. Birincisi, konutun kooperatiflerin tek amacı olması, ikincisi ise, üretilen konutun kooperatiflerin mülkiyetinde bulunmasıdır. Halbuki konut, Birliklerin tek amacı olmayıp konut üretilmesi halinde de konutlar Birliğin değil üyelerin mülkiyetindedir. Ancak konut inşa edilirken kooperatiflerin mülkiyetinde kalmakla beraber, inşaat tamamlandıktan sonra çoğu zamanda kooperatifler de işlevlerini tamamlamakta ve konutların mülkiyeti kooperatiflerin üyelerine geçmektedir. Bu yöntem genellikle gelişmekte olan ülkelerde uygulanmaktadır.

Gelişmekte olan ülke hükümetlerinin çoğu, konut ediniminin artmasında kooperatifleri çok etkin bir yol olarak görmüş ve bunun teşviki için vergisel düzenlemeler yapmıştır.

Sonuç olarak, kooperatiflerin konut ediniminin artmasına katkı düzeyi, biraraya gelerek kooperatif kuran insanların kültür düzeylerine ve kooperatifin yönetimine seçilen kişilerin yetenekli, bilgili ve dürüst olmalarına büyük ölçüde bağlıdır.

- (I) İşçi evleri. Bu tür konut finansmanı da kurumsal olmayan finansman yöntemleri arasında sayılmakta olup, herhangi bir iş yerinde çalışanların konutlarını işverenin finanse ettiği bir sistemdir. Bu finansman türünde, işveren konutların maliyetinin tamamını kendisi karşılayabileceği gibi, maliyetin bir kısmı çalışanların ücretlerinden belirli şartlarla kesilebilmektedir. Bu uygulama ülkeler ve bu ülkelerin koşullarına göre değişmektedir.

Ülkemizde kurumsal konut finansman sektörünün yeterince gelişmemesi ve toplumun büyük bir kesiminin kurumsal finansman şirketlerinden yararlanabilecek gelir düzeyinin olmaması nedeniyle konut üretimi ve temini kurumsal olmayan sektör tarafından sağlanmaktadır.

Kurumsal olmayan kaynaklar için yukarıda verilen örnekler, genellikle az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelerde, uygun kurumsal bir finansman sisteminin olmamasından kaynaklanan yöntemlerdir. Ülkeler geliştikçe ve kişilerin gelir ve eğitim durumu ile toplumdaki sosyal ilişkilerin tarzı değiştikçe bu yöntemlerden ziyade kurumsal kaynaklar finansmanda kullanılmaktadır.

#### **4.1.2 Kurumsal Finansman**

Kurumsal sektör finansmanı, kamu otoriteleri tarafından onaylanmış olan ve hukuki bir temele dayanan bir finansman sistemidir. Bu sistemde yer alan kurumların faaliyetleri incelemeye tabi olup, kamuya açıklanmaktadır. Kurumsal sektör, “resmi”, “bilinen” ve “görülen” kurum ve kuruluşlardan oluşmaktadır.

Kurumsal sektörün kaynakları şu şekilde sıralanabilir.

##### **1)Uzman Konut Finansman Kurumları**

Bu kurumlar aşağıda belirtilen 3 şekilden biri olarak ortaya çıkmaktadır.

- a) Kamu Tarafından Kurulan Bankalar ve Şirketler. Bu kurumlar, sahip oldukları fonların büyük bir bölümünü, hükümetlerin sağladığı tahsislerden ya da bu konu ile ilgili olarak konan vergi ve diğer benzerlerinden sağlamakta ve özellikle konut finansmanında kullanmaktadır.
- b) Özel Sektör Tarafından Kurulan Finansman Kurumları. Hükümet kaynaklı ya da uluslararası fon sağlayabilmelerine karşın, esas itibarıyla fon kaynakları, topladıkları mevduatlar ve ihraç ettikleri ipotekle dayalı menkul kıymetlerden

oluşmaktadır. Özel sektör finans kurumları, kamu sektörü finansman kurumlarıyla benzer avantajlara sahip olarak aynı şekilde faaliyet göstermekte olup, hükümetten sağladıkları mali yardımlar oldukça düşük düzeydedir.

Uzman konut finansman kurumları, isimleri ve faaliyet şekilleri bakımından farklılıklar gösterse bile , esas itibariyle bunların hepsi konut satın almak ya da inşa etmek isteyenlere ipotek kredisi tahsis etmektedirler. Uzman finansman kurumları, vermiş oldukları ipotek kredilerini tasarrufçulardan toplamış oldukları mevduatlarla finanse edebilecekleri gibi, düzenlemiş oldukları ipotek kredilerini menkul kıymetleştirerek kendilerini fonlamaktadır. Gelişmiş ülkelerin hemen hepsinde söz konusu uzman konut finansman kurumları faaliyet göstermektedir.

Uzman konut finansman kurumları, konut kredisi temini bakımından diğer kurumlara göre daha avantajlı konumdadır. Bu avantajlar, uzman konut finansman kurumlarının nitelikli işgücüne sahip olması ve konut sektöründe yoğunlaşmalarından kaynaklanmaktadır.

## 2)Genel Finansman Kurumları

Genel finansman kurumları denince ticari bankalar, sigorta şirketleri ve emeklilik fonları akla gelmektedir. Bu üç kuruma genel finansman kurumu denmesinin nedeni, bu kurumların herbirinin bir uzmanlık alanı olmasına karşın, hizmet portföylerinin uzman konut finansman kurumlarına göre çok daha geniş olmasıdır.

Ticari bankalar, esas itibariyle gayrimenkul finansmanı ile uğraşmayıp, ticari ilişkileri finanse etmektedirler. Bu bankaların gayrimenkul sektörüne yönelmemelerinin veya yönelseler bile gayrimenkul kredilerinin çok sınırlı kalmasının nedeni, gayrimenkul kredilerinin uzun vadeli olmasıdır.

Sigorta şirketleri, kamu,özel veya çok ortaklı olmak üzere belirli ölçüler ve koşullarla gayrimenkul finansmanı sağlayabilmektedir. Bu kurumlar gayrimenkul sektörüne doğrudan değil, dolaylı bir şekilde fon sağlamaktadırlar.

Emeklilik fonları da sigorta şirketleri gibi, uzun vadeli fonlara sahip olduklarından, gayrimenkul finansmanı için fon sağlayabilecek kuruluşlardır. Gelişmiş ülkelerde sigorta şirketleri ve emeklilik fonları yasal zorunluluk olmasa bile, ipoteğe ve ipoteğe dayalı menkul kıymetlere yatırım yapmaktadırlar. Bunun nedeni, bu kurumların uzun vadeli fonlara sahip olmaları ve yine uzun vadeli olan ve bu özelliğinden dolayı yüksek getiri sağlayan ipotek kredilerinin kendileri için çok cazip olmalarıdır.

Kurumsal bir gayrimenkul finansman sisteminin yerleşmesi, gelişmekte olan ülkelerde gayrimenkul kalitesinin gelişmesine, şehirlerin düzene girmesine ve dolayısıyla yaşam ve çalışma standartlarının artmasına katkıda bulunacaktır. Gayrimenkulün finanse edilme şekli, gayrimenkullerin inşası ve kentleşmenin tarzını belirlemektedir. Dolayısıyla, gelişmekte olan ülkelerde, finansman şekli kurumsallaşmaya doğru kaydıkça, şehirlerin doğası ve kalitesinin iyileşmesi sonucunu doğurmaktadır.

Ülkemizde gerek finansman kuruluşları, gerekse finansman teknikleri itibarıyla bugüne kadar kurumsal bir konut finansman sistemi oluşturulamamıştır. Bununla beraber, ülkemizin nüfus artışı ve şehirleşme gibi gerçekleriyle zaten var olan konut açığı birleştiğinde, hükümetler bu sorunun daha da ertelenemeyeceğini anlamış ve bu alanda önemli sayılabilecek düzenlemelerin yapılması gündeme gelmiştir.[ 2]

#### **4.1.3 Kamu Finansmanı**

Kamunun kontrol ihtiyacı, özellikle gelişmekte olan ülkelerde büyük önem taşımaktadır. Gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkede, kamu kontrolleri düşük gelir gruplarına gerekli bir sosyal hizmet olarak düşünüldüğünden bu alana yatırım yapılmıştır. Ancak konut sektörüne dolaysız yatırım yapmak çok maliyetli olduğundan zamanla bu uygulamadan vazgeçilmiştir.

Doğrudan kamu konutu şeklindeki yatırımın sakıncası, bu konutların talebe göre sınırlı düzeyde kalması ve yalnızca bazı kişilere tahsis edilebilmesidir. Bu durumda kendilerine konut tahsis edilecek olan kişiler ile tahsis edilemeyenler arasında eşitsizlik yaratılmış olmaktadır. Diğer bir sakıncası ise, bu konutlara yalnızca başlangıçta büyük fon aktararak bu yatırımların tamamlanmamış olmasıdır.

Kamu tarafından konut sektörüne fon aktarımı 3 ana başlık altında gerçekleştirilebilir. Bunlardan ilk ikisi olan kamu konutu ve kamuca inşa edilen konut projeleri, hükümetlerin konut sektörüne dolaysız fon aktarımını gerektirmektedir. Üçüncü yöntem olan teşvikler ise, konut sektörüne dolaylı fon aktarımı sonucunu doğurmaktadır.

#### **4.1.4 Uluslararası Kaynaklar**

Gayrimenkul finansman piyasasına, çok önemli düzeyde olmasa da en azından teknik yardım için sağlanan fonların yanı sıra, ülkeler arasında yapılan karşılıklı anlaşmalar,

ya da yurt dışı bankalar aracılığıyla sağlanan krediler ve uluslararası mali piyasalarda satılan menkul kıymetlerden elde edilecek fonlar da kaynak oluşturmaktadır. Konut, inşaat ve planlama ile ilgili olarak Birleşmiş Milletler'e bağlı bir merkez oluşturulmuş ve bu konu ile ilgili çalışmalara başlanmıştır.

Uluslararası düzeyde bu güne kadar sağlanan gelişim ele alındığında, yapılmış olan yardımların genelde teknik yardım düzeyinde kaldığı görülmüştür. Dünyada yaşanmakta olan globalizasyon sürecinin sonunda bu gün gelinen durum itibariyle, diğer birçok konuda olduğu gibi, mali piyasalarda da bütünleşme yaşanmaktadır. Bundan böyle, ülkelerin mali piyasalarındaki gelişmelere koşut olarak, gayrimenkul için uluslararası mali piyasalarda yapılacak menkul kıymet ihtiyaçlarından fon sağlanabilir. Nitekim ülkemizde ülkemiz için yeni bir kurum olan "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları"nın (Real Estate Investment Trust) ihraç ettikleri hisse senetlerine yapılan yurtdışı yatırımların tutarı bunu desteklemektedir.

Finansal hizmetler sektörü son yıllarda çok hızlı bir değişimin içine girmiştir. Bu çerçevede gayrimenkul finansmanı da gittikçe artan kredi ve menkul kıymet tutarlarıyla ilgili ülkelerin mali piyasalarını aşan ve uluslararası mali piyasalara mal olan bir konu olmaktadır. Bu değişimi zorunlu kılan unsurlar şunlardır.

- sermaye piyasalarının globalizasyonu,
- denetim ve yasal düzenlemeler,
- deregulasyon(mevzuattan arındırma)
- yeterli sermaye tabanı

Gayrimenkul finansmanını uluslararası mali piyasalara taşıyan kurumlar genellikle uzman konut finansman kurumları olarak karşımıza çıkmaktadır.

#### **4.2 Gayrimenkul Finansman Sistemleri**

Gayrimenkul finansman sisteminin amacı, gayrimenkul satın almak ya da inşa etmek isteyenlere, bunu gerçekleştirebilmeleri için, ihtiyaç duydukları fonları tedarik etmektir.

Konut finansmanı uzun vadeli olmak zorundadır. Bunun nedeni, konutların fiyatlarının kişilerin gelirleriyle karşılaştırıldığında çok yüksek olması, ancak çok uzun vadeli verilebilmesi halinde kişilerin almış oldukları konut kredilerini geriye ödeyebilmelerinin mümkün olmasıdır. Bu nedenle kurulacak olan finansman



sisteminin birçok durumu ele alabilecek, detaylı ve teknik bir sistem olması gerekecektir.

Hangi finansman sistemi kullanılırsa kullanılsın, enflasyon ile yüksek ve değişken faiz oranlarıyla karşılaşır ve bu sorunu üstesinden gelinmesi gerekir. Ülkelerde hangi finansman sistemini uygulandığı ve özellikle faiz oranlarının sabit ya da değişken oluşu, genellikle tesadüfi görülmektedir. finansman sistemleri oluşturulurken, şartlarını ve gelecekte karşılaşılabilecekleri durumları gerçekçi değerlendirememektedirler.

Enflasyonun etkileri ve artan faiz oranları birçok ülkede finansman sistemlerinin yeniden değerlendirilmesini ve yeni şartlara adaptasyonunu kolay olabilecek esnek sistemlerin seçilmesini zorunlu kılmıştır. Özellikle faiz oranlarının değişmemesi kaydıyla uzun vadeli ipotek kredisi bulabilmek oldukça güçleşmektedir.

Genel olarak 4 tür gayrimenkul finansman sisteminden bahsedilmektedir.[6]

- Dolaysız Yöntem ( The Direct Route)
- Sözleşme Yöntemi (The Contractual Route)
- Mevduat Finansmanı Yöntemi (The Deposit Financing Route)
- İpotek Bankası Yöntemi ( The Mortgage Bank Route)

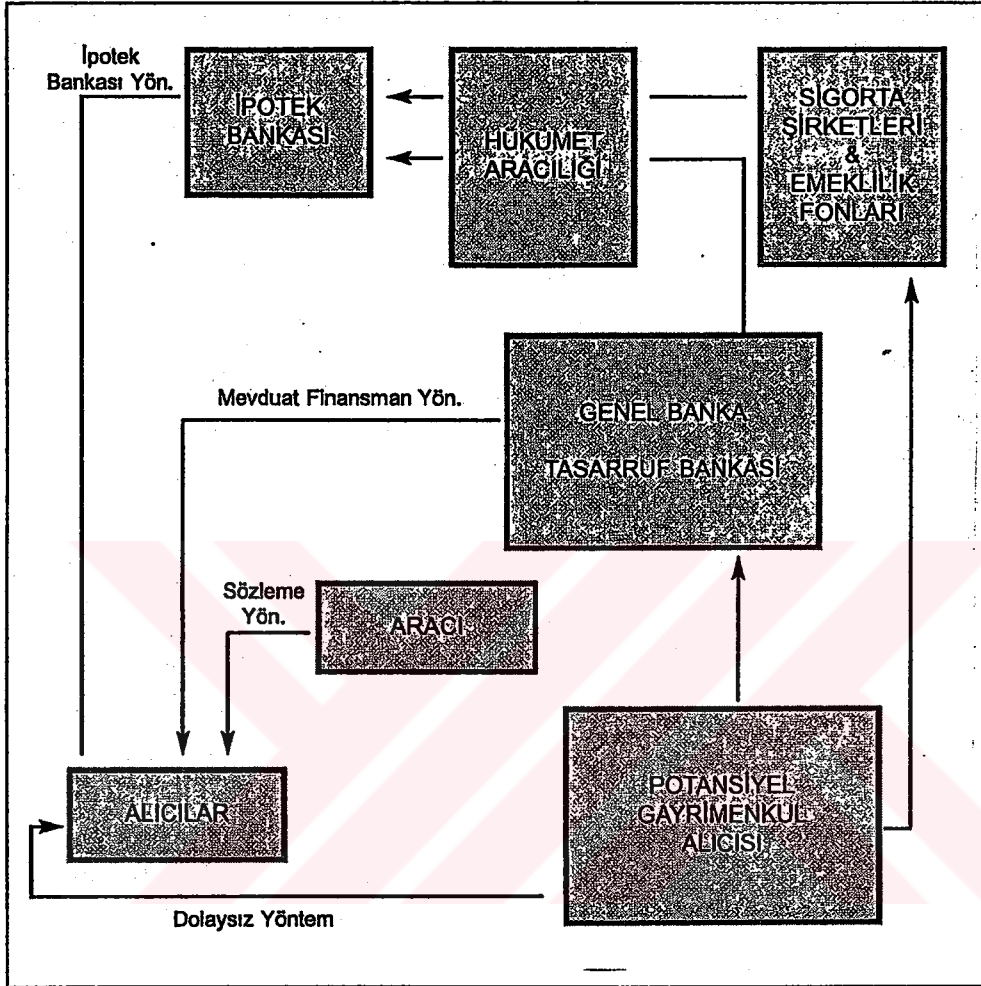
Bu sistemlerin ilk ikisi, finansal aracıya ihtiyaç duymazken, son iki sistem finansal aracıyla çalışmaktadır. Bu nedenle son iki sistem kurumsal sistemi ifade etmekte ve uygulamada daha başarılı olmaktadır. Gayrimenkul finansman sistem türleri Şekil 4.1 de gösterilmektedir.

#### **4.2.1 Dolaysız Yöntem**

Gelişmiş bir finansman sisteminin bulunmadığı ülkelerde, konut almak isteyenlerin ihtiyaç duyduğu fonlar kendi ihtiyacından fazla fona sahip olan diğer bireylerden gelebilir. Genellikle yaşlı insanlar ev sahibi olabilmeleri için yakınlarına borç verebilirler. Doğal olarak bu tür finansman sistemi, finansal aracılık şekilleri bakımından etkin olmayan bir yoldur. Az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelerde mali piyasalar yeterince gelişmediğinden, bu yol etkin bir ipotek finansmanı gibi kullanılmaktadır.



Sanayileşmiş ülkelerde, finansal kurumların mali sıkıntıya düşmesi ve gayrimenkul sektörüne yönelik fon plasmanlarını azaltmaları halinde gayrimenkul almak isteyenler, gayrimenkul ediniminde dolaysız yöntemi kullanmaktadırlar.



Şekil 4.1. Finansman Sistemi Türleri

Bu finansman türü az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelerde kullanılan bir yöntemdir. Ancak finansal kurumların etkinliklerinin bozulması halinde gelişmiş ülkelerde de kullanılmaktadır.

#### 4.2.2 Sözleşme Yöntemi

Konut sahibi olmak isteyen kişi bu şekil finansmanda uzmanlaşmış kuruma tasarruflarını yatırır. Ancak yatırım dönemi boyunca piyasa fiyatlarının altında faiz getirisi elde eder. Daha sonra, bu kişi ev sahibi olmak için krediye hak kazandığında bu sefer almış olduğu krediye piyasa faiz hadleri altında faiz öder. Yani bu sistemde kişiler belirli sürelerle, piyasa faiz hadlerinin altındaki maliyetlerle birbirlerini finanse etmektedirler.

Gelişmekte olan ülkelerde, Sözleşme Yönetiminin değişik versiyonları kullanılmaktadır. Ülkemizde uygulanmakta olan Toplu Konut Sistemi ve araba alım kampanyaları gibi uygulamalar bu sisteme benzemektedirler.

#### **4.2.3 Mevduat Finansmanı Yöntemi**

Gayrimenkul finansman sistemleri içinde en yaygın olanı mevduat toplayan kurumların toplamış oldukları mevduatların bir kısmını ya da hepsini daha sonra gayrimenkul finansmanına sevk etmesine dayanan mevduat finansman yöntemidir.

Gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda kamu açıkları olduğundan, hükümetler bu açıkları kapatmak için özel tasarruflara yönelmektedirler. Kamu, söz konusu açıklarını kapatmak için hem yüksek faiz uygulaması yapmakta hem de kendisine fon aktaran tasarruflara vergisel avantajlar sağlamaktadır. Bu durum piyasadan mevduat toplamakta olan mali kurumlar arasında, kamu kurumları lehine rekabetin bozulması sonucunu doğurmaktadır. Mali kurumlara akan fonların artması ve dolayısıyla mevduat finansmanı sisteminin etkin bir şekilde çalışması için, kamunun fon arz ve talebinin piyasa mekanizması çerçevesinde karşılaşmasını engellememesi gerekmektedir.

#### **4.2.4 İpotek Bankası Yöntemi**

Bu sistemde yer alan ipotek bankaları gibi finansman kurumları, alıcılara genelde sabit faiz oranlarıyla kredi temin etmektedirler. Bu kurumlar verdikleri kredileri cari faiz oranlarından sermaye piyasalarında satmış oldukları menkul kıymetlerden sağlarlar. Doğal olarak bu sistem, özel kesim kurumlarının da yer aldığı, etkin bir ikinci el menkul kıymet piyasasının olması halinde mümkün olabilir.

Özellikle ipotek bankaları tarafından ihraç edilen tahviller, sigorta şirketleri, emeklilik fonları ve bankalar gibi finansal araçlar tarafından satın alınmaktadır.

### **4.3 Finansman Yönetiminin Seçimini Etkileyen Faktörler**

Gayrimenkullerin menkul kıymetler yolu ile finansmanında kullanılacak yöntemin seçimi etkileyen temel faktörler şunlardır.

#### **4.3.1 Gayrimenkulün Büyüklüğü**

Düşük değerli konutların finansmanı tamamı sahibi tarafından birçok kaynaktan sağlanabilecek özvarlık ya da borçlanma yoluyla sağlanan kaynaklar ile yapılabilir. Daha büyük çaplı gayrimenkullerin finansmanı ise tek bir yatırımcı tarafından bireysel olarak sağlanacak fonlar yardımıyla yapılamayabilir. Birden çok yatırımcının özkaynaklarının biraraya getirilmesi gerekebilir. Daha büyük yatırımlarda ise finansman büyük çaplı menkul kıymet ihracını gerektirebilir.

#### **4.3.2 Mülkiyetin Arazi Kullanımı ve İnşaat Hakları**

Arazi sadece konut yapımında kullanılabileceği gibi, iş merkezi, alışveriş merkezi gibi değişik amaçlar için de kullanılabilir. Her kullanım amacı için ayrı bir finansman yöntemi uygulanmaktadır. Konut ve toplu konut yapımı için her ülkede geliştirilmiş değişik finansal yöntemleri mevcuttur. Fonların oluşturulması, kullandırılması ve bu işlerde aracılık eden kuruluşların yapısı ve işleyişi her ülkede farklılık gösterir.

Kira amaçlı gayrimenkul alım satımında mesken olarak kullanılmak için konut alımına göre daha az sayıda ipotek programı bulunmaktadır. Büyük ticari gayrimenkuller daha değişik finansman yöntemleri gerektirmektedir. Kooperatifler şeklinde örgütlenerek kısa veya orta vadeli kredilerle finansman yöntemi, özellikle alışveriş merkezi ve ticari ofis binalarının finansmanında yaygın olarak kullanılmaktadır.

#### **4.3.3 Mülkiyet Üzerinde Yönetim Hakkı ve Nakit Akımları**

Mülkiyet üzerindeki yönetim hakkı, finansman türünü etkileyen önemli faktörlerden biridir. Birçok yatırımcı diğer yatırımcıların müdahalesi olmadan mülkiyet üzerinde tam olarak yönetim hakkı ister. Gayrimenkul sahibi ise, gayrimenkul üzerinde elde edilecek nakit akımı ve karlardan pay almak ister. Bu durumda komandit şirket şeklinde bir örgütlenme çerçevesinde sınırsız sorumlu ortak, gayrimenkul üzerinde kontrolü elde eder; sınırlı sorumlu ortaklar da gayrimenkullerden gelecek nakit akımlarının sahibi olabilir.[ 2]

#### **4.3.4 Vergi Etkileri**

Yatırımcılar genellikle toplam vergi yükünü en aza indiren finansman şeklini tercih ederler. Büyük gayrimenkul yatırımcıları ise makul ve yüksek miktarlarda vergi ödeyip gelirlerini azaltarak üzerlerindeki Kurumlar Vergisi'ni azaltmaya çalışırlar.

#### **4.3.5 Menkul Kıymetlerin Fiyatının Yüksek Olmasını Sağlayacak Finansal Yönetim**

Eğer gayrimenkul, menkul kıymetin fiyatının borsadaki hareketinden etkileniyorsa, menkul kıymet ihraç eden kuruluşun yöneticilerinin, borsada oluşan negatif hareketlerin hisse senedi ve borçlanma araçlarına olan etkisine karşı tedbirler alabilmesi gerekir. İhraççı kuruluşu piyasadaki finansal analistlerden ve diğer etkin finansal gruplardan önce fiyatları kontrol edilebilecek hareketler yapabilmeleri zorunludur. Çeşitli temettü, faiz ödemeleri, nakit akımları politikaları oluşturarak piyasaya tepki verebilecek bir yönetim bulunması gerekir.

#### **4.3.6 Gayrimenkul Sahiplerinin İhraçlarına Göre Planlama ve İnşaat**

Yatırımcılar finansmanını sağladıkları projelerden optimum nakit akımı ve maksimum kar elde etmek isterler. Seçilen finansman metodunun projenin planlamasını, inşaat sürecini ve gayrimenkulün işletmesini olumsuz etkilememesi gerekmektedir. Gayrimenkul sahibi veya yönetim şirketi ise sadece proje bitiminde değil projeden sonra da elde edeceği geliri maksimize etmek ister. Bu sebeplerden dolayı seçilen finansman yönetiminin hem gayrimenkul sahiplerinin hem de finansman sağlayan kuruluşlar için en uygun yapıyı oluşturması gerekmektedir.

#### **4.3.7 Nakit Dönüşleri ve Karlılık**

Nakit akımları düzenli ve karlılığı iyi olan gayrimenkul projelerinin finansmanı birçok değişik finansman yönetimi ile gerçekleştirebilir. Buna karşılık mevcut durumu itibarıyla değersiz olup büyük bir geliştirme projesi ile karlı hale gelebilecek ve bu nedenle risk taşıyan projelerin finansman alternatifleri daha kısıtlıdır. Bu tür projelere örnek olarak büyük şehirlerin gelişmemiş bölgelerinde veya gecekondular bölgelerinde uygulamaya konulacak uzun dönemli gelişme programları yoluyla mülkiyetin kullanımını ve çevresini değiştirerek gelişme projelerini gösterebiliriz. Başlangıçta kötü bir görünüm veren böyle bir projenin şehir merkezindeki değerli bir

arsanın üzerine yapılacak bir alışveriş merkezine göre finansmanı çok daha zor olacaktır. Bu tür yatırımlarda nakit geri dönüşleri uzun sürede olacak ve kar tahminleri büyük sapmalar gösterebilecektir. Yatırımcıların, başlangıçta düşük faizler ödenmesine ve nakit geri dönüşlerinin uzun bir döneme yayılması konularında ikna edilebilmeleri için menkul kıymetlerin cazip olanaklar sağlaması gerekebilir. Bu durumda yatırımcılara hisse senedine dönüştürülebilir tahvil, proje ilerledikçe nakit dönüşlerinin artması ve projedeki bazı mülkiyetlerin kullanım haklarının devri gibi bazı haklar sağlayacak finansman yöntemlerinin seçilmesi gerekir.

#### **4.3.8 Finansman Maliyeti**

Gayrimenkul sahibi doğal olarak; kendisine vergi avantajları sağlayan, inşaat üzerinde ve gayrimenkulün kullanımında kontrol imkanı sağlayan ve maksimum karı elde ederken maliyetlerini minimize eden finansman yöntemini tercih eder. Maliyetleri içinde finansman sağlama maliyeti de önemli bir yer tutmaktadır. Finansman yöntemi tercihi yapılırken finansman sağlama maliyeti de düşünülmelidir. Finansman sağlama maliyetleri şu başlıklar altında toplanabilir:

- Uygun ortak ve borç veren kuruluş bulmak için yapılan harcamalar,
- Kredi ve özkaynak temini için ödenen ücretler,
- Kredi servis ücretleri (ipotek veya ticari kredi sözkonusu ise),
- Kredi başvurusu ve menkul kıymet izahnamelerini hazırlama maliyeti (kanuni ücretler, muhasebe ücretleri, yatırım bankalarına ödenen ücretler, basım harcamaları ve bunlara benzer harcamalar)
- İhraçcının finansal imajının güçlendirilmesi için yapılan reklam harcamaları,
- Kredi dereceleme kuruluşlarına ödenen ücretler,
- Menkul kıymetlerin ihraç sonrası takibi ve gerekli servislerin verilmesi için yapılan harcamalar.

#### **4.4 Türkiye’de Gayrimenkul Finansmanı Sağlayan Sermaye Piyasası Araçları**

Sermaye piyasası ülkemizde artan işlem hacimleri ve mali araçların çeşitlenmesi ile özellikle son on dört sene içerisinde önemli gelişmeler kaydetmiştir. Sermaye piyasası 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu’nun yürürlüğe girmesi, piyasaları düzenleyici ve denetleyici fonksiyonları yürütmek amacıyla Sermaye Piyasası

Kurulunun kuruluşu, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının çalışmalarına başlaması ile gelişmekte olan bir piyasa olarak yerini almıştır.

Sermaye piyasalarımız, sermaye piyasası araçları ve kurumlarının çoğalması ile birlikte henüz gelişme süreci tamamlanmamıştır. Sermaye piyasalarının fonksiyonlarını gerçekleştirebilmesi ve yatırımcılarının piyasaya çekilebilmesi; değişik yatırımcı tiplerine çeşitli yatırım alternatiflerinin sunularak piyasaya girişin teşvik edilmesi ve finansman alternatiflerinin çoğaltılarak ekonomik sistem içerisinde fon sağlama maliyetinin azaltılması, sermaye birikiminin etkin olarak kullanılmasını sağlayacak tedbirlerin alınması ile mümkün olabilecektir.

Gayrimenkul yatırımlarının ekonomiye kazandırılabilmesi, buna uygun yatırım araçlarının geliştirilmesi ve görevleri tamamlanmış mali kurumların piyasalara kazandırılması, sermaye piyasalarımızın gelişmesine önemli katkılar sağlayacaktır.

Hukuk sistemimizde düzenlemesi yapılmış mali araç ve kurumları şu şekilde sıralayabiliriz.

- İpotekli borç senetleri
- Gayrimenkul Yatırım Fonu
- Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
- Konut Sertifikaları
- Varlığa Dayalı Menkul Kıymet

#### **4.4.1 Sermaye Piyasası Aracı Olarak İpotekli Borç Senetleri**

Gayrimenkuller, rehin yoluyla diğer yatırım araçlarına güvence oluşturulmalarının yanı sıra doğrudan bir yatırım aracı olarak da kullanılmaktadır. Ülkemizde gayrimenkullerin, diğer yatırım araçlarından daha fazla talep gördükleri izlenmektedir.[4]

#### **4.4.2 Gayrimenkul Yatırım Fonları**

1992 yılında Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan değişikliklerle birlikte yatırım fonlarına gayrimenkullere yatırım yapma olanağı tanınmıştır.

Tasarruf sahipleri birikimlerini, bankaya mevduat olarak yatırarak ya da hisse senetlerine, devlet ve özel sektör kuruluşlarının çıkardıkları tahvillere, altın veya diğer kıymetli madenlere ya da gayrimenkullere yatırım yaparak değerlendirebilirler.



Hemen her ülkede hükümetler, tasarruf sahiplerinin birikimlerini menkul kıymet yatırımlarına yönlendirmelerini arzu etmektedirler. Tasarrufların önemli bölümünün altın veya arsa gibi alanlarda kullanılması, üretken alanlara bir başka deyişle sanayi ve ticaret kesimine gidilebilecek kaynakların azalmasına yol açacağından ekonomik kalkınmayı olumsuz yönde etkileyecektir. Bu nedenle gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında tasarruf sahiplerinin menkul kıymetlere yatırım yapmasını sağlamak ve katılanlara profesyonel portföy yönetimi hizmetleri sunmak üzere sermaye piyasası kurumları yaratılmıştır.

Yatırım fonu, aynı finansal hedefleri paylaşan kişiler ve kurumlar yararına yatırım yapan bir finansal kurumdur. Bu sayede sağlanan likidite de yani yatırımların fon alım-satımında karşılaştıkları kolaylık fonların finans piyasasına getirdiği önemli bir avantajdır. Tanım olarak, yatırım fonu, emanet müessesinden yararlanmak suretiyle kurulan ve çeşitli menkul kıymetlerden oluşan bir portföyü yed- i emin ( güvenilir kişi) sıfatıyla işleten kuruluşlardır.[2]

Yatırım fonları bir kollektif yatırım kuruluşu olarak gerek katılımcılar (pay sahipleri) gerek kurucular ve gerekse ülke ekonomisine önemli katkılar sağlayabilmektedir.

Tasarruflar açısından yatırım fonlarının sağladığı yararlar şöyle sıralanabilir.

- Ortaya koyduğu sermayesi yani tasarrufu profesyonel ve güvenilir yöneticiler tarafından yönetilmektedir.
- Yatırım fonu portföyüne alınabilecek menkul kıymetlerin sabit gelirli, dövizde endeksli ve hisse senedi gibi araçlarla çeşitlenmesi nedeniyle riskin dağıtılması bir başka deyişle azaltılması mümkün olabilecektir.
- Menkul kıymetlerin değerlemesi ve kontrolü ile kupon, faiz temettü tahsili fon yönetimince yapılacağından vade takibi, tahsile giden zaman ve kaynak kullanımını gerektiren işlemlerden korunabilecektir.

#### **4.4.3 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları**

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, 1992 yılında Sermaye Piyasası Kanunu ve Vergi Kanunlarında yapılan düzenlemelerle ilk kez hukuk sistemimize girmiştir. 13.05.1992 tarihinde Resmi Gazete’de yayımlanarak uygulamaya konulan 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 35.maddesi Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları’nın kuruluşuna imkan sağlamıştır. Söz konusu kanun maddesinde “ Yatırım Ortaklıkları Sermaye Piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli



madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklardır”, şeklinde tanımlanmıştır.

Yatırım ortaklıklarının temel fonksiyonu küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerini bir havuzda toplayarak değişik menkul kıymetlerden oluşacak bir portföye yatırmak ve bu yolla elde ettikleri kazancı ortaklarına payları oranında dağıtmaktır. Yatırım ortaklıklarının diğer ortaklıklardan farkı, faaliyet alanlarını sadece sermaye piyasası araçları ile altın ve diğer kıymetli madenlerden oluşan bir portföyün işletilmesi şeklinde sınırlandırılmış bulunmasıdır.

Yatırım ortaklıklarına hakim temel ilkeler şunlardır.

- Riskin dağıtılması ilkesi; bu ilke sayesinde yatırım ortaklıklarının bireylerin kendi imkanları ile sağlayamayacakları ölçüde riski dağıtımları mümkündür. Örneğin, hisse senedini satın aldığınız iki şirketin mali durumunun bozulması ve hisse senedi fiyatlarının düşmesi ihtimali, 25 ayrı şirkete ait hisse senedi fiyatlarının düşmesi ihtimalinden çok daha yüksektir. Yatırım ortaklıkları ise binlerce kişiden para toplayarak, trilyonlarca TL’lik portföy oluşturabilir, bu sayede çok daha fazla hisse senedine sahip olur ve bu arada daha başka yatırım araçlarına örneğin tahvil veya bonolara yatırım yaparak, hisse senedi fiyatlarındaki herhangi bir düşüşte bundan en az şekilde etkilenme şansına sahip olurlar.
- Profesyonel yönetim. Menkul kıymet piyasaları nitelikleri itibarıyla belirli bir bilgi birikimini gerektiren teknik piyasalar olup, bu piyasada oluşan gelişmelerin yakından takip edilmesi gerekir. Bireylerin böylesi bir takibi düzenli olarak yapmaları ve bu piyasada oluşan gelişmelerin menkul kıymet fiyatlarına etkilerini tahmin edip ona göre tavır almaları zor olmaktadır. Yatırım ortaklıkları ise çok fazla sayıda kişiden para toplamak suretiyle yüksek miktarda portföyler oluşturduklarından gerekli donanım ve menkul kıymet piyasalarıyla ilgili yetişmiş elemanlara sahip olurlar. Bu sayede piyasalarda gözlemlenen hareketlerin ne anlama geldiğini sürekli bir şekilde takip ederek gerekli işlemleri (alım/satım gibi) gerçekleştirebilirler.
- Menkul kıymet portföyü işletmek. Yatırım ortaklıkları bazı kısıtlamalar içerisinde nakit ve kıymetli madenlere de yatırım yapabilmekle beraber , temel amaçları menkul kıymet alıp satmak ve alım satımlar arasında oluşan olumlu fark

ile bu menkul kıymetlerin kar payları ve faizlerinden gelir sağlamak olan kuruluşlardır.

