

İSTANBUL TEKNİK ÜNİVERSİTESİ ★ FEN BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ

**GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ PLANLAMAYA VE
KENTSEL GELİŞMEYE ETKİLERİNİN İRDELENMESİ**

İSTANBUL ÖRNEĞİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Şehir Plancısı Evren ÖZUS
(502981201)**

101453

**Tezin Enstitüye Verildiği Tarih : 22.01.2001
Tezin Savunulduğu Tarih : 05.02.2001**

**Tez Danışmanı : Prof. Dr. Yücel ÜNAL
Diğer Jüri Üyeleri : Prof. Dr. Vedia DÖKMECİ
Doç. Dr. Cengiz GÜNGÖR**

**KURULU
T.C. YÜKSEKÖĞRETİM MERKEZİ
DOKÜMAN TAYYİN**

101453

ŞUBAT 2001

ÖNSÖZ

İstanbul Teknik Üniversitesi'nde sürdürmekte olduğum Yüksek Lisans öğretimimin en somut ürünü olarak gösterilebilecek olan bu tez çalışmasında, ilgi alanımız olan kentsel planlamada yeni bir uygulama aracı olarak, son yıllarda sıkça adından söz edilen gayrimenkul yatırım ortaklıklarının, planlama ve kentsel gelişme ile ilişkilerinin irdelenmesi hedeflenmiştir. Yapılan bu çalışma ile, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının planlama içerisindeki kullanılabilirliği de ölçülmüş olacaktır.

Bu çalışmanın oluşmasındaki katkılarından dolayı başta danışman hocam Sayın Prof. Dr. Yücel ÜNAL'a ve tüm bölüm öğretim üyelerine, ayrıca yapmış olduğum mülakat ve anketlerde sahip oldukları tüm bilgileri aktarmaya çalışan Sayın Selen ÖZKAN (Yap Kredi Koray GYO), Rezzan GÜLSÜN (Yap Kredi Koray GYO), M. Varol HEPGÜLDAL (EGS GYO), Uluç ERGİN (İktisat GYO), İlhami AKKUM (Finans GYO), A. Erdoğan DAĞLI (Osmanlı GYO), Ahmet GÖK (İş – Koray), Arzu ÖZER (Nurol GYO), Emre YAVUZ (CB Richard Ellis) ve Melih ANIK'a (Serbest Danışman) teşekkür ederim.

Tüm çalışmam süresince desteklerini hissettiren Aileme ve Murat'a sonsuz teşekkürler...

Şubat 2001

Şehir Plancısı Evren ÖZUS

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR	vii
TABLO LİSTESİ	viii
GRAFİK LİSTESİ	x
RESİM LİSTESİ	xii
ÖZET	xiii
SUMMARY	xiv
1. SORU VE YÖNTEM	1
2. TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ	7
2.1. Gayrimenkul Yatırımları	8
2.2. Gayrimenkul Sektörünün Aktörleri	12
2.2.1. Kamusal Aktörler	21
2.2.2. Özel Aktörler	22
2.2.3. Enformel Sektör	23
2.2.4. Uluslar arası Kurumlar	23
2.3. Gayrimenkul Sektörünün Sorunları	23
2.4. Gayrimenkul Sektöründe Yapısal Dönüşüm	24
2.5. Mali Piyasalarda Küreselleşme ve Yabancı Yatırımcılar	30
3. GAYRİMENKUL PİYASALARI	36
3.1. Gayrimenkul Piyasalarının Özellikleri	40
3.1.1. Gayrimenkul Piyasalarının Avantajları	41
3.1.2. Gayrimenkul Yatırımlarının Dezavantajları	42
3.1.3. Kentsel Rant ve Spekülasyon	45
3.2. Gayrimenkul Finansmanı ve Kurumsallaşma	46
3.3. Gayrimenkul Finansman Sistemleri	48
3.4. Gayrimenkul Finansmanı ve Sermaye Piyasaları	50
4. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI	55
4.1. Yatırım Ortaklıkları	55
4.1.1. Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	56
4.1.2. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları	57
4.1.3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	58
4.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	61
4.2.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tanımı ve İlgili Mevzuat	62
4.2.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Amacı	63