- Mal varlığının korunması. Ortaklık portföyünde yer alan menkul kıymetler, kurucu ortaklar ile portföy yöneticilerden ayrı bir yerde muhafaza edilmek zorundadırlar. Söz konusu menkul kıymetler, ortaklık ile IMKB Takas ve Saklama Bankası A.Ş (Takasbank) arasında imzalanacak bir saklama sözleşmesi çerçevesinde Takasbank'da saklanır.
- Ortaklıktan doğan haklar. Bir yatırım ortaklığının hisse senedine yatırım yapan tasarruf sahibi, bir takım mali ve mali olmayan haklara sahip olmaktadır. Bu hakların başlıcaları kar payı hakkı, rüçhan hakkı ve genel kurul toplantılarında oy kullanma hakkıdır. Tasarruf sahipleri yatırım ortaklığı portföyü ile ilgili muameleleri yapma yetkisini kurucuya verirler. Bu yetki devri ortaklık esas sözleşmesi ile olur. Kurucu ortaklık portföyünü bu sözleşme çerçevesinde ve tasarruf sahiplerinin haklarını koruyarak yönetmek/yönetmek zorundadır.

#### 4.4.4 Konut Sertifikaları

Konut sertifikaları tasarrufların teşvikini ve konut maliyet artışlarına karşı korunmasını teminen, Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlığı'nın toplu konut projelerinin finansmanı için yeni bir kaynak yaratılması amacıyla oluşturulmuş mali bir araçtır.

Bir konut finansman aracı olarak konut sertifikası uygulaması başarılı olamamıştır. Bunun en önemli nedenlerinden biri süresinin ilk ihraçtan itibaren 5 yıl gibi bir süreyle kısıtlanmış olmasıdır. Mevcut ekonomik koşullar içerisinde 25-30 yıl gibi bir tasarruf süresinde bile konut için gerekli birikimin sağlanmadığı düşünülürse, konut sertifikaları mevcut durumları itibariyle 5 yılda konut birikimi sağlayabilecek üst gelir grubuna hitap etmekte gibi görünmektedir. Bir yatırım aracı olarak değerlendirildiğinde ise, ki bu durumda konut alımı değil belirli bir gayrimenkulün yapımından doğan gelir üzerinden pay alma söz konusu olacaktır. Piyasa mekanizmasının işlememesi ve sosyal bir proje olarak düşünülmesi nedeniyle diğer yatırım araçlarına bir alternatif oluşturamamıştır.

#### 4.4.5 Varlığa Dayalı Menkul Kıymet

Menkul kıymetleştirme en geniş tanımı ile, doğrudan finansman, kredi kullanmak yerine menkul kıymet ihracı ile fon sağlama ile eş anlamlıdır. Dar anlamda kredilerin

ve alacakların bir paket haline getirilerek bu pakete dayanan bir menkul kıymet oluşturulup yatırımcılara satılmasıdır. Bu yolla oluşturulmuş menkul kıymetler varlığa dayalı menkul kıymetler olarak tanımlanmaktadır.

Menkul kıymetleştirmenin temel amacı, borçlanan ile menkul kıymet üreteni ayırmaktır. Başka bir deyişle, nihai yatırımcı ile şirkete finansman sağlayan kişiler aynı kişiler değildir. Menkul kıymetleştirme ile genel borçlanma yerine “ belirli bir gaye” için borçlanma prensibi ön plana çıkmış olmaktadır. Borç veren neye borç verdiğini daha iyi anlıyor. Menkul kıymet üretenlerde, menkul kıymetin risk-kar profilini daha açık olarak tanımlayabilir. Genel anlamda, risk yönetimi, risk satışı, kredi pazarlaması ve finansman temini kolaylaşmaktadır.

Menkul kıymetleştirmenin temel özelliği olan alacakların şirket aktifinden çıkarılarak özel amaçlı kuruluşa devredilmesi uygulaması ülkemizde yapılmamaktadır.

Varlığa dayalı menkul kıymetlere dayanak teşkil eden alacak portföyünün Tebliğ’in 28’inci maddesi uyarınca ihraççılar tarafından diğer varlıklardan ayrı olarak özel bir hesapta izlenmesi ve muhasebeleştirilmesi ile birlikte ihraççının geri ödemelerinde meydana gelebilecek bir aksama durumunda vergiye dayalı menkul kıymet yatırımcısının rehin hakkı bulunmamaktadır. Bankanın tasfiyesi ya da ödeme güçlüğü çekmesi durumunda VDMK alacaklısının diğer alacaklılar ile aynı haklara sahip olması, alacakların teminat gösterilerek menkul kıymet ihracını anlamsızlaştırmakta ve VDMK yı klasik bir borçlanma aracı hüviyetine sokmaktadır. Genel finans ortaklarının uygulamaya geçirilmesi bu riskleri ortadan kaldırmaktadır.

## **5.GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI**

### **5.1 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tanımı**

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri VII, No:6 sayılı Tebliği'nin 16'ncı maddesinde sayılan gayrimenkuller ile gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyü işleten ve gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapan sermaye piyasası kurumlarıdır.[7]

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları “ real estate investment trust” adıyla ilk önce ABD’de ortaya çıkan ve asıl gelişimini bu ülkede gösteren bir sermaye piyasası kurumudur. ABD’nde gayrimenkul varlıklarının değerlendirilmesinde, imar hareketlerinin planlı ve düzenli bir şekilde gelişmesinde ve sermaye piyasasının çeşitlenmesinde önemli pay sahibi olmuşlardır. Amerikan Ulusal Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Birliği 1990 yılında gayrimenkul yatırım ortaklığını şu şekilde tanımlamıştır.

“Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, yatırımcıların kaynaklarını bir havuzda toplayarak geniş ölçekli gayrimenkul projelerine yatırım yapma fırsatı veren ve bu yolla önemli kazançlar sağlayan fonlardır.”[8]

Bir başka deyişle, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, taşınmaz varlıkların, bir anlamda, menkul değerler şekline getirilmesi, bu varlıkların ekonomik değer olarak bölünebilir ve kolaylıkla el değiştirebilir hale gelmesini sağlayan kuruluşlardır. Böylece taşınmaz malların güvenlik ve süreklilik gibi vasıflarına, aslında gayrimenkullerde pek az bulunan, bölünebilirlik ve değiştirilebilirlik gibi vasıflar katılmış olmaktadır. Gayrimenkul yatırım şirketleri sayesinde, gayrimenkul mülkiyeti ve diğer hakları, menkul değer haline gelmekte; taşınmaz mal ve buna bağlı haklar, netice itibari ile, bir menkul kıymet (hisse senedi) ile temsil edilmiş olmaktadır.

Kaynaklarını, sermayelerini temsil eden hisse senetleri karşılığında ortaklarından topladıkları tasarruflardan oluşturan gayrimenkul yatırım ortaklıklarında, tasarruf sahiplerinin oluşturulan kolektif havuzdaki payları, ortaklıkta sahip oldukları sermaye payları yani hisse senetleri ile temsil edilir. Yapı olarak gayrimenkul yatırım

ortaklıkları halka açık ve Sermaye Piyasası Kanunu'na tabii anonim şirket statüsündedir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının (GYO) kuruluşlarına, faaliyet ilke ve kurallarına, hisse senetlerini halka arz etmelerine ilişkin esaslar, 22.7.1995 tarih ve 22351 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:VI, No:7 sayılı Tebliğ ile düzenlenmiştir.(Ek 1.tebliğ)

Son yıllarda, ülkemizde, başta bankalar ve inşaat sektöründe yer alan şirketler olmak üzere çok sayıda kuruluşun gayrimenkul yatırım ortaklığı kurmak için faaliyette bulundukları görülmektedir.

İnşaat şirketleri gayrimenkul yatırım ortaklığını, gayrimenkule dayalı projelerini finanse edebilecekleri vergisel yönden avantajlı bir kaynak sağlama yolu olarak görmektedir. Bankalar ise bilançolardaki gayrimenkulleri finansal kiralama benzeri bir işlemle nakde dönüştürme olanağı sağlayan, özel bir şirket tipi olarak bakmaktadırlar.

## **5.2 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Gelişimi**

ABD'de GYO'lar ilk kez Massachusetts'de eyalet kanunlarına tepki olarak çıkmıştır. Bunun sebebi eyalet kanunlarının anonim şirketlerin gayrimenkul edinmelerini sınırlamasıydı. Federal Kurumlar Vergisinin kanunlaşmasıyla,iş ortaklıklarının sayısında büyük bir artış görülmüştür .ABD Üst Mahkemesi(supreme court), iş ortaklıklarının Ulusal Gelir Kanunu'nda (internal revenue code) tanımlanmış anonim şirket ile benzer olduğunu ve kurumlar vergisinden daha fazla kaçamayacaklarına karar verince,iş ortaklıklarının sayısındaki büyümede 1935 yılında ani bir duraklama oldu. Amerikan Kongresi 1960 yılında iş ortaklıklarını yeni bir statüye sokmak amacıyla vergilendirmelerinde bir düzenleme yaparak ,bu ortaklıkları gelir kanalı olarak düzenlemişlerdir .Bu düzenlemenin asıl amacı çok fazla kaynak gerektiren gayrimenkul portföyünün küçük yatırımcıların ortaklığıyla gerçekleştirilmesini sağlamaktır.

GYO'lar , 1960 yılında kurulmuş olmasına rağmen ilk otuz yılda gayri menkul yatırımında sınırlı bir rolü vardı.1970'li yılların başında ilk kez sermaye piyasasında işlem görmeye başladıkları zaman çok suistimal edildiler .Fakat bu yıllarda kendi

içine kapalı şekilde düşük destekle yönetilen GYO'lar yatırımcılar için şaşırtıcı düzeyde bir getiri sağlamıştır.

GYO'ların Avrupa Kıtası'ndaki gelişimine bakarsak, düzenlenişleri 1950'li yılların ortalarına kadar uzanmaktadır. Almanya'da gayrimenkul yatırım ortaklıkları ilk defa 1957 yılında yasal olarak düzenlenmiştir. Bu yasal düzenlenmelerdeki temel hedef tasarruf sahiplerinin haklarını garanti altına alacak kurumsal bir düzenlemeyi getirmek olmuştur.

GYO'ların önemli bir gelişme gösterdiği diğer bir Avrupa Kıtası Ülkesi İsviçre'de ise ilk yasal düzenlemeler 1966 yılında yapılmıştır. Bu ülkede 30'un üzerinde gayrimenkul yatırım ortaklığı bulunmakta olup, net varlıkları toplamı, yaklaşık 10 milyar Franktır.

Türkiye'de ise gayrimenkul yatırım ortaklıklarının çok yeni bir ürün olduğunu görmekteyiz. İlk hazırlıklar 1987-1988 yıllarında GYO olarak değil, Gayrimenkul Sertifikası, gayrimenkule dayalı menkul kıymet gibi ürünler üzerinde çalışılarak başlanmıştır. Ancak o tarihlerde gerek piyasalarımızın çok derin olmaması, gelişmişlik düzeyi gibi etkenler, daha sonra ise meydana gelen Körfez Krizi gibi etkenler projeyi hep ertelemiştir. 1993 yılında Proje Yatırım Ortaklıklarına dönüşmüş ve bu yönde hazırlıklar başlamıştır. Mevzuatta da bulunan bazı engeller aşılarak ilk tebliğ düzenlemesi 1995 yılında yürürlüğe girmiştir.

1998 yılında ülkemizdeki girişimciler ve yatırımcılar tarafından ilgi ile karşılanan GYO'ların daha da yaygınlaştırılabilmesi ve mevcut tebliğden gelen bazı kısıtların kaldırılabilmesi amacıyla tebliğ yeniden ele alınmış ve yeni bir düzenleme yapılmıştır.

Söz konusu tebliğ ile,

- Karşılaşılan hukuki sorunların çözülmesi,
- Bu ortaklıkların yatırım olanaklarının genişletilmesi,
- Yatırımların güvenliğinin sağlanması,
- Ortaklık yöneticilerinin performanslarının artırılması, bunların kaynaklarının genişletilmesi ve bu tür ortaklıklar hakkında tasarruf sahiplerinin daha fazla bilgilenmelerinin sağlanması, hedeflenmiştir.



Türkiye’de gayrimenkul yatırım ortaklıklarının gelişimi 4 ana dönemde toplanabilir.

1. Finansman ihtiyacı dönemi: Gayrimenkul yatırımlarının gerçekleştirilmesinde finansman ihtiyacı nedeniyle kollektif gayrimenkul yatırım fonlarına ihtiyaç duyulan dönem.
2. Borsaya yönelme dönemi: Sürekli ve ucuz bir finansman kaynağı yaratmak amacıyla kollektif gayrimenkul yatırım fonlarının Borsa’ya açılarak halka arzedilmeye başladıkları dönem.
3. Vergi istisnası dönemi: Çifte vergilendirmenin önlenmesiyle birlikte vergi teşvikli bir kollektif yatırım şekli olarak sürekli bir gelişim görülen dönem.
4. GYO patlaması dönemi: Vergi istisnası nedeniyle çok sayıda GYO kurulduğu, bireysel yatırımcıların ilgisi ile halka arzların çoğaldığı, getirilerin normalin üzerinde olduğu ve halen devam eden patlama dönemi.

### 5.3 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Amacı

Dünyada ve Türkiye’de gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kurulmasında iki temel ihtiyaçtan söz edilebilir; birincisi büyük gayrimenkul projelerinin finansmanındaki zorluklardır. İkincisi ise küçük yatırımcılarında bu tür büyük projelerin karlarından yararlanabilme isteğidir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının , Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:VI, No:7 sayılı Tebliğ’nin 4’üncü maddesine göre, başlıca amaçları şunlardır.

- Ortaklık portföyünü oluşturmak ve yönetmek,
- Gerektiğinde portföyde değişiklikler yapmak,
- Portföyü çeşitlendirerek yatırım riskini azaltmak,
- Gayrimenkuller ile gayrimenkule dayalı araçlardaki gelişmeleri izleyerek portföy yönetimini devam ettirmek,
- Portföy değerini korumaya ve artırmaya yönelik araştırmalar yapmak.

Esas itibari ile likit olmayan gayrimenkuller için gerçek anlamda bir pazar yaratabilen gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile konut, alışveriş, eğlence veya iş merkezleri gibi gayrimenkuller G.Y.O. ‘lar aracılığı ile kolaylıkla likit hale getirilerek bu şirketlerin hisse senetleri olarak alınıp satılabilmektedir .[9]

Getiri potansiyeli yüksek gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapmak, portföyündeki gayrimenkullerden kira geliri elde etmek ve bu şekilde kira



ve alım satım kazançları yoluyla gayrimenkullerin yüksek rantına ulaşmak, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının bir başka amacıdır. Yatırımcılar, yatırımlarını çeşitlendirerek tek bir varlığa bağlı kalmamak için bir gayrimenkul yatırım ortaklığına ortak olmak yolunu izlemektedirler.

Sonuç olarak, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının temel amaçları aşağıdaki şekilde sıralanabilir.

- Gayrimenkulleri menkul kıymete dönüştürmek,
- Gayrimenkulün kontrolünü kaybetmemek,
- Hisse senetlerinin satışından nakit girişi sağlayarak sermaye tabanını güçlendirmek,
- Projeler için sermaye piyasasından kaynak temin etmek,
- Grup şirketleri için belirli sinerjiler yaratmak,
- Yatırım faaliyetlerine vergi istisnası sağlamak.

#### **5.4 GYO'ların Kuruluş Şartları**

Ek 1 'de belirtilen Tebliğin 5'nci maddesi uyarınca, Sermaye piyasası mevzuatı kapsamında bir Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın kuruluşuna SPK'nın 35. Maddesi uyarınca Kurulca izin verilebilmesi için;

- 1) Kanun'un 30'ncü maddesi (f) bendinde tanımlanan portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere Kurul'a başvurmuş olması,
- 2) Kayıtlı sermayeli bir anonim şirket olarak kurulmuş olması,
- 3) Hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulmuş olması,
- 4) Başlangıç sermayesinin en az 250 milyar TL olması,
- 5) Başlangıç sermayesini temsil eden hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması,
- 6) Esas sözleşmelerinin SPK düzenlemelerine uygun olması,
- 7) Ticaret unvanlarında "gayrimenkul yatırım ortaklığı" ibaresinin yer alması,
- 8) Kurulcularının müflis olmaması ve yüzkızcı suçlardan mahkum olmamaları, şartları aranmaktadır.[7]

Gayrimenkul yatırım ortaklığı, Ani Usulde kurulacak ise, halka açılma öncesinde şirketin yatırım portföyü kurucu ortakların koydukları başlangıç sermayesi ile oluşturulmuş durumdadır. Halka arz aşamasında yeterli başarı sağlanamasa bile,

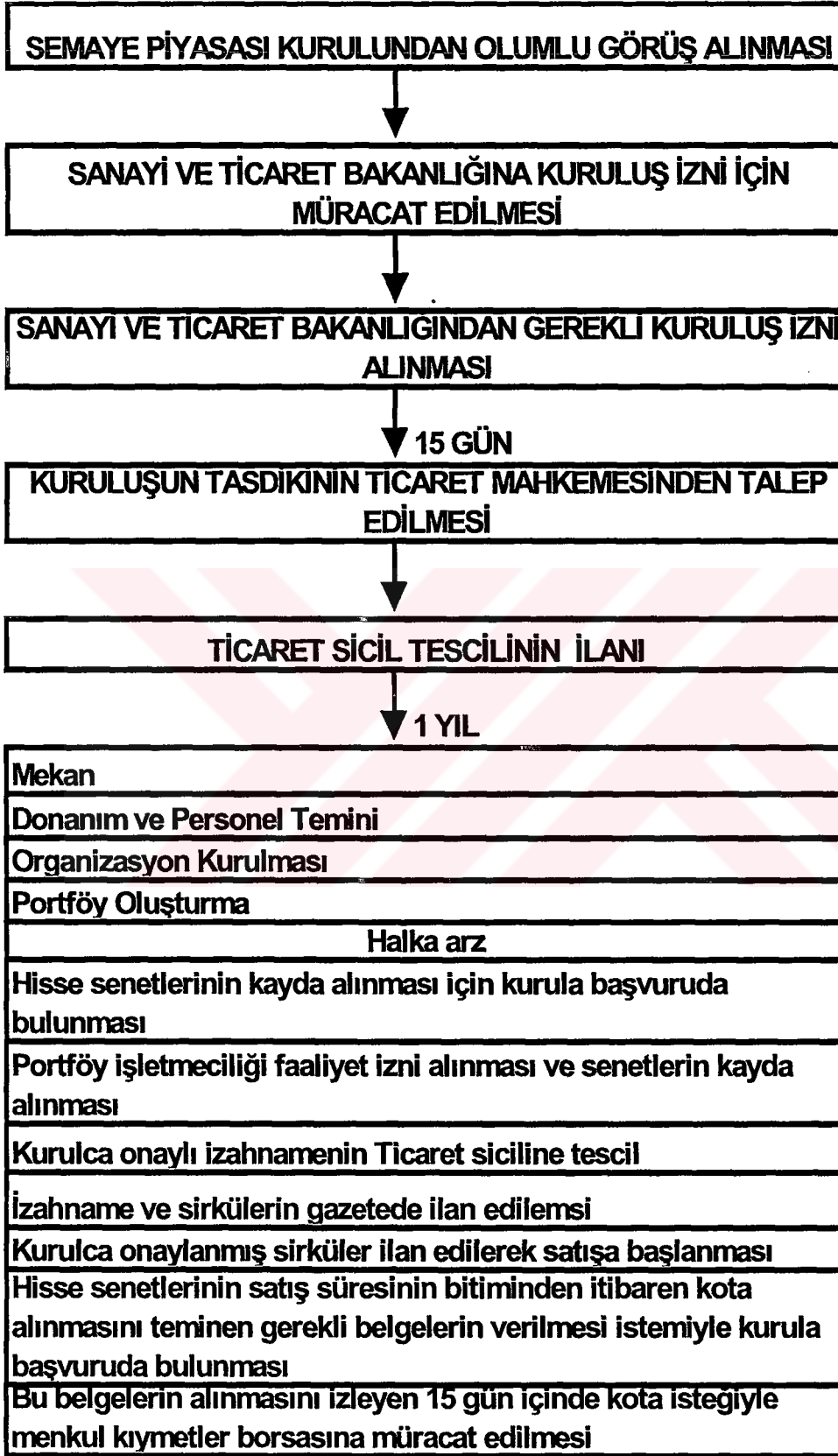
hisse senedi satın almış olanlar mevcut bir portföye ortak olacaklarından mağdur olmayacaklardır.

Dönüşüm halinde ise, şirketin dönüşüm öncesi sermayesini temsil eden hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılmış olması şartı aranmaz. Dönüşüm, şirketin esas sözleşmesinin Kurul standartlarına uygun bir sözleşme olarak yenilenmesi suretiyle mümkündür. Bu yenileme şirketin faaliyet konusunun değiştirilmesini zorunlu kılacağından, TTK'nun 338'nci maddesi uyarınca şirket genel kurulunun yapılarak sermayenin 2/3 'nü temsil eden pay sahiplerinin katılımıyla ve mevcut oyların ekseriyetinin kararıyla esas sözleşmenin değiştirilmesinin onaylanması gerekir.

GYO kurucuları, portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak için Tebliğ'in 6'ncı maddesinde sayılan aşağıdaki koşulları yerine getirerek Kurul'a başvurmak zorundadırlar.

- ❑ GYO esas sözleşmesi TTK, SPK ve Tebliğ hükümlerine göre düzenlenir ve kurucu imzaları notere onaylatılır.
- ❑ Esas sözleşmelerine kayıtlı sermaye sisteminde kuruldukları ve nama yazılı hisse senetlerinin devrinin kısıtlanmadığına dair hüküm konur.
- ❑ Kurucuların yüzkıztarıcı suçlardan dolayı ve SPK'na muhalefetten dolayı hüküm giymemiş oldukları hususu savcılık kayıtları ile belgelenir.
- ❑ Esas sözleşmede portföy yatırım politikaları ve ilkeleri belirlenir.
- ❑ Kurucular; sermaye piyasası faaliyetlerine ilişkin Kurul düzenlemeleri çerçevesinde faaliyet izinlerinden biri veya birden fazlası sürekli veya geçici olarak kaldırılmış veya borsa üyeliğinden geçici veya sürekli olarak çıkarılmış kuruluşlarda bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu tespit edilen kişilerden olmadıklarına dair noter onaylı beyanda bulunurlar.[7]

Ayrıca her iki kuruluş şekli için de gerekli olan asgari başlangıç sermayesi veya dönüşümün uygun görülebilmesi için gereken asgari ödenmiş veya çıkarılmış sermaye tutarı, Maliye Bakanlığı'nca ilan edilen yeniden değerlendirme oranının %80'inin altında olmamak şartıyla her yıl Kurul'ca yeniden belirlenerek ilan edilir. Fakat tebliğ tarihinden itibaren bu artırım Kurul tarafından uygulanmamıştır.



Şekil.5.1 GYO Kuruluş Diagramı

## 5.5 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nın Kurumsal Çerçevesi

**Lider Girişimci**, tek başına veya biraraya gelmek suretiyle, sermayenin sermayenin asgari %25 oranında paya sahip olan, SPK'nın ilgili Tebliği'nde sayılan şartları taşıyan şirket veya kişilerdir.

Kurucu ortaklardan en az birisi lider girişimci olarak tanımlanmak zorundadır. Lider girişimci şirketin organizatörü, büyük pay sahibi ve idarecisidir. Şirket hisse senetlerinin en az %25 'ini halka arzı takip eden 1 yıl boyunca hiçbir şekilde devredemez.

Lider girişimci şirketler ise, en az 5 yıllık bir faaliyet geçmişine sahip olmak zorundadırlar. Bu şirketler, son 3 yıllık faaliyetlerinde kar etmiş, son yıl mali tablolarında aktif toplamı en az 4,5 trilyon TL olan, mali tabloları bağımsız denetimden geçmiş ve bu alanda tecrübe ve bilgi birikimi olan şirketlerdir.

**Müteahhit**, gayrimenkul yatırım ortaklıkları portföyünde yeralan, gayrimenkul projelerinin inşaat işlerini gerçekleştirmeyi taahhüt eden gerçek yada tüzel kişilerdir.

**İşletmeci Şirket**, ortaklığın mülkiyetinde bulunan veya kiralamış olduğu otel, hastane, alışveriş merkezi, iş merkezi, ticari parklar, konut siteleri, süper marketler ve bunlara benzer nitelikteki ticari gayrimenkulleri işleten şirketlerdir.

**Danışman Şirket**, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının, proje geliştirme ve kontrol hizmetleri de dahil olmak üzere ortaklık portföyünün geliştirilmesi ve alternatif yatırım imkanlarının araştırılmasına yönelik hizmetler sunulması amacıyla ortaklık dışından danışmanlık hizmeti aldığı şirketlerdir.

**Ekspertiz Şirket**, ortaklık portföyünde yer alan gayrimenkullerin, gayrimenkul projelerinin ve gayrimenkule dayalı hakların rayiç değerlerini ve kira rayiçlerini tespit etmek konusunda hizmet veren şirketlerdir.

## 5.6 GYO 'ların Yapısı

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları çok farklı bir organizasyonmuş gibi gözükse de özü itibarıyla aslında bazı farklılıkları olan bir anonim şirkettir. Gerçekten de hukuksal anlamda SPKn ve TTKn düzenlemelerine tabii olan bu şirket, genel hükümler çerçevesinde incelendiğinde farklılığın hukuksal yapıda değil faaliyetlerinde olduğu anlaşılmaktadır.

Klasik bir gayrimenkul yatırım ortaklığı, pazarlama, proje geliştirme ve mali-idari işler departmanlarından oluşmaktadırlar. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları organizasyonları aşağıda belirtilen şekilde sınıflandırılabilir.

**Çekirdek Organizasyonlar:** Yalnızca muhasebe, finans personelinin yer aldığı, bunun dışında gayrimenkul inşaat, kontrol, pazarlama, reklam vb. tüm fonksiyonların “outsorce” edildiği örgütlenme tipidir.

**Dual Organizasyonlar:** İnşaat, kontrol ve buna benzer teknik ve mühendislik işlerinin dışarda bırakıldığı, buna karşın finansman,pazarlama vb. faaliyetlerinin içerden yürütüldüğü örgütlerdir.

**İçerden Organizasyonlar:** Fiili inşaat hariç kontrol dahil tüm şirket fonksiyonlarının dahil edildiği çok personelli ve büyük bir örgütlenme tipidir.

**Hbrid Organizayonlar:** İçinde yer alınan grubun yapısına göre inşaat dışında örneğin pazarlama gibi bazı fonksiyonların dışarda bırakıldığı örgütlenme tipidir.

## 5.7 GYO'ların Türleri

GYO'lar süreli(finite life REITs) ve süresiz (non-finite REIT) olmak üzere ikiye ayrıldıkları gibi, halka açık (public REIT) ve halka açık olmayan GYO(private REIT) olarak da gruplandırılmaktadırlar. Bir çok GYO menkul kıymet piyasalarında işlem görmesine rağmen, halka açık olmak zorunda değildir. Borsada yer almayan ve tezgah üstü piyasalarda alınıp satılmayan GYO'lar özel GYO olarak isimlendirilmektedir.[2]

GYO'lar için bir diğer gruplandırma da aktiflerinde yer alan gayrimenkullerin mülkiyetine sahip olup olmama durumlarına göre yapılmaktadır. Buna göre GYO'lar:

- Öz varlığa dayalı GYO'lar (equity trusts)
- İpotekli GYO'lar(mortgage trusts)
- Karma GYO'lar (hybrid trusts)

olmak üzere üç gruba ayrılmaktadır.

Portföylerindeki gayrimenkulün mülkiyetine sahip olan GYO'lar öz varlığa dayalı GYO'lar olarak isimlendirilmektedir. Bu ortaklıklar fonların borçlanmadan ziyade hisse arzı suretiyle sağlamaktadır. Gayrimenkule yatırım yapmak suretiyle

özkaynaklarının değerini artırmayı amaçlayan bu GYO'ların kazançları kira gelirlerinden ve gayrimenkullerinin değerlemelerinden oluşmaktadır.

İpotekli GYO'lar gayrimenkul sahiplerine ipotek amaçlı borç vermek ve, ikincil piyasada ipotek veya ipoteğe dayalı kıymetlere yatırım yapmak suretiyle ipotek kredilerinin faizinden gelir sağlarlar. GYO gayrimenkulün sahibi değildir ve bu yönüyle öz varlığa dayalı GYO'lardan ayrılır. İpotek senetlerine dayalı GYO'lar gayrimenkulün ipotek edilmesi yoluyla teminat altına alınmış tahvil, bono, hisse senedi gibi menkul kıymetlerin sahibidir.

Karma ortaklıklar ise, öz varlığa dayalı ve ipotek senetlerine dayalı GYO'ların avantajlı taraflarının özel yatırım amaçlarına uygun olacak şekilde birleştirilmesiyle oluşturulmuştur. Bu GYO'lar hem gayrimenkule hem de ipotek ve ipoteğe dayalı kıymetlere yatırım yapmak suretiyle kazanç sağlamayı hedeflemektedir. Türkiye'de ise henüz ipotek piyasaları oluşmamış olduğundan tüm GYO'lar Özvarlığa Dayalı GYO'lardır.

## **5.8 GYO'ların Ekonomiye Katkısı**

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, iş merkezleri veya alışveriş merkezleri gibi, büyük ölçekli gayrimenkul projelerinin finansmanına kaynak sağlar. Olağan şartlarda bu tür büyük projeleri gerçekleştirmeyi hedefleyen bir şirketin tüm finansman yükünü üstlenmesi gerekir. Bu durum çoğu kez kendi öz kaynakları yetersiz olan şirketler için kredi yoluyla finansman, bir başka ifade ile faiz yükü demektir. Ayrıca özkaynakları yeterli bile olsa şirket için bir özkaynak maliyeti söz konusudur. Halbuki bu tür projeler, halktan gayrimenkul yatırım ortaklığı hisse senetleri karşılığında toplanacak paralarla finanse edilebilir ve böylece finansman yükü inşaatçı şirketin üzerinden alınmış olur.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları tarafından uygulanacak arazi geliştirme projeleri ve bunlar üzerinde üretilecek sağlıklı konutlar ile büyük şehirlerimizdeki çarpık kentleşme azaltılabilir.

Yeni vergi reformu ile birlikte kayıt dışı sermayenin gayrimenkule yönelmesi yavaşlamış ve sektörde kriz yaşanmıştır. GYO'lar, Türkiye'de gayrimenkul sektörünün kayıt altına alınması için önemli bir adımdır. Borsada işlem gören GYO'lar devletin gayrimenkul piyasasını kayıt altına alabilmesine imkan verecektir.

GYO'lar aracılığıyla sektörde oluşan GYO fiyatları; tapu işlemlerinde beyan edilen değerlerin gerçek alım-satım bedeli olması yönünde dolaylı bir etki yapacak, bu da vergi ve harç gelirini artıracaktır.

GYO'lar finansman sağladıkları projelerin inşaat safhasını da profesyonel bir kadro ile sıkı bir şekilde denetleyeceklerinden inşaat kalitesinin en üst düzeyde olmasını sağlayacaklardır.

Bu faktörler çerçevesinde inşaat sektöründeki canlanma istihdam ve gelir yaratan bir etki yaparak ekonominin canlanmasına katkıda bulunacaktır.

### **5.9 GYO'ların Yatırımcılarına Sağladığı Avantajlar**

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ihraç ettiği hisse senetlerini alan yatırımcılar portföydeki gayrimenkulleri kazancına iştirak etme imkanına kavuşurlar.

Yatırımcılar, ortaklık portföyünün kazancına iştirak etmek ve satın aldıkları hisse senetlerini borsada likidite etmek yanında, borsada oluşan fiyat dalgalanmalarından da yararlanırlar. Ayrıca ortaklık portföyü bu alanda uzman kişiler tarafından yönetildiğinden, her hangi bir kişinin kendi başına yatırım yapmasından daha etkin sonuçlar elde edilebilir.

Yatırımcılar açısından gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı yatırımlar psikolojik bir güven unsurudur. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları hem yatırımcıların bu ihtiyacını karşılayabilir hem de önemli bir yatırım seçeneği olabilir.

Çeşitlendirme yolu ile riskin azaltılabilmesi ve borçlanabilme olanakları ile ek kaynak yaratabilmeleri, yatırımcıları doğrudan gayrimenkul yatırımı yerine GYO'lar aracılığı ile gayrimenkullere yatırıma yönlendirebilir.

GYO'lar kuruluş aşamasından itibaren SPK ve İMKB denetimi altındadır. Portföy yapıları ve yönetim uygulamaları şeffaftır. Mali tabloları bağımsız kuruluşlarca denetlenir, hem mevcut hem de proje aşamasındaki gayrimenkullerinin değeri bağımsız ekspertiz kuruluşlarınca belirlenir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarını avantajlı hale getiren bir başka husus, sağlanan vergi teşvikleridir. Devletin konut ve gayrimenkul sorununu kamusal bir olgu olarak algılaması neticesinde uygulanan vergi teşrifleri, gayrimenkul finansmanında GYO'ları cazip hale getirmektedir. Bu kapsamda:



- Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliği kazançları %30 oranında kurumlar vergisinden istisnadır.
- GYO' ların portföy işletmeciliği kazançları gelir vergisi tevkifatına tabi değildir.
- Gerçek kişilerce 3 aydan fazla elde tutulduktan sonra elden çıkarılan GYO hisse senetlerinin değer artış kazançları gelir vergisinden istisna tutulmuştur(Dünya Gazetesi özel ek 4)

### 5.10 GYO'ların Yatırım Faaliyetleri

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları;

- 1) Gayrimenkul sertifikalarını, konut kredi karşılığında ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetleri ve bunlara benzer nitelikte oldukları Kurul'ca kabul edilen menkul kıymetleri ve diğer sermaye piyasası araçlarını alabilir ve satabilirler, ters repo işlemi yapabilirler.
- 2) Alım satım karı veya kira geliri elde etmek maksadıyla ofis, konut, iş merkezi, hastane, otel ve buna benzer gayrimenkulleri satın alabilir ve satabilirler. Otel, hastane veya buna benzer faaliyete geçirilebilmesi için belirli asgari donanım ihtiyacı duyan gayrimenkullerin kiraya verilmeden önce tefrişini temin edebilirler.
- 3) Mülkiyetlerini edinerek alım satım karı elde etmek veya kat irtifakı tesisi suretiyle proje geliştirmek amacıyla arsa veya arazileri satın alabilirler.
- 4) Kamu veya özel tüzel kişiliklerince veya gerçek kişilerle, ortaklık adına, üzerlerinde proje geliştirilmesi maksadıyla müstakil ve daimi bir hak niteliğinde üst hakkı tesis edilen gayrimenkulleri mülkiyetini edindikten sonra kazanç elde etmek amacıyla satabilirler.
- 5) İlgili mevzuat uyarınca gerekli tüm izinleri alınmış, projesi hazır ve onaylanmış, inşaat başlanması için yasal gerekliliği olan tüm belgelerinin tam ve doğru olarak mevcut olduğu bağımsız ekspertiz şirketleri tarafından onaylanmış gayrimenkule dayalı projelere, projenin her aşamasında gayrimenkul geliştirme karı veya kira geliri elde etmek amacıyla mülkiyetlerini edinmek veya üst hakkı tesis ettirmek suretiyle yatırım yapabilirler.[12]
- 6) Gayrimenkuller üzerinde intifa hakkı kurabilir ve bu hakkı kullanabilirler, devremülk irtifakı kurabilirler, sahip oldukları arsalar üzerinde ticari kar elde etmek maksadıyla üst hakkı yükümlüsü olabilirler.

- 7) Özel düzenlemeler saklı kalmak kaydıyla Yap-İşlet-Devret modeliyle geliştirilecek projeleri, kendisi veya başkaları lehine üst hakkı tesis ettirmek suretiyle gerçekleştirebilirler.
- 8) Kurul'ca uygun görülecek nitelikte teminata bağlanmış olmak kaydıyla, ileride oluşacak kira gelirlerinden pay almak amacıyla mülkiyetini edinme amacı olmaksızın veya kat irtifakı tesis edilmeksizin gayrimenkule dayalı projelere sözleşme hükümleri çerçevesinde yatırım yapabilirler.
- 9) Gayrimenkule dayalı projelere, müştereken malik olanların aralarındaki sözleşmede ortaklığın payına düşen kısım üzerindeki tasarrufuna ilişkin bir sınırlama olmaması şartıyla kat irtifakı tesisi yoluyla müştereken yatırım yapabilirler.
- 10) Mülkiyetlerini edinmek kaydıyla yurt dışındaki gayrimenkulleri alıp satabilirler, gayrimenkule dayalı olmak kaydıyla yabancı menkul kıymetlere yatırım yapabilirler.
- 11) Özel sözleşme hükümleri müsait olmak kaydıyla, kira geliri elde etmek amacıyla üçüncü şahıslardan gayrimenkul kiralayabilirler ve bunları tekrar kiraya verebilirler.
- 12) Döviz dayalı işlemlere ilişkin döviz kuru ve borçların doğurduğu faiz oranı risklerine karşı korunmak amacıyla swap ve forward işlemler yapabilirler, opsiyon yazabilirler, mala dayalı olanlar hariç vadeli işlem sözleşmeleri alabilirler.

### **5.11 GYO'ların Genel Olarak Faaliyetleri**

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları genel olarak aşağıda belirtilen kapsamda faaliyet gösterirler.

- Bina, arsa ve araziden oluşan gayrimenkullere yatırım yapabilirler.
- Ortaklık portföyünü oluşturmak, gerektiğinde portföyde değişiklikler yapmak, ortaklık portföyünü çeşitlendirerek yatırım riskini en aza indirecek şekilde dağıtmak, gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı işlemler ve menkul kıymetler hakkındaki gelişmeleri sürekli olarak izleyerek ortaklık portföyünün yönetimine ilişkin gerekli tedbirleri almak, portföyün değerini korumaya ve artırmaya yönelik araştırmalar yapmak veya yaptırmak.

- Ortaklık portföyünü oluşturan veya portföye alınması planlanan varlıklar hakkında tebliğ uyarınca gerekli hukuki şartların sağlanıp sağlanmadığını araştırmak.
- Portföydeki varlıkların değerinin tespitine ilişkin raporların hazırlanmasını temin etmek.
- Portföy, dışarıdan danışmanlık hizmeti alınması suretiyle yönetiliyorsa ilgili kuruluşların çalışmalarını izlemek.
- Kira geliri elde etmek amacıyla bitmiş veya asgari %50'si tamamlanmış gayrimenkullere yatırım yapabilirler.

GYO'ların portföylerine intifa hakları almaları hususu oldukça tereddüt uyandıran bir konudur. Tebliğ'in 16'ncı maddesinin (c) bendi kapsamında ortaklıkların gayrimenkuller üzerinde intifa hakkı kurabilecekleri ve bu hakkı kullanabilecekleri belirtilmiştir. Bu çerçevede GYO portföyünde bulunan gayrimenkuller üzerinde başkası yararına intifa hakkı kurdurulabilir veya başkasının mülkiyetindeki gayrimenkuller üzerine kurulan intifa hakları portföye alınabilir.

Yatırımlar konusunda oluşan bir diğer tereddüt ise farklı amaçlarla, bir projeye başlangıcından itibaren veya %50'si tamamlandıktan sonra yatırım yapılabileceği Tebliğ'de öngörülmesine rağmen %50'den daha az oranda tamamlanmış bir projeye yatırım yapılabilir mi sorunudur. Tebliğ'de belirtilen %50'lik sınır kira geliri elde etmek amacına yöneliktir. Proje yatırımlarına izin veren Tebliğin 16'ncı maddesinin (d) bendi herhangi bir sınırlama getirmemiştir. Kira geliri elde etmek amacının yatırım sırasında Kurul'a beyanı gerekmektedir.

GYO'ların yatırımları konusunda, faaliyet konusu gayrimenkul yatırımı olan borsa şirketlerinin hisse senetlerinin GYO portföyüne alınmasının izin verilen bir yatırım şekli olup olmadığı da bir başka tartışma konusudur. Söz konusu hisse senetleri, Tebliğ'de belirtilen gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları dışında kalan sermaye piyasası araçlarına ilişkin alım sınırı dahilinde GYO portföyüne alınabilirler. Bu tür ortaklık hisse senetlerinin GYO'lar açısından diğer hisse senetlerinden bir ayrıcalığı yoktur. Çünkü faaliyet konusu gayrimenkul yatırımı olan bir şirketin hisse senetlerini satın alarak GYO, ancak temettü ve sermaye kazancı elde edebilecektir ve bu anlamda yatırım konusunun bir önemi yoktur. Ayrıca, Tebliğ'de menkul kıymetlerin alımına ilişkin olarak belirtilen yasal sınırların içinde

kalıyor olsa hisse senetlerinin intifa haklarının GYO portföyüne alınması mümkün değildir.

Eski tebliğe göre Türkiye için yeni olan kurumu öğretmeye yönelik ayrıntılar içeren geniş kapsamlı bir düzenleme yapıldığı görülmektedir. Klasik anonim ortaklıklara oranla GYO'lar daraltılmış ve böylelikle kurumun varlığıyla izlenen amacı sağlamaya yönelik faaliyeti, taşınmaz ağırlıklı portföy yönetimidir. Bu yüzden portföy yönetim ve işletiminin nasıl olacağına ilişkin ayrıntılı düzenleme getirilerek bir ölçüde yol göstermek istenmiştir. Hüküm bir yandan da belirli alanda faaliyet gösterecek uzman kadro ile yönetilecek olan GYO'ların faaliyet alanlarının sınırını çizmek istemiştir.

### 5.12 GYO'ların Sınırlamaları

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarına faaliyetleri kapsamında çeşitli sınırlamalar getirilmiştir. GYO Tebliği'nin 17'nci maddesi hükmü çerçevesinde, yönetimlerinde uyulacak sınırlamalar aşağıda ifade edilmiştir.

- GYO'ları kısa vadeli fonlarını değerlendirmek amacıyla gayrimenkule dayalı sermaye piyasası aracı dışındaki sermaye piyasası araçlarına ( tahvil, hazine bonusu, hisse senedi, ters repo vb..) sermaye toplamlarının %10'unu geçmemek kaydıyla yatırım yapabilirler.[12]
- Borsa ve borsa dışı teşkilatlanmış piyasalarda işlem gören sermaye piyasası araçlarının portföye alım ve satımlarında bu işlemleri borsa veya borsa dışı teşkilatlanmış piyasalarda yapmaları zorunludur.
- Hisse senetlerini aldıkları ortaklıkların herhangi bir şekilde yönetimine olma amacı güdemez ve hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da oy haklarının %9'undan fazlasına sahip olamazlar.
- Türk ve yabancı yatırım fon ve ortaklıklarının hisse senedi ve katılma belgelerini alamazlar. Risk sermayesi yatırım ortaklığı hisse senetleri bundan istisnadır.
- Hiçbir şekilde gayrimenkullerin inşaat işlerini üstlenemez, bu amaçla personel ve ekipman edinemezler. Ancak yürütülen projenin kontrol işleri dahili olarak yürütülecekse bu amaçla istihdam edilen personel kapsam dışıdır.
- Altın ve diğer kıymetli madenler ile yabancı gayrimenkul ve yabancı sermaye piyasası aracı alamazlar.

- Kurucu intifa senedi, oydan yoksun hisse senedi,yönetim kurulu üyelerinin seçiminde oyda imtiyaz veren hisse senedi ihraç edemezler.
- Kredi temini amacı dışında portföyündeki varlıkları rehne veremez, teminat gösteremez ve ipotek tesis ettiremez.
- Portfeydeki varlıkların sigorta ettirilmesi zorunludur.
- GYO'lar gayrimenkul sertifikası ihraç edemezler. Gayrimenkul sertifikaları inşa edilmekte olan gayrimenkullerin projelerinin finansmanında kullanılır ve ihraççıları bizzat inşaatı yapanlardır.
- Kendi personeli vasıtasıyla portföye konu olan veya olacak projeler hariç olmak üzere başka kişi ve kuruluşlara proje geliştirme, proje kontrol, mali fizibilite, yasal izinlerin takibi ve buna benzer hizmetler veremezler.[2]
- Portföyde bulunan ve alımından itibaren bir yıl geçmesine rağmen üzerlerinde proje geliştirilmesine yönelik herhangi bir tasarrufta bulunulmayan arsa ve arazilerin oranı portföy değerinin % 10'unu aşamaz.

### **5.13 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yönetim Kadrosu**

GYO yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun TC vatandaşı olması şarttır. GYO yönetim kurulu üyelerinin yüzkıztarıcı suçlardan ve SPK'na muhalefetten mahkumiyetlerinin olmaması gerekir. GYO yönetim kurulu üyelerinin müflis olmamaları gerekir. GYO yönetim kurulu üyelerinin Tebliğ'in 21'nci maddesi (b) bendi uyarınca “ müflis olmadıkları ve faaliyet izinlerinden biri veya birkaçı sürekli veya geçici olarak kaldırılmış kuruluşlarda bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu tespit edilmiş kişilerden olmadıklarına dair” noter tasdikli beyanda bulunmaları gerekir.[7]

Tüm bunlara ek olarak genel müdürün yüksek öğrenim görmüş ve yeterli mesleki bilgi ve tecrübeye sahip olması gerekir.

### **5.14 Türkiye’de GYO Sektörü**

Ülkemizde GYO sektörü yeni ve gelecek vaad eden bir sektördür ve sermaye piyasalarında dikkat çekmeye ve önem kazanmaya başlamıştır. İlk GYO 1996 yılında kurulmuş ve 2 Ocak 1997 yılında halka açılmıştır. Halen IMKB’de işlem gören 8 adet GYO’nun(Alarko, EGS, İhlas, İş, Nurol, Osmanlı, Vakıf ve Yapı Kredi Koray)

yanı sıra kurulmuş olup uygun halka arz zamanını bekleyen GYO'lar da bulunmaktadır.

Ülkemiz ekonomisinin lokomotif sektörlerinden birisi gayrimenkul sektörüdür. 1999 yılı gayri safi milli hasıla işinde inşaat ve konut sektörlerinin toplam payı %9,98'dir.[13]

**Tablo 5.1. Cari Üretici Fiyatları ile Gayri Safi Milli Hasıla**

| Sektörler                        | 1999/Toplam |       |
|----------------------------------|-------------|-------|
| Tarım                            | 11.634.130  |       |
| Sanayi                           | 17.973.866  |       |
| Maden                            | 888.737     |       |
| İmalat                           | 14.839.451  |       |
| Enerji                           | 2.250.677   |       |
| İnşaat                           | 4.340.093   | %5,55 |
| Ticaret                          | 14.780.086  |       |
| Ulaştırma                        | 10.711.470  |       |
| Mali Müesseseler                 | 4.772.947   |       |
| Konut                            | 3.465.326   | %4,43 |
| Serbest Meslek ve Hizmetler      | 2.837.520   |       |
| (-)İzafi Banka hizmetleri        | 4.528.927   |       |
| Sektörler toplamı                | 65.986.512  |       |
| Devlet Hizmetleri                | 8.801.229   |       |
| Kar amacı Olmayan Özel Hiz. Kur. | 272.486     |       |
| İthalat vergisi                  | 2.314.575   |       |
| GSYİH( Alıcı Fiyatlarıyla)       | 77.374.802  |       |
| Net Dış Alem Faktörler Gelir.    | 867.695     |       |
| GCMH( Alıcı Fiyatlarıyla)        | 78.242.496  |       |

Bu sektörün en önemli kuruluşları arasında yer alan GYO'ların geleceği konusunda piyasalarda olumlu beklenti vardır. Gayrimenkul piyasasında (özellikle modern konut ve ticari merkez projelerindeki) yüksek kar marjları, büyük şehirlerimizdeki rehabilitasyon ihtiyacı , hazine arazilerinin en verimli en etkili şekilde kullanılma gereği, ülkemizin yeniden yapılanma süreci ve 17 Ağustos depreminden sonra ortaya çıkan kalite bilinci GYO sektörüne ilgiyi artırmaktadır. Yakın gelecekte GYO sayısının ve toplam portföy büyüklüğünün artması beklenmektedir. Büyük yatırımcılar ve holding şirketlerin bu sektörde yer alma hazırlıkları yapıldıkları bilinmektedir.[13]

Türkiye’de GYO’lar gayrimenkul sektörüne finansman sağlamak ve piyasalarda likiditeyi geliştirmektedir. GYO’lar Sermaye Piyasası Kontro’lü altındadır ve %49’unun halka açılma zorunluluğu bulunmaktadır.

**Tablo 5.2 Türkiye’deki GYO’ların 30.06.2000 İtibariyle Pazar Değerleri**

| GYO     | Milyar TL | %  |
|---------|-----------|----|
| İŞ      | 193.375   | 47 |
| EGS     | 79.000    | 18 |
| YKK     | 49.500    | 11 |
| ALARKO  | 35.625    | 8  |
| NUROL   | 22.750    | 7  |
| İHLAS   | 9.707     | 2  |
| VAKIF   | 12.957    | 3  |
| OSMANLI | 18.000    | 4  |

1999 yılında Türkiye’deki GYO’ların temsilcileri biraraya gelerek Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Derneği’ni (GYODER) kurmuşlardır. Derneğin amaçları, gayrimenkul sektörünün gelişimi için çözümler üretmek ve kurumsallaşmasını hızlandırmak, şehirleşme sürecinde çağdaş ve uygar kent unsurlarının oluşmasına katkıda bulunmak, GYO endüstrisinin tanıtımı için toplantılar,seminerler düzenlemek, sektördeki iletişimi, bilgi alışverişini artırmak ve koordinasyonu sağlamaktır.

Türkiye’de gayrimenkul sektörünü etkileyen faktörler aşağıdaki gibi sıralanmıştır:

- Türkiye’de gayrimenkul piyasası ekonominin büyüme hızı, genç ve hızla artan nüfus, köyden kente göç ve toplumun tüketim alışkanlığında görülen değişikliklere bağlı genel, ekonomik ve demografik gelişmelerden etkilenmektedir.
- Türkiye, gelişmekte olan Avrupa ülkeleri arasında en büyük ikinci ekonomiye sahiptir ve % 38’i 15 yaşın altında olan genç nüfusu ile önümüzdeki yıllarda da ciddi bir büyüme potansiyeline sahiptir.
- Enflasyonist ortamlarda enflasyonun eritici etkisinden korunmak amacı ile insanların gayrimenkule yatırım yapma eğilimi, uzun yıllardır yüksek enflasyon altında yaşamaya alışmış Türk toplumu için de geçerli olmuş ve Türk insanının özellikle konut piyasasında gayrimenkule yatırım yapmasını beraberinde getirmiştir.



- Gayrimenkul geliştirme Türkiye’de henüz çok yeni bir sektör olup bu konuda faaliyet gösteren şirketlerin sayısı çok azdır.
- Türk insanın satın alma gücündeki artışa paralel olarak daha nezh bir ortamda yaşama isteği ile birlikte, trafik karmaşası ve hava kirliliğinden uzak mekanlarda inşa edilen modern evlere ilginin artması dikkat çekicidir. Bu yeni gelişen bölgelerdeki konut talebinde görülen artışın yanı sıra yerleşim birimlerine yakın alışveriş merkezlerine olan talepte artmaktadır.
- Yeni kurulan yerli yabancı şirketler ve A sınıfı(genellikle 5000 m2’nin üzerinde kullanım alanı olan,yüksek kalitede mekanlar sunan, havalandırma, güvenlik, temizlik gibi konularda standart kalitenin üzerinde profesyonel hizmet sağlayan ofis binaları) modern standartlardaki ofislere taşınma isteğindeki mevcut şirketler, iş merkezi ve ofis piyasasındaki talebi arttırmaktadır.



## 6. TÜRKİYE'DE FAALİYET GÖSTEREN GYO'LAR

### 6.1 Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

#### 6.1.1 Şirket Bilgileri

Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, Aletim A.Ş ünvanlı şirketin 31.07.1996 tarihinde gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüştürülmesi suretiyle kurulmuştur. Ülkemizde ilk olarak faaliyete geçen Alarko GYO, 13.12.1996 tarihinden itibaren Sermaye Piyasası Kurulu'na verilen yetki belgesi doğrultusunda portföy işletmeciliğine başlamıştır.

**Tablo 6.1 Alarko GYO Şirket bilgileri**

| ALARKO G.Y.O      |                                          |
|-------------------|------------------------------------------|
| Şirketin Adı      | Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş |
| Kuruluş Tarihi    | 6 Ağustos 1996                           |
| Kayıtlı sermayesi | 20 Trilyon T.L                           |
| Ödenmiş Sermayesi | 3 ,125 Trilyon T.L                       |
| Halka arz tarihi  | 20 Aralık 1996                           |
| Halka Arz Fiyatı  | 4.100 TL                                 |
| Portföy değeri    | 49.799 Trilyon T.L                       |

#### 6.1.2 Şirketin Ortaklık Payları ve Organizasyon Yapısı

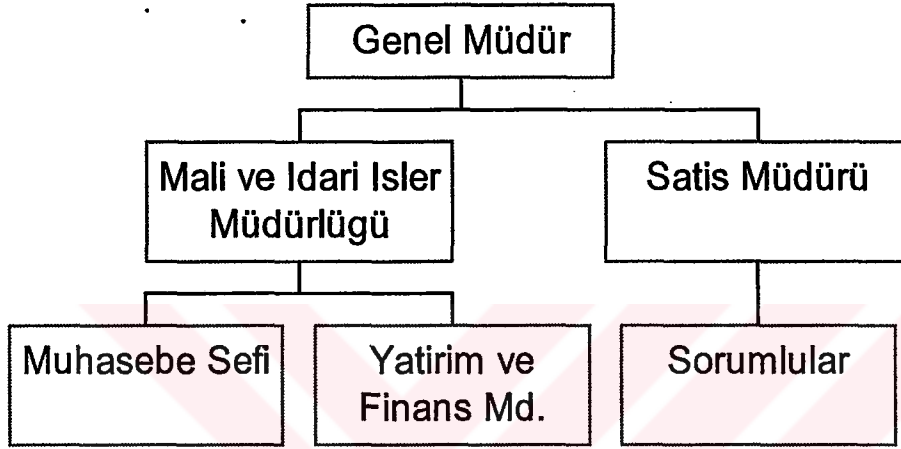
Alarko GYO, 20 Aralık 1996 tarihinde 4.100 TL'lik sabit değerle halka açılmıştır. Halka açılma oranı %49 olan şirketin hisse senetlerinin tamamı kurumsal yatırımcılara satılmıştır.

**Tablo 6.2 Alarko GYO Ortaklık Payları**

| ALARKO G.Y.O.                    |                         |              |
|----------------------------------|-------------------------|--------------|
| Ortağın Ticaret Unvanı           | Sermaye Payı(Milyon TL) | Pay Oranı(%) |
| Alarko Holding A.Ş               | 493.969                 | 15,81        |
| Alsim Alarko Sanayi Tesisleri A. | 1.078.125               | 34,50        |

Şirketin % 51 'lik diliminin ortakları %15,81'lik payla Alarko Holding A.Ş ve %34,5'lik payla Alsim Alarko Sanayi Tesisleri A.Ş.dir.

Alarko GYO da genel müdürlüğe bağlı Satış Müdürlüğü ve Mali-İdari İşler Müdürlüğü olmak üzere iki ana departman faaliyet göstermektedir. Şirketin 9 mevcut çalışanı bulunmaktadır. Organizasyon yapısı Şekil 6.1 de gösterilmektedir.



Şekil.6.1 Alarko GYO Organizasyon Şeması

Proje taahhüt işleri SPK Mevzuatı gereğince Alarko GYO tarafından yapılamamaktadır. Şirket bu konuda yine bir Alarko şirketi olan Alsim Alarko İnşaat ve Taahhüt A.Ş ile birlikte çalışmaktadır.

Şirketin yönetim kurulu üst düzey yöneticilerden oluşmaktadır. Alarko GYO'nun Yönetim kurulu üyelerinde ve Genel Müdürlerinde aradığı şartlar şöyle sıralanabilir.

- İnşaat Mühendisliği, mimarlık, ekonomi, işletme, hukuk, finans veya benzeri alanlarda eğitim veren dört yıllık yüksek öğretim kurumlarından mezun olmaları
- Ortaklığın faaliyet konusunu yakından ilgilendiren hukuk, inşaat ve finans gibi alanlarda yönetim kurulu üyelerinin en az üç yıl, genel müdürlerin ise en az 5 yıllık tecrübeye sahip olmaları

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı prosedürlerinde şart konulduğu gibi Alarko GYO yönetim Kurulu üyelerinin de 1/3'ünden fazlası şirket ortaklarından, ortakların iştiraklerinden ve iş çevrelerinden bağımsızdır. Şirketin Yönetim Kurulu 7, Denetim Kurulu 3 kişiden oluşmaktadır.

### 6.1.3 Şirketin Portföy Yapısı ve Yatırım Stratejisi

Alarko GYO yatırım stratejisini şu şekilde bildirmiştir.

- Yatırımlar, gelişen yörelerde, artış potansiyeli bulunan proje ve gayrimenkullere yönlendirilecektir.
- Bu alanda başarılı projeler geliştirmiş ve geliştirmekte olan Alarko Arazi Geliştirme Grubu'nun Alkent 2000 benzeri projelerine öncelik verilecektir.
- Yatırımlar çeşitli projelere dağıtılarak dengeli ve riski düşürücü gayrimenkul portföyü oluşturulacaktır.
- Öncelikli olarak portföydeki gayrimenkullerin değer artışından yararlanma amacı güdülecek, kira geliri elde etmek amacına yönelik yatırımlar ikincil öncelikli olacaktır.

( <http://www.alarkoyatirim.com.tr/trk/politika.htm> )

Şirketin faaliyet stratejisi, geliştirilmekte olan gayrimenkul projelerine erken safhalarda yatırım yaparak projelerdeki yüksek getiriden yatırımcısını vergiden muaf olarak yararlandırmaktır.

**Tablo 6.3 Alarko GYO Portföy Tablosu**

| <b>ALARKO G.Y.O</b>           |                            |                                       |                                              |                                                |
|-------------------------------|----------------------------|---------------------------------------|----------------------------------------------|------------------------------------------------|
| <b>Portföydeki Varlıklar</b>  | <b>Alan(m<sup>2</sup>)</b> | <b>Alış Maliyeti<br/>(milyon T.L)</b> | <b>Ekspertiz<br/>Değeri<br/>(Milyon T.L)</b> | <b>Portföy<br/>Değeri<br/>(Milyon<br/>T.L)</b> |
| Istanbul Şişane'de İşmerkezi  | 730                        | 79.850                                | 345.500                                      | 345.500                                        |
| Istanbul Karaköy'de İşmerkezi | 1.730                      | 165.896                               | 411.000                                      | 411.000                                        |
| Alkent 2000 Büyükçekmece      | 2 adet konut               | 22.775                                | 94.000                                       | 94.000                                         |
| Ankara İş merkezi             | 1.887                      | 232.308                               | 622.000                                      | 622.000                                        |
| İzmir Güzelbahçe'de arsa      | 121.586                    | 220.355                               | 1.580.000                                    | 1.580.000                                      |
| Alkent 2000 Büyükçekmece      | 98 konut                   | 10.999.793                            | 27.027.924                                   | 10.999.793                                     |

Alarko GYO'nun portföyünü arsalar, konutlar ve işmerkezleri oluşturmaktadır.

Şirketin yeni yatırımları;

- İstanbul Tuzla'da 3000 m<sup>2</sup>'lik alan üzerinde iş ve ticaret merkezi,
- İstanbul Riva'da 8000 dönüm arazi üzerinde 3000'e yakın villa, ikiz villa ve sıra ev tipinde konutlar,

- İzmir Güzelbahçe'deki 120.000 dönümlük alan üzerine 50 milyon \$ değerindeki konut projesi,

olarak belirtilmiştir.

Yeni geliştirilecek projelerin genellikle konut olduğu görülmektedir. Bunun nedeni ise Alarko GYO Yönetiminin şehir içerisinde iş merkezi, alışveriş merkezi, otel, v.b. gibi yatırımlara harcanacak paranın, arsa fiyatlarının yüksek olmasından dolayı fazla olacağını düşüncelerinden olarak açıklanmıştır.

Alarko GYO'nun yurtdışı yatırımları bulunmamaktadır. Yurtdışına yatırım yapmamaalarının sebepleri şu şekilde sıralanmıştır.

- Yabancı ülkelerdeki gayrimenkul sektörünü yeteri kadar tanımamaları ve Alarko GYO'da gerekli alt yapının bulunmaması,
- Gayrimenkule yatırımın çok iyi araştırma gerektirmesi ve yurtdışında nerelere ne şekilde yatırım yapılacağını araştırılması maliyetinin yüksek olması,
- GYO sektörünün yeni yeni gelişmekte olması ve alarko GYO'nun bu konuda çekimser bir tutum izlemesi.

#### **6.1.4 Alarko GYO'da Karşılaşılan Sorunlar**

Alarko GYO, Türkiye'de kurulan ilk gayrimenkul yatırım ortaklığı olmasından dolayı kuruluşunda faaliyet aşamasına kadar bir çok sorunla karşılaşmıştır.

Problemlerin başında konu ve sektörde başka örnek bulunmamasından dolayı SPK'nın ve aracı kurumların konuya yabancı olmaları ve iyi kavrayamamış olmaları gelmektedir. Aynı zamanda halkın gayrimenkul yatırım ortaklığını tanımamış olması büyük bir dezavantaj olarak karşılarına çıkmıştır.

Alarko GYO'nun SPK'dan bazı istekleri mevcuttur. Bunlar konut değerlemeleri ve vergiler ile ilgili konulardır. Şirkete göre faaliyetlerinin tamamı denetim altında tutulan GYO'lar, KDV sebebi ile ilgili haksız rekabete uğramaktadırlar. GYO'lara konut satışında finansal kiralama şirketlerine tanınan indirimli KDV uygulanması istenmektedir. Bu bağlamda hem gelir vergisi, kayıtlı inşaat sektörü, işçilerin SSK primleri, gelir vergileri yoluyla GYO sektörünün gelişmesine imkan tanınmış olacaktır. Değerlemelerde ise, gayrimenkul yatırımlarının uzun vadeli olması ve bu faktöre bağlı oluşacak kazanç oranları gözönünde tutularak yasal düzenlemelerde

konuya açıklık getirmeleri ve şirketin ve yatırımcının mağdur kalmaması istenilmektedir.

Değerlemenin yılda bir defa yapılmasından dolayı enflasyonist ortamda artan gayrimenkulün değeri raporlarda gerçek değeri vermemektedir. Şirketin bu konuda isteği, ekspertiz değerlemesi yapıldığında bu değerlerin belirli bir pariteye endekslenmesidir. Ancak SPK, bu değişikliği suistimal olabilir kaygısıyla onaylamamaktadır.

Alarko GYO faaliyetleri sırasında aşağıdaki sorunlarla karşılaşmıştır.[6]

- Türkiye’de ilk kurulan GYO olarak sektörü tanıtmanın getirdiği zorluklar,
- SPK’nın bürokratik istekleri,
- GYO’lardan kesilen KDV’nin haksız rekabete yol açması,
- Temettülerin vergilendirilmesi,
- Türkiye’de GYO’ların yatırım alternatifi olarak tanınmasının gecikmesi,
- Devlet tarafından gayrimenkul ve proje işletmeciliği hakkının çok geç kabul edilmesi,
- GYO’ların gayrimenkullerini ve projelerini bilançolarında gösterirken karşılaştıkları zorluklar,
- Büyük şehirlerde karşılaşılan imarlı arazi bulma zorlukları.

## 6.2 EGS Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

### 6.2.1 Şirket Bilgileri

EGS Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, 18.06.1996 tarihinde daha önce var olan ortaklıklardan dönüştürülerek kurulmuştur. Hisselerinin %49’ halka açık olan şirket, 18 Mart 1998 tarihinde 6750 TL’lik birim fiyattan halka açılmıştır.

**Tablo 6.4** EGS GYO Şirket Bilgileri

| EGS G.Y.O         |                                       |
|-------------------|---------------------------------------|
| Şirketin Adı      | EGS Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş |
| Kuruluş Tarihi    | 18 Haziran 1996                       |
| Kayıtlı sermayesi | 75 Trilyon T.L                        |
| Ödenmiş Sermayesi | 50 Trilyon T.L                        |
| Halka arz tarihi  | 5 Mart 1998                           |
| Portföy değeri    | 206 Trilyon T.L                       |

### 6.2.2 Şirketin Ortaklık Payları ve Organizasyon Yapısı

EGS GYO'nun %50,09'u İMKB'de işlem görmektedir. EGS Holding, %40,06'lik pay ile %10'undan fazlasına sahip olan tek ortaktır. Tablo 6.5 de ortakların payları ve %'leri gösterilmektedir.

**Tablo 6.5 EGS GYO Ortaklık Payları**

| Ortaklar                     | Payları( TL)      | %     |
|------------------------------|-------------------|-------|
| EGS Holding A.Ş.             | 4.006.200.000.000 | 40,06 |
| EGS Ege Giyim San. Tic. A.Ş. | 213.685.000.000   | 2,13  |
| Güçbirliği Holding A.Ş.      | 553.715.000.000   | 5,54  |
| EGS Finansal Kiralama        | 71.400.000.000    | 0,72  |
| T. Vakıflar Bank A.Ş.        | 29.173.000.000    | 0,29  |
| Bükat Taştan                 | 102.000.000.000   | 1,00  |
| Modern Mensucat              | 43.948.000.000    | 0,44  |
| Halka Arz Edilen             | 4.900.000.000.000 | 49,00 |

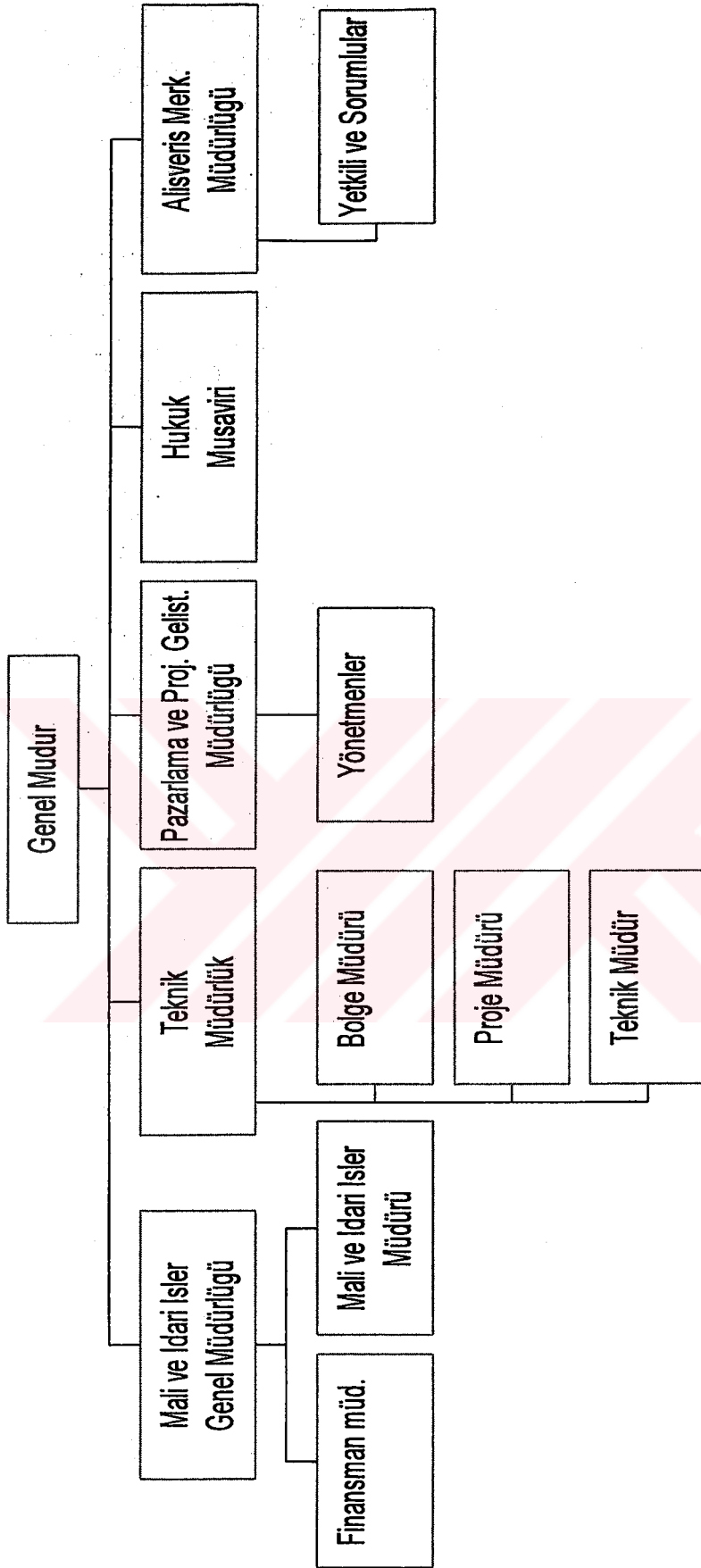
31.01.2001 tarihi itibariyle EGS GYO'da yıl içinde çalışan personelin sayısı 63'dür. Diğer Gayrimenkul yatırım ortaklıklarıyla karşılaştırıldığında oldukça fazla personele sahip şirkette yönetici kademesinde 10 kişi bulunmaktadır. Şirketin organizasyon şeması Şekil 6.2 de belirtilmektedir.

### 6.2.3 Şirketin Portföy Yapısı ve Yatırım Stratejisi

EGS Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının portföyündeki gayrimenkuller incelendiğinde, tamamına yakını ticari gayrimenkullerin oluşturduğu görülmektedir. Alan çalışmasında yapılan görüşmeler sonucunda, şirketin bu tip gayrimenkullere yatırım yapmasının sebepleri, Türkiye'de eksik olan bir alanda yatırım yapmak ve şirket gelirinin sürekliliği için gayrimenkul kiralarından yararlanmak olduğu belirtilmiştir.

Gelecek dönemde hedeflenen projelerle ilgili üst düzey yönetim, risk oranını azaltmak ve portföy çeşitliliği sağlamak amacıyla toplu konut projelerine yatırım yapma kararı almıştır. Aşağıdaki tabloda şirketin portföyündeki projeler ve değerleri gösterilmektedir.