4.2.3. Kurumsal Çerçeve	68
4.2.4. GYO'ların Faaliyetleri	69
4.2.5. Portföy Oluşturulması	74
4.2.6. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Türleri	76
4.2.6.1. Özvarlığa Dayalı GYO	78
4.2.6.2. İpotekli Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	81
4.2.7. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Avantaj ve Dezavantajları	83
4.2.8. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Makro Faydaları	86
4.2.9. GYO'ların Gayrimenkul Sektörüne Katkısı	87
4.2.10. GYODER	88
4.2.11. Dünyada GYO Uygulamaları	89
5. TÜRKİYE'DEKİ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI	94
5.1. Sermaye Piyasası Kurulu'na Kayıtlı GYO'lar	94
5.1.1. İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	94
5.1.2. Nurol Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	99
5.1.3. Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	103
5.1.4. Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	106
5.1.5. EGS Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	111
5.1.6. Osmanlı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	116
5.1.7. İhlas Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	119
5.1.8. Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	123
5.2. SPK'ya Kayıtlı GYO'ların Kaynağı Oldukları Gruplara Ve Kuruluşlarına Göre Değerlendirilmesi	126
5.3. SPK'ya Kayıtlı GYO'ların Amaç, Hedef ve Stratejiler Bazında Değerlendirilmesi	129
5.4. SPK'ya Bağlı GYO'ların Finansal Bilgileri İtibariyle Değerlendirilmesi	133
5.4.1. Kuruluş Sermayesi, Kayıtlı Sermaye ve Çıkarılmış Sermaye	133
5.4.2. Toplam Portföy Değeri, Portföyün Ekspertiz Değeri ve 1999 Yılı Karı	135
5.4.3. Finansal Bilgilerin İlişkilendirilmesi	136
5.5. SPK'ya Kayıtlı Şirketlerin Portföy Yapıları İtibariyle Değerlendirilmesi	137
5.6. SPK'ya Bağlı GYO'ların Personel Yapıları İtibariyle Değerlendirilmesi	139
6. PORTFÖY BİLGİLERİ	141
6.1. Genel Portföy Bilgileri	141
6.2. Konut Projeleri	150
6.2.1. GYO'ların Portföylerinde Bulunan Konut Projeleri	153
6.2.1.1. İstanbul İstanbul / 1.Faz	153
6.2.1.2. Kemer Country – Yalikonaklar	155
6.2.1.3. Elit – Residence	155
6.2.1.4. Uskumruköy Vilları	156

6.2.1.5. Marmara Evleri / 1.Etap	157
6.2.1.6. Tarabya Villaları	158
6.2.1.7. Marmara Evleri / 2. Etap	158
6.2.1.8. Çekmeköy Projesi	159
6.2.1.9. Alkent 2000	160
6.2.2. Konum	162
6.2.3. Üniteler	168
6.2.3.1. Villa Tipi Konutlar	169
6.2.3.2. Apartman Dairesi Tipi Konutlar	170
6.2.4. Değer	174
6.3. Ticari Gayrimenkul Projeleri	179
6.3.1. Ofis Binaları	179
6.3.2. Alışveriş Merkezleri	180
6.3.3. Oteller	183
6.3.4. GYO'ların Portföylerinde Yer Alan Alışveriş Merkezi Projeleri	184
6.3.4.1. İstanbul İş Kuleleri Alışveriş Merkezi	184
6.3.4.2. Marmara Evleri 2. Etap Alışveriş Merkezi	185
6.3.5. GYO'ların Portföyünde Yer Alan Çok Katlı Ofis Binası Projeleri	185
6.3.5.1. İstanbul İş Kuleleri	185
6.3.5.2. Nurol Plaza	186
6.3.5.3. Yapı Kredi Plaza	186
6.3.5.4. Business Park	187
6.3.5.5. İstanbul Nişantaşı Şube Binası	188
6.3.5.6. İstanbul Şişli Şube Binası	189
6.3.5.7. İstanbul Taksim Şube Binası	189
6.3.5.8. Vakıf Ofis	189
6.3.5.9. Alarko İş Merkezi – Beyoğlu	190
6.3.5.10. Alarko İş Merkezi – Karaköy	190
6.3.5.11. Çamlıca Projesi	190
6.3.6. Konum	191
6.3.7. Büyüklük	196
6.3.8. Değer	201
6.4. GYO Portföyünde Yer Alan Projelerin İstanbul Planlamasıyla İlişkileri	207
7. SONUÇ	211
7.1. Gyo'ların Ulusal Ekonomiye ve Gayrimenkul Sektörüne Etkileri	211
7.2. Gyo'ların İşleyişi ve Kentsel Etkileri	215
7.3. Türkiye'de Gyo'lar, Portföy Yapıları ve Kentsel Gelişmeye Etkileri	218
7.4. Kurumsal İlişkiler ve Ortaklık	221
7.5. GYO'ların Planlamaya Etkileri	223
SON SÖZ	227

KAYNAKÇA	229
EKLER	236
ÖZGEÇMİŞ	278



KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
APM	: Arsa Payı Maliyeti
AR-GE	: Araştırma Geliştirme
AŞ	: Anonim Şirket
BM	: Birleşmiş Milletler
ÇED	: Çevre Etki Değerleme
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
FIABCI	: International Real Estate Federation – USA Chapter
GYO	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
GYODER	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği
IFC	: Uluslararası Finans Kurumu
IMF	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
IRS	: Internal Revenue Service (İç Gelir Servisi)
İBŞB	: İstanbul Büyükşehir Belediyesi
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KDV	: Katma Değer Vergisi
KİT	: Kamu İktisadi Teşekkülü
MİA	: Merkezi İş Alanı
NAREIT	: National Association of Real Estate Investment Trusts
REIT	: Real Estate Investment Trust (GYO)
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SSK	: Sosyal Sigortalar Kurumu
TL	: Türk Lirası
TOKİ	: Toplu Konut İdaresi
ULI	: Urban Land Institute
VDMK	: Varlığa Dayalı Menkul Kıymet
YKK	: Yapı Kredi Koray
YPK	: Yüksek Planlama Kurulu