Şekil 6.2. EGS GYO Organizasyon Şeması

**Tablo 6.6. EGS GYO Portföy Tablosu**

| <b>EGS G.Y.O</b>                    |                            |                                       |                                              |                                            |
|-------------------------------------|----------------------------|---------------------------------------|----------------------------------------------|--------------------------------------------|
| <b>Portföydeki Varlıklar</b>        | <b>Alan(m<sup>2</sup>)</b> | <b>Alış Maliyeti<br/>(milyon T.L)</b> | <b>Ekspertiz<br/>Değeri<br/>(Milyon T.L)</b> | <b>Portföy<br/>Değeri<br/>(Milyon T.L)</b> |
| EGS Shopping Park İzmir             | 43.775                     | 11.749.234                            | 33.700                                       | 33.632.824                                 |
| İzmir Menderes'de arsa              | 101.051                    | 67.717                                | 133.000                                      | 133.000                                    |
| Denizli business Park Faz 1         | 45.587                     | 8.093.075                             | 22.888.800                                   | 22.549.146                                 |
| Denizli business Park Faz 2         | 65.000                     | 3.530.881                             | 26.723.200                                   | 11.301.616                                 |
| EGS Business Park Yeşilköy-İST      | 95.075                     | 51.558.000                            | 72.979.196                                   | 68.886.756                                 |
| Basmane Business&Trade Center İzmir | 97.640                     | 3.745.946                             | 120.550.000                                  | 55.388.795                                 |

EGS Denizli Business Park projesi, çok sayıda tesisi bünyesinde toplamayı hedefleyen 380.000 m<sup>2</sup> lik inşaat alanına sahip alışveriş, eğlence, kongre ve fuar merkezi kompleksidir. Projenin iş ve konaklama merkezi olarak planlanmış 2. Fazı da 15.000 m<sup>2</sup> büyüklüğünde bir otel ile 50.000 m<sup>2</sup> büyüklüğünde bir işmerkezinden oluşmaktadır.

EGS Business Park Yeşilköy, yerli ve yabancı şirketlerin uluslararası standartlarda teknik altyapısı tamamlanmış, birinci sınıf ofis ve alışveriş merkezi ihtiyaçlarını karşılamak üzere geliştirilmiştir. 96.000 m<sup>2</sup> kapalı park alanına sahip EGS Business Park, 12.500 m<sup>2</sup> lik taban alanında yükselmekte olup, kalan bölümü otopark ve yeşil alan olarak tasarlanmıştır.

EGS Shopping Par İzmir projesi, 17.229 m<sup>2</sup> lik bir arazi üzerinde, 12.240 m<sup>2</sup> lik taban alanında otopark ve üç kata yayılan mağaza alanıyla hizmet vermektedir. 21 Kasım 1999 da açılışı yapılan proje, bölgenin moda, alışveriş ve eğlence ihtiyaçlarına cevap vermektedir.

Portföydeki diğer proje olan Basmane Business and Trade Center projesi, 20.866 m<sup>2</sup> lik bir arsa üzerinde konferans, tiyatro, sinema, sergi salonları, ofis bloğu, otel ve alışveriş merkezi kompleksi ve ayrıca, 6.068 m<sup>2</sup> lik arsa üzerinde yaklaşık 35.000 m<sup>2</sup> lik bir katlı otoparkın yap-işlet-devret modeli çerçevesinde inşa edilmesini içermektedir.

#### **6.2.4 EGS GYO'da Karşılaşılan sorunlar**

Yapılan alan çalışması sonucunda EGS GYO'nun kuruluş, halka arz ve faaliyet aşamasına kadar çeşitli sorunlarla karşılaştığı tespit edilmiştir.

Kuruluş aşamasında karşılaştığı en önemli sorunlar “gayrimenkul yatırım ortaklığı” konusunda yeterli bilgi ve tecrübeye sahip deneyimli eleman bulamamak olmuştur. Bu soruna diğer GYO’lar da da rastlanılmıştır. Ülkemiz için yeni bir sektör olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları, artık daha iyi incelenmiş ve tanınmış bir konu olmakta ve insanlar bu konuda yeni yeni bilgilenmektedir. Şirketin karşılaştığı diğer bir sorun ise, uymak zorunda olduğu kanun ve kararnameleleri yeteri kadar tanımamış olmasıdır.

- Halka arz aşamasında karşılaşılan en önemli sorun ise, yatırımcıların gayrimenkul yatırım ortaklığını bir yatırım türü olarak tanımamış olmasıdır. Ülkemizde GYO hisse senetleri yeni yeni tanınmakta ve avantajları bilinmektedir ve bu yüzden GYO’lar yeterli ilgiyi görmek için bir süre beklemek zorunda kalmışlardır. Ayrıca halka arz aşaması sürecinde çok fazla bürokratik engellerin olması yine şirketin karşılaştığı önemli bir sorun olarak belirtilmiştir.

Faaliyet sırasında ise aşağıdaki sorunlarla karşılaşmıştır.

- Kayıt dışı çalışan inşaat sektörüyle rekabet edememeleridir. Bu sorun Türkiye’de ki bütün GYO’ların ortak görüşüdür.
- Tamamlanan projelerin işletme hakkını başka bir firmaya devretme zorunluluğu. GYO’lar portföylerinde bulunan gayrimenkulleri kendileri işletmek istemektedirler. Ancak işletme hakkının üçüncü bir şirkete devredilme zorunluluğunun olması dolayısıyla kağıt üstünde üçüncü bir şirket olarak görünen fakat gerçekte ortakları oldukları şirkete vermektedirler.
- Gayrimenkul değerlemelerini yapan “Ekspertiz Şirket”lerinin yeterli sayıda olmaması ve uygulamada doğru ve yeterli tekniklerin kullanılmaması.

## **6.3 İhlas Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı**

### **6.3.1 Şirket Bilgileri**

İhlas GYO, SPK’nın GYO’ya ilişkin düzenlemelerinden yazılı amaç ve konularla iştigal etmek üzere 23 Aralık 1997 de 10 Milyon Dolarlık gayrimenkul portföyü ile kurulmuştur. Şirket 14 Aralık 1999’da halka arz edilmiştir. Tablo 6.7’de şirket bilgileri görülmektedir.

**Tablo 6.7 İhlas GYO şirket bilgileri**

| <b>İHLAS G.Y.O</b> |                                         |
|--------------------|-----------------------------------------|
| Şirketin Adı       | İhlas Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş |
| Kuruluş Tarihi     | 23 Aralık 1997                          |
| Kayıtlı sermayesi  | 10 Trilyon T.L                          |
| Ödenmiş Sermayesi  | 5.833 Trilyon T.L                       |
| Halka arz tarihi   | Aralık 1999                             |
| Halka Arz Fiyatı   | 2.050 TL                                |
| Portföy değeri     | 14.7 trilyon T.L                        |

### 6.3.2 Şirketin Ortaklık Payları ve Organizasyon Yapısı

Şirket, 1999 yılında hisselerinin %49'u halka açmış ve toplam portföy değerini 30 milyon doların üzerine çıkarmıştır. Şirketin ortaklık payları ve oranları Tablo 6.8'de belirtilmiştir.

**Tablo 6.8 İhlas GYO Ortaklık Payları**

| <b>İHLAS G.Y.O.</b>            |                                |                     |
|--------------------------------|--------------------------------|---------------------|
| <b>Ortağın Ticaret Unvanı</b>  | <b>Sermaye Payı(Milyon TL)</b> | <b>Pay Oranı(%)</b> |
| İhlas Holding A.Ş              | 2.385.000                      | 40,54               |
| Bisiklet Pazarlama San.ve Tic. | 540.000                        | 9,18                |

İhlas GYO'da 31.01.2001 tarihi itibarıyla 12 kişi görev yapmaktadır. Genel müdürlüğe bağlı departmanlar, muhasebe, finans, halkla ilişkiler, mimarlık-teknoloji, idari-hukuk ve yönetici analist ABD ofisi olarak diğer GYO'lardan örgüt şeması olarak farklılık göstermektedir.

Şirket Ağustos 1999'da NAREIT'e kurumsal üye olan ilk ve tek GYO olmuştur. İhlas GYO'nun ABD'ye Türkiye'deki GYO sektörünü tanıtmaya açısından bu üyelik çok önemlidir.



**Şekil 6.3. İhlas GYO Organizasyon Şeması**

### 6.3.3 Şirketin Portföy Yapısı ve Yatırım Stratejisi

İhlas GYO, genellikle konut ve arsa portföyüne sahip bir gayrimenkul yatırım ortaklığıdır. Tablo 6.9’da portföy tablosu ve değerleri belirtilmiştir.

**Tablo 6.9 İhlas GYO Portföy Tablosu**

| İHLAS G.Y.O                           |                       |                            |                               |                             |
|---------------------------------------|-----------------------|----------------------------|-------------------------------|-----------------------------|
| Portföydeki Varlıklar                 | Alan(m <sup>2</sup> ) | Alış Maliyeti (milyon T.L) | Ekspertiz Değeri (Milyon T.L) | Portföy Değeri (Milyon T.L) |
| İst.Büyükçekmece Marmara Evleri       | 43 adet               | 299.900                    | 1.108.500                     | 1.108.500                   |
| İstanbul Tarabya (2 adet villa)       | 3.970                 | 1.362.604                  | 2.427.564                     | 2.427.564                   |
| İzmir Bornova'da arsa                 | 4.824                 | 363.605                    | 1.236.000                     | 1.236.000                   |
| İstanbul Büyükçekmece Villa           | 8 adet                | 90.928                     | 1.760.684                     | 1.760.684                   |
| İst.Büyükçekm.Marmara Evleri(2.kısım) | 141 daire             | 1.705.650                  | 3.473.500                     | 3.473.500                   |
| İstanbul Çekmeköy'de arsa             | 26.126                | 1.418.150                  | 1.580.375                     | 1.429.376                   |

Genel olarak portföy tablosunda iki farklı şehirde olmak üzere arsa, daire ve villalar olduğu görülmektedir.

İhlas Holding tarafından geliştirilen ve İhlas İnşaat tarafından yapılan Büyükçekmece Marmara Evleri 1.etap projesi, 700.000 m<sup>2</sup>'lik bir arsa üzerinde 2.704 daire ve 133 villadan oluşmaktadır. Dairelerin büyüklüğü 110-150 m<sup>2</sup> arasında değişmektedir. Villalar ise 675-1350 m<sup>2</sup>'lik arsalar üzerinde inşa edilmiştir.

İstanbul Boğazı'nda yer alan Tarabya'daki villaların büyüklüğü bir arsa için 563 m<sup>2</sup>, diğer arsa için 549m<sup>2</sup>'dir. Arsa, toplam 3.970 m<sup>2</sup> alana sahiptir. Söz konusu arsanın bir tarafında koru diğer tarafında villalar mevcuttur.İzmir Bornuva'da bulunan arsanın toplam büyüklüğü 4.824 m<sup>2</sup>'dir. Arsa üzerinde toplam kullanılabilir alan 4 kat üzerinde 6.804 m<sup>2</sup>'dir. İhlas GYO, diğer arsa sahipleriyle birlikte taşınmaz üzerinde iş ve alışveriş merkezi projesi geliştirmektedir.

Şirketin şu an devam etmekte olan İhlas Marmara Evleri 2. Etap projesi, 2186 apartmandan oluşmaktadır. 4 Eylül 1998'de imzalanan sözleşmeye göre İhlas GYO İhlas Holding'den 141 daireyi alarak portföyüne dahil etmiştir.

İhlas GYO, Çekmeköy'de bulunan 26.126 m<sup>2</sup>'lik arsasının üzerine bahçeli 21 adet villa inşa edecektir. Şu anda planlama aşamasında bulunan projede yüzme havuzunun yanısıra pekçok sosyal ve sportif tesisler bulunacaktır.

Kira yoluyla gayrimenkulden kar elde etme yolunu seçmeyen İhlas GYO'da bu uygulama devam edecektir. Şirketin portföyünde bulunan dairelerin satışı ve portföye yeni dairelerin dahil edilmesi suretiyle portföy çeşitliliğinin sürdürülmesi şirketin şu anki ana stratejisi olarak görülmektedir.

İhlas GYO'nun hedefeleri şu şekilde belirtilmiştir.

- Yeni projeler geliştirmek üzere yerli ve yabancı ortaklarla anlaşmalar yapmak,
- Karlılığı artırmak ve yatırımcıların riskini azaltmak amacıyla dengeli bir portföy yapısına sahip olmak,
- Gelişmiş pazarlarla bilgi transferi ve iletişim içerisinde bulunmak ve Türkiye'deki gayrimenkul sektöründeki potansiyel hakkında uluslararası yatırımcılara bilgi aktarmak.
- Geri dönüşü yüksek ve hızlı olan alışveriş ve ticaret merkezleri kurarak yatırım yapmayı sürdürmek.

#### **6.3.4 İhlas GYO'da Karşılaşılan Sorunlar**

İhlas GYO'nun kuruluş aşamasında önemli bir sorunla karşılaşmadığı belirtilmiştir. Ancak şirketin halka açılması o dönemlerde yaşanan kriz nedeniyle 1,5 sene sürmüştür.

Diğer GYO'lar gibi İhlas GYO da SPK mevzuatındaki bazı maddelerin gayrimenkul yatırım ortaklıkları için sorun yarattığını düşünmektedir. Şirketin kendi portföyünü işletmemesi ve menkul kıymetlere yatırımdaki kısıtlama oranlarının çok detaylı olması bu sorunlardan bazılarıdır.

Değerleme şirketlerinin sayısının az olması da yine İhlas GYO açısından önemli bir problem olarak görülmektedir. SPK tarafından geçerli sayılan iki adet değerleme şirketinin yeterli olmadığı düşünülmektedir.

İhlas GYO'nun faaliyet aşamasında karşılaştığı sorunlar aşağıdaki şekilde belirtilmiştir.[6]

- Proje geliştirmede karşılaştırılan altyapı ve arazi yetersizliği,
- SPK Mevzuatına göre menkul kıymetlere yatırımdaki kısıtlama oranlarının fazla detaylandırılmış olması,
- Şirketin kendi portföylerini işletmemesi,
- Vergi avantajlarının kayıtdışı ekonomi sebebiyle etkisiz hale gelmesi,

- Ekspertiz şirketlerinin sayısındaki yetersizlik

#### 6.4 İktisat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

##### 6.4.1 Şirket Bilgileri

İktisat GYO, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 25 Mayıs 2000 tarih ve 58/867 sayılı izni ile 7 Temmuz 2000 tarihinde tescil edilerek kurulmuştur. Şirketin kayıtlı sermaye tavanı 200 Trilyon TL, çıkarılmış sermayesi ise 10,850 trilyon TL dir.

Şirketin sermaye ve ortaklık yapısı, grubun bankacılık, finans ve gayrimenkul pazarlama alanlarındaki birikimini gayrimenkul yatırım ortaklığına yansıtmak şeklinde oluşturulmuştur. Şirket bilgileri Tablo.6.10' da belirtilmiştir.

**Tablo 6.10.** İktisat GYO şirket Bilgileri

| İKTİSAT G.Y.O     |                                           |
|-------------------|-------------------------------------------|
| Şirketin Adı      | İktisat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş |
| Kuruluş Tarihi    | 7 Temmuz 2000                             |
| Kayıtlı sermayesi | 200 Trilyon                               |
| Ödenmiş Sermayesi | 10 Trilyon 850 Milyar T.L                 |
| Halka arz tarihi  | -                                         |
| Portföy değeri    | -                                         |

31.03.2001 tarihi itibarıyla şirket henüz halka açılmamış olup, portföy değeri Sermaye Piyasası Kurulu tarafından resmi olarak ilan edilmemiştir.

##### 6.4.2 Şirketin Ortaklık Payları ve Organizasyon Yapısı

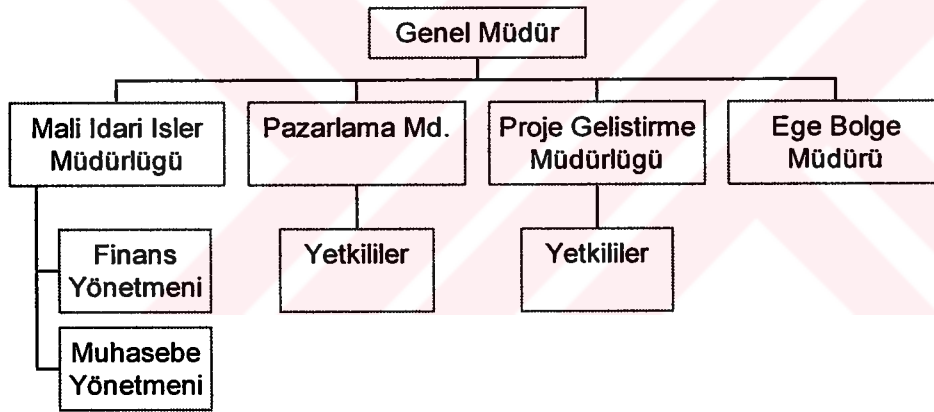
Sermaye piyasası mevzuatı kapsamında başta %73 oranında paya sahip lider girişimci ortak İktisat Bankası olmak üzere İktisat Grubu şirketlerinin ortaklıkta payları bulunmaktadır.2001 yılı 1.yarısı şirketin ortaklıkları ve payları Tablo 6.11'de belirtilmiştir.



**Tablo 6.11 İktisat GYO ortaklık tablosu**

| <b>İKTİSAT G.Y.O.</b>         |                                |                      |
|-------------------------------|--------------------------------|----------------------|
| <b>Ortağın Ticaret Unvanı</b> | <b>Sermaye Payı(Milyon TL)</b> | <b>Pay Oranı (%)</b> |
| İktisat Bankası T.A.Ş         | 7.953.637.028                  | 73,30                |
| Avrupa ve Amerika Holding A.Ş | 835.176.206                    | 7,70                 |
| Showpa A.Ş                    | 2.059.186.765                  | 18,98                |
| Erol Aksoy                    | 1.000.000                      | 0,01                 |
| Cenap Önal                    | 1.000.000                      | 0,01                 |

İktisat GYO’da Pazarlama-PR Müdürü, Proje Geliştirme Müdürü, Mali İdari İşler Müdürü ve Ege Bölge Müdürü Genel müdüre bağlı olarak çalışmaktadır. Şirketin organizasyon şeması Şekil.6.4 de belirtilmiştir.



**Şekil 6.4 İktisat GYO Organizasyon Şeması**

Şirketin Yönetim Kurulu, ikisi bağımsız üye olmak üzere toplam beş kişiden oluşmaktadır.

#### **6.4.3 Şirketin Portföy Yapısı ve Yatırım Stratejisi**

İktisat GYO’nun stratejik yatırım alanları, orta ve üst gelir grubunun konut ihtiyacına hitap eden kaliteli, az katlı villa tipi konutlar, ekonomik aktivitenin canlı olduğu büyük şehirlerde A sınıfı modern ofisler ve turizm sektörünün türkiye’deki gelişimini yakalamaya yönelik olarak orta üstü sınıfa hitap eden otel ve tatil köyü gibi turistik tesislerdir.

Şirket henüz halka açılmamış olduğu için 2001 nisan ayı itibariyle resmi portföy değeri tablosu henüz oluşmamıştır.

İktisat GYO'nun portföyüne aldığı projeler şu şekilde belirtilmiştir.

- 1) Zincirlikuyu İş Merkezi Projesi. Türkiye'nin finans merkezi olarak bilinen Maslak-Levent hattında yer alacak olan proje, 5 bodrum kat, zemin kat ve 10 normal kat olmak üzere 16 kattan oluşan A sınıfı akıllı ofis binası niteliğinde tasarlanmıştır.
- 2) Bodrum-Torba'da Otel Projesi. 3 yıldızlı otel olarak planlanan proje, 18.650 m<sup>2</sup>'lik alan üzerinde yer almaktadır. Toplam inşaat alanı 5.400 m<sup>2</sup> olacak olan proje kapsamında 80 odalı otel, sosyal merkez, 28 apart birim, 2 adet yüzme havuzu, tenis kortları, café-restoran ve rekreasyon alanları yer almaktadır.
- 3) Bodrum-Villa projesi. Gümüşlük beldesinde gerçekleşecek villa projesi, orta ve orta üstü gelir grubuna hitap edecek biri 53 siğeri 28 konutluk iki fazdan oluşmaktadır.
- 4) İktisat Bankası Genel Müdürlük Binası-İstanbul. Halen İktisat Bankası tarafından kullanılmakta olan 2.400 m<sup>2</sup> arsa üzerindeki 2 bodrum, 7 normal kattan oluşan binanın satın alınıp, tekrar İktisat Bankası'na kiralanması suretiyle değerlendirilmesi planlanmaktadır.

Yapılan alan çalışmasında İktisat GYO portföyünün;

- Konusal (ofis, otel, konut)
- Sektörel (finans, turizm)
- Bölgesel( İstanbul, Ankara, İzmir, Bodrum.vs.)
- Gelir tipine göre(kira gelrii, konut satış, turizm işletmeciliği)

şeklinde çeşitlendirildiği, böylece piyasada meydana gelecek olan dalgalanmalara karşı riskin azaltılacağı belirtilmiştir.

Geliştirme projelerinin getirilerinin yeni geliştirme projelerine doğrudan aktarılabilmesi ve şirket sabit giderlerine kaynak yaratabilmesi amacıyla İktisat GYO portföyü ana portföy ve destek portföyü olmak üzere ikiye bölünmüştür.

#### 6.4.4 İktisat GYO'da Karşılaşılan Sorunlar

İktisat GYO'ya göre, gayrimenkul değerlendirme merodlarının, GYO'nun, bir projenin halka açılarak, özsermaye kullanılmadan projenin halktan gelecek para ile

oluşturulmasına dayanan mantık ile çelişkili olduğu düşünülmektedir. Bu da yaşanan büyük bir sorun olarak belirtilmiştir.

Şirketin çalışmalarında yaşadığı diğer önemli sorun ise, GYO'ların ülkemizde yeterince tanınmamasıdır. Yatırımcıları GYO'lara yatırım yapmaya çekmek zor olmaktadır.

Diğer GYO'larda karşılaşılan SPK'nın uyguladığı kurallardaki uygulama zorlukları ve getirdiği kısıtlamalar İktisat GYO tarafından da önemli bir sorun ve GYOların gelişimini etkileyen olumsuz bir faktör olarak görülmektedir.

## 6.5 İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

### 6.5.1 Şirket Bilgileri

İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, ayrı ayrı faaliyetlerini sürdüren Merkez Gayrimenkul Yatırım ve Proje Değerlendirme A.Ş'nin tüm aktif ve pasiflerinin İş Gayrimenkul Yatırım ve Proje Değerlendirme A.Ş'ne devredilmesi sonucu gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmüştür.

**Tablo 6.12 İş GYO Şirket bilgileri**

| İŞ G.Y.O          |                                      |
|-------------------|--------------------------------------|
| Şirketin Adı      | İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş |
| Kuruluş Tarihi    | 6 Ağustos 1999                       |
| Kayıtlı sermayesi | 500 Trilyon T.L                      |
| Ödenmiş Sermayesi | 91 Trilyon T.L                       |
| Halka arz tarihi  | 1-3 Aralık 1999                      |
| Halka Arz fiyatı  | 1.400 TL                             |
| Portföy değeri    | 184 Trilyon T.L                      |

Sermaye Piyasası Mevzuatına göre 63,5 Trilyon TL çıkarılmış sermaye ve 500 Trilyon TL kayıtlı sermaye tavanı ile gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşen şirket, 6 Ağustos 1999'da kurulmuş ve aynı yılın Aralık ayı başında sermayesini 70 Trilyon TL'ye yükselterek halka açılmıştır.

### 6.5.2 Şirketin Ortaklık Payları ve Organizasyon Yapısı

31 Ocak 2001 tarihi itibarıyla şirketin %47,13'ü Lider Girişimci olan Türkiye İş Bankası A.Ş.'ye aittir. Geriye kalan diğer hisseler ise halka açık kısmı

oluşturmaktadır. Aşağıdaki tabloda ortaklığın sermaye payları ve oranları belirtilmektedir.

**Tablo 6.13 İş GYO Ortaklık payları**

| <b>İŞ G.Y.O.</b>              |                                |                     |
|-------------------------------|--------------------------------|---------------------|
| <b>Ortağın Ticaret Unvanı</b> | <b>Sermaye Payı(Milyon TL)</b> | <b>Pay Oranı(%)</b> |
| T.İş Bankası                  | 32.990.000                     | 47,13               |
| Diğer Ortaklar                | 37.010.000                     | 52,87               |

Aynı dönem itibariyle İş GYO’da 9 kişi görev almaktadır. Yapılan alan çalışmasında şirketin kayıtlı bir organizasyon şemasının olmadığı belirtilmiştir. Genel müdüre bağlı ,Mali-İdari İşler, Pazarlama, ve Yatırım-Proje Geliştirme müdürleri faaliyet göstermektedir. Ayrıca İş GYO’da 5 kişilik bir yönetim kurulu görev yapmaktadır

#### **6.5.3 Şirketin Portföy Yapısı ve Yatırım Stratejisi**

İş GYO’nun portföyü, İstanbul İş Kuleleri’nde yer alan Kule 2 ve Kule 3 ofis katları, kuleleri birbirine bağlayan alışveriş merkezi, ticari otopark ve daha önceden genel müdürlük binası olarak kullanılan ankara İş Kulesi’nden oluşmaktadır. Tablo 6.14. de portföydeki varlıklar ve değerleri belirtilmiştir.

**Tablo 6.14. İş GYO Portföy tablosu**

| <b>İŞ G.Y.O</b>                |                            |                                   |                                      |                            |
|--------------------------------|----------------------------|-----------------------------------|--------------------------------------|----------------------------|
| <b>Portföydeki Varlıklar</b>   | <b>Alan(m<sup>2</sup>)</b> | <b>Alış Maliyeti (milyon T.L)</b> | <b>Ekspertiz Değeri (Milyon T.L)</b> | <b>Değeri (Milyon T.L)</b> |
| Ankara İş kulesi ofis katları  | 26.488                     | 21.682.500                        | 47.950.000                           | 47.950.000                 |
| İstanbul beşiktaş’ta arsa      | 7.613                      | 2.702.020                         | 4.948.450                            | 4.948.450                  |
| İstanbul İş Kuleleri kompleksi |                            | 31.914.321                        |                                      |                            |
| İş Kuleleri kule 2 ofis katı   | 28.135                     |                                   | 45.058.465                           | 44.755.980                 |
| İş Kuleleri kule 3 ofis katı   | 28.514                     |                                   | 44.097.471                           | 43.802.819                 |
| İş Kuleleri alışveriş merkezi  | 667                        |                                   | 10.118.017                           | 10.049.730                 |
| İş Kuleleri ticari otopark     | 494                        |                                   | 6.818.160                            | 6.771.520                  |

İş GYO portföyünün tamamına yakınının iş merkezinden oluştuğu görülmektedir. Portföyün tamamının %67’sini oluşturan geliştirme projelerinin tamamı İş Kuleleri’nde yer iş merkezidir.

Ofis Kuleleri, İstanbul 4.Levent mevkiinde yer alan kompleks içerisindeki Kule 2 ve Kule 3'den oluşmaktadır. Kulelerin herbiri toplam 34 ve kiralanabilir 27'şer kattan oluşmakta olup, toplam kiralanabilir net 44.528 m<sup>2</sup> ofis alanına sahiptir.

Ofis binalarının girişinde yer alan çarşı, iki katta toplam 3.639 m<sup>2</sup> net kullanım alanına sahiptir. Toplam 48 adet kiralanabilir mağaza bulunmaktadır. Ofis kuleleri ve çevre iş merkezleri dikkate alındığında alışveriş merkezinin hazır bir tüketici kitlesine sahip olduğu gözlemlenmektedir.

Portföyde yer alan ticari otopark 494 araç kapasitesine sahiptir. Bu otoparkın işletmesinden gelir elde edilmesi planlanmıştır. İş merkezlerinin yoğun olduğu bölgede halen otopark açığı olup, bu otoparkın yüksek bir doluluk oranında çalışacağı hesaplanmıştır. Ayrıca kulelere bitişik konumda yer alan 7.613 m<sup>2</sup> lik arsa da portföyde yer almaktadır.

İş GYO yetkilileri, yatırım stratejilerinin gayrimenkul sektöründeki ve piyasalardaki gelişmelere bağlı olarak , nakit yaratma potansiyeline hazır olan bitmiş gayrimenkule yatırım yapmak olduklarını belirtmiştir.

Şirket, portföyünde yer alacak gayrimenkul türlerinin seçiminde çabuk gelir elde etme dolayısıyla yatırımın hızlı geri dönüşünü kriter olarak almaktadır.

İş GYO, şirketin genel stratejisini;

- Mevcut nitelikli portföyden elde edilecek yüksek kazancın önemli bir kısmını ortaklara kar payı olarak dağıtmak,
- Güçlü ortaklık yapısı ve finansal gücü ile orta vadede aktif büyüme sağlamak,
- Tamamlanma aşamasına gelmiş projelerden elde edilecek gelirle farklı projeler geliştirerek portföy yapısını çeşitlendirmek,
- İnsanların değişen ihtiyaçlarına, zevklerine ve mevcut konut ihtiyacına göre şekil alacak söz konusu projelerle konut ihtiyacının giderilmesine katkıda bulunmak,

olarak belirtmiştir.

#### **6.5.4 İş GYO'da Karşılaşılan Sorunlar**

İş GYO'ya göre SPK mevzuatındaki bazı maddeler uygulamada sorunlara sebep olmaktadır. Menkul kıymetlere yatırımı ile ilgili getirdiği kısıtlamalar ve şirketin kendi portföyünü işletememesi sorun teşkil etmektedir.

Karşılaşılan diğer bir sorun ise, SPK tarafından izin verilen GYO'ların değerlendirilmesini üstlenen resmi ekspertiz şirketlerinin yetersiz kalmasıdır. Ekspertiz şirketlerinin sayı ve nitelik olarak artırılması gerektiğini düşünmektedirler.

## 6.6 Nurol Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

### 6.6.1 Şirket Bilgileri

Nurol GYO, 3 Eylül 1997 tarihinde 1 Trilyon TL ödenmiş sermaye ile kurularak faaliyete geçmiş, Aralık 1999 tarihinde halka açılmıştır. 23.05.2000 tarihinde ödenmiş sermayesi 10 Trilyon TL'ye çıkarılırken, kayıtlı sermayesi 40 Trilyon TL'ye çıkarılmıştır.

**Tablo 6.15 Nurol GYO şirket bilgileri**

| NUROL G.Y.O       |                                         |
|-------------------|-----------------------------------------|
| Şirketin Adı      | Nurol Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş |
| Kuruluş Tarihi    | 3 Eylül 1997                            |
| Kayıtlı sermayesi | 40 Trilyon TL.                          |
| Ödenmiş Sermayesi | 10.000.000.000.000.TL                   |
| Halka arz tarihi  | 8-9 Aralık 1999                         |
| Halka Arz fiyatı  | 2.500 TL                                |
| Portföy değeri    | 20,267 Trilyon                          |

### 6.6.2 Şirketin Ortaklık Payları ve Organizasyon Yapısı

31.01 2001 tarihi itibarıyla, Nurol GYO'nun % 50,90'ı Nurol İnşaat ve Tic. A.Ş.'ye aittir.

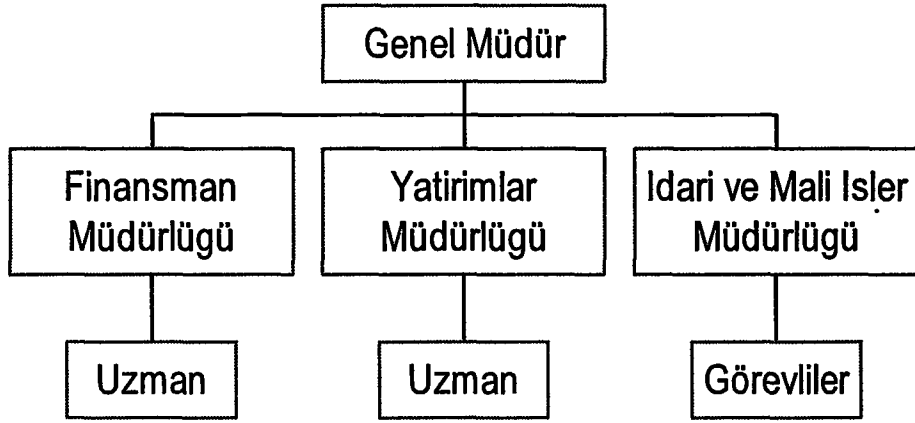
**Tablo 6.16. Nurol GYO ortaklık tablosu**

| NUROL G.Y.O.           |                         |              |
|------------------------|-------------------------|--------------|
| Ortağın Ticaret Unvanı | Sermaye Payı(Milyon TL) | Pay Oranı(%) |
| Nurol İnş. Ve Tic.A.Ş  | 5.069.940               | 50,90        |
| Diğer Ortaklar         | 4.900.000               | 49,00        |

Şirket sermayesinin % 49'unu temsil eden hisse senetleri 08.12.1999- 09.12.1999 tarihlerinde 2.500 TL sabit fiyatla talep toplama yöntemiyle halka arz edilmiştir.

Nurol GYO'da , genel müdüre bağlı olarak, finansman, yatırımlar, idari ve mali işler müdürleri görev yapmaktadır. Şirket toplamında 10 kişi faaliyet göstermektedir.

Şirketin organizasyon şeması Şekil 6.5 de belirtilmiştir. Ayrıca Nurol GYO 5 kişilik bir yönetim kuruluna sahiptir.



**Şekil 6.5 Nurol GYO Organizasyon Şeması**

Nurol GYO'nun destek birimleri ankara'da bulunmaktadır. Bu birimler ankara'da satış ve kontrol görevlerini üstlenmektedirler.

#### 6.6.3 Şirketin Portföy Yapısı ve Yatırım Stratejisi

Nurol GYO, genellikle ticari gayrimenkuller ve konuta dayalı projelere yatırım yapmaktadır. Yatırımlarını, çeşitli projelere dağıtarak herhangi bir projedeki potansiyel riskin şirketi olumsuz etkilemesini önlemeyi hedeflemiştir.

Nurol GYO, yüksek kazanç sağlayacak her türlü projeye SPK'nın zorunlu tuttuğu şartlar çerçevesinde yatırım yapabileceğini düşünmektedir.[6]

**Tablo 6.17 Nurol GYO portföy tablosu**

| NUROL G.Y.O                  |                       |                               |                                     |                                      |
|------------------------------|-----------------------|-------------------------------|-------------------------------------|--------------------------------------|
| Portföydeki Varlıklar        | Alan(m <sup>2</sup> ) | Alış Maliyeti<br>(milyon T.L) | Ekspertiz<br>Değeri<br>(Milyon T.L) | Portföy<br>Değeri<br>(Milyon<br>T.L) |
| Uskumruköy Villaları         | 1.176                 | 450.536                       | 1.035.000                           | 450.536                              |
| Nurol konakları/Ankara       | 15.332                | 6.845.280                     | 16.974.000                          | 6.845.280                            |
| İstanbul Büyükçemece'de Arsa | 590                   | 6.059.044                     | 6.728.821                           | 2.932.752                            |
| Oasis Bodrum                 | 1.280                 | 271.507                       | 1.150.000                           | 1.150.000                            |
| Nurol Maslak Plaza           | 4.265                 | 1.130.417                     | 5.600.000                           | 5.600.000                            |



İstanbul, Sariyer-Zekeriyaköy’de yer alan nurol Uskumruköy Villaları Projesi, 15.660 m<sup>2</sup>’lik alan üzerinde 1.kısımda 13, 2.kısımda 16 olmak üzere toplam 29 adet villayı kapsamaktadır. Herbirinin büyüklüğü 396 m<sup>2</sup> net kullanım alanı olup, 4 kattan oluşmaktadır.

Nurol Konakları, Ankara Gazi Osman Paşa’da, 8.550 m<sup>2</sup>’lik bir alan içerisinde A, B, C blokları,tarihi bağ evi ve spor merkezinden oluşan bir yapı adasıdır. A ve B blokda yer alan 643m<sup>2</sup>’lik 22 daire yüksek teknoloji ve doğayı buluşturmaktadır. C blokta ise, alanları 94 m<sup>2</sup> ile 140 m<sup>2</sup> arasında değişen 36 adet lüks stüdyo daireler yer almaktadır.