TABLO LİSTESİ

	<u>Sayfa</u>
Tablo 2.1. Türkiye ve Avrupa'nın Ticari Gayrimenkuller Açısından Karşılaştırılması	11
Tablo 4.1. ABD'deki Yatırım Yaptıkları Sektörler	92
Tablo 5.1. SPK'ya Kayıtlı GYO'lar ve Gayrimenkul Portföyleri	95
Tablo 5.2. İŞ GYO Gayrimenkul Portföyü Yapısı	98
Tablo 5.3. Nurol GYO Gayrimenkul Portföyü Yapısı	101
Tablo 5.4. Vakıf GYO Gayrimenkul Portföyü Yapısı	104
Tablo 5.5. Yapı Kredi Koray GYO Gayrimenkul Portföyü Yapısı	108
Tablo 5.6. EGS GYO Gayrimenkul Portföyü Yapısı	114
Tablo 5.7. Osmanlı GYO Gayrimenkul Portföyü Yapısı	117
Tablo 5.8. İhlas GYO Gayrimenkul Portföyü Yapısı	122
Tablo 5.9. Alarko GYO Gayrimenkul Portföyü Yapısı	125
Tablo 5.10. Mali Tablo	128
Tablo 5.11. Şirketlerin Kuruluş ve Mali Bilgileri	134
Tablo 5.12. Şirketlerin Portföy Değerlerinin İrdelenmesi	136
Tablo 6.1. Ülke Geneline Yapılan Yatırımların Fonksiyonlarına Göre İrdelenmesi	142
Tablo 6.2. Yatırım Büyüklüklerine Göre Projelerin İrdelenmesi	144
Tablo 6.3. Kentlere Göre Yatırımların Dağılımlarının İrdelenmesi	146
Tablo 6.4. İstanbul Düzeyinde Yatırımların İrdelenmesi	148
Tablo 6.5. Türkiye ve İstanbul Nüfusunun Yıllara Göre Değişimi (1985 – 2000)	150
Tablo 6.6. Sosyo – Ekonomik Statü Gruplarının Dağılımı (Türkiye-İstanbul-Kent-Kır)	151
Tablo 6.7. 1.Bölgelemeye Göre Konut Projelerinin Bölgelere Dağılımı	163
Tablo 6.8. 2.Bölgelemeye Göre Konut Projelerinin Bölgelere Dağılımı	165
Tablo 6.9. Konut Projelerinin Bölgelerdeki Dağılımının Alan Bazında İncelenmesi	166
Tablo 6.10. Konut Birimlerin Alanları Bakımından Dağılımı	168
Tablo 6.11. Villa Tipi Konut Projelerinin Bölgelere Dağılımının Alansal Verilerle İrdelenmesi	169
Tablo 6.12. Apartman Tipi Konut Projelerinin Bölgelere Dağılımının Alansal Verilerle İrdelenmesi	170
Tablo 6.13. 1. Bölgelemeye Göre Konut Sayılarının Bölgelere Dağılımı	171
Tablo 6.14. 2. Bölgelemeye Göre Konut Sayılarının Bölgelere Dağılımı	171
Tablo 6.15. 1. Bölgelemeye Göre Konut İnşaat Alanlarının Bölgelere Dağılımı	172
Tablo 6.16. 2. Bölgelemeye Göre Konut İnşaat alanlarının Dağılımı	173
Tablo 6.17. 1. Bölgelemeye Göre Ünitelerin Genel İrdelemesi	173
Tablo 6.18. 2. Bölgelemeye Göre Ünitelerin Genel İrdelemesi	174