Oasis, Bodrum’da 50.000 m<sup>2</sup>’lik alanda, alışveriş üniteleri, kültür merkezi, sinemalar, mini müze, gösteri meydanları, spor alanları, 25.000 m<sup>2</sup>’lik dükkan ve ofis alanı olan 239 bağımsız bölüm, 500 kişi kapasiteli konferans salonu ve açık-kapalı otoparkı bulunan bir komplekstir. Herşeyi ile Nurol İnşaat tarafından yapılan kompleksten, Nurol GYO portföyüne toplam 1.280 m<sup>2</sup> alana sahip 13 adet dükkanı geçirmiştir.

Nurol GYO , Levent-Maslak hattında yer alan Nurol İnşaatın en gözde yatırımlarından olan Nurol Plaza’nın 6 katını portföyüne dahil etmiştir. 710 m<sup>2</sup>’lik 19 ofis katı, 1 tesisat-garaj katı, 3 otopark ve 1 yönetim katından oluşan plaza A sınıfı iş merkezidir.

Yapılan alan çalışması sonucunda, Nurol GYO stratejisi genel olarak şu şekilde belirlenmiştir.

- Nurol GYO düzenli kira geliri getiren gayrimenkullere ve yüksek getirinin hedeflendiği projelere yatırım yaparak minimum riskle şirket değerini artırmayı amaçlamaktadır.
- Nurol GYO sektördeki GYO şirketlerinin çoğunun yaptığı gibi proje çalışmaları için departman kurmak yerine daha karlı olan danışman şirketler aracılığıyla yaptırma yolunu seçmiştir.
- Şirket, projelerinin bir bölümünün temelden satılması yöntemiyle kendi kendini finanse etmektedir.
- Nurol GYO, çeşitli yer ve nitelikteki taşınmaz mal ve oluşumlarını, yatırım ortaklıklarının kuruluş felsefesine uygun şekilde halka açarak hisse sahiplerine güvenli ve istikrarlı nema sağlamak.

#### **6.6.4 Nurol GYO'da Karşılaşılan Sorunlar**

Nurol GYO'nun halak açılması 1,5 sene sürmüştür. Halka arz esnasında ve kuruluş aşamasında çok önemli sorunlarla karşılaşmamıştır. Ancak Nurol GYO A.Ş. GYO'ların halka arzı esnasında belirlenen fiyattan satış yapamama gibi sorunlarla karşılaşılabilceğini düşünmektedir. SPK'nın tesbit ettiği şartlar yerine getirildiği sürece yukarıda açıklanan sorundan başka bir sorunun yaşanmaması gerektiğine inanmaktadır.

Nurol GYO A.Ş. devletin KDV ve alım satım vergisini belirli miktarlarda aşağı çekmesini beklemektedir. Nurol GYO A.Ş. bu vergilerin GYO'lara karşı düzeylerinin yüksek olması gayrimenkul piyasasında bir anlamda haksız rekabet oluşturmaktadır; çünkü genelde GYO piyasasında bu tür vergiler kayıt dışı bırakılmaya çalışılmaktadır.

Aynı zamanda Nurol GYO A.Ş.'ya göre GYO'ların pahalı konutlar yaptığı ve halka inilmediği konusunda şikayetler mevcuttur. Bunun en önemli nedeni arsa fiyatlarıdır. Büyük şehirlerde arsa fiyatları çok yüksektir. Bu yüksek fiyatlar bina maliyetlerine doğrudan yansımaktadır. Bina maliyetinin %50'sinden fazlası arsa olmaktadır. Pahalı arsaya yapılan konut doğal olarak pahalı olmaktadır.

Devlet elinde çok miktarda arazi bulundurmaktadır. Bu arazilerin en kısa sürede imara açılması uygun şartlar ve fiyatlarla GYO'na satılması yoluna gidilmelidir. Başka bir deyişle hazine arazilerinin GYO yoluyla özelleştirilmesi sağlanabilir.

#### **6.7 Osmanlı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı**

##### **6.7.1 Şirket Bilgileri**

Osmanlı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, Temmuz 1997 yılında Osmanlı Bankasının sahip olduğu gayrimenkul portföyünü daha karlı bir şekilde değerlendirmek, likit olmayan gayrimenkulleri likit hale dönüştürmek ve bu gayrimenkuller üzerinde karlı projeler geliştirip uygulayarak yüksek gelir elde etmek amacıyla kurulmuştur. Şirket bilgileri Tablo 6.18 de belirtilmiştir.

**Tablo 6.18 Osmanlı GYO şirket bilgileri**

| OSMANLI G.Y.O     |                                       |
|-------------------|---------------------------------------|
| Şirketin Adı      | Osmanlı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı |
| Kuruluş Tarihi    | 25 Temmuz 1997                        |
| Kayıtlı sermayesi | 50 Trilyon T.L                        |
| Ödenmiş Sermayesi | 15 Trilyon T.L                        |
| Halka arz tarihi  | 19-20 Mart 1998                       |
| Halka Arz Fiyatı  | 1.350 TL                              |
| Portföy değeri    | 30.847,4 Milyar T:L                   |

#### 6.7.2 Şirketin Ortaklık Payları ve Organizasyon Yapısı

19-20 Mart 1998 yılında halka açılan şirketin %49 hissesi 1.350 TL sabit değerle halka arz edilmiştir.

Şirket hisselerinin tamamı yurt içi yatırımcılara satılmıştır. Yurtdışına hisse satışı yapılmamıştır. Yurtiçi yatırımcılar, kurumsal ve bireysel bazda değerlendirildiğinde hisse senetlerinin büyük çoğunluğunun bireysel yatırımcılara satıldığı görülmektedir. Şirketin ortaklıkları ve payları Tablo 6.19 da belirtilmiştir.

**Tablo 6.19 Osmanlı GYO ortaklık payları**

| OSMANLI G.Y.O.         |                         |              |
|------------------------|-------------------------|--------------|
| Ortağın Ticaret Unvanı | Sermaye Payı(Milyon TL) | Pay Oranı(%) |
| Osmanlı Bankası A.Ş    | 7.646.940               | 50,90        |
| Doğuş Holding A.Ş      | 765                     | 0,0051       |
| Garanti holding A.Ş    | 765                     | 0,0051       |
| Ana Yatırım A.Ş        | 765                     | 0,0051       |
| Doğuş Yat. Ve Tic. A.Ş | 765                     | 0,0051       |
| Halka Arz              | 7.350.000               | 49,00        |

01.03.2001 tarihi itibarıyla şirket bünyesinde 4 kişi çalışmaktadır. Şirketin yönetim politikası olarak ciddi bir uzmanlık gerektiren yatırım, araştırma ve inşaat gibi hizmetlerin dışarıdan danışman şirketler yoluyla alınması benimsenmiştir. Bu politika şirketi geniş bir personel istihdam ve maliyetinden uzak tutmaktadır. Ayrıca ihtiyaç duyulan hukuk, finansal danışmanlık, gayrimenkullere ilişkin hizmetler için de şirketin lider girişimcisi olan Osmanlı Bankası ile ortak çalışılmaktadır.

Gayrimenkul yatırım ortaklığı kapsamında şirket bünyesinde danışmanların olması ve az eleman çalışması dolayısıyla örgüt şemaları oluşturulmamıştır.

### 6.7.3 Şirketin Portföy Yapısı ve Yatırım Stratejisi

Osmanlı GYO, 1997 de kuruluşundan hemen sonra yeni projeler geliştirmeye başlamamıştır. İlk aşamada Osmanlı Bankası'nın sahip olduğu gayrimenkulleri alarak bunların kiralari ile sabit bir gelir elde etmeyi amaçlamıştır. Bu şekilde bir projenin geliştirilmesi ve projeden gelir sağlama arasındaki süreçte meydana gelecek ek maliyetlerden uzak kalınması şirketin politikasıdır.

2000 yılının ortalarına kadar şirket portföyünün büyük bir kısmını banka şubesi olarak kiralanan binalardan bir bölümü oluşturmaktadır. Bu binaların tamamı Osmanlı Bankası'na kiraya verilmiştir. Bu şekilde şirket yatırımcısına hem bu binaların değer artışından hem de kira gelirlerinden oluşan iki yönlü bir getiri olanağı sunmaktadır.

Osmanlı GYO'nun portföyündeki gayrimenkuller ve değerleri Tablo 6.20' de belirtilmiştir.

**Tablo 6.20 Osmanlı GYO Portföy Tablosu**

| OSMANLI G.Y.O               |                       |                               |                                     |                                      |
|-----------------------------|-----------------------|-------------------------------|-------------------------------------|--------------------------------------|
| Portföydeki Varlıklar       | Alan(m <sup>2</sup> ) | Alış Maliyeti<br>(milyon T.L) | Ekspertiz<br>Değeri<br>(Milyon T.L) | Portföy<br>Değeri<br>(Milyon<br>T.L) |
| İstanbul Nişantaşın'da bina | 350                   | 215.000                       | 715.050                             | 715.050                              |
| İstanbul Nişantaşın'da bina | 200                   | 135.000                       | 408.600                             | 408.600                              |
| İstanbul Taksim'de bina     | 1.150                 | 848.125                       | 1.763.538                           | 1.763.538                            |
| Maslak'da arsa              | 44.121                | 13.500.000                    | 20.957.475                          | 20.957.475                           |
| Antalya 2000 Plaza          | 3.550                 | 2.331.094                     | 2.548.956                           | 2.503.483                            |
| İstanbul Levent'de bina     | 374                   | 297.950                       | 679.000                             | 679.000                              |
| İstanbul Şişli'de bina      | 1.160                 | 463.150                       | 987.450                             | 987.450                              |
| Ankara Yenışehir'de bina    | 310                   | 502.975                       | 950.600                             | 950.600                              |

Portföyde yer alan banka şubelerinden farklı olarak 2000 yılının Mart ayında Antalya 2000 Alışveriş Merkezini portföyüne dahil etmiştir. 92 adet bağımsız bölümü bulunan 9.000 m<sup>2</sup>'lik ofis, çarşı, sinema ve fast-food bölümlerinden oluşan Plazanın %56,8 hissesi Osmanlı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş'nin mülkiyetindedir. Aynı zamanda 2000 yılının sonuna doğru şirketin amaç ve hedeflerine paralel olarak proje geliştirmenin temelini teşkil edecek 44.121 m<sup>2</sup>'lik İstanbul-Maslak'ta ki bir arsa da portföye banka şubeleri dışında dahil olan yatırımlardan birisidir.

Osmanlı GYO sahip olduğu portföy ile kira geliri elde etmektedir. Şirket mevcut portföyüne yeni gayrimenkul projeleri ekleyerek yatırımcısına düzenli ve yüksek bir kazanç sağlamayı amaçlamaktadır.

#### 6.7.4 Osmanlı GYO’da Karşılaşılan Sorunlar

Şirket yetkilileri ile anket çalışması sırasında yapılan görüşmelerde şirketin kuruluştan faaliyet aşamasına kadar herhangi ciddi bir sorun ile karşılaşmadığı belirtilmiştir. Ancak diğer yatırım ortaklıklarında da olduğu gibi aşağıda belirtilen hususlarda rahatsızlık duymaktadırlar.

- Değerleme yapan şirketlerin proje değerleme kriterlerinin yetersiz bulunması,
- KDV ve harç oranlarında düzenlemelerin yapılması,

#### 6.8 Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

##### 6.8.1 Şirket Bilgileri

Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, Türkiye’de her zaman para piyasalarına ve diğer yatırım araçlarına en iyi alternatif olarak görülen gayrimenkul piyasasına yatırım yapmak üzere, 2,6 Trilyon TL sermaye ile 1996 yılı aralık ayında kurulmuştur. Haziran 1998 yılında 5 Trilyon TL sermaye ile halka açılan Yapı Kredi koray GYO, 1999 yılı Haziran ayı içinde sermayesini 10 Trilyon TL’ye çıkarmıştır.

Yapı Kredi Koray Şirket Bilgileri

**Tablo 6.21 Yapı Kredi Koray GYO Şirket Bilgileri**

| YAPI KREDİ KORAY G.Y.O |                                                    |
|------------------------|----------------------------------------------------|
| Şirketin Adı           | Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş |
| Kuruluş Tarihi         | 26 Aralık 1996                                     |
| Halka Arz Tarihi       | 12 Haziran 1998                                    |
| Kayıtlı sermayesi      | 25 Trilyon T.L                                     |
| Ödenmiş Sermayesi      | 10 Trilyon T.L                                     |
| Halka arz tarihi       | Haziran 1998                                       |
| Portföy değeri         | 47 Trilyon T.L                                     |

### 6.8.2 Şirketin Ortaklık Payları ve Organizasyon Yapısı

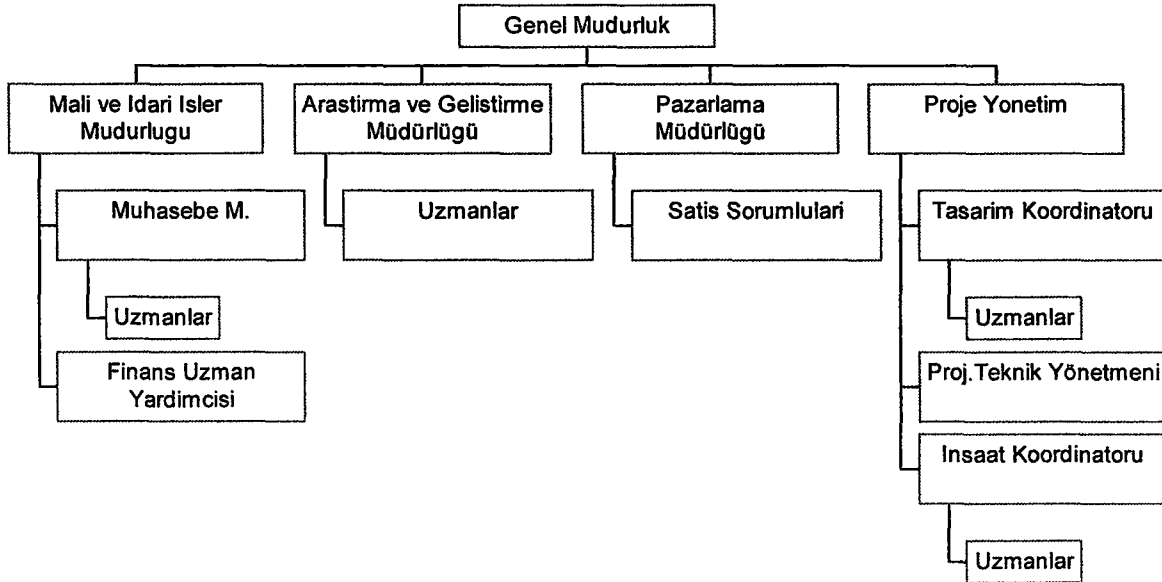
Hisselerinin % 49 'u halka açık olan Yapı Kredi Kredi Koray GYO'nun ortakları ve ortaklık payları aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

**Tablo 6.22** Yapı Kredi Koray GYO Ortaklık Payları

| YAPI KREDİ KORAY G.Y.O.        |                         |              |
|--------------------------------|-------------------------|--------------|
| Ortağın Ticaret Unvanı         | Sermaye Payı(Milyon TL) | Pay Oranı(%) |
| Yapı ve Kredi Bankası A.Ş      | 2.601.000               | 26,00        |
| Koray Yapı Endüstri ve Tic.A.Ş | 2.499.000               | 25,00        |
| Halka Arz                      | 4.900.000               | 49,00        |

Yapı Kredi Koray'ın %26'sı Yapı ve Kredi Bankası A.Ş, %25'i Koray Yapı Endüstrisi ve Tic.A.Ş ortaklığıdır. Yapı Kredi Koray, Türkiye'nin en büyük özel bankalarından biri olan Yapı Kredi'nin finans dünyasındaki ve Koray'ın gayrimenkul ve inşaat alanlarındakini deneyimini birleştiren ideal bir ortaklık yapısına sahiptir.

Şirket 31.01.2001 tarihi itibarıyla 33 kişilik bir kadroyla faaliyette bulunmaktadır. Örgüt bünyesinde Mali ve İdari İşler, Araştırma - Geliştirme, Pazarlama - Satış ve Proje Yönetimi olmak üzere dört ana departman bulunmaktadır. Şirketin organizasyon şeması aşağıdaki şekilde belirtilmiştir.



**Şekil 6.6** Yapı Kredi Koray GYO Organizasyon Şeması

### 6.8.3 Şirketin Portföy Yapısı ve Yatırım Stratejisi

Yapı Kredi Koray, ana stratejisini, gayrimenkul sektöründeki çağdaş ve yüksek getirili gayrimenkul projelerine yatırım yapmak üzere oluşturmuştur. Ortaklık, aktif büyümesi ve düzenli kira getirisi sağlayacak ticari gayrimenkullerle yüksek getirili konut projelerinden dengeli bir portföy oluşturmak suretiyle toplam aktiflerini ve hisselerinin değerini arttırmayı hedeflemektedir.

Şirket yatırım stratejisinin temelini, projenin pazardaki talebe ve rekabete göre konumu, ticari tasarımının doğruluğu ve özgünlüğü, karlılık ve risklerinin portföye uygunluğu oluşturmaktadır.

Tablo 6.23’ de de görüldüğü gibi şirketin ağırlıklı olarak yatırım yaptığı gayrimenkul tipi toplu konutlardır. Portföyünde arsalarında geniş yer alması kısa zaman içinde yeni projeler geliştireceklerinin bir göstergesidir.

**Tablo 6.23 Yapı Kredi Koray GYO Portföy Tablosu**

| YAPI KREDİ KORAY G.Y.O       |                       |                            |                               |                             |
|------------------------------|-----------------------|----------------------------|-------------------------------|-----------------------------|
| Portföydeki Varlıklar        | Alan(m <sup>2</sup> ) | Alış Maliyeti (milyon T.L) | Ekspertiz Değeri (Milyon T.L) | Portföy Değeri (Milyon T.L) |
| İstanbul-İstanbul Projesi    | 215 konutluk          | 2.737.054                  | 11.704.833                    | 2.877.169                   |
| Yapı Kredi Plaza             | 9.720                 | 2.600.101                  | 17.566.655                    | 17.566.655                  |
| Kemer Country (yalıkonaklar) | %19,7’lik kısım       | 1.203.550                  | 1.932.577                     | 1.932.577                   |
| Elit Residences              | 2.040                 | 155.408                    | 4.662.049                     | 4.662.049                   |
| İstanbul Riva’da arsa        | 255.815               | 4.774.977                  | 7.725.298                     | 7.725.298                   |
| Riva Göllü Köyü              | 223.823               | 3.626.751                  | 4.510.902                     | 4.510.902                   |

Yapı Kredi Koray, portföyünde yer alan İstanbul İstanbul Projesiyle birçok ilke imza atmıştır. Orta ve üst düzey genç profesyonellere yönelik, kaliteli ancak uygun satış fiyatı ve ödeme koşullarıyla pazara sunulan Türkiye’deki ilk konut projesi olma özelliğini taşımaktadır. Proje aynı zamanda tamamı bir gayrimenkul yatırım ortaklığı tarafından geliştirilen ve pazarlanan ilk konut projesidir.

Yaklaşık 70 bin m<sup>2</sup>’lik bir arsa üzerine konumlanan İstanbul İstanbul projesi I.fazı , brüt büyüklükleri 188 m<sup>2</sup> ile 274 m<sup>2</sup> arasında değişen 117 adet “townhouse” ve yine brüt büyüklükleri 79 m<sup>2</sup> ile 158 m<sup>2</sup> arasında değişen 39 adet daireden oluşmaktadır. Fönksiyonel olarak tasarlanmış konut ünitelerinin yanı sıra, sosyal aktivite alanlarıyla da desteklenen proje kapsamında yaklaşık 9 bin m<sup>2</sup> lik yapay bir gölet, kapalı ve açık yüzme havuzu, tenis kortları, squash salonları ve restoranı içeren 8.500 m<sup>2</sup>’lik sosyal



klüp ve rekreasyon alanları yer almaktadır. Daire teslimleri 2001 yılında yapılacaktır. Yaklaşık 100 üniteden oluşacak olan II.faz ise 2001 yılının ortalarında başlayacaktır.

İstanbul'un en prestijli binalarının yer aldığı Levent-Maslak hattında yer alan Yapı Kredi Plaza, Türkiye'de uluslararası inşaat kalitesi ve standartlarında inşa edilen ilk ofis kompleksidir. Yapı Kredi Koray, Yapı Kredi Plaza A ve c Blok'da yer alan 21 bağımsız üniteden oluşan toplam 9.720 m<sup>2</sup>'lik 10 ofis katını Aralık 1996'da satın almıştır.

Ortaklığın 1998 yılında Kemer Country Yalikonaklar projesindeki 68 üniteye yatırım yapmıştır. Proje bütününde yaklaşık 750 üniteyi içeren villa, townhouse ve daireler, Kemer Golf&Country Clup, uluslararası standartlarda 18 delikli golf sahası, tenis kortları vb. Rekreasyonel aktiviteler yer almaktadır.

Elit Residences Projesi, 4 Nisan 1998 yılında şirketin portföyüne dahil edilmiştir. 21.yy'ın yaşam ve konfor standartlarına uygun olarak tasarlanan proje, Şişli'de yaklaşık 4.500 m<sup>2</sup>'lik arsa üzerine konumlanmıştır. Yapı Kredi Koray bünyesine tamamı boğaz manzaralı sekiz bağımsız üniteyi içeren 2.040 m<sup>2</sup>'lik 4 katı geçirmiştir.

#### **6.8.4 Yapı Kredi Koray GYO'da Karşılaşılan Sorunlar**

Yapılan alan çalışması sonuçlarında Yapı Kredi Koray GYO yetkilileri, şirketin kuruluş aşamasında, halka arz aşamasında ya da faaliyet aşamasında herhangi ciddi bir sorunla karşılaşmadıklarını belirtmiştir. Ancak halka arz aşamasında bir takım prosedür yoğunlukları ile karşılaşmıştır.

Faaliyet aşamasında ise, yapsatçı müteahhitlere karşı vergisel açıdan haksızlıklara uğradıklarını ve durumun düzeltilmesi istediklerini belirtmişlerdir.

### **6.9 Maya Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı**

#### **6.9.1 Şirketin Şirket Bilgileri**

Maya Şirketler Topluluğu, grubun orta ve büyük ölçekli gayrimenkul geliştirme faaliyetlerini tek bir çatı altında toplamak amacıyla şirketlerinden birini 17 Mayıs 2000 tarihinde Maya Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş' ye dönüştürmüştür. Maya GYO ağırlıklı olarak, üst gelir gruplarına yönelik yerleşim birimleri, A sınıfı ofisler,

alışveriş merkezleri ve oteller geliştirmek üzere kurulmuştur. Şirket henüz halka açılmamıştır.

**Tablo 6.24 Maya GYO Şirket Bilgileri**

| <b>MAYA G.Y.O</b> |                                        |
|-------------------|----------------------------------------|
| Şirketin Adı      | Maya Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş |
| Kuruluş Tarihi    | 17 Mayıs 2000                          |
| Kayıtlı sermayesi | 30 Trilyon TL.                         |
| Ödenmiş Sermayesi | 7.650.000.000.000.TL.                  |
| Halka arz tarihi  | -                                      |
| Portföy değeri    |                                        |

#### **6.9.1 Şirketin Ortaklık Payı ve Organizasyon Yapısı**

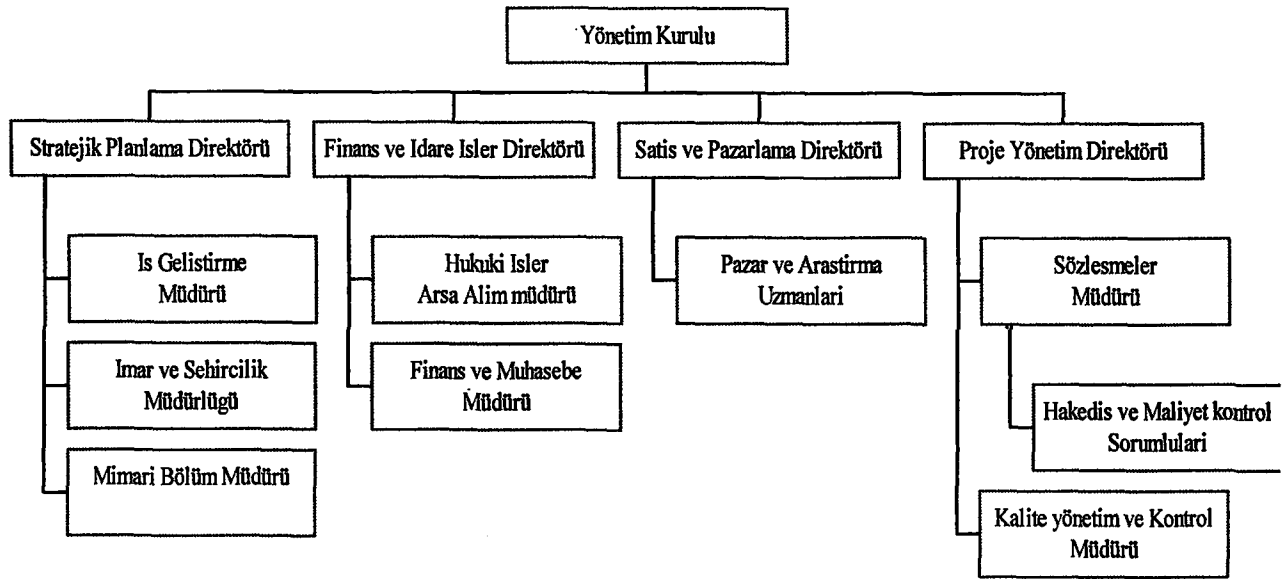
Henüz halka açılmamış olan Maya GYO'nun %65,36 'sına Maya İnşaat Sanayi A.Ş sahiptir. Aşağıdaki tabloda Maya GYO'nun ortaklıkları ve payları belirtilmiştir.

**Tablo 6.25 Maya GYO Ortaklık payları**

| <b>MAYA G.Y.O.</b>            |                                |                     |
|-------------------------------|--------------------------------|---------------------|
| <b>Ortağın Ticaret Unvanı</b> | <b>Sermaye Payı(Milyon TL)</b> | <b>Pay Oranı(%)</b> |
| Maya İnşaat Sanayi A.Ş        | 5.000.000                      | 65,36               |
| Maya Tic.Taahhüt ve İnş.A.Ş   | 2.649.600                      | 34,64               |
| Diğer Ortaklar                | 400                            | 0,01                |

Maya Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı portföyündeki varlıklar, İstanbul Maya Residences'da 133 konut, Çekmeköy'de arsa, Akatlar Park Towers'da ofisler, Maya Akar binasında ofisler ve bodrum-Milas'da bir arsadır. Ancak şirket henüz halka açılmamış olduğu için Portföyündeki projelerin eksper değerleri ve alım-satım değerleri Sermaye Piyasası Kurulu tarafından ilan edilmemiştir.

Maya Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, yönetim kurulu üyeleri dahil olmak üzere 22 kişilik bir kadroya sahiptir. Aşağıda belirtilen şirketin organizasyon şemasında da görüldüğü gibi şirket kapsamında , stratejik planlama, finans ve idare işler, satış ve pazarlama ve proje yönetimi olmak üzere dört departman faaliyet göstermektedir. Ayrıca yönetim kuruluna strateji ve yatırımlar komitesi de danışmalık yapmaktadır. Şirketin organizasyon şeması Şekil 6.7'de gösterilmektedir.



Şekil 6.7 Maya GYO organizasyon şeması

### 6.9.3 Şirketin Portföy Yapısı ve Yatırım Stratejisi

Maya GYO henüz halka açılmamış bir kuruluştur. Bu nedenle portföy değerlerinin açıklanma izni Kurul tarafından verilmemiştir.

Maya GYO, genellikle bitmiş gayrimenkul yerine proje bazındaki gayrimenkulleri portföyüne dahil etmektedir. Şirket, gayrimenkul karı yaratarak büyümeyi hedeflemektedir. Bu varlıkların kira ve satış gelirleri şirketin gelir kaynaklarını oluşturmaktadır.

Maya GYO'nun yatırım politikasının başında İstanbul'un önde gelen yerleşim yerlerinde, profesyonellere ve yöneticilere yönelik, yüksek kaliteli özelliklere sahip dinlenme ve sosyal aktiviteli konutlar geliştirmek gelmektedir. Maya GYO, Maya Grubu'nun mevcut müşteri portföyünden faydalanarak pazarın üst kesimindeki konumunu güçlendirmeyi planlamaktadır.

Maya GYO'nun gelecek dönemdeki yatırım planları, Türkiye'deki artan şehirdışı talebini değerlendirmek için, İstanbul'un yakın çevresinde düşük yoğunluklu şehirdışı konut geliştirme projelerine yatırım yapmaktır. Büyük çaplı konut, otel, iş ve alışveriş merkezi projelerinde uluslararası firmalarla müşterek yatırımlar ve geliştirme projeleri gerçekleştirmek için stratejik ortaklıklar kurmayı düşünmektedir.

Maya GYO yetkililerince açıklanan portföydeki varlıklar aşağıda belirtilmiştir.

- 1) Etiler Maya Residences Projesi. İç mekanların dışarıyla bütünleşmesi anlayışıyla tasarlanan proje toplam 37.000m<sup>2</sup>'lik bir alan üzerinde konumlandırılmıştır. Proje kapsamında 280 konuttan oluşan az katlı 14 blok, 7 katlı iş merkezi, özel yüzme havuzlu ve garajlı 4 villa ve spor merkezinden oluşmaktadır. Maya GYO portföyüne bu projeden 133 konutu dahil etmiştir.
- 2) İstanbul Çekmeköy'de Arsa. Şirket portföyüne dahil ettiği toplam 175.000 m<sup>2</sup> lik arsa üzerine şehir dışı yerleşim projesi gerçekleştirmeyi planlamaktadır.
- 3) Park Towers I. İstanbul, Akatlar semtinde Maya İnşaat tarafından yapımı gerçekleştirilen orta büyüklükte A sınıfı bir ofis binasıdır. Toplam kullanım alanı 3.894m<sup>2</sup>'dir.
- 4) Maya Akar İş Merkezi. İstanbul, Esentepe semtinde 3 Bloktan oluşan A sınıfı ofis binasıdır. Toplam inşaat alanı 69.000 m<sup>2</sup>'dir. Maya GYO, B Blok 24.katı portföyüne dahil etmiştir.

#### **6.9.4 Karşılaşılan Sorunlar**

Şirket yetkilileriyle yapılan görüşmeler sonucunda henüz halka açılmamış olan ortaklığın yaşadığı en büyük sorun, bürokrasik engeller olarak belirtilmiştir. Ayrıca proje değerlendirme yapan şirketlerin değerlemeyi hangi unsurlara göre yaptıklarını açıklamamış olmalarını da doğru bulmamaktadırlar. Ekspertiz şirketlerinin sayısının yetersiz olması da Türkiye'de ki önemli bir açık olarak vurgulanmıştır.

## **7. TÜRKİYE'DEKİ GYO'LAR ÜZERİNDE ALAN ÇALIŞMASI**

### **7.1 Araştırma Tasarımı**

Tez alıőması kapsamında Türkiye'de faaliyet gösteren şirketlere anket çalışması yapılmıştır.Ek.B' de belirtilen soru formu, şirket yetkilileri ile birebir görüőülerek cevaplandırılmıőtır. Sorular incelenen teorik kaynaklardan edinilen bilgiler ve bu konudaki deneyimli kişilerin görüşleri doğrultusunda hazırlanmıştır.

Alan alıőması kapsamında Türkiye'de faaliyet gösteren, halka açılmış veya halka açılmak üzere olan GYO'lar yer almaktadır. Ancak merkezi Ankara'da bulunan Vakıf GYO bu çalıőmaya dahil edilmemiştir.

Görüşmeler sonucunda anket cevapları ve elde edilen bilgiler düzenlenmiş ve SSPS adlı istatistik programı yardımıyla değerlendirilmiştir.Buradan yola çıkarak Türkiye'deki GYO'ların durumları tablo haline getirilerek yorumlanmıőtır.

### **7.2 Veri Toplama**

Veri toplama 17 sorudan oluşan soru kağıdı aracılığıyla tarafımdan yapılmış ve tarafımdan uygulanmıőtır. Soruların tümü firma üst düzey yetkililerine yöneltilmiő yaklaşık 1 saat süren görüşmeler sonucunda cevaplar temin edilmiştir.

Soru kağıdının geçerliliğinin sınanması açısından örneklem içinde yer alan iki firma ile n uygulama yapılarak soru kağıdı yeniden düzenlenmiştir.

Sorular birbirini denetleyecek şekilde düzenlenmiştir. Firmalara sorulan sorular, herbir firmanın kuruluşu, yatırım stratejileri, ağırlıklı olarak yatırım yaptığı gayrimenkul tipi ve karşılaştıkları sorunlar gibi özel sorularla birlikte, konu hakkındaki görüőlerini ve yorumlarını da içermektedir.

### 7.3 Veri Analizi ve Sonuçlar

Bu bölümde; 9 örneklem aracılığıyla incelenen Türkiye’deki GYO’ların özellikleri ve durumları değerlendirilecektir. Bulguların sonucu grafikler ve tablolar metin içerisinde verilecektir.

Örneklemi oluşturan şirketlerden 2 tanesi henüz halka açılmamış olup faaliyetlerini sürdürmekte olan şirketlerdir.

#### 7.3.1 rneklemde Yer Alan şirketlerin zellikleri

Anket çalışmasında görüşülen şirketler ve her bir şirketin karakteristik zellikleri Tablo 7.1’de belirtilmiştir.

İncelenen GYO’ların hepsi amaçlarında sınırlama olmaksızın süreli / süresiz olarak ani uslde kurulmuş veya dönüştürülmüş şirketlerdir.

İlk kurulan ve halka arz olunan şirket 1996 yılında alarko olmuştur. Bunu daha sonra 1998 yılı içinde EGS ve Yapı Kredi GYO,1999 yılı içinde de İş, Nurol ve İhlas GYO izlemiştir. Maya ve İktisat GYO’da halka açılmak için gerekli işlemler tamamlanmak üzeredir ve ekonomik dzelmelerle birlikte halka arz gerçekleşecektir.

Tüm GYO’lar Ek.1’de ki Tebliğ’de belirlenen minimum sınır olan %49 oranında halka açıktır. Hisselerin %10 payından fazlasına sahip olanlar incelendiğinde bunların genellikle bankalar ve inşaat sektörünün önde gelen firmaları olduğu tespit edilmiştir.

İnşaat şirketleri projelerini finanse edebilme yolu için, bankalar ise bilançoların aktifinde bulunan yüksek değerdeki gayrimenkullerin bilanço dışına çıkarılabilmesi ve aynı zamanda gelirinin bir bölümünün ve yönetimdeki söz hakkının korunabilmesini sağlayan bir yönetim aracı olarak gayrimenkul yatırım ortaklıkları yoluna gitmişlerdir.