Tablo 6.19.	Projelerin Değerleri	175
Tablo 6.20.	Ekspertiz Değerine Göre Konut Projelerinin Bölgelere Dağılımı	176
Tablo 6.21.	Ekspertiz Değerlerine Göre Projelerin Bölgelere Dağılımı	178
Tablo 6.22.	İstanbul'daki Mevcut Alışveriş Merkezleri	182
Tablo 6.23.	İstanbul'da Yeni Alışveriş Merkezi Projeleri	182
Tablo 6.24.	1. Bölgelemeye Göre Ticari Yapıların Dağılımı	192
Tablo 6.25.	Sayılarına Göre Ticari Yapı Gruplarının Bölgelere Dağılımı	193
Tablo 6.26.	2. Bölgelemeye Göre Ticari Yapıların Dağılımı	194
Tablo 6.27.	Sayılarına Göre Ticari Yapı Gruplarının Göre Bölgelere Dağılımı	195
Tablo 6.28.	Ticari Projelerin Büyüklükleri	196
Tablo 6.29.	İnşaat Alanlarının Ticari Yapı Gruplarına Göre Dağılımı	198
Tablo 6.30.	1. Bölgelemeye Göre Ticari Yapıların İnşaat Alanlarına Bazında Bölgelere Dağılımı	199
Tablo 6.31.	2. Bölgelemeye Göre Ticari Yapıların İnşaat Alanlarına Bazında Bölgelere Dağılımı	199
Tablo 6.32.	1. Bölgelemeye Göre Ticaret Yapılarının İnşaat Alanlarına ve Türlerine Göre Bölgelere Dağılımı	200
Tablo 6.33.	2. Bölgelemeye göre Ticaret Yapılarının İnşaat Alanlarına ve Türlerine Göre Bölgelere Dağılımı	201
Tablo 6.34.	Ticari Yapı Projelerinin Ekspertiz Değerlerine Göre İrdelenmesi	202
Tablo 6.35.	Ekspertiz Değerlerinin Gruplara Göre Dağılımı	203
Tablo 6.36.	1. Bölgelemeye Göre Ekspertiz Değerlerinin Bölgelere Dağılımı	204
Tablo 6.37.	2. Bölgelemeye Göre Ekspertiz Değerlerinin Bölgelere Göre Dağılımı	205
Tablo 6.38.	1. Bölgelemeye Göre Ticari Yapıların Ekspertiz Değerlerine ve Türlerine Göre Bölgelere Dağılımı	206
Tablo 6.39.	2. Bölgelemeye Göre Ticari Yapıların Ekspertiz Değerlerine Ve Türlerine Göre Bölgelere Dağılımı	206
Tablo 6.40.	GYO Portföyünde Yer alan Projeler (İstanbul)	208

GRAFİK LİSTESİ

	<u>Sayfa</u>
Grafik 4.1. ABD'deki GYO'ların Yatırım Yaptıkları Sektörler	93
Grafik 5.1. İş GYO Portföy Yapısının Ekspertiz Değerlerine Göre Dağılımı	99
Grafik 5.2. Nürol GYO Portföy Yapısının Ekspertiz Değerlerine Göre Dağılımı	102
Grafik 5.3. Vakıf GYO Portföy Yapısının Ekspertiz Değerlerine Göre Dağılımı	105
Grafik 5.4. Yapı Kredi Koray GYO Portföy Yapısının Ekspertiz Değerlerine Göre Dağılımı	109
Grafik 5.5. EGS GYO Portföy Yapısının Ekspertiz Değerlerine Göre Dağılımı	115
Grafik 5.6. Osmanlı GYO Portföy Yapısının Ekspertiz Değerlerine Göre Dağılımı	118
Grafik 5.7. İhlas GYO Portföy Yapısının Ekspertiz Değerlerine Göre Dağılımı	123
Grafik 5.8. Alarko GYO Portföy Yapısının Ekspertiz Değerlerine Göre Dağılımı	126
Grafik 5.9. Portföylerin Ekspertiz Değerlerine Göre Dağılımı	138
Grafik 6.1. Fonksiyonlarına Göre Yatırımlar (Türkiye)	143
Grafik 6.2. Yatırımların Kentlere Dağılımı	147
Grafik 6.3. Fonksiyonlarına Göre Yatırımlar (İstanbul)	149
Grafik 6.4. 1. Bölgelemeye Göre Konut Projelerinin Bölgelere Dağılımı	164
Grafik 6.5. 2. Bölgelemeye Göre Konut Projelerinin Bölgelere Dağılımı	165
Grafik 6.6. Konut Projelerinin İnşaat Alanları Büyüklükleri	167
Grafik 6.7. Konut Tiplerinin Alansal Dağılımı	168
Grafik 6.8. Konut Projelerinin Ekspertiz Değerleri	176
Grafik 6.9. 1. Bölgelemeye Göre Konut Projelerinin Ekspertiz Değerleri Dağılımı	177
Grafik 6.10. 1. Bölgelemeye Göre Konut Projelerinin Ortalama m2 Fiyatları	177
Grafik 6.11. 2. Bölgelemeye Göre Konut Projelerinin Ekspertiz Değerleri Dağılımı	178
Grafik 6.12. 2. Bölgelemeye Göre Konut Projelerinin Ortalama m2 Fiyatları	179
Grafik 6.13. A Sınıfı Ofis Aylık Kira Fiyatları (İstanbul)	180
Grafik 6.14. Otellerin Dağılımı (İstanbul)	184
Grafik 6.15. 1. Bölgelemeye Göre Ticari Yapı Projelerinin Bölgelere Dağılımı	193