**Tablo 7.1. GYO Örneklemlerinin Özellikleri**

| ŞİRKETLER          | Kuruluş Yılı | Portföy Değeri   | Çalışan Eleman Sayısı | Halka Açılma Tarihi | Halka Açılma Fiyatı |
|--------------------|--------------|------------------|-----------------------|---------------------|---------------------|
| ALARKO GYO         | 31.07.1996   | 50 Trilyon TL    | 9                     | 19-21 Aralık 1996   | 4.100 TL            |
| İKTİSAT GYO        | 07.07.2000   | -                | 13                    | -                   | -                   |
| EGS GYO            | 18.06.1996   | 206 Trilyon TL   | 63                    | 05.03.1998          | 6.750 TL            |
| YAPIKREDİKORAY GYO | 26.12.1996   | 47 Trilyon TL    | 33                    | 12.06.1998          | 3.500 TL            |
| İŞ GYO             | 06.08.1999   | 184 Trilyon TL   | 9                     | 1-3 Aralık 1999     | 1.400 TL            |
| OSMANLI GYO        | Tem.97       | 30 Trilyon TL    | 4                     | 19-20 Mart 1998     | 1.350 TL            |
| MAYA GYO           | 07.05.2000   | -                | 21                    | -                   | -                   |
| NUROL GYO          | 03.09.1997   | 20,26 Trilyon TL | 10                    | 8-9 Aralık 1999     | 2.500 TL            |
| İHLAS GYO          | 23.12.1997   | 14,7 Trilyon TL  | 12                    | 7-8 Aralık 1999     | 2.050 TL            |

### 7.3.2 Türkiye’deki GYO’ların Oluşumunu Etkileyen Faktörler

Ek 2’de belirtilen 12.soru;GYO’ların oluşumunu etkileyen faktörlerin sıralanması, gayrimenkul yatırım ortaklığı kurulmasındaki hızlı artışın nedenlerini anlamak için sorulmuştur. Soruda GYO’ların oluşumunu etkileyeceği olası faktörler sıralanmış ve cevaplayıcılardan her bir faktörü çok etkili, etkili, az etkili, etkisiz seçeneklerinden biriyle değerlendirilmeleri istenmiştir. Tablo 7.2, cevaplayıcıların GYO’ların oluşumunu etkileyen faktörlere ilişkin yargılarını göstermektedir. Tablo’dan da görüldüğü gibi “büyümeye elverişli olma” faktörü ilk sırayı almasına karşın, “likidite kolaylığı” son sırada yer almaktadır.

**Tablo 7.2 Türkiye’deki GYO’ların Oluşumunu Etkileyen Faktörlerin Sıralaması**

| GYOLARIN OLUŞMA SEBEPLERİ | SIRA ORTALAMASI |
|---------------------------|-----------------|
| Büyümeye elverişli olması | 4,31            |
| Planlı Yapılaşma          | 2,69            |
| Vergisel avantajlar       | 2,25            |
| Finansal Destek           | 2,19            |
| Likidite kolaylığı        | 2,00            |

Özellikle 1999 Marmara depremi,Türkiye’deki yatırım anlayışını oldukça etkilemiştir. Bunda iki önemli etken ön plana çıkmıştır. Bu iki etken gayrimenkul piyasasında etkisini çabuk göstermiş, sağlıklı ve güvenli yapılaşmaya olan talebi arttırmıştır.

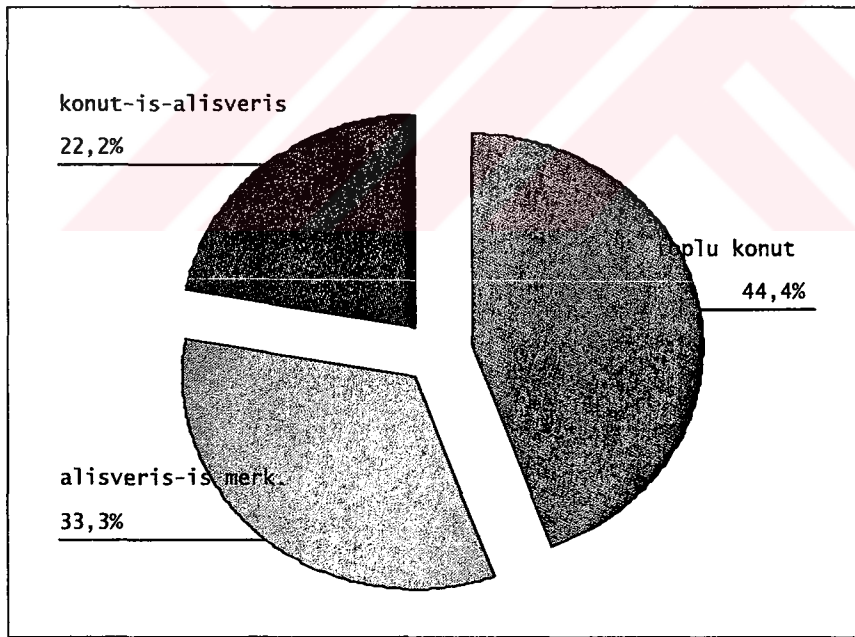


### 7.3.3 Portföydeki Varlıkların Dağılımı

Türkiye’deki GYO’ların portföy varlıklarının dağılımını tespit etmek için 7.soruda şirketlerin ağırlıklı olarak yatırım yaptıkları proje tipleri sorulmuştur. Şekil 7.1 de de görüldüğü gibi, incelemeye konu olan örneklem tesadüfi olmamakla birlikte, yatırım yaptıkları gayrimenkul tipi açısından geniş bir çeşitliliğe sahiptir.

Portföylerdeki varlıkların dağılımı şirketlere göre incelendiğinde %44,4’lük bir oranla toplu konuta yatırım yapıldığı görülmüştür. Bunu %33,3’lük bir oranla alışveriş ve iş merkezini birarada yapan şirketler ve hepsinin bir arada yer aldığı %22,2’lik paya sahip dağılım takip etmektedir. Şirketler genellikle risk faktörünü en azda tutabilmek için portföylerinde çeşitliliğe gitmektedirler. Bu sebepten dolayı inceleme sonuçları da göstermiştir ki, sadece tek bir gayrimenkul tipine yatırım yapan GYO yoktur. Yatırım yapılan gayrimenkul tipi dağılımları Şekil 7.1 de belirtilmiştir.

Şirketlerin büyüklüğü, sermaye yapısı ve gelir elde etme yöntemleri de yatırım yapılacak gayrimenkul tipinde etkili olmaktadır.

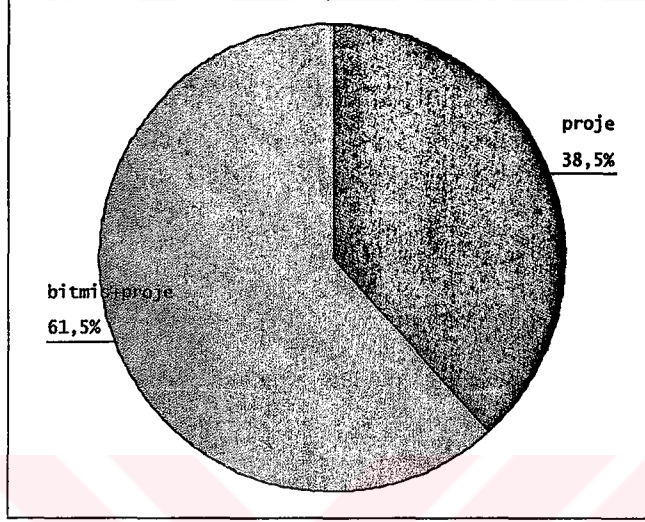


Şekil 7.1. Şirketlerin Yatırım Yaptığı Gayrimenkul Tipleri

### 7.3.4 Türkiye’deki GYO’ların Yatırım Yaptığı Aşamalar

Türkiye’deki şirketlerin gayrimenkule hangi aşamalarda yatırım yapıldığı 9.soruda sorulmuş ve cevaplar doğrultusunda oranları meydana çıkmıştır.

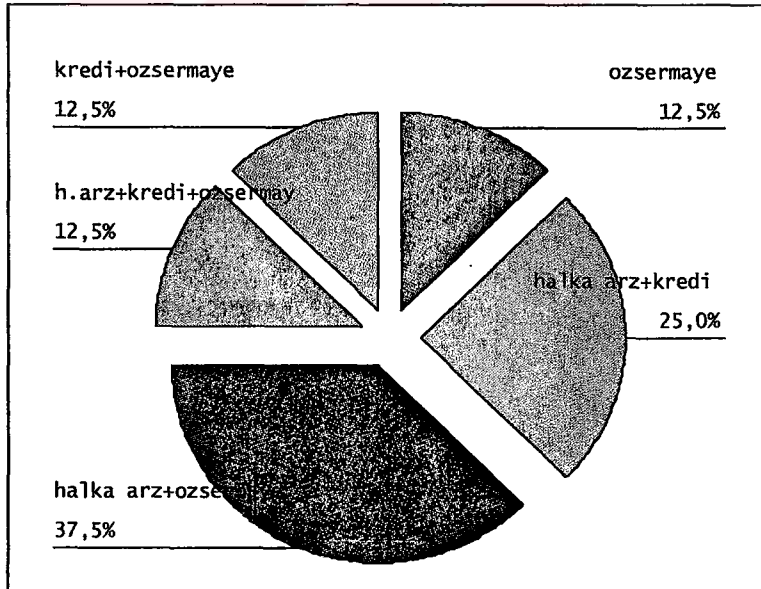
Şekil 7.2 de de belirtildiği gibi genellikle her iki aşamada birden gayrimenkule yatırım yapılmaktadır. Bunun en önemli sebepleri, bitmiş gayrimenkulün nakit yaratma potansiyeline hazır olması ve proje aşamasındaki gayrimenkulün ise gelişmeye ve çeşitliliğe fırsat vermesi olarak belirtilmiştir.



Şekil 7.2. Şirketlerin Gayrimenkule Yatırım Yaptığı Aşamalar

### 7.3.5 Türkiye'deki GYO'ların Finansman Kaynakları

Faaliyet gösteren şirketlerin finansman kaynakları ve değerlendirilmiştir.. Hemen hiç bir şirketin bir tek finansman kaynağı mevcut değildir.



Şekil 7.3. Şirketlerin Finansman Kaynaklarının Dağılımları

Alan çalışması yapılan şirketlerin büyük çoğunluğu halka açılmış olduğu için ülkemizdeki GYO'ların finansman kaynaklarının büyük bir payını halka arz yolundan elde ettikleri fonlar ve özsermayeleri oluşturmaktadır. Ani kuruluş sistemiyle kurulan ortaklıklarda ise kredi kullanımı ve özkaynak kullanımı tespit edilmiştir. Yine finansman kaynaklarında da tüm alternatifleri( kredi, özsermaye, halka arzdan elde edilen fonlar) kullanan ortaklıklar da mevcuttur.

### 7.3.6 Türkiye'deki GYO'ların Gelişimini Sağlayacak Faktörler

14.soruda, Türkiye'de GYO sektörünün gelişimini etkileyebilecek olan faktörler sıralanmış ve cevaplayıcılardan onlara göre en önemli alternatiflerin önündeki parantezin içine 1, diğerlerine sırasıyla 2,3,4,5 şeklinde faktörlerin önem derecelerini belirten rakamlar yazmaları istenmiştir. Bu soruda öncelikle her alternatifin kaç kere birinci olarak işaretlendiğine bakılmış, ikinci olarak da sorudaki işaretlenmiş bulunan önem derecesine göre her alternatife bir farkı verilerek (örneğin 5 alternatifli soruda 1 işaretlenen alternatife 5, 2 işaretlenen alternatife 4, 3'e 2 v.b. şeklinde) her faktörün aldığı toplam puana göre önem dereceleri hesaplanmıştır.

Firmalar arasında GYO gelişimini etkileyecek faktörlere ilişkin yargıları konusunda bir "uyum" olup olmadığını anlamak için Kendall's W testi kullanılmıştır. Kendall W katsayısının 1'e yakın olması sıralamalar karşısındaki uyumunu, 0'a yakın çıkması uyumsuzluğu göstermektedir.

**Tablo 7.3.** Türkiye'deki GYO'ların gelişimini etkileyecek faktörler

| TÜRKİYE'DE GYO GELİŞİMİ ETKİLEYECEK FAKTÖRLER            | SIRA ORTALAMASI |
|----------------------------------------------------------|-----------------|
| Ülke koşullarına uygun yeni standartların geliştirilmesi | 4,75            |
| Mevzuattaki eksikliklerin tamamlanması                   | 4,12            |
| Borç kaynaklarının geliştirilmesi                        | 2,87            |
| Yatırımcıların GYO hakkında bilgilendirilmesi            | 2,25            |
| Rekabetin artması                                        | 1               |

Kendall's W=0.891      p=0.0001

Ankete katılan firmaların bütününün 14.soruya verdikleri yanıtların durumu Tablo 7.3'de görülmektedir. Kendall's W katsayısının 1'e yakın olması da ülkemizdeki GYO'ların görüşleri arasında p=0.0001 önem derecesinde bir uyum olduğunu göstermektedir. Buna göre ülke koşullarına uygun yeni standartların geliştirilmesi ve

mevzuattaki eksikliklerin tamamlanması tüm şirketler tarafından ülkemizdeki GYO sektörünün gelişimi açısından en önemli faktörler olarak belirtilmiştir. Bunu yatırımcıların bilgilendirilmesi takip etmektedir. Çünkü bir çok gayrimenkul yatırım ortaklığının özellikle halka arz aşamasında karşılaştıkları sorunların başında yatırımcıları çekmek ve ortaklığa yatırım yapmalarını sağlamak olmuştur. Firmalar arasındaki rekabet ise ülkemizdeki gayrimenkul yatırım ortaklığı sektörünün gelişmesine katkısı olacak en son faktördür.

### 7.3.7 Türkiye’de Karşılaşılan Sorunlar

Tüm şirketler arasında varılan ortak nokta, 13.soruda verilen cevaplar doğrultusunda, değerlendirme yapan ekspertiz şirketlerinin sayısının yetersiz olduğu ve kullandıkları proje değerlendirme kriterlerinin yetersiz bulduklarıdır. Halen ülkemizde sadece iki ekspertiz şirketi mevcuttur ve bunlardan birinin merkezi İstanbul’da diğerinin ise Ankara’dadır. Bu sebeple GYO’lara istenilen zamanda ve düzeyde hizmet aktarmasında aksaklıklar çıkmaktadır. Bu da ülkemizde gayrimenkul yatırım ortaklıkları uygulamasında standartlaşması gereken bir konu olarak görülmektedir.

Şirketlere kuruluşlarından faaliyet aşamasına kadar karşılaştıkları sorunlar sorulmuş ve bunların neler olduklarının belirtilmesi istenmiştir. 4 firma hiçbir sorunla karşılaşmadıklarını belirtmiştir. Bunun dışındaki şirketlerde karşılaşılan sorunlar aşağıda belirtilen şekilde özetlenebilir..

- 1) GYO’ların halka arz aşamasında karşılaştığı en önemli sorun yeterince tanınan bir yatırım türü olmamasıdır. Yatırımcılar GYO’lar hakkında yeterli bilgiye sahip değildir ve bu alanda yatırım yapmaya çekinmektedirler.
- 2) Mevzuatla ilgili sorunlar: GYO’ların işletmecilik faaliyetlerinde bulunamamaları, menkul kıymetlere yatırımındaki kısıtlama oranlarının çok detaylı olması ve GYO’ların değerlendirmesini üstlenen ekspertiz şirketlerinin sayısının yetersiz olması tüm şirketler tarafından mevzuatta düzeltilmesi gereken hususlar olarak belirtilmiştir.
- 3) GYO’lar kuruldukları andan itibaren bünyelerinde çalıştıracak bu konuda eğitilmiş ve tecrübeli personel bulamamaktadır.
- 4) GYO’lar tüm işlemlerinde KDV ödemektedirler. GYO’lar dışında hiçbir şirket gerçek işlem fiyatlarını yansıtmamaktadır. Ayrıca stopaj ve damga vergileri

konularında GYO'lar aleyhine bir durum söz konusudur. GYO'lardan gayrimenkulün değeri ile orantılı ve bir üst limiti olmayan harçlar alınmaktadır.

- 5) Mevcut sistemimizdeki düzenlemelerin yabancı yatırımcılara ulaşmak için yurtdışı uygulamalarından farklılık göstermesi. Bu sebeple yatırımlarımızın değeri konusunda yabancı yatırımcılarla anlaşılammamaktadır.
- 6) Kamu arazilerinin halka açılması konusunda mevzuatın yeniden düzenlenmesi gerekmektedir. Çünkü arsa maliyeti inşaat sektöründe %50'ye varan bir gider kalemi olarak görülmektedir. Bu da inşaat maliyetlerinin oldukça yükselmesine sebep olmaktadır.

### **7.3.8 Şirketlerin Organizasyon Yapıları**

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının organizasyon yapıları incelendiğinde, genellikle çekirdek bir yapıya sahip oldukları, gerektiğinde danışmanlık hizmetleri almayı tercih ettikleri gözlemlenmiştir. Bunun bir sebebi de yeni kurulmuş ve yeni yapılan şirketler olmalarıdır. Bazı şirketler yönetim politikası olarak ciddi bir uzmanlık gerektiren araştırma, yatırım ve danışmanlık gibi hizmetleri dışarıdan profesyonel şirket ve kuruluşlardan almayı benimsemişlerdir. Bu politika şirketlere esneklik sağladığı gibi her zaman ihtiyaç duyulmayacak geniş bir personel istihdam ve maliyetinden uzak tutmaktadır.

Tüm şirketlerde mali ve idari işler bölümünün olduğu tespit edilmiştir. Bazı şirketlerde finansman müdürlüğü ayrı bir departman olarak çalışmaktadır. Bunun yanı sıra Osmanlı GYO'da eleman sayısının azlığından dolayı bir departmanlaşma oluşmamıştır ve organizasyon şemaları mevcut değildir. İnşaat, finans ve proje geliştirme konularında 3 kişi genel müdüre bağlı görev yapmaktadırlar. Ülkemizdeki gayrimenkul yatırım ortaklıklarının genel organizasyon yapısında, proje yönetim grubu, pazarlama ve satış grubu ile finans ve idari işler grubu yönetim kurullarına bağlı olarak faaliyet göstermektedirler. GYO'lar mevzuat gereği inşaat işi yapamadıklarından dolayı proje geliştirme işleri dahilindeki taahhüt işlerini gerçekleştirmek için bir inşaat firmasıyla çalışmak zorundadırlar.

### **7.4 İncelemenin Geçerlilik Ve Güvenilirliği**

8 şirkette yapılan inceleme, toplanan bilgi ve veriler ne ölçüde tam ve doğru ise, o ölçüde geçerli ve güvenilir olarak nitelendirilebilir. Toplam bilginin doğru olmaması,



örneklemin yanlış yapılması, soruların tümünün yanıtlanmamış bulunması veya yanıtların yanlış olması nedeniyle ortaya çıkabilir.

Bu araştırmada üzerinde gözlem yapılacak anakitle sayıca çok sınırlı olan küçük boyutlu anakitledir. Bu durumda görüşme cetvelinin(anket), anakitleyi oluşturan birimlerin herbiri üzerinde tek tek ve eksiksiz uygulanması mümkün olacaktır. Diğer bir deyişle araştırmanın tam sayım yoluyla yapılması demektir.

İncelemeye konu olan örneklem tesadüfi değil, incelemek istediğimiz anakitleyi oluşturan birimlerin tamamına yakın sayıda firmadan oluşmaktadır.. Bu nedenle, yapılan inceleme 8 firma açısından güvenilir bilgileri içermektedir.

İncelemenin geçerliliğini olumsuz yönde etkileyebilecek etmenlerden biri olan bazı sorulara yanıt alınamaması durumuyla karşılaşmamak veya yanıtlardaki olası yanlışlıkları önlemek için, alan çalışması şirket yetkilileriyle kişisel görüşme yoluyla gerçekleştirilmiştir. Yöneltilen soruların yanlış olarak algılanmasını önlemek için açıklamalar yapılmış ve böylece yanlış algılamının neden olabileceği cevap hataları büyük ölçüde önlenmiştir.

Vurgulanması gerek bir diğer nokta, algıya dayalı sorulardır. Bu tür sorular, bireysel özelliklerin algılamada yol açacağı farklılıklar ve algıların örgütün çevreye ilişkin bilgi elde etme ve işleme olanaklarından etkileneceği, dolayısıyla örgütsel özellikler ile çevresel özelliklerin birbirine karıştığı gerekçesiyle eleştirilmektedir. Öte yandan, çevresel özellikler ancak bireyler tarafından algılandıkları şekliyle örgüt açısından bir anlam taşırlar. Bu nedenle ankette algıya dayalı sorulara da yer verilmiştir.

## **7.5 Sonuçların Özeti**

Ankette toplanan verilerin değerlendirilmesinden elde edilen bulgular kısaca aşağıda verilmektedir.

- Türkiye’de GYO’ların oluşumunu etkileyen faktörler konusunda, “büyümeye elverişli olması” birinci gelmekte, bunu, “planlı yapılaşma”, “vergisel avantajlar”, “finansal destek” ve “likidite kolaylığı” takip etmektedir.
- Portföydeki varlıkların dağılımı, toplu konut, iş merkezi ve alışveriş merkezi alanlarında çeşitlilik göstermektedir. Şirketler, risk faktörünü aza indirmek için her bir proje tipine yatırım yapmaya yönelmişlerdir.

- GYO'lar genel olarak bitmiş gayrimenkul tipine ve proje bazındaki gayrimenkullere birlikte yatırım yapmaktadırlar. Sadece bitmiş projeler portföylerinde yer almamaktadır.
- Ülkemizdeki GYO'ların finansman kaynaklarını büyük oranda kredi, halka arzdan elde edilen fonlar ve özsermaye birlikte oluşturmaktadır.
- Türkiye'deki GYO'ların gelişimini etkileyecek faktörlerin başında şirketlerin verdiği önem derecesine göre "ülke koşullarına uygun yeni standartların geliştirilmesi" gelmektedir. Bunu, "mevzuattaki eksikliklerin tamamlanması", "borç kaynaklarının geliştirilmesi", "yatırımcıların GYO hakkında bilgilendirilmesi" ve "rekabetin artması" izlemektedir.
- Ekspertiz şirketlerinin sayısının yetersiz oluşu ve metodlarının net açıklanmaması, tüm şirketler tarafından problem olarak belirtilmiştir.





## GENEL SONUÇ

Bu çalışmada, son yıllarda ülkemizde hızlı bir yükseliş gösteren, yatırımcılar ve girişimciler açısından ilgi odağı haline gelmiş yeni bir kurum olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları incelenmiş ve Türkiye'deki durumları değerlendirilmiştir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, taşınmaz varlıkların, bir anlamda menkul değerler şekline getirilmesi, bu varlıkların ekonomik değer olarak bölünebilir ve kolaylıkla değiştirilebilir hale gelmesini sağlayan kurumlardır.

“Esaslar Tebliği”ne göre gayrimenkul yatırım ortaklıkları, gayrimenkuller ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyü işleten ve gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapan sermaye piyasası kurumlarıdır.

Bu ortaklıklar, gayrimenkule dayalı yatırımda bulunmak isteyenlere, yatırımda çeşitleme yapmak imkanı vermekte ve gayrimenkul alanında büyük yatırımlara ortaklık yolu ile fon sağlarken, belli bir gayrimenkul üzerindeki ferdi yatırımın riskini azaltmakta, hatta bir bakıma ortadan kaldırmaktadır.

Gayrimenkule yatırım yapmak bu tip (anonim) şirketlerin tekelinde olmamakla beraber, bu şirketler organize bir denetim altında ve halka açık olarak faaliyet göstermekte ve vergi teşvik ve kolaylıkları ile desteklenmektedir. Bu bakımdan da büyük rağbet görmektedir. Özellikle bankalar ve inşaat şirketleri kısa zamanda az sayılamayacak sayıda gayrimenkul sermaye şirketleri kurmuşlar ve kısmen de faaliyete geçirmişlerdir.

Gayrimenkul yatırım ortaklığı Türkiye'de 5 yıllık bir geçmişe sahip olmasına rağmen sürekli ve sağlıklı bir gelişmeye yönelik başlangıç sergilemiştir. Gayrimenkul yatırım şirketlerinin kuruluşu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun, 3794 sayılı kanunla 2499 sayılı kanunun 32,35 ve 36. Maddelerine dayanarak, 22 Temmuz 1995 günlü Resmi Gazetede yayınlanan ve aynı gün yürürlüğe giren “Esaslar Tebliği”ne dayanmaktadır.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının, ekonomik açıdan önemli bir avantajı, büyük ölçekli gayrimenkul projelerini, iş merkezleri, alışveriş merkezleri, toplu konutlar gibi büyük yatırımların finansmanına kaynak sağlamalarıdır.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının ekonomiye katkıları, girişimciler ve yatırımcılar açısından avantajları incelendiğinde aşağıdaki sonuçlar çıkmıştır.

**GYO'ların ekonomiye katkıları;**

- 1) Atıl gayrimenkullerin değerlendirilmesi,
- 2) Büyük altyapı yatırımlarının finansmanı,
- 3) Sermaye piyasasına alternatif yatırımcı kazandırılması,
- 4) Gayrimenkul piyasasında kurumsal yatırımcı olmaları,
- 5) Mesken sektörünü geliştirmeleri,
- 6) İnşaat sektörüne düzen ve disiplin getirilmesi.

**GYO'ların yatırımcılar açısından avantajları;**

- 1) Uzman kişilerce yönetilen bu şirketler aracılığı ile, ferdi yatırımlardan daha iyi sonuçlar elde edilmesi,
- 2) Gayrimenkul varlığının, menkul değerleri (hisse senetleri) haline gelmesi, yani likidite kazanması, her an paraya çevrilebilir olması,
- 3) Yatırım çeşitliliği yolu ile risk dağılımı ve neticede daha yüksek bir güvenilirlik sağlanması,

**GYO'ların girişimciler açısından avantajları;**

- 1) GYO portföyüne konacak gayrimenkullerin gelecek yıllara ait gelirlerinin belirli bir iskonto oranı ile indirgenmesi sonucu başlangıçta tahsis edilen sermaye tutarının üzerinde bir halka arz kazancı elde ederek bir nakit kaynağına ulaşması
- 2) Arsa ve binalarını kurulacak GYO'ya satarak bu varlıkları rayiç değerleri üzerinden likit hale getirmek,
- 3) GYO'nun menkul kıymet portföyünden elde edilecek gelirlerin vergi dışı olması nedeniyle fon akımları için vergi kalkını yaratması,
- 4) GYO'nun kurumlar vergisi istisnası olması nedeniyle bundan sonra elde edilecek gayrimenkul kaynaklı gelirlerin vergi dışı bırakılması,
- 5) GYO'nun yurtdışına satışı yoluyla büyük ölçekli ve kurumsal bir yatırım şirketi olarak gayrimenkul piyasalarına daha etkin bir ulaşım,

olarak belirtilebilir.

Tez çalışması sırasında gayrimenkul yatırım ortaklıklarının tanımlanması, süreci avantajları- dezavantajları, finansman yolları ve gayrimenkullerin değerlendirilmesi açıklanmış, Türkiye’de halka açılmış ve halka açılmayı bekleyen şirketler incelenmiş ve ülkemizdeki gayrimenkul yatırım ortaklıklarının durumu değerlendirilmiştir. Bu değerlendirme kapsamında, şirketlerin kuruluşundan faaliyet aşamasına kadar geçen süreçte karşılaştıkları sorunlar, finansman ve gelir kaynakları, örgüt şemaları, yatırım yaptıkları gayrimenkul tipleri ve her bir şirketin ülkemizdeki GYO’lar hakkında görüşleri yer almaktadır.

Elde edilen sonuçlara göre, sektörün yeni kurulan şirketlerden oluşması sebebiyle portföylerin geliştirilme aşamasında oldukları görülmüştür. GYO’lara genel olarak bakıldığında arkalarında girişimci olarak nitelendirilen ve bu sektörün gelişimine destek veren ana ortaklar bulunmaktadır. Şirketlerde en büyük paya sahip ortakların genelde Türkiye’nin önde gelen inşaat şirketleri, bankalar veya holdingler olduğu görülmüştür.

Bir GYO’nun tercihen biri stratejik olmak üzere deneyimli birden fazla girişimci grubun ortaklığıyla büyük çaplı projeleri yürütmek amacıyla kurulmasının yerinde olacağı düşünülmektedir. Başlangıç uygulamalarında , şu an halka açık şirketlerde de gözlendiği gibi portföylerin ağırlıklı olarak konut ve ticari gayrimenkullerden oluştuğu ancak zamanla altyapı, oteller, hastaneler gibi alanlarda uzmanlaşılacağı beklenilmektedir.

Portföylerin dağılımları incelendiğinde, faaliyet gösteren şirketlerin genel olarak proje geliştirmeye ağırlık verdikleri görülmüştür. Şirketler, kaynakları ve deneyimleri( inşaat şirketlerinin tecrübeli olduğu alanlarda) doğrultusunda belli bir gayrimenkul tipine yatırım yaptıkları gibi, risk faöktörünü ortadan kaldırmak ya da en aza indirmek için her alanda proje geliştirmeyi hedeflemişlerdir. Bu durum aynı zamanda yeni projeler yapmayı mevcut projelere yatırım yapmaya tercih ettiklerinin bir göstergesidir.

GYO’lar henüz çok yeni kurumlar olmaları nedeniyle hem sayı itibariyle hem de toplam portföy büyüklükleri açısından sınırlı düzeydedirler. Bu durum, GYO’ların başlangıçta, üst gelir grubuna yönelik olarak ticari gayrimenkul ve lüks konuta yönelmelerinin bir nedenidir. Ancak birçok GYO’nun kurulmasıyla birlikte şirketler

orta ve alt gelir grubuna yönelik yatırımlarda bulunacaktır. Böylelikle Türk konut piyasasının da kurumsallaşması açısından önemli adımlar atılacaktır.

Şirketlerin karşılaştıkları sorunlar tez kapsamında detaylı olarak incelenmiştir. Ancak hemen hemen tüm şirketlerin sorunlarının temelini, çok kısa bir geçmişe sahip olmalarından ötürü sistemdeki ve uygulamadaki aksaklıklar oluşturmaktadır. Ayrıca toplum GYO'ları yeterince tanımamaktadır ve yatırım aracı olarak görmemektedir. Bu sebeple faaliyetlerini GYO'ları tanıtmak ve amaçlarını halka duyurmak üzerine yoğunlaştıran Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Derneği(GYODER) bu yönde büyük ilerleme kaydedecektir.

Sayısı her geçen gün artan gayrimenkul yatırım ortaklıklarının değerlendirilmesini üstlenen ekspertiz şirketlerinin sayısı şu an yeterli düzeyde değildir. GYO'ların artış hızı göz önüne alındığında ekspertiz şirketlerinin de aynı oranda çoğaltılması gerekmektedir.

GYO'lar önümüzdeki dönemde Türkiye'nin gayrimenkul piyasasında yaşanan sorunlara çözüm getirebilecek potansiyele sahip kuruluşlardır. Sigorta şirketleri ile birlikte gerekli kontrol mekanizmaları geliştirilebilecek, atıl hazine ve devlet arazileri değerlendirilerek ekonomiye kazandırabilecek, ortak girişimler yoluyla büyük projeler gerçekleştirebilecek, finans kuruluşları ile uzun vadeli finansman kaynakları yaratabilecek yetkiye ve güce sahip olabilecektir. Bunun için mevzuatta ve uygulamadaki sorunların çözümüne yönelik çalışmaların yapılması hızlandırılmalıdır.

## KAYNAKLAR

- [1] **Unutkan, Ö.**, 1997. Gayrimenkul Satış Karının Hesaplanması, Muhasebesi, Sermayeye Eklenmesi, *Yüksek Lisans Tezi*, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- [2] **Ergen, E.**, 2001. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Türkiye Uygulaması, *Yüksek Lisans Tezi*, İ.T.Ü Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.
- [3] **Gökçe, G.**, 1998. Gayrimenkul Yatırım Fonları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Gayrimenkul Sertifikaları ve Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yolla Değerlendirilmesi, Maliye Bakanlığı Milli Emlak Genel Müdürlüğü, Ankara.
- [4] **Teker, M.B.**, 1996. Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul finansmanı ve Yatırımı, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara.
- [5] **Akçay, B.**, 1999. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, İşletme ve Finans Yayınları, Ankara.
- [6] **Yılmaz, U. ve Alp, A.**, 2000. Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası.
- [7] **Tuncel, K.**, 1997 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Türkiye Uygulaması, Sermaye Piyasası Kurulu Yayını No:105, Ankara.
- [8] **Ertan, A. ve Tuncel, K.**, 1999. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, *Seminer-Açış-Tebliğ-Panel*, İktisadi Araştırmalar Vakfı Yayınları, İstanbul.
- [9] **Dünya Gazetesi Özel Eki**, 8 Mart 2000, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, İstanbul.
- [10] **Kodal, H.**, 1999. GYO'ların finans ayağı eksik, *Finans Dünyası*, Kasım, Sayı.119, s. 38-40, İstanbul.

- [11] **Bahtiyar , M. .**,1999. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Kuruluş ve Faaliyete Geçiş Esasları,s.53-109, Yay.Kur.Domaniç, H., Helvacı, M. ve Kendigelen, A., İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayını, İstanbul
- [12] **www. spk.gov.tr**, Sermaye Piyasası Kurulu.
- [13] **Yapı Malzeme Dergisi..**,Türkiye’de Gayrimenkul Sektörü,Sayı.55,s.176-192 İstanbul,2001.
- [14] **Akçay, B.**,1999. Yeni tebliğ ile gayrimenkul yatırım ortaklıklarında son durum, *Finans Dünyası*, Şubat, s.112-113,İstanbul.
- [15] **Alanhoğlu, H.**,2000 Türkiye’deki Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Adres Dergisi, Sayı.37, s.112-113. İstanbul.
- [16] **Finans Dünyası Dergisi Özel Eki**, 21. Yüzyıl’da Gayrimenkul Sektörü, 2000, İstanbul.
- [17] **Seçkin, N.**, 1998. Gayrimenkul Yatırım Kararlarında Fizibilite Analizi, *Yüksek Lisans Tezi*, İ.T.Ü Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.
- [18] **www. alarkoyatirim.com.tr**, Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
- [19] **www. nareit.com**, National Association of Real Estate Investment Trusts.
- [20] **www. ihlasgyo.com.tr**, İhlas Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı.
- [21] **www. iktisatyatirim.com.tr**, İktisat Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı.
- [22] **Garanti Bankası Gayrimenkul Sektörü Özel Eki**, 1999, İstanbul.
- [23]**Richard ,G.,Parsons , J.**,1997,Real Estate Investment Trust, Structure, Analysis and Strategy,United States.
- [24]**Real Estate Investment Trusts(REITs) Selected References**, InfoPacket No:339, Urban Land Institute, 1999.

## **EK A. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARINA İLİŞKİN ESASLAR TEBLİĞİ**

Yürürlükten Kaldırılan Tebliğler :

(22.7.1995 tarih ve 22351 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Seri: VI, No: 7 Sayılı Tebliğ ile buna ek Tebliğ Seri :VI, No:8 sayılı Tebliğ; Seri :VI, No:11 sayılı aşağıda metni yer alan aynı adlı yeni Tebliğ ile yürürlükten kaldırılmıştır.)

1-( 8. 11.1998 tarih ve 23517 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.)

2- (21.10.1999 tarih ve 23853 sayılı Resmi Gazete’de “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ” Seri:VI, No:12 yayımlanmıştır.)

3- (08.06.2000 tarih ve 24073 sayılı Resmi Gazete’de “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ” Seri:VI, No:13 yayımlanmıştır.)

**Seri : VI**

**No : 11**

### **BİRİNCİ BÖLÜM**

#### **Amaç, Kısaltmalar, Dayanak ve Tanımlar**

##### **Amaç**

Madde 1 - Bu Tebliğ’in amacı, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kurucularına ve kuruluş usullerine, hisse senetlerinin Kurul kaydına alınması ve  
2000/3

4. Bl. – 149

halka arzına, yönetimine ve yöneticilerinde aranacak niteliklere, faaliyet konuları ve portföy sınırlamaları ile kamuyu aydınlatma kapsamında periyodik olarak açıklayacakları bilgilere ilişkin esasları düzenlemektir.

##### **Kısaltmalar**

Madde 2 - Bu Tebliğ’de geçen ;

Ortaklık :Gayrimenkul Yatırım Ortaklığını

Kurul :Sermaye Piyasası Kurulu’nu,

Bakanlık :Sanayi ve Ticaret Bakanlığı’nı,

Kanun : 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nu,

TTK :Türk Ticaret Kanunu’nu,

TTSG :Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi’ni

ifade eder.