Grafik 6.16.	2. Bölgelemeye Göre Ticari Yapı Projelerinin Bölgelere Dağılımı	195
Grafik 6.17.	Ticari Yapı Projelerinin İnşaat Büyüklükleri	197
Grafik 6.18.	İnşaat Alanlarının Ticari Yapı Gruplarına Göre Dağılımı	198
Grafik 6.19.	1. Bölgelemeye Göre Ticari Yapıların İnşaat Alanlarına Bazında Bölgelere Dağılımı	199
Grafik 6.20.	2. Bölgelemeye Göre Ticari Yapıların İnşaat Alanlarına Bazında Bölgelere Dağılımı	200
Grafik 6.21.	Ticari Yapıların Ekspertiz Değerleri	203
Grafik 6.22.	Ekspertiz Değerlerinin Gruplara Göre Dağılımı	204
Grafik 6.23.	1. Bölgelemeye Göre Ekspertiz Değerlerinin Bölgelere Dağılımı	204
Grafik 6.24.	2. Bölgelemeye Göre Ekspertiz Değerlerinin Bölgelere Göre Dağılımı	205
Grafik 6.25.	İnşaat Alanlarına Göre Grupların Plana Göre Değerlendirilmesi	209

RESİM LİSTESİ

	<u>Sayfa</u>
Resim 6.1. İstanbul – İstanbul Projesinin Konumu	153
Resim 6.2. İstanbul – İstanbul Konutlarından Örnek	153
Resim 6.3. Kemer Country – Yalikonaklar Konutlarından Örnekler	155
Resim 6.4. Elit Residence Projesi	156
Resim 6.5. Elit Residence Konutlarından Örnek	156
Resim 6.6. Marmara Evleri 1. Etap Konutlarından Örnekler	157
Resim 6.7. Tarabya Vilları’ndan Örnek	158
Resim 6.8. Marmara Evleri 2. Etap Konutları	159
Resim 6.9. Çekmeköy Projesi	160
Resim 6.10. Alarko 2000 Projesinin Konumu	160
Resim 6.11. Alkent 2000 Konutları 2. Faz Yerleşim Planı	161
Resim 6.12. Alkent 2000 Konutları 3. Faz Yerleşim Planı	161
Resim 6.13. İstanbul İş Kuleleri	185
Resim 6.14. EGS Business Park Projesinin Konumu	187
Resim 6.15. EGS Business Park	188
Resim 6.16. Çamlıca Projesi	190

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ PLANLAMAYA VE KENTSEL GELİŞMEYE ETKİLERİNİN İRDELENMESİ : İSTANBUL ÖRNEĞİ

ÖZET

Son yıllarda, sayısal artışları ve portföylerine ekledikleri projelerle gayrimenkul yatırım ortaklıkları sıkça sözü edilen şirketler haline gelmişlerdir. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, kentsel gelişmede kullanılabilecek bir finansman aracı olarak değerlendirildiklerinde, sermayelerinin nasıl değerlendirileceğine dair alınan kararlar, mevcut planlara yaklaşımları ve kamu yararı ilkesiyle ilişkileri önem kazanmaktadır. Yaptıkları ve yapmayı düşündükleri yatırımların büyük kapsamlı projeler olmasına dayanarak, bu bağlantının derecesinin önümüzdeki yıllarda kuvvetleneceği öngörülebilir.

Bu çalışmanın sınırları içerisinde yanıt aranmaya çalışılacak olan temel soru şöyle formüle edilebilir: “GYO’lar ile kent arasındaki ilişki planlama çerçevesinde nasıl kurulabilir?” Bu ana sorunun yanıtlanabilmesi için yanıtlanması gereken alt sorular da şöyle sıralanabilir: Türkiye’deki gayrimenkul sektörünün yapısı ve bu yapının içinde GYO’ların rolü nedir? GYO’ların şu an itibarıyla ülkedeki işleyişi nasıldır ve bu işleyişin kentler için yarattığı potansiyel ve tehlikeler nelerdir? GYO’ların portföy seçimi ve proje kararları kenti şu ana kadar nasıl etkilemiştir ve planlamayla nasıl ilişkilendirilebilir? Kent yöneticileri ve GYO yöneticileri eşgüdüm içinde çalışabilirler mi? GYO’ların amacı nedir ve bu amaç son yıllarda gündemden düşmeyen kamu-özel ortaklığı çerçevesinde kamu yararına kullanılabılır mı?

Bu sorular çerçevesinde gayrimenkul yatırım ortaklıklarının İstanbul’da yaptıkları yatırımlar, planlama ve kentsel gelişme kapsamında incelenerek, GYO – kent ilişkisi kurulmaya çalışılmıştır. Bu ilişkiye ulaşabilmek için, Türkiye’deki gayrimenkul sektörünün yapısı ve GYO’ların bu sektör içerisindeki yerleri belirlenmiş, GYO’ların bugünkü işleyiş mekanizmasının kente olumlu ve olumsuz etkileri tespit edilmeye çalışılmıştır. GYO’ların bugüne dek portföylerine aldıkları projeler planlama ile ilişkilendirilerek, kenti nasıl etkiledikleri belirlenmiştir.

Elde edilen sonuçlara göre GYO’ların kentsel gelişme ve planlamaya etkileri henüz kayda değer boyutlarda değildir. Etkilerin birkaç istisna dışında planlama açısından olumsuz olduğu belirlenmiştir. Ancak GYO projelerinin gerçekleştirildikleri alanlara dışsal faydalarla birlikte doğrudan ekonomik katma değer sağladıkları da belirtilmelidir. Büyüme hızları göz önüne alındığında yakın gelecekte GYO projelerinin özellikle İstanbul’da kentsel gelişmeyi ve planlama sürecini doğrudan etkileyecekleri öngörülebilir. Bu anlamda merkezi ve yerel yönetim birimleriyle geliştirilecek ortaklıklar söz konusu etkilerin niteliğini belirleyecektir.

ANALYSE OF THE IMPACTS OF REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS ON PLANNING AND CITY DEVELOPMENT : ISTANBUL CASE

SUMMARY

In the recent years, Real Estate Investment Trusts (REITs) have attracted considerable attention with their increasing numbers and with the projects that they are investing on. When REITs are considered as a financial instrument which can be used in urban development, their investment decisions, their approach to the existing plans and their relations with the public interest concept should be discussed. Since their projects are generally large in scale, it can be said that this interest to their investments will increase in the following years.

The main question to be answered in this research can be formulated as follows: "How can one relate REITs with urban development in the context of urban planning?" In order to answer this main question, there are sub-questions to be answered: How is the structure of the real estate sector in Turkey and what is the role and share of REITs in this sector? How do the REITs operate in the country and what are the potentials and threats of this operation for the cities? How have the REITs portfolio and project choices affected the city of Istanbul until now and how can these effects be related to planning? Can the urban governors and REITs' managers work in coordination? What is the objective of REITs and can this objective be used in order to realise public interest under the nowadays' favorite concept of public-private partnership?

In this research, investments of REITs in Istanbul were analysed according to urban planning and city development and the relation of REITs and the city was tried to be founded. In order to found this relationship, structure of the real estate sector in Turkey and the role of the REITs in this sector were determined and accordingly REITs operation mechanism was cross-examined with the city to find out the mutual impacts. REITs' projects in their portfolios were also analysed to determine the impacts of each on the city with relation to urban planning.

According to the findings, REITs' impacts on the city development and the city planning are not noteworthy for the time being. However, their limited impacts are not positive for the city with respect to urban planning. But, It should here be noted that REITs' projects contribute to their locations considerably not only by external benefits but also by supplying direct income. Therefore, especially locations with rural aspects surrounding Istanbul are very eager to attract this capital.

When REITs recent growth rates in Turkey is considered, it can be said that their impacts on the city development and urban planning will be significant in the near future. The quality of their impacts will be depending on the coordination of REITs with the central and local governments.

1. SORU ve YÖNTEM

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO), son yıllarda sayıca arttıkları ve portföylerini geliştirdikleri oranda bahsedilir olmuşlardır. Yaptıkları ve yapmayı planladıklarının yanısıra, düşünülen her büyük proje için alternatif bir finansman modeli olarak ortaya atılmaya başlamışlardır. Çoğunlukla büyük projelerle ilişkilendirildiklerinden, kentlere ve kentsel gelişmeye etkilerinin olması beklenmektedir. Ancak Türkiye’de, GYO projelerinin kentlere olumlu ve olumsuz etkileri üzerine hazırlanmış bir çalışma bulunmamaktadır. Dolayısıyla kentsel gelişmeyi belirleme iddiasındaki planlamayla da ilişkileri kurulmamıştır.

Böyle bir araştırmada, GYO’ların öncelikle yatırımcılarına maksimum kar sağlama amacını güden şirketler oldukları gözden kaçırılmamalıdır. GYO’ların işleyişi ve ilgili yasal mevzuat da bu amaca yönelik olarak hazırlanmıştır. Dolayısıyla tamamiyle özel yapıları içerisinde GYO’lardan, klasik anlamda kamu yararını da karar aşamasında değerlendiren kamusal gayrimenkul geliştirici kurumların oynadığı roller beklenmemelidir. Toplumsal fayda ile ekonomik faydanın çatışması, maksimum kar elde etmeye çalışan bu kurumların doğası gereği sık sık gündeme gelmektedir. Ayrıca işleyiş ve yasal düzenlemeleri de bu amaca yönelik hazırlandığından kamu yararı, planlama, sürdürülebilirlik gibi kavramlarla ilişkiler henüz kurulmamış ya da netleşmemiştir.