##### **Dayanak**



Madde 3 - Bu Tebliğ, Kanun'un 32, 35 ve 36 ncı maddelerine dayanılarak hazırlanmıştır.

#### **Tanımlar**

**Madde 4-** Bu Tebliğ'de geçen bazı kavramlar aşağıda tanımlanmıştır.

a) Gayrimenkul yatırım ortaklığı: Bu Tebliğ ile belirlenmiş usul ve esaslardahilinde, gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek üzere adi ortaklık kurabilen ve bu Tebliğ'de izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumlardır.

b) Lider girişimci: Ortaklıkta tek başına veya biraraya gelmek suretiyle sermayenin asgari %25 i oranında pay sahibi olan ve bu Tebliğ'in 7 ve 8 inci maddelerinde yazılı şartları taşıyan ortak ya da ortaklardır. Ortaklık hisse senetlerinin halka arz edilmesi sonrasındaki pay edinimleri bu kapsamda değerlendirilmez. Ortaklığın ticaret unvanında doğrudan ismi veya unvanı kullanılan veya doğrudan olmasa da ortaklığın ticaret unvanında kendisi ile bağlantılı olduğu izlenimini uyandıran bir ibareye yer verilen gerçek veya tüzel kişilerin bu Tebliğ kapsamında lider girişimci olması zorunludur.

c) Müteahhit: Ortaklık ile yaptığı bir sözleşme çerçevesinde, ortaklığın portföyünde yer alan gayrimenkul projelerinin inşaat işlerini gerçekleştirmeyi taahhüt eden gerçek yada tüzel kişilerdir.

d) İşletmedir şirket: Ortaklık ile yaptığı bir sözleşme çerçevesinde ortaklığın mülkiyetinde bulunan veya kiralamış olduğu otel, hastane, alışveriş merkezi, iş merkezi, ticari parklar, ticari depolar, konut siteleri, süper marketler ve bunlara benzer nitelikteki gayrimenkulleri ticari maksatla işleten şirketlerdir.

e) Danışman şirket: Ortaklık ile yaptığı bir sözleşme çerçevesinde ortaklığa proje geliştirme ve kontrol hizmetleri de dahil olmak üzere ortaklık portföyünün geliştirilmesi ve alternatif yatırım imkanlarının araştırılmasına yönelik hizmetleri sunabilen şirketlerdir.

f) Ekspertiz şirketi: Ortaklıkla yaptığı bir sözleşme çerçevesinde, ortaklık portföyünde yer alan gayrimenkullerin, gayrimenkul projelerinin ve gayrimenkule dayalı hakların rayiç değerlerini ve kira rayiçlerini tespit etmek konusunda hizmet veren şirketlerdir.

g) Bağımsızlık: Taraflar arasında son 2 yıl içerisinde istihdam, sermaye veya ticari anlamda doğrudan veya dolaylı bir ilişki kurulmamış olması ve eş dahil üçüncü dereceye kadar kan veya sıhrî hısımlık bulunmaması halidir.

h) Öz sermaye: 29/1/1989 tarihli ve 20064 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: XI, No: 1 sayılı "Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara

2000/3

4.Bİ. -151

İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ'in 3 numaralı ekinde tanımlanmış olan öz sermaye tutardır.

i) Portföy değeri: Ortaklığın aktifinde yatırım amacıyla bulundurulmuş gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, haklar, sermaye piyasası araçları ve ters repo işlemlerinin rayiç değerleri toplamıdır.

j) Net aktif değeri : Ortaklık portföy değerine hazır değerler, alacaklar ve diğer aktiflerin eklenerek toplam borçların düşülmesi suretiyle bulunan tutardır.

### **İKİNCİ BÖLÜM**

#### **Kuruluş ve Dönüşüme İlişkin Esaslar**

##### **Ortaklık Türleri**

**Madde 5-** Ortaklıklar;

- a) Belirli bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla süreli,
- b) Belirli alanlarda yatırım yapmak amacıyla süreli veya süresiz,
- c) Amaçlarında bir sınırlama olmaksızın süreli veya süresiz,

olarak kurulabilirler.

##### **Kuruluş Şartları**

**Madde 6-** Ortaklıklar, ani usulde kurulabilirler. Ayrıca mevcut ortaklıklar esas sözleşmelerini Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun olarak değiştirerek, gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşebilirler. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kuruluşunun ya da faaliyet konusu farklı olan şirketlerin gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşümlerinin Kurul'ca uygun görülebilmesi için;

A- Ani usulde kurulacak ise,

a) Kayıtlı sermayeli olarak anonim ortaklık şeklinde kurulması,

b) Ortaklığın, çıkarılmış sermayesinin asgari %49 u oranındaki hisse senetlerini, bu Tebliğ'de belirlenen süre ve esaslar dahilinde halka arz etmek üzere kurulmuş olması,

- c) Başlangıç sermayesinin 1 trilyon TL'den az olmaması,  
d) (Değişik : Seri: VI, No: 13 sayılı Tebliğ ile) Başlangıç sermayesini temsil eden hisse senetlerinin en az %25'inin nakit karşılığı çıkarılmış olması,

4.Bl. -152

- e) Ticaret unvanında "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı" ibaresini taşıması,  
f) Kanun'un 30 uncu maddesinin birinci fıkrasının (f) bendinde belirtilen portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak için Kurul'a başvurmuş olması,  
g) Kurucu ortaklardan en az birisinin lider girişimci olması,  
h) Kurucu gerçek kişiler ile kurucu tüzel kişilerin yönetim kurulu üyelerinin bu Tebliğ'in 7 nci maddesinde belirtilen şartları haiz olması,  
ı) Esas sözleşmesinin Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun olması,  
j) Kurul'un uygun görüşünün alınması,  
**B- Dönüşecek ise,**  
a) Kayıtlı sermaye sistemi içinde yer alması veya bu amaçla Kurul'a başvurmuş olması,  
b) Ortaklığın, çıkarılmış sermayesinin asgari %49 u oranındaki hisse senetlerini, bu Tebliğ'de belirtilen süre ve esaslar dahilinde halka arz edeceğini Kurul'a karşı taahhüt etmiş olması,  
c) Mevcut ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinin 1 trilyon TL'den az olmaması,  
d) (Ek bent: Seri: VI, No: 13 sayılı Tebliğ ile) (c) bendinde belirtilen sermayesinin en az %25'inin nakit karşılığı çıkarılmış olması,  
e) Ticaret unvanını "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı" ibaresini içerecek şekilde değiştirmek üzere Kurul'a başvurmuş olması. (\*)  
f) Kanun'un 30 uncu maddesinin birinci fıkrasının (f) bendinde belirtilen portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak için Kurul'a başvurmuş olması,  
g) Mevcut ortaklardan en az birisinin lider girişimci olması,  
h) Ortaklıkta %10 veya üzerinde paya sahip gerçek kişi ortaklar ile tüzel kişi ortakların yönetim kurulu üyelerinin bu Tebliğ'in 7 nci maddesinde sayılan şartları haiz olması,  
ı) Esas sözleşmesini Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun şekilde değiştirmek üzere başvurmuş olması,  
j) Kurul'un uygun görüşünün alınması,  
zorunludur.  
Anı usulde kuruluş için gerekli olan asgari başlangıç sermayesi veya dönüşümün uygun görülebilmesi için gereken asgari ödenmiş veya çıkarılmış sermaye tutarı, Maliye Bakanlığı'nca ilan edilen yeniden değerlendirme oranının %80'inin altında olmamak şartı ile her yıl Kurul'ca yeniden belirlenerek ilan edilir.

(\*) Daha evvel (d) bendi olarak metinde yer alan bu alt bent; Seri:VI, No:13 sayılı Tebliğ ile yeni bir (d) alt bendi eklenmesi üzerine eski (d) alt bendi (e) alt bendi olmuş ve diğer alt bentlerde harf sıralamalarına göre teselsül ettirilmişlerdir.

2000/3

4.Bl. -153

#### **Kurucuların Nitelikleri**

##### **Madde 7- Kurucuların;**

- a) Müflis olmamaları ve zimmet, ihtilas, irtikap, rüşvet, emniyeti suistimal, sahtecilik, hırsızlık, dolandırıcılık, istihsal kaçakçılığı hariç kaçakçılık gibi yüz kızartıcı suçlardan dolayı veya Kanun'a muhalefetten dolayı hüküm giymemiş olduklarını yetkili adli mercilerden belgelendirmeleri,  
b) Sermaye piyasası faaliyetlerine ilişkin Kurul düzenlemeleri çerçevesinde faaliyet izinlerinden biri veya birkaçı, sürekli veya geçici olarak kaldırılmış veya Borsa üyeliğinden geçici veya sürekli olarak çıkarılmış kuruluşlarda bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu tespit edilmiş kişilerden olmamaları,  
c) Yabancı uyruklu olmaları halinde, yabancıların gayrimenkul iktisabına ilişkin ilgili mevzuat hükümleri saklı kalmak kaydıyla, 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu uyarınca gerekli izinleri almış olmaları,  
zorunludur.

Kurul, haklarında kesinleşmiş bir mahkumiyet kararı olmamakla birlikte, kuruculardan birisi veya birkaçı aleyhinde bu maddede sayılan fiillerden dolayı suç duyurusunda bulunulmuş olması halinde, ortaklığın kuruluş veya dönüşüm talebini yargılama sonuçlanıncaya kadar erteleyebilir.

##### **Lider girişimciye ilişkin özel şartlar**

**Madde 8-** Bu Tebliğ'in 4 üncü maddesinin (b) bendinde tanımlandığı şekilde ortaklıkta lider girişimci olabilecek;

##### **A- Gerçek kişilerin;**

- a) Yıllık brüt gelirlerinin asgari 100 milyar TL olması ve bu gelirlerinin istikrar arzeder nitelikte olması,
- b) Toplam menkul ve gayrimenkul varlıklarının vergiye esas değerinin en az 1 trilyon TL olması,
- c) Ortaklığın faaliyet konusuna giren alanlarda yeterli bilgi ve tecrübeye sahip olması,
- B- Tüzel kişilerin;**
- a) En az 5 yıllık faaliyet geçmişinin olması,
- b) Ortaklık başvurusunda bulunulan döneme ilişkin mali tablolarının bağımsız denetimden geçirilmiş olması,

4.Bl. -154

- c) Son üç faaliyet döneminde kâr elde etmiş olması,
- d) En son mali tabloları itibarıyla aktif toplamının 3 trilyon TL'den, net dönem kârının ise 300 milyar TL'den az olmaması,
- e) Ortaklığın faaliyet konusuna giren alanlarda yeterli bilgiye sahip olması, zorunludur. Ancak kamu kurum ve tüzel kişileri ile kamu yararına faaliyet gösteren tüzel kişilerde lider girişimciye ilişkin mali yeterlilik şartları aranmayabilir.
- Bu maddenin (A) ve (B) bentlerinde yer alan asgari tutarlar, Maliye Bakanlığı'nca ilan edilen yeniden değerlendirme oranının %80'inin altında olmamak şartıyla her yıl Kurul'ca yeniden belirlenerek ilan edilir.

#### **Kuruluş veya Dönüşüm İşlemleri**

**Madde 9-** Ani usulde kurulacak veya dönüşecek olan ortaklıkların, bu Tebliğ'in 1 numaralı ekinde gösterilen belgelerle birlikte Kurul'a başvurmaları zorunludur.

Kurul; başvuruyu, Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygunluk yönünden inceler ve herhangi bir aykırılık husus bulunmaması halinde kuruluş veya dönüşüm talebine ilişkin uygun görüş verir.

Kurul'ca başvurunun uygun görülmesi halinde, ani usulde kuruluşta kuruluşun, dönüşümde ise esas sözleşme değişikliklerinin onaylanması talebi ve sermayenin bu Tebliğ hükümlerine uygun olarak ödenmiş olduğunu gösterir belgeler ve gerekli diğer belgelerle birlikte Bakanlığa başvurulur.

Ani usulde kurulan ortaklıklar, Bakanlığın kuruluş iznini vermesinin ardından, TTK'nın ilgili hükümlerine uygun olarak şirketin ticaret siciline tescili ile tüzel kişilik kazanırlar.

Dönüşecek ortaklıklar ise, Bakanlığın onay vermesinin ardından, esas sözleşme değişikliklerinin genel kurul tarafından onaylanması amacıyla ortaklık genel kurulunu ve gerekiyorsa, TTK'nın 389 uncu maddesi hükmü uyarınca imtiyazlı pay sahipleri genel kurulunu toplantıya çağırırlar. Değişikliklerin onaylanması ve ticaret siciline tescili ile birlikte dönüşüm işlemleri tamamlanmış olur.

#### **Ayni Sermaye (\*)**

**Madde 9/A- (Ek: Seri : VI, No: 13 sayılı Tebliğ ile)** Ortaklıklar, kuruluşlarında ve sermaye artırımlarında, TTK hükümleri çerçevesinde ayni sermaye

(\*) "Ayni Sermaye" başlıklı 9/A maddesi; Seri:VI, No:13 sayılı Tebliğ ile eklenmiş ve 8.6.2000 tarihinde yürürlüğe girmiştir.

2000/3

4.Bl. -155

koyabilirler. Ancak, gerek kuruluşta gerekse sermaye artırımını sonrasında, çıkarılmış sermayenin nakden ödenen kısmının 6 ncı maddenin birinci fıkrasının (A) bendinin (d) alt bendi ve (B) bendinin (d) alt bendinde belirtilen oranın altına düşmemesi zorunludur. Ayni sermaye artırım kararı sadece genel kurulda alınabilir. Ortaklıkların esas sözleşmelerinde bu hususa yer verilmesi zorunludur. Ayni sermaye artırım sırasında Kurul'un Seri: I, No: 26 Tebliği'nin esas sermaye sistemine tabi ortaklıklar için öngörülen hükümleri uygulanır.

Kuruluşta ayni sermaye konması durumunda, kurucular mahkemeye başvurarak şirkete konacak ayni sermayenin değerinin tespit edilmesi için bilirkişi atanmasını talep ederler. Bilirkişi raporu yanında ekspertiz raporu da dikkate alınarak bu madde hükümleri çerçevesinde belirlenecek sermaye rakamını içeren ve kurucularca imzalı esas sözleşme ile Kurul'a başvurulur.

Ayni sermaye artırımının yapılması durumunda Kurul'a yapılacak esas sözleşme ön izin başvurusu öncesinde bilirkişi ve ekspertiz raporlarının hazırlanmış olması gerekir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarına ayni sermaye olarak ancak üzerinde ipotek bulunmayan veya gayrimenkulün değerini doğrudan ve önemli ölçüde etkileyecek nitelikte herhangi bir takyidat şerhi olmayan bina, arsa, arazi ve buna benzer nitelikteki gayrimenkuller konabilir, bunlar dışında kalan maddi ve gayrimaddi varlıklar ayni sermaye olarak konulamaz.

Ayni sermaye olarak konulacak gayrimenkullerin değer tespitinde, TTK uyarınca mahkemece yapılan görevlendirme neticesinde hazırlanacak bilirkişi raporuna ek olarak, Kurul tarafından listeye

alınmış ve 39 uncu maddede sayılan nitelikleri haiz bir ekspertiz kuruluşundan ayrıca ekspertiz raporu alınması şarttır. Hazırlanan raporlarda gayrimenkulün değerine ilişkin olarak ulaşılan tutarlardan düşük olanı aynı sermaye olarak esas alınır.

Sermaye olarak konulacak gayrimenkuller, ortaklığın tüzel kişilik kazanması veya sermaye artırımının tescilinden itibaren en geç 10 gün içerisinde tapu sicilinde ortaklık adına tescil ettirilir.

## **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**

### **Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınması**

#### **Kayda alınma başvurusu**

**Madde 10-** Ani usulde kurulan veya esas sözleşme tadili yoluyla gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşen ortaklıkların kuruluşlarının veya esas

4.Bl. -156

sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilini takip eden bir yıl içinde, faaliyetlerin yürütülebilmesi için gerekli olan mekân, donanım ve personeli temin etmeleri ve organizasyonu kurmaları, kaynaklarının zorunlu giderler dışında kalan kısmı ile varlık portföyünü oluşturmaları ve halka arz edilecek hisse senetlerinin kayda alınması talebiyle Kurul'a başvurmaları zorunludur.

Bir yıllık süre içinde başvuruda bulunmayan veya gerekli şartları sağlamadığı için başvurusu Kurul'ca uygun görülmeyen ortaklıkların gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak faaliyette bulunma hakları ortadan kalkar. Ortaklıklar, bir yıllık sürenin bitiminden veya Kurul'un olumsuz görüşünün kendilerine bildirildiği tarihten itibaren en geç üç ay içinde esas sözleşme hükümlerini gayrimenkul yatırım ortaklığı faaliyetini kapsamayacak şekilde değiştirmek ve kayıtlı sermaye sisteminden çıkmak üzere Kurul'a başvurmakla yükümlüdürler. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları bu değişiklikleri yapmadığı takdirde, TTK'nın 434 üncü maddesinin birinci fıkrasının (2) ve (6) numaralı bentleri hükümleri gereğince münfesi addolunur. Ancak Kurul, hisse senetlerinin ihraç edileceği piyasalarda önemli olumsuzlukların ortaya çıkması halinde ortaklığın başvurusu üzerine bir yıllık süreyi uzatabilir.

Bu madde uyarınca yapılacak ilk halka arzdan önce, rüçhan haklarının tamamen kullanılması suretiyle sermaye artırımını yapılarak çıkarılmış sermaye artırılamaz.

#### **Halka Arz**

**Madde 11-** Ortaklığın hisse senetlerinin halka arzında, Kurul'un hisse senetlerinin halka arzına ve satış yöntemlerine ilişkin düzenlemelerine uyulur. Hisse senetlerinin halka arz edilmesine ilişkin başvurunun Kurul'ca yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş tarafından yapılması zorunludur.

Aracı kuruluşun başvuru dilekçesinin ekinde:

- a) Mevcut ortakların paylarını halka arz edebilmeleri için bu Tebliğ'in 2 numaralı ekinde,
- b) Sermaye artırımını suretiyle hisse senetlerinin halka arz edilmesi halinde bu Tebliğ'in 3 numaralı ekinde,
- c) Mevcut ortakların sermaye paylarının bir kısmının halka arz edilmesi ve sermaye artırımını yapılarak artırılabilecek sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin halka arz edilmesi yöntemlerinin birlikte kullanılacak olması halinde ise bu Tebliğ'in 2 ve 3 numaralı ekinde, sayılan belgeler ile Kurul'a başvurusu zorunludur.

(Üçüncü fıkra: Seri: VI, No: 13 sayılı Tebliğ ile yürürlükten kaldırılmıştır.)

2000/3

4.Bl. -157

#### **Kurul Kaydına Alınma**

**Madde 12-** Kurul, ortaklığın portföy işletmeciliği faaliyet izni başvurusun ve hisse senetlerinin kayda alınması başvurusunu birlikte değerlendirir. Portföy işletmeciliği faaliyet izni verilmesinde Kurul esas olarak, ortaklığın faaliyetlerini yürütmeye elverişli bir mekana, donanım, personele, organizasyona, yöneticilere sahip olup olmadığını inceler ve inceleme sonucunda ortaklığın portföy işletmeciliği faaliyetini yürütebileceği sonucuna varırsa bu konuda yetki belgesi verir.

Kayda alma hususunda ise Kurul başvuruları, izahname ve sirkülerin ortaklık ve halka arz olunacak hisse senetlerine ilişkin mevzuatta öngörülen bilgileri içerip içermediğini dikkate alarak, kamunun aydınlatılması çerçevesinde inceler, incelemeleri sonucunda açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yolaçağı sonucuna varırlarsa, gerekçe gösterilerek başvuru konusu hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasından imtina edilebilir, uygun görülen hisse senetleri Kurul kaydına alınır.

Kurul kaydına alınma, ihraç edilen hisse senetlerinin ve ortaklığın Kurul veya kamuca tekeffülü anlamına gelmez, ve reklam amacıyla kullanılamaz.

#### **Kurul'a Bildirim**

**Madde 13-** Hisse senetleri Kurul kaydına alınan ortaklıklar;

- a) Kuruluş esas sözleşmesinin ilan edildiği TTSG'nin bir nüshasını ilan tarihini,



b) Halka arza ilişkin izahname, sirkülerler, satışa ilişkin ilan ve reklamların yayınlandığı gazetelerin birer nüshasını yayın tarihlerini,

c) Halka arz sonrasında oluşan yeni ortaklık yapısı ve satış sonuçları hakkındaki bilgileri, satış süresinin bitimini,

Takip eden altı işgünü içinde Kurul'a gönderirler.

#### **Borsa Kotasyon**

**Madde 14-** Ortaklıklar, satış süresinin bitimini takip eden 15 gün içinde çıkardıkları hisse senetlerinin Borsa kotuna alınması için gerekli belgenin verilmesi istemiyle Kurul'a başvururlar. Bu belgenin alınmasını takiben 15 gün içinde de hisse senetlerinin kote edilmesi isteği ile Borsa'ya müracaat edilmesi zorunludur.

#### **Hisse Senetlerinin Türü ve Devri**

**Madde 15- (Değişik: Seri: VI, No: 13 sayılı Tebliğ ile)** Ortaklık hisse senetleri nama veya hamiline yazılı olarak ihraç edilebilir. Ancak, aynı sermayeyi

4.BI. -158

temsil eden hisse senetleri ile lider girişimcinin asgari sermaye payını temsil eden hisse senetlerinin nama yazılı olması zorunludur.

Lider girişimcinin asgari sermaye payını temsil eden hisse senetleri, halka arz suretiyle satış süresinin bitimini takip eden bir yıl boyunca bir başkasına devredilemez. Söz konusu hisse senetleri ancak belirtilen sürenin dolmasından sonra Kurul kaydına alınabilir.

Aynı sermaye karşılığı çıkarılacak hisse senetlerinin devrinde TTK'nun 404 üncü maddesi uygulanmaz.

#### **İmtiyazlı Pay İhracı**

**Madde 16-** Ortaklıklar; yönetim kurulu üyelerinin seçiminde aday gösterme imtiyazı tanıyan hisse senedi dışında imtiyaz veren herhangi bir menkul kıymet ve gayrimenkul sertifikası ihraç edemezler. Halka açılma sonrasında, hiçbir şekilde yönetim kurulu üyeliğine aday gösterme imtiyazı da dahil olmak üzere imtiyaz yaratılamaz.

### **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM** **Ortaklığın Yönetimine İlişkin Esaslar**

#### **Yönetim Kurulu Üyelerinin ve Denetçilerin Nitelikleri**

**Madde 17-** Ortaklıklarda görev alacak yönetim kurulu üyelerinin ve denetçilerin, bu Tebliğin 7 nci maddesinin (a) ve (b) bentlerinde yer alan şartları taşımaları, ayrıca, gayrimenkul geliştirme, inşaat mühendisliği, mimarlık, ekonomi, işletme, hukuk, finans veya benzeri alanlarda eğitim veren dört yıllık yüksek öğrenim kurumlarından mezun olmuş olmaları ve ortaklığın faaliyet konusunu yakından ilgilendiren hukuk, inşaat ve finans gibi alanlarda en az üç yıllık tecrübeye sahip olmaları şartı aranır. Yalnızca gayrimenkul alım satım işi ile uğraşmak bu alanda edinilmiş tecrübe sayılmaz.

Yönetim kurulu üyeleri en fazla bir yıl için seçilebilirler, ancak tekrar seçilmelerine bir engel yoktur.

#### **Yönetim Kurulunun Oluşumu**

**Madde 18-** Yönetim ve denetim kurulu, TTK'nın ilgili maddeleri uyarınca seçilir ve görev yapar. Ancak, yönetim kurulunda görev alacak üyelerin çoğunluğunun Türkiye Cumhuriyeti vatandaşı olması ve en az 1/3'ünün;

a) Lider girişimciden,

2000/3

4.BI. -158/1

- b) Lider girişimcinin %10'dan fazla paya veya bu oranda oy hakkına sahip olduğu şirketlerden,
- c) Ortaklıkta %10 veya üzerinde pay sahibi veya bu oranda oy hakkı olan diğer ortaklardan,
- d) Ortaklıkta yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazını içeren pay sahibi ortaklardan,
- e) Danışmanlık hizmeti alınan şirketten,
- f) İşletmecilerden,
- g) (c) ve (d) bentlerinde yazılı kişilerin %10'dan fazla paya veya bu oranda oy hakkına sahip olduğu şirketlerden,

bu Tebliğ'in 4 üncü maddesinin (g) bendinde tanımlanan anlamda bağımsız olması ve bu hususa ortaklık esas sözleşmesinde açıkça yer verilmesi zorunludur. 1/3'ün hesaplanmasında küsuratlı sayı ortaya çıktığı takdirde en yakın tam sayı esas alınır.

#### **Genel müdür**

Madde 19 - Ortaklıkta genel müdür olarak görev yapacak kişilerin ekonomi, finans, işletme, hukuk, inşaat, mimarlık veya benzer alanlarda eğitim veren dört yıllık yüksek öğrenim kurumlarından mezun olmuş olması ve gayrimenkul yatırımları ile yakından ilgili olan hukuk, inşaat ve finans gibi alanlarda en az beş yıllık tecrübeye sahip olması şartı aranır. Yalnızca gayrimenkul alım satımı ile uğraşmak bu alanda edinilmiş tecrübe sayılmaz.

#### **Yönetim kurulu üyelerine ilişkin yasaklar**

Madde 20 - Yönetim kurulu üyeleri, yönetim kurulunun alacağı kararlarda taraf olan kimselerden bu Tebliğ'in 4 üncü maddesinin (g) bendi anlamında bağımsız olmaması durumunda, bu hususu gerekçeleri ile birlikte yönetim kuruluna bildirmek ve toplantı tutanağına işletmekle yükümlüdür. Bu hususta TTK'nın 332 nci maddesi hükmü saklıdır.

Yönetim kurulu üyeleri, TTK'nın 334 üncü maddesi ile getirilen şirketle muamele yapma yasağından ve 335 inci maddesi ile getirilen rekabet yasağından muaf tutulmak için ortaklık genel kurulundan izin alamazlar. Bu hususa ortaklık esas sözleşmesinde yer verilmesi zorunludur.

#### **Özellik arz eden kararlar**

Madde 21- Ortaklık ile aşağıda (A) bendinde sayılan taraflar arasında, (B) bendinde sayılan hususlardaki yönetim kurulu kararları oybirliği ile alınmadığı takdirde kararın gerekçeleri ile birlikte bu Tebliğ'in 43 üncü maddesinin ikinci fıkrası hükmüne uygun olarak Kurul'a ve Borsa'ya bildirilmesi, ayrıca yapılacak ilk genel kurul toplantısının gündemine alınarak ortaklara bilgi verilmesi gerekir.

##### **A) Taraflar;**

- a) Lider girişimci ,
- b) Ortaklıkta sermayenin %10 veya üzerinde paya veya bu oranda oy hakkına sahip ortaklar,
- c) Ortaklıkta yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazını içeren pay sahibi ortaklar,
- d) Ortaklığa danışmanlık hizmeti veren şirket,
- e) (a),(b) ve (c ) bentlerinde sayılanların %10 dan fazla paya veya bu oranda oy hakkına sahip oldukları diğer şirketler,

1998/6

##### **B) Özellik arz eden kararlar;**

- a) Ortaklık portföyünden varlık alınması, satılması, kiralanması veya kiraya verilmesine ilişkin kararlar,
- b) Ortaklığın portföyündeki varlıkların pazarlanması işini üstlenecek şirketlerin belirlenmesine ilişkin kararlar,

- c) Kredi ilişkisi kurulmasına ilişkin kararlar,
- d) Ortaklığın hisse senetlerinin halka arzında, satın alma taahhüdünde bulunan aracı kuruluşun belirlenmesine ilişkin kararlar,
- e) Ortak yatırım yapılmasına ilişkin kararlar,
- f) Ortaklığa mali, hukuki veya teknik danışmanlık hizmeti verecek gerçek veya tüzel kişilerin belirlenmesine ilişkin kararlar,
- g) Ortaklığa proje geliştirme, kontrol veya müteahhitlik hizmeti verecek gerçek veya tüzel kişilerin belirlenmesine ilişkin kararlar,
- h) (A) bendinde yer alan tüzel kişilerin ihraç ettiği menkul kıymetlerin ortaklık portföyüne alınmasına ilişkin kararlar,
- i) Bunlar dışında kalmakla birlikte, (A) bendinde sayılan taraflardan herhangi birisinin lehine sonuç doğurucu nitelikteki kararlar.

#### Ortaklık portföyünün idaresi

Madde 22 – Ortaklıklar, yeterli sayıda yönetici ve personeli istihdam etmek kaydıyla kendi portföylerini yönetebilecekleri gibi, proje geliştirme ve kontrol hizmetleri de dahil olmak üzere ortaklık portföyünün geliştirilmesi ve alternatif imkanların araştırılmasına yönelik hizmetleri ortaklık dışından, bu işlerde uzmanlaşmış danışman şirketlerden alabilirler.

Ortaklık portföyünün menkul kıymetlerden oluşan kısmının danışmanlık sözleşmesi kapsamında yönetilebilmesi için, bu hizmetin Kurul'dan portföy yönetimi yetki belgesi almış bir kuruluştan alınması zorunludur.

Ortaklık ile danışmanlık hizmeti verecek kuruluş arasında düzenlenecek sözleşme, ortaklık yönetim kurulunca onaylanarak feshi ihbara gerek kalmaksızın 1 yıl sonunda sona erer . Tarafların yazılı mutabakatı ile sözleşme aynı süre için yenilenebilir. Ancak bu sürenin sona ermesi beklenmeden ortaklık yönetim kurulunun kararı ile 30 gün önceden yazılı ihbarda bulunmak kaydıyla sözleşme sona erdirilebilir.

Danışmanlık hizmeti karşılığı olarak ödenecek komisyon giderlerinin tutarı, ortaklığın varlıklarının değeri, dönem karı veya her ikisi üzerinden belirlenebilir. Söz konusu komisyonlar toplamı ortaklığın aktiflerinin %1 ini, yıllık net karının %15 ini aşamaz.

4. Bl. – 160

## BEŞİNCİ BÖLÜM

### Yatırımlar ve Portföy Yönetimine İlişkin Esaslar

#### Faaliyet kapsamı

Madde 23 - Ortaklıklar genel olarak aşağıda belirtilen kapsamda faaliyet gösterirler;

- a) Ortaklık portföyünü oluşturmak, gerektiğinde portföyde değişiklikler yapmak, ortaklık portföyünü çeşitlendirerek yatırım riskini en aza indirecek şekilde dağıtmak, gayrimenkuller, gayrimenkule dayalı işlemler ve menkul kıymetler hakkındaki gelişmeleri sürekli olarak izleyerek ortaklık portföyünün yönetimine ilişkin gerekli tedbirleri almak, portföyün değerini korumaya ve artırmaya yönelik araştırmalar yapmak veya yaptırtmak,



- b) Ortaklık portföyünü oluşturan veya portföye alınması planlanan varlıklar hakkında bu Tebliğ uyarınca gerekli hukuki şartların sağlanıp sağlanmadığını araştırmak, bu hususta gerekli raporların hazırlanmasını temin etmek,
- c) Portföydeki varlıkların değerinin tespitine ilişkin raporların hazırlanmasını temin etmek,
- d) Portföy dışından danışmanlık hizmeti alınması suretiyle yönetiliyorsa ilgili kuruluşların çalışmalarını izlemek,
- e) Bu Tebliğ ile kendilerine yüklenilen diğer görevleri ve yürütülmesine izin verilen diğer faaliyetleri gerçekleştirmek.

#### Yapamayacakları İşler

##### Madde 24 - Ortaklıklar ;

- a) Bankalar Kanunu'nda tanımlandığı üzere mevduat toplayamazlar ve mevduat toplama sonucunu verecek iş ve işlemler yapamazlar,
- b) Bu Tebliğ'de izin verilen işlemler dışında ticari , sınav veya zirai faaliyetlerde bulunamazlar,
- c) Bu Tebliğ'de izin verilen yatırım alanları ile sınırlı olmak üzere kendi adına portföy işletmeciliği faaliyeti dışında sermaye piyasası faaliyetinde bulunamazlar,
- d) Hiç bir şekilde gayrimenkullerin inşaat işlerini kendileri üstlenemez, bu amaçla personel ve ekipman edinemazlar. Ancak yürütülen projelerin kontrol işleri dahili olarak yürütülecekse bu amaçla istihdam edilen personel kapsam dışındadır.

1998/6

4. Bl. – 160/1

- e) Portföylerinde bulunan gayrimenkulleri , kiracılara bu varlıklarla doğrudan veya dolaylı olarak bağlantılı hizmetleri sunacaklar ise kendileri işletemez ve bu amaçla personel istihdam edemezler. Ancak 634 sayılı Kat Mülkiyeti Kanunu uyarınca portföyde bulunan gayrimenkullerde yapılan yöneticilik görevi işletme faaliyeti kapsamında değerlendirilmez.
- f) Kendi personeli vasıtasıyla portföye konu olan veya olacak projeler hariç olmak üzere başka kişi ve kuruluşlara proje geliştirme, proje kontrol, mali fizibilite, yasal izinlerin takibi ve buna benzer hizmetler veremezler.

#### Yatırım faaliyetleri

##### Madde 25 - Ortaklıklar, bu Tebliğ'deki sınırlar saklı kalmak üzere ;

a) Gayrimenkul sertifikalarını, konut kredileri karşılığında ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetleri ve bunlara benzer nitelikte oldukları Kurul'ca kabul edilen menkul kıymetleri alabilirler ve satabilirler,

b) (a) bendinde sayılanların yanısıra diğer sermaye piyasası araçlarını alabilir ve satabilirler, ters repo işlemleri yapabilirler,

c) Alım satım karı veya kira geliri elde etmek maksadıyla ofis, konut, iş merkezi, alışveriş merkezi, hastane, otel, ticari depolar, ticari parklar ve buna benzer gayrimenkulleri satın alabilir ve satabilirler. Otel, hastane veya buna benzer faaliyete geçirilebilmesi için belirli asgari donanım ihtiyacı duyan gayrimenkullerin kiraya verilmeden önce tefrisini temin edebilirler,

d) Mülkiyetlerini edinerek alım satım karı elde etmek veya kat irtifakı tesisi suretiyle proje geliştirmek maksadıyla arsa ve arazileri alabilirler,

e) Kamu veya özel tüzel kişiliklerince veya gerçek kişilerce, ortaklık adına, üzerlerinde proje geliştirilmesi maksadıyla müstakil ve daimi bir hak niteliğinde üst hakkı tesis edilen gayrimenkulleri mülkiyetini edindikten sonra kazanç elde etmek amacıyla satabilirler,

f) İlgili mevzuat uyarınca gerekli tüm izinleri alınmış , projesi hazır ve onaylanmış, inşaata başlanması için yasal gerekliliği olan tüm belgelerinin tam ve doğru olarak mevcut olduğu bağımsız ekspertiz şirketleri tarafından onaylanmış gayrimenkule dayalı projelere, projenin her aşamasında gayrimenkul geliştirme karı veya kira geliri elde etmek amacıyla mülkiyetlerini edinmek veya üst hakkı tesis ettirmek suretiyle yatırım yapabilirler,

g) Gayrimenkuller üzerinde intifa hakkı kurabilir ve bu hakkı kullanabilirler, devre mülk irtifakı kurabilirler, sahip oldukları arsalar üzerinde ticari kar elde etmek maksadıyla üst hakkı yükümlüsü olabilirler,

#### 4. Bl. – 160/2

h) Özel düzenlemeler saklı kalmak kaydıyla Yap- İşlet- Devret modeliyle geliştirilecek projeleri, bu maddenin (f) bendinde anılan şartların sağlanması koşuluyla kendisi veya başkaları lehine üst hakkı tesis ettirmek suretiyle gerçekleştirebilirler,

ı) Kurul'ca uygun görülecek nitelikte teminata bağlanmış olmak kaydıyla , ileride oluşacak kira gelirlerinden pay almak amacıyla mülkiyetini edinme amacı olmaksızın veya kat irtifakı tesis edilmeksizin bu maddenin (f) bendindeki şartları taşıyan gayrimenkule dayalı projelere sözleşme hükümleri çerçevesinde yatırım yapabilirler,

i) Bu maddenin (f) bendindeki şartları taşıyan gayrimenkule dayalı projelere , müştereken malik olanların aralarındaki sözleşmede ortaklığın payına düşen kısım üzerindeki tasarrufuna ilişkin bir sınırlama olmaması şartıyla kat irtifakı tesisi yoluyla müştereken yatırım yapabilirler,

j) Mülkiyetlerini edinmek kaydıyla yurt dışındaki gayrimenkulleri alıp satabilirler, gayrimenkule dayalı olmak kaydıyla yabancı menkul kıymetlere yatırım yapabilirler,

k) Özel sözleşme hükümleri müsait olmak kaydıyla, kira geliri elde etmek amacıyla üçüncü şahıslardan gayrimenkul kiralayabilirler ve bunları tekrar kiraya verebilirler,

l) Dövizle dayalı işlemlerinin doğurduğu kur ve borçlarının doğurduğu faiz oranı risklerine karşı korunmak amacıyla swap ve forward işlemler yapabilirler, opsiyon yazabilirler, mala dayalı olanlar hariç vadeli işlem sözleşmeleri alabilirler.