“GYO şirketleri tabi oldukları yasal düzenlemeler çerçevesinde gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, anonim şirket olarak kurulmuş kolektif yatırım şirketleridir. GYO’lar borsada halka açılarak topladıkları kaynakları biraraya getirerek oluşturdukları yatırım havuzu ile gayrimenkul yatırımı yapar ve elde ettikleri kazançları ortaklarına dağıtırlar. GYO’lar temel olarak yatırım projelerinin gerçekleşebilmesi amacıyla bireysel ve kurumsal tasarrufları bir araya getirerek, projeleri gerçekleştirecek girişimcilere sermaye piyasalarından fon sağlama yolunu açarlar. Halka açık yapılarından dolayı GYO’lar

SPK ve borsa gibi düzenleyici otoritelerinin sürekli denetimi altındadır. GYO'lar günümüzde gelişmiş ekonomilere sahip ülkelerde bile, hala gelişme potansiyeli taşıyan bir yatırım şeklidir. Türkiye'de ise kökenleri henüz 4-5 yıla dayansa da, oldukça hızlı bir gelişim süreci izlenmektedir. Önümüzdeki dönemde kurumsal gayrimenkul yatırımlarının en profesyonel şekliyle GYO şirketleri tarafından yönlendirileceği bugünden görülebiliyor" (Alanlioğlu, 2000: 38-39).

Gayrimenkul sektörüne yönelik yeni bir finansman aracı olarak Türkiye'ye ancak 1990'larda giren GYO'ların aslında ABD'deki tarihçeleri oldukça eskiye uzanmaktadır. Likit¹ olmayan gayrimenkul değerlerini likit hale getirmelerinin yanısıra, bireysel yatırımlardansa uzmanların değerlendirmeleri ışığında kolektif yatırımlara olanak sağladıklarından ülke ekonomisine katkıda bulundukları da iddia edilmektedir. Yatırımların likit hale gelmesiyle yatırılan fonlara esneklik kazandırılırken, bu fonların başka alanlarda ya da yeniden kullanılmaları sağlanmaktadır. Diğer bir deyişle GYO'ların yatırım yaptığı arazi, arsa ya da yapılar, halka arz gerçekleşmiş olduğundan paraya dönüştürülmüş, yani likit hale getirilmiştir. Burada ikincil piyasalar² aracı konumu üstlenerek önem kazanmaktadır. Daha önce de belirtildiği gibi, GYO'lar bireysel yatırımlardansa kolektif yatırımlar yapmaktadır. Birikimi olan birey gayrimenkul yatırımı yaparken konuya yabancı olması, bilgisizlik, kandırılma, gibi nedenlerle yatırımını çok rasyonel yönlendiremeyeceği gibi kurumsal olmayan, zaman zaman enformal yollarla inşa edilmiş yapılara bile yönlendirilebilmektedir. Oysa GYO'lar bünyelerinde bulundurdıkları uzman personelleri vasıtasıyla ekonomik açıdan en rasyonel kararlara yönelecek, enformal yapılara yatırım yapmayacak ve bu sayede planlı bir kentsel gelişmenin de yardımcısı konumuna gelebileceklerdir. Bunlar yasal mevzuatla da belirlenmiş özelliklerdir. GYO'lar tüm faaliyetlerini şeffaf ve yasal olarak sürdürmek zorundadırlar (Alanlioğlu, 2000). Diğer yandan GYO'lar bu

¹ Likidite: Bir ekonomik varlığın fazla bir değer kaybına uğramadan paraya dönüştürülebilmesi, işlem giderleri ve değerindeki değişimler dolayısıyla uğranabilecek ufak kayıplarla elde edilebilmesi veya elden çıkartılabilmesi (Dünya Gazetesi Yayın Kurulu, 1999).

² İkincil Piyasa: Halen mevcut ya da önceden çıkartılmış bulunan menkul değerlerin alınıp satıldığı piyasalardır. Menkul kıymetler borsası gibi (Seyidoğlu, 1999). Gayrimenkul sektöründe özellikle krediler açısından önem kazanır. Krediyi düzenleyen taraf krediyi başka bir kişi ya da kuruma satar. Bu şekilde vadeli olarak alacağı geri ödemeyi üçüncü tarafla yaptığı pazarlık sonucu belirli oranda iskonto yaparak ama hala kar elde ederek peşin olarak alır. Bu sayede likidite sağlanarak krediyi veren kurumun yeniden kredi vermesi sağlanmış olur. Kısaca kredi vermek faaliyet alanı içerisinde yer almayan şirketlerin fonları da, toplam kredi içerisinde çekilmiş olur. Örneğin emeklilik ve sigorta

özellikleriyle inşaat sektörünün kayıt altına alınmasına yardımcı olacaklardır. Ayrıca Sermaye Piyasası gibi ikincil piyasalarda işlem gördükleri için dış yatırımcıların ülkeye gayrimenkul yatırımı yapmasına da aracı olmaktadır.