#### **Yatırımlara ilişkin yasaklar**

Madde 26- Ortaklıklar,

a) Hiç bir şekilde hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların sermayesine ve yönetimlerine hakim olma amacı güdemez ve hiç bir ortaklıkta sermaye veya oy haklarının %5 inden fazlasına sahip olamazlar,

b) Altın ve kıymetli madenlere yatırım yapamazlar,

c) Borsa'da veya Borsa dışı teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmeyen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapamazlar. Sermaye piyasası araçlarının alım satımlarının Borsa kanalıyla yapılması zorunludur,

d) Mala dayalı vadeli işlem sözleşmelerine veya mala yatırım yapamazlar,

e) Menkul kıymetleri açığa satamazlar, ödünç menkul kıymet işlemi yapamazlar,

f) Türev araçları kullanarak korunma amacını aşan işlemler yapamazlar,

g) Kanunen ödemekle yükümlü olduğu vergi , harç ve benzeri diğer giderler hariç olmak üzere varlıkların portföye alımı sırasında varlık değerinin %3 ünü aşan komisyon ücreti ve benzeri giderler yapamazlar,

h) Herhangi bir şekilde, devredilebilmesi konusunda bir sınırlamaya tabi olan varlıklara yatırım yapamazlar.

1998/6

4. Bl. – 160/3

#### **Portföy sınırlamaları**

Madde 27 - Ortaklıklar,

a) Bu Tebliğin 25 inci maddesinin (a) bendinde yazılı menkul kıymetlere en çok portföy değerlerinin %20 si oranında yatırım yapılabilirler,

b) Bu Tebliğin 25 inci maddesinin (b) bendinde sayılan menkul kıymet ve işlemlere portföy değerinin en çok %10 u oranında yatırım yapılabilirler. Ancak portföye alınan varlıkların veya projelerin maliyetlerine ilişkin bedel ödemeleri belirli hakedişler karşılığında veya taksitler halinde yapılıyorsa , ödemelere karşılık gelen nakit fazlaları ters repo, vadeli veya vadesiz mevduat, hisse senedi, devlet tahvili, hazine bonusu, tahvil , finansman bonusu , yatırım fonu katılma belgesi veya benzeri menkul kıymetler vasıtasıyla değerlendirilebilir. Bu takdirde bu bentte belirtilen sınırlama uygulanmaz.

c) Hisse senetleri ile A tipi yatırım fonu katılma belgelerine yapılan yatırım tutarı portföy değerinin %5 inden fazla olamaz,

d) Bu Tebliğin 25 inci maddesinin (j) bendinde belirtilen yabancı gayrimenkullere ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına portföy değerinin en çok %10 u oranında yatırım yapılabilirler,

e) Portföyde bulunan ve alımından itibaren bir yıl geçmesine rağmen üzerlerinde proje geliştirilmesine yönelik herhangi bir tasarrufta bulunulmayan arsa ve arazilerin oranı portföy değerinin %10 unu aşamaz.

#### **Mutlak hakların tesisi**

Madde 28 - Ortaklığın edineceği gayrimenkullere ilişkin aynı haklar Medeni Kanun hükümlerine göre tesis edilir. İrtifak haklarından yalnızca intifa hakkı, devre mülk irtifakı ve üst hakkı tapuda ayrı bir sayfaya ortaklık lehine daimi ve müstakil bir hak olarak kaydolunması şartıyla tesis ettirilebilir. Üst hakkının devredilebilmesine ilişkin olarak bu hakkı doğuran sözleşmede herhangi bir sınırlama getirilemez. Ancak özel kanun hükümleri saklıdır.

#### **Tapuya şerhi zorunlu sözleşmeler**

Madde 29 - Ortaklık lehine sözleşmeden doğan şufa, vefa, iştirak haklarının, gayrimenkul satış vaadi sözleşmelerinin, rehinli alacakların serbest dereceye ilerleme haklarının ve ortaklığın kiracı konumunda olduğu kira sözleşmelerinin tapu siciline şerhi zorunludur.

4. Bl. – 160/4

#### **Portföyün çeşitlendirilmesi**

Madde 30 - Genel amaçlı gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföyünün en az 3 farklı gayrimenkul ve/veya gayrimenkul projesinden oluşması zorunludur. Sermaye piyasası araçları bu sınırlamaya dahil edilmez. Portföye alınacak gayrimenkul veya gayrimenkul projelerinin herbirinin portföydeki ağırlığı %10 dan daha aşağı olamaz. Ancak asgari gayrimenkul veya gayrimenkul projesi sayısının üzerindeki çeşitlendirmelerde bu oran aranmaz.

Belirli alanlarda faaliyet göstermek veya belirli projelere yatırım yapmak üzere kurulan ortaklıkların portföylerinin en az %75 inin unvanlarında ve/veya esas sözleşmelerinde belirtilen varlıklardan oluşması zorunludur.

Ortaklıkların, portföylerini uzun vadeli yönetmeleri esastır. Yatırım yapılmasından itibaren bir yıl geçmeden portföyden satışı yapılan varlıkların toplam değeri, varlığın satışına ilişkin yönetim kurulu kararının alındığı tarihte, ortaklığın son bir yıl içerisinde yatırım yaptığı varlıkların portföy değerinin %25 ini aşamaz. Yukarıdaki hesaplama sermaye piyasası araçları dahil edilmez ancak satış vaadi sözleşmeleri de satışlar gibi dikkate alınır.

#### **Portföy sınırlarının aşımı**

Madde 31 - Portföydeki varlıkların satılması , sermaye artırımını veya buna benzer nedenlerle bu Tebliğ'in 27 nci maddesinde belirtilen sınırlamaların aşılması halinde fazla miktardaki nakit mevcudunun en geç altı ay içerisinde bu Tebliğ'in 25 inci maddesinde belirlenen şekilde değerlendirilmesi zorunludur. Altı aylık süre içinde yatırım yapılmasının imkansız olduğunun veya yatırım yapılırsa büyük zarar doğuracağının anlaşılması halinde bu süre Kurul'ca uzatılabilir. Değer artışlarından kaynaklanan sınır aşımının ise bir ay içerisinde bu Tebliğ'in 27 nci maddesindeki sınırlamalar dikkate alınarak giderilmesi zorunludur.

#### **İşletmeci şirket**

Madde 32 - Ortaklık portföyünde kira geliri elde etme amacına yönelik gayrimenkuller olması halinde, söz konusu gayrimenkullerin veya onların bağımsız bölümlerinin nihai kiracılara kiralanabilmesi ve söz konusu kiracılara kiralama işlemine bağlı olarak güvenlik, temizlik, genel idare ve buna benzer nitelikteki hizmetlerin sunulabilmesi için ortaklık ile bir işletmeci şirket arasında , bu tür hizmetlerin sunulması amacına yönelik bir sözleşme yapılması zorunludur. Kiracılara kiralama işleminin sonucunda herhangi bir hizmetin sunulmasının gerekmeyeceği ve kira gelirinin dışında herhangi bir gelir elde edilmediği durumlarda işletmeci şirket kullanılması zorunlu değildir.

1999/5

4. Bl. – 160/5

**(Seri:VI, No:12 sayılı Tebliğ ile değişik ikinci fıkra)** Ortaklıkta doğrudan veya dolaylı olarak yönetim kontrolünü sağlayacak oranda sermaye payına, oy hakkına veya aday gösterme imtiyazına sahip olan gerçek veya tüzel kişiler ortaklığa danışmanlık hizmeti veremezler. Danışman şirket ile işletmecisi şirket sıfatı aynı kişide birleşemez.

#### **Sigorta mecburiyeti**

Madde 33 - Ortaklık portföyünde yeralan arsa, arazi, haklar ve henüz inşaatına başlanmamış projeler ve sermaye piyasası araçları hariç olmak üzere tüm varlıkların oluşabilecek her tür hasara karşı rayiç değerleri üzerinden sigortalanması zorunludur. Ayrıca portföydeki projelerin tamamlanamama veya varlıkların değer kaybına ilişkin sigorta yapılması mümkündür.

#### **Teminat verebilme**

Madde 34 - Kat karşılığı yapılan projelerde , projenin gerçekleştirileceği arazilerin sahiplerince ortaklığa bedelsiz veya düşük bedel karşılığı ortaklık lehine üst hakkı tesis edilmesi halinde , projenin teminatı olarak arazi sahibi lehine ipotek veya sınırlı ayni haklar tesis edilmesi ve yapılacak yatırımlar için kredi temini amacıyla portföydeki varlıkların rehnedilmesi mümkündür. Portföydeki varlıkların üzerinde bu amaçlar dışında hiçbir suretle üçüncü kişiler lehine tasarrufta bulunulamaz. Bu şekilde doğacak toplam yükümlülüklerin değeri ortaklık portföyündeki varlıkların rayiç değerleri toplamını aşamaz.

#### **Borçlanma sınırı**

Madde 35 - Ortaklıklar, kısa süreli fon ihtiyaçlarını karşılamak için veya portföyleri ile ilgili maliyetlerini karşılamak amacıyla, bağımsız denetimden geçmiş son bilançolarında yer alan özsermaye tutarlarının iki katı kadar kredi kullanabilirler. Söz konusu kredilerin üst sınırının hesaplanmasında ortaklığın finansal kiralama işlemlerinden doğan borçları ve gayrinakdi kredileri de dikkate alınır.

Ortaklıklar sermaye piyasası mevzuatındaki sınırlamalar dahilinde borçlanma senedi ihraç edebilirler. Ancak ihraç edecekleri borçlanma senetleri için sermaye piyasası mevzuatı uyarınca hesaplanacak ihraç limitinden yukarıdaki fıkra bahsedilen krediler düşülür.

Ortaklıklar, portföydeki gayrimenkullerin satış veya satış vaadi sözleşmeleri ile satışından kaynaklanan senetli alacaklarına dayalı olarak Kurul düzenlemeleri çerçevesinde varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edebilirler.

4. Bl. – 160/6

#### **İnşaat hizmetleri**

Madde 36 - Ortaklığın yürüttüğü projelerin inşaatlarının, tarafların inşaat işlerinden doğan karşılıklı hak ve yükümlülüklerini içeren bir sözleşme dahilinde müteahhitlerce yapılması zorunludur.

Sözleşmenin kapsamı taraflar arasında serbestçe belirlenir ancak asgari olarak müteahhidin borçlarını, ödeme koşullarını, ayıba karşı tekeffülün şartlarını, sözleşmeden rücunun şartlarını, iş sahibinin tazminat isteme hakkını ve sözleşmenin sona ermesinin şartlarını kapsamalıdır.

Müteahhitin seçiminin ve sözleşme koşullarının yönetim kurulu tarafından onaylanması zorunludur.

### **Adi ortaklık oluşturmak**

Madde 37 - Ortaklıklar münhasıran bir projeyi gerçekleştirmek maksadıyla, gerçekleştireceği projenin inşaat işlerinin yürütülebilmesini sağlamak üzere bir veya birkaç ortakla adi ortaklık oluşturabilir. Ortaklığın bu amaçla adi ortaklığa katılımı iştirak kapsamında değerlendirilmez .

## **ALTINCI BÖLÜM**

### **Değerlemeye İlişkin Esaslar**

#### **Değerleme gerektiren işlemler**

Madde 38 – Ortaklıklar, ters repo işlemleri ve portföylerinde bulunan menkul kıymetlerin değerlemesinde Kurul düzenlemelerine uyarlar. Ayrıca aşağıda sayılan işlemler için belirtilen sürelerde , Kurul’ca listeye alınmış ve bu Tebliğ’in 39 uncu maddesinde sayılan nitelikleri haiz bir ekspertiz şirketine, işleme konu olan varlıkların ve hakların değerlerini ve rayiç kira bedellerini tespit ettirmekle yükümlüdürler;

- a) Portföyde yeralan gayrimenkullerin, hakların ve gayrimenkule dayalı projelerin alım veya satımı,
- b) Portföyde yer alan gayrimenkullerin kiraya verilmesi,
- c) Kiraya verilmek üzere gayrimenkul kiralınması,
- d) Portföyde yer alan gayrimenkullerden kiraya verilenlerin kira sözleşmelerinin yenilenmesi veya uzatılması,
- e) Gayrimenkul ipoteği kabul edilmesi,
- f) Gayrimenkule dayalı projelerin inşaatına başlanabilmesi için, yasal prosedüre uyulduğunun ve gerekli belgelerin tam ve doğru olarak mevcut olduğunun tespit edilmesi,

2000/3

4. Bl. – 160/7

- g) Ortaklık portföyünde yer alan ve yıl içerisinde herhangi bir nedenle rayiç değeri tespit edilmemiş olan varlıkların yıl sonu değerlerinin tespiti.
- h) **(Ek: Seri: VI, No: 13 sayılı Tebliğ ile)** Ortaklığa aynı sermaye konulması,

#### **Ekspertiz şirketinin seçimi**

**Madde 39 –** Bu Tebliğ’in 38 inci maddesi uyarınca değer tespiti yapacak olan ekspertiz şirketlerinin;

- a) Kurul’ca listeye alınmış olması,
  - b) Bu Tebliğ’in 21 inci maddesinin (A) bendinde sayılan taraflardan, yine bu Tebliğ’in 4 üncü maddesinin (g) bendi anlamında bağımsız olması,
- gerekir.

Kurul'ca listeye alınan değerleme yapmaya yetkili ekspertiz şirketleri bu Tebliğ'in 5 numaralı ekinde sayılmıştır. Yurt dışında gayrimenkul alım satım işlemlerinde bu maddenin (a) bendindeki şart aranmaz.

#### **Ekspertiz raporlarında uyulacak hususlar**

Madde 40 - Ekspertiz şirketlerince hazırlanacak rayiç değer raporlarında değerleme sonucu döviz cinsinden ifade ediliyor olsa dahi ilgili varlığın Türk Lirası cinsinden değerinin yer alması zorunludur. Projeler söz konusu ise, projenin rapor tarihi itibarıyla bitirilmiş olması varsayımı ile Türk Lirası cinsinden değerine ve rapor tarihi itibarıyla tamamlanmış kısmının Türk Lirası cinsinden değerine yer verilir.

Ekspertiz şirketlerince hazırlanan raporlarda döviz cinsinden ifade edilen rayiç değerlerin rapor tarihinden sonra cari döviz kurlarına göre düzeltilerek kamuya açıklanması mümkün değildir.

#### **Ekspertiz değerinin kullanılması**

Madde 41 - Varlıkların ve hakların rayiç değerlerinin tespiti her yıl sonu itibarıyla yapılır. Yıl sonu rayiç değer tespit işlemi son üç ay içerisinde herhangi bir şekilde ekspertizi yapılan varlıklar için ihtiyaridir. Ortaklık gerek duyduğunda portföyünün rayiç değerini tespit ettirerek ortaklığın net aktif değerini kamuya açıklayabilir.

Kurul düzenlemeleri çerçevesinde düzenlenecek mali tablolarda portföydeki varlıklar maliyet bedelleri ile gösterilir ancak en son ekspertiz değerleri bilanço dipnotlarında açıklanır.

Ortaklık portföyündeki varlıklar uzun süreli olarak kiralama anlaşmasına konu edilebilir. Ancak bu durumda sözleşmede yazılı kira bedellerinin en geç beş yılda bir tespit edilen rayiç değerler üzerinden yenilenmesi zorunludur.

4. Bl. – 160/8

Ortaklığın yapacağı portföye alım işlemleri tespit edilen ekspertiz değerinden yüksek, yapacağı portföyden satış işlemleri ve kiralamalar tespit edilen ekspertiz değerinden düşük olamaz. Kira bedelinin yenileneceği dönemlerde belirlenecek kira bedellerinin, ekspertiz şirketince tespit edilecek kira rayicinden az olamayacağı hükmünün kira sözleşmelerinde yer alması zorunludur.

## **YEDİNCİ BÖLÜM**

### **Çeşitli Hükümler**

#### **Portföy değeri tablosu**

Madde 42 - Ortaklıklar, aylık dönemler itibarıyla portföylerindeki varlıklara ve bunların maliyet bedelleri ile en son tarihli ekspertiz raporunda belirtilen rayiç değerlerine ilişkin olarak bu Tebliğ'in 4 numaralı ekinde örneği verilen tabloyu düzenlemek ve ay sonunu takip eden altı işgünü içerisinde Kurul'a ve ortaklık hisse senetlerinin işlem gördüğü Borsa'ya göndermek zorundadırlar.



### **Bilgi verme ve kamuyu aydınlatma**

Madde 43 - Ortaklıklar, Kurul'un özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kamuya duyurmakla yükümlü oldukları hususlara ek olarak;

- a) Bu Tebliğ hükümleri uyarınca veya ihtiyari olarak hazırlanan ekspertiz raporlarını, kendilerine teslimini ,
  - b) Portföyün %10 unu aşan alım satımlarını, kararın alınmasını ,
  - c) Bu Tebliğ'in 42 nci maddesi uyarınca hazırlanacak portföy değeri tablosunu ay sonunu ,
  - d) Kurul düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanacak bağımsız denetim raporu ve mali tabloları hazırlanmasını ,
  - e) Yıllık faaliyet raporunu hazırlanmasını ,
  - f) Her tür ilan ve reklamın yayınlandığı gazetelerin birer nüshasını yayımı ,
- takip eden altı iş günü içinde Kurul'a göndermek zorundadırlar.

Yukarıda belirtilen hususlara ek olarak, bu Tebliğ'in 21 inci maddesi çerçevesinde kamuya duyurulması gereken nitelikteki yönetim kurulu kararlarının en seri haberleşme vasıtasıyla en geç izleyen iş günü saat 9.00'a kadar Kurul'a ve hisse senetlerinin işlem gördüğü Borsa'ya gönderilmesi ve yapılacak ilk genel kurul toplantısının gündemine alınarak ortaklara bilgi verilmesi şarttır. Bu maddenin (c),(d) ve (e) bentlerinde sayılan tablo ve raporlar talep etmeleri halinde ortaklara da gönderilir. Ayrıca, ortaklığın gözetim ve denetimine yönelik olarak Kurul'ca talep edilebilecek her tür bilgi ve belgenin Kurul'ca belirlenecek süre içerisinde gönderilmesi zorunludur.

1998/6

4. Bl. – 160/9

### **Unvana ilişkin yasak**

Madde 44 - Kanun hükümleri ve bu Tebliğ esasları dahilinde kurulan ve faaliyet gösteren ortaklıklar dışında hiç bir kuruluş ticaret unvanında veya ilan ve reklamlarında "gayrimenkul yatırım ortaklığı" veya aynı anlama gelebilecek başka bir ibare kullanamaz.

### **Fona yatırılacak ücret**

Madde 45 - Ortaklık hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasından önce Kanun'un 28 nci maddesi uyarınca kayda alma ücreti Kurul hesabına peşin olarak yatırılır.

### **Diğer hükümler**

Madde 46 - Ortaklıklara ilişkin olarak bu Tebliğ'de hüküm bulunmayan hallerde Kanun, TTK ve ilgili mevzuat hükümlerine uyulur.

### **Kaldırılan hükümler**

Madde 47 - Bu Tebliğ'in yayımından önce, 22/7/1995 tarihli ve 22351 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmış Seri:VI, No:7 sayılı "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" ve 23/1/1996 tarihli ve 22532 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:VI, No:8 "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğine Ek Tebliğ " yürürlükten kaldırılmıştır.

Geçici Madde 1 - Bu Tebliğ'in yayımından önce kurulmuş ortaklıklar , Tebliğ'in yayımı tarihinden itibaren bir yıl içinde esas sözleşmelerini bu Tebliğ hükümlerine uygun olarak düzeltmek zorundadırlar.

Yukarıda belirtilen ortaklıkların ayrıca esas sözleşmelerinde yer alan oyda imtiyaza ilişkin maddenin aday gösterme imtiyazı sağlayacak şekilde değiştirilmesi mümkündür.

Geçici Madde 2 - Bu Tebliğ uyarınca yeniden değerlendirme değer artış oranına endekslenmiş tutarlar 1/1/2000 tarihinden itibaren uygulanır.

#### **Yürürlük**

Madde 48 - Bu Tebliğ yayımı tarihinde yürürlüğe girer.

#### **Yürütme**

Madde 49 - Bu Tebliğ hükümlerini Kurul yürütür.

4. Bl. – 160/10

### **KURULUŞ VEYA DÖNÜŞÜMDE ARANACAK BELGELER**

1. TTK, Kanun'a ve bu Tebliğ'e uygun olarak hazırlanmış esas sözleşme,
2. Lider girişimciyi tanıtıcı bilgiler ( gerçek veya tüzel kişi ),
3. Lider girişimcinin bilgi ve tecrübesine ilişkin bilgiler ( gerçek veya tüzel kişi ),
4. Diğer ortakları tanıtıcı bilgiler,
5. Gerçek kişi lider girişimcinin vergi beyannamesi , mali yeterliliğini tevsik eden diğer belgeler,
6. Ortakların , yönetim kurulu üyeleri ve denetçinin adli sicil kayıtları,
7. Ortakların, yönetim kurulu üyeleri ve denetçinin müflis olmadıklarına ilişkin beyanları,
8. Tüzel kişi ortakların yöneticilerinin Tebliğ'de sayılan nitelikleri haiz olduklarını tevsik eden belgeler,
9. Yabancı ortakların 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu uyarınca alacakları izin belgesi,
10. Tüzel kişi lider girişimcinin son 3 yıla ilişkin mali tabloları,
11. Tüzel kişi lider girişimcinin son yıla ilişkin bağımsız denetim raporu,
12. Tüzel kişi lider girişimcinin esas sözleşmesi,
13. Lider girişimcinin iştirak ettiği şirketlere ilişkin bilgi ( gerçek veya tüzel kişi ),
14. Ortaklık yöneticilerinin iştirak ettiği şirketlere ilişkin bilgi,
15. Yönetim kurulu üyelerinin ve denetçinin bağımsızlık beyanları,
16. Dönüşecek şirketin faaliyet raporu,
17. Dönüşecek şirketin bağımsız denetim raporu,
18. Portföye alınması düşünülen varlıklara, gerçekleştirilmesi planlanan proje ve faaliyetlere ilişkin bilgiler , varsa ekspertiz raporları ve fizibilite raporları,
19. Ortaklığın portföy işletmeciliği başvurusu,  
19/a. (Ek: Seri: VI, No: 13 sayılı Tebliğ ile) Aynı sermaye konması söz konusu ise bilirkişi ve ekspertiz raporları
20. Kurul'ca talep edilebilecek diğer bilgi ve belgeler.

2000/3

4. Bl. – 160/11

**MEVCUT ORTAKLARIN PAYLARINI HALKA ARZ ETMELERİ HALİNDE ARANACAK  
BELGELER**

1. Gayrimenkul yatırım ortaklığının mekan, personel ,yönetici, organizasyon düzenini ve donanımını açıklayan belgeler,
2. Ortaklığın muhasebe kayıt düzenini açıklayan belgeler,
3. İmzalanan aracılık sözleşmesinin bir örneği,
4. Sözleşme taraflarının imza sirküleri,
5. Lider girişimcinin asgari payını 1 yıl süreyle satmayacaklarına ilişkin noter onaylı beyanı,
6. Hisse senetlerini halka arz edecek olan ortakların, ortaklıktan alacakları , o gayrimenkul yatırım ortaklığının ortağı oldukları ve çıkarılmış sermayedeki paylarının oran ve miktarını gösterir belge,
7. Halka arz bir tüzel kişi tarafından yapılıyorsa o tüzel kişinin yetkili organınca alınacak halka arz kararının noter tasdikli bir örneği,
8. Esas sözleşmenin son halinin bir örneği, kuruluşu takiben değişiklik olduysa tescile dair TTSG ilanlarının birer örneği,

8/a. **(Ek: Seri: VI, No: 13 sayılı Tebliğ ile)** Aynı sermaye konulmuş ise bilirkişi ve ekspertiz raporları ile genel kurul toplantı tutanağı ve hazirun cetveli,

9. İzahname,
10. Sirküler,
11. Hisse senedi örneği,
12. Halka arz edilecek hisse senetlerinin üzerinde devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar olmadığını belgeleyen ortaklıktan ve paylarını satacak olan ortaklardan alınmış beyanlar,
13. Halka arz edilecek hisse senetleri üzerindeki zilyetliğin herhangi bir rehin veya teminat işlemine dayanmadığına ilişkin ortakların beyanı,
14. Halka arz edilecek hisse senetlerinin seri numaraları ve kupür dağılımlarını içerecek şekilde dökümü,
15. Hisse senetlerinin satış fiyatının tespitine dayanak oluşturan fiyatlama raporu ve bu fiyatın hesaplanmasında esas alınan varsayımlar,
16. Yöneticilerin müflis olmadıklarına ilişkin beyanları,

4. Bl. – 160/12

17. Yöneticilerin adli sicil kayıtları,
18. Yöneticilerin özgeçmişleri ,
19. Ortaklığın kuruluş bilançosu ve gelir tablosu,
20. Ortaklığın portföy tablosu ,
21. Başvuru tarihi itibarıyla ortaklığın portföyünde yer alan varlıkların değerlerinin tespitine ilişkin ekspertiz raporları,
22. Portföydeki varlıkların tapu belgelerinin örnekleri,
23. Portföyde yer alan varlıkların üzerindeki ipotek ve teminatlar ile rehne verilme durumlarına ilişkin bilgi,

24. Kiralanan ve kiraya verilen gayrimenkullere ilişkin sözleşmeler ,
25. Kiralanan ve kiraya verilen gayrimenkullere ilişkin ekspertiz raporları,
26. Yöneticilerin, büyük ortakların ve lider girişimcinin iştirakleri hakkında bilgi ,
27. Başvuru tarihine kadar yapılan harcamalar ve kullanılan krediler hakkında bilgi,
28. Ön satışlar , satış yapılan taraflar ve satış koşulları hakkında bilgi,
29. Personelin özgeçmişleri ve Tebliğ kapsamında sayılan nitelikleri haiz olduklarını tevsik eden belgeler,
30. Portföydeki varlıkların sigorta durumlarına ilişkin bilgiler,
31. Bağımsız özel denetim raporu,
32. Tahsisli satış söz konusu ise buna ilişkin yetkili organ kararı ve alıcılarla yapılan sözleşmelerin bir örneği,
33. Danışman şirketi, faaliyetlerini , ortaklık yapısını tanıttıcı bilgi ve danışmanlık sözleşmesinin bir örneği,
34. İşletmeci şirketin faaliyetlerini , ortaklık ve mali yapısını tanıttıcı bilgi ve yapılan sözleşmelerin bir örneği,
35. Müteahhitlerin faaliyetlerini , ortaklık ve mali yapılarını tanıttıcı bilgi ve yapılan sözleşmelerin bir örneği,
36. Hisse senedi bedellerinin yatırılacağı hesap numarasını bildirir yazı ,
37. Kurul'ca gerekli görülmesi halinde izahnamedeki bilgileri tevsik eden ortaklığın mali durumu veya faaliyetlerine ilişkin olarak istenebilecek diğer bilgi ve belgeler.

2000/3

4. Bl. – 160/13

(EK-3)

#### SERMAYE ARTIRIMI SURETİYLE HALKA ARZDA ARANACAK BELGELER

1. EK/2'de sayılan belgelerden ; (5),(6),(7),(12) ve (13) numaralı bentlerde sayılanlar dışındaki belgeler ,
2. **(Değişik: Seri: VI, No: 13 sayılı Tebliğ ile)** Sermaye artırımına ilişkin yönetim kurulu kararının noter onaylı bir nüshası ile aynı sermaye konması söz konusu ise buna ilişkin bilir kişi ve ekspertiz raporları,
3. Kurul'un ilgili düzenlemeleri uyarınca ilan zorunluluğu bulunuyorsa, yönetim kurulu kararlarının ilanlarının yapıldığı gazetelerin birer nüshası,
4. Pay bedellerinin yatırılacağı özel hesabı bildirir yazı,
5. Kurul'ca ayrıca istenebilecek diğer bilgi ve belgeler.

4. Bl. – 160/14

EK:5

## KURUL LİSTESİNDE BULUNAN EKSPERTİZ ŞİRKETLERİ

1. Gayrimenkul Ekspertiz ve Değerlendirme A.Ş.  
Yıldız Posta Cad. Tımlo İş Hanı No:29, Kat:8,  
Esentepe/ İSTANBUL
2. Vakıf Gayrimenkul Ekspertiz ve Değerlendirme A.Ş.  
Ebuzziya Tefvık Sok. No:20/5,  
Çankaya/ ANKARA

4.Bİ. – 160/16



**EK .B. Türkiye’de ki Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Saptanmasına  
Yönelik Alan Çalışmasına Ait Soru Formu**

Sayın Firma Yetkilisi,

Elinizdeki soru formu, İ.T.Ü. Fen Bilimleri Enstitüsü Bina Yapım Yönetimi Programında, Mimar Selin Özkul tarafından yapılmakta olan Yüksek Lisans Tezinin alan çalışmasını oluşturmaktadır.

Verdiğiniz bilgiler kesinlikle gizli tutulacak ve sadece verilerin analizi Yüksek Lisans Tezinde toplu bulgular olarak değerlendirilecektir.

Yoğun çalışma temponuz içerisinde, anketimize zaman ayırarak vereceğiniz yanıt ve değerli yorumlarınıza ve ilginize şimdiden içten teşekkürlerimi sunarım.

Prof. Dr. Heyecan GİRİTLİ  
İstanbul Teknik Üniversitesi  
Mimarlık Fakültesi

Tarih ....../....../2

**1. Şirketinizin kuruluş yılı nedir?**

☐ .....

**2. Şirket dahilinde yeralan personel sayısı kaçtır?**

☐ Yönetici Personel.....

☐ Teknik Personel.....

**3. Şirketinizin 2000 yılı sonu itibaritle Portföy Değeri nedir?**

☐ .....

**4. Şirketinizin Ödenmiş ve Kayıtlı Sermayesi Ne kadardır?**

☐ .....

**5. Şirketin Ortaklıkları ve Payları nelerdir?**

☐ .....

☐ .....

☐ .....

☐ .....

**6. Şirketinizin bir örgüt şeması varmı?**

☐ Yok

☐ Var(ayrıntısız)

☐ Ayrıntılı

☐ Çok ayrıntılı



**7. Şirketinizin ağırlıklı olarak yatırım yaptığı gayrimenkul tipi nedir?**

- ☐ İş merkezi
- ☐ Alışveriş Merkezi
- ☐ Toplu konut
- ☐ Otel
- ☐ Diğer.....

**8. Şirketin seçtiğiniz gayrimenkul tipine ağırlıklı olarak yatırım yapmasının sebebi nedir?**

- ☐ .....

**9. Şirketinizde, gayrimenkule hangi aşamada yatırım yapılmaktadır? Neden?**

- ☐ Bitmiş Gayrimenkul.....
- ☐ Proje .....

**10. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının kuruluş metodu nedir?**

- ☐ Doğrudan GYO formunda yeni bir şirket kurulması(Ani Kuruluş),
- ☐ Varolan şirketin faaliyet konusu değiştirilerek GYO haline getirilmesi(Dönüşüm)

**11. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı hangi türde oluşmuştur:**

- ☐ Belirli bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla süreli,
- ☐ Belirli alanlarda yatırım yapmak amacıyla süreli veya süresiz,
- ☐ Amaçlarında bir sınırlama olmaksızın süreli veya süresiz,

**12. Aşağıdaki çizelgede GYO kurulmasında etkili olan faktörler sıralanmıştır. Sizin şirket kuruluşunuzda etkili olan faktörlerin önceliklerini belirleyiniz.**

- 1) çok etkili
- 2) etkili
- 3) az etkili
- 4) etkisiz

|                                       | 1   | 2   | 3   | 4   |
|---------------------------------------|-----|-----|-----|-----|
| Devlet desteği ve vergisel avantajlar | ( ) | ( ) | ( ) | ( ) |
| Finansman desteği                     | ( ) | ( ) | ( ) | ( ) |
| Likidite kolaylığı                    | ( ) | ( ) | ( ) | ( ) |
| Kaliteli ve planlı yapılaşma          | ( ) | ( ) | ( ) | ( ) |
| Büyümeye elverişli olması             | ( ) | ( ) | ( ) | ( ) |
| Diğer.....                            | ( ) | ( ) | ( ) | ( ) |

**13. Şirketiniz kuruluşundan faaliyete geçişine kadarki sürede hangi aşamada en fazla sorunla karşılaştı? Bu sorunlar nelerdir?**

- ☐ Kuruluş aşamasında,.....
- ☐ Halka arz aşamasında,.....
- ☐ Faaliyet aşamasında,.....

**14. Türkiye’de GYO sektörünün gelişebilmesi için aşağıda belirtilenlerden hangilerinin gerçekleşmesi gerektiğini düşünüyorsunuz. Lütfen size göre önem sırasına göre numaralandırınız.**

- ( ) Ülke koşullarına uygun yeni standartların geliştirilmesi
- ( ) Yatırımcıların GYO’lar hakkında bilgilendirilmesi
- ( ) Mevzuattaki eksikliklerin tamamlanması

- ( ) Borç kaynaklarının geliştirilmesi
- ( ) Borç kaynaklarının geliştirilmesi
- ( ) Rekabetin artması

**15. Türkiye’de kullanılan gayrimenkul değerlendirme metodlarını doğru ve yeterli buluyormusunuz?**

- ☐ Evet,
- ☐ Hayır,
- ☐ nedeni;.....

**16. Şirketinizin Finansman Kaynakları Nelerdir?**

- ☐ Halka arz yoluyla yurtiçi ve yurtdışı sermaye piyasalarından fon temini,
- ☐ Kredi alınması(Borçlanma),
- ☐ Özsermaye,
- ☐ Diğer,.....

**17. Şirketinizin Gelir Kaynakları Nelerdir:**

- ☐ Kira gelirleri,
- ☐ Satış Gelirleri,
- ☐ İşletme Gelirleri,

Teşekkür eder, çalışmalarınızda başarılar dileriz ...

## ÖZGEÇMİŞ

Selin Özkul, 1977 yılında İstanbul'da doğdu. 1993 yılında İstanbul Teknik Üniversitesi, Mimarlık Fakültesi, Mimarlık Bölümü'ne girdi. 1998 yılında Mimar ünvanı ile mezun oldu. Aynı yıl, yine İstanbul Teknik Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, Mimarlık Anabilim Dalında Yüksek Lisans Programında Master öğrenimine başladı, Bina Yapım Yönetimi Programı'nı bitirdi. 1998 yılında, Maya İnşaat San. Ve Tic. A.Ş.'de Mimar olarak göreve başlamıştır.