Mevcut GYO'ların portföyleri incelendiğinde ilk sırada ve en önemli oranla alışveriş merkezleriyle ofislerden oluşan ticari komplekslerin ve ikinci olarak da toplu lüks konut inşaatlarının yer aldığı görülmektedir. Son yıllarda sözü edilmeden geçilemeyecek kadar kapsamlı bir kavram olan küreselleşme ile ilişkisi, bir mali araç olarak yabancı finansman olanaklarına açılımlar sağlamasının ve bu sürecin belirleyicilerinden birisi olarak gelişen finans faaliyetlerinin yanısıra, GYO'ların kent içerisinde somutlaştığı portföy elemanlarıyla da kurulabilir. Küreselleşme kentte kendisini alışveriş merkezleri, lüks konutlar, ofis binaları ile göstermekte ve kentte pek çok olumlu ve olumsuz etkiye neden olabilmektedir. GYO portföylerinin öncelikleri de küreselleşmenin getirdiklerine tam olarak paraleldir. Diğer yandan GYO sermayelerinin önemli bir kısmı yabancı yatırımcılar tarafından oluşturulmaktadır. Bunun gerçekleşmesi kentteki finans faaliyetlerinin gelişmesiyle mümkün olmuştur.

Bu çerçevede incelendiğinde GYO'ların kent ve kentsel gelişme, dolayısıyla kent planlaması ve kentsel yönetim ile ilişkili olabilecekleri açıkça ortaya çıkmaktadır. Bir GYO bünyesinde toplanmış sermayenin nerelerde değerlendirileceğine karar veren yöneticilerin alacakları kararlar, mevcut planlama yaklaşımıyla ve kamu yararı ilkesiyle taban tabana zıt olabileceği gibi, bu yaklaşımı ve ilkeyi destekleyici nitelikte de olabilir. Son yıllarda öne çıkan sürdürülebilir kalkınma ve çevreye duyarlı ekolojik planlama gibi yaklaşımlar için de aynı saptama geçerlidir. Diğer yandan, kent yöneticileri GYO modelini kentin planlama hedeflerine uygun bir finansman aracı olarak da kullanabilirler.

Bu çalışmanın sınırları içerisinde yanıt aranmaya çalışılacak olan temel soru, bu bağlamda, şöyle formüle edilebilir: “GYO'lar ile kent arasındaki ilişki, planlama ve kentsel gelişme çerçevesinde nasıl kurulabilir?” Bu ana sorunun yanıtlanabilmesi için gereken diğer yanıtlara ilişkin alt sorular da şöyle sıralanabilir: Türkiye'deki gayrimenkul sektörünün yapısı ve bu yapının içinde GYO'ların rolü nedir? GYO'ların

fonları ikincil piyasaların başat aktörlerindendir. Son dönemde sık sık duyduğumuz yatırım fonları da bu sektörün vazgeçilmez aktörleri haline gelmişlerdir.

şu an itibariyle ülkedeki işleyişi nasıldır ve bu işleyişin kentler için yarattığı potansiyel ve tehlikeler nelerdir? GYO'ların portföy seçimi ve proje kararları kenti şu ana kadar nasıl etkilemiştir ve planlamayla nasıl ilişkilendirilebilir? Kent yöneticileri ve GYO yöneticileri eşgüdüm içinde çalışabilirler mi? GYO'ların amacı nedir ve bu amaç son yıllarda gündemden düşmeyen kamu-özel ortaklığı çerçevesinde kamu yararına kullanılabilir mi?

Bu soruların yanıtlanması uygulama araçlarında sıkıntı içinde bulunduğumuz planlamanın uygulanabilirliğini arttırılabileceği gibi, serbest piyasa ekonomisi içerisinde yok olmaya yüz tutan planlama kurumunun yeniden hayata dönmesine de yardımcı olabilecektir.

Çalışma yukarıdaki sorulara İstanbul özelinde yanıt aramaya çalışacaktır. Dolayısıyla GYO faaliyetleri ve ilişkilendirilecek tüm diğer kurum ve faaliyetler İstanbul ile sınırlı tutulmuştur.

Bu soruların yanıtlanabilmesi için izlenecek yöntem şöyle açıklanabilir;

Ele alınan temel konu, “GYO’lar ile kent arasındaki ilişkinin, planlama çerçevesinde kurulması” olarak tanımlandığında GYO’lardan önce ele alınması gereken konunun gayrimenkul, gayrimenkul piyasaları ve gayrimenkul finansmanı olduğu düşüncesi ile, ilk bölümde bu kavramlara yer verilmiştir. Sonuçta, gayrimenkul sektörü bir bütün olarak kabul edilirse, GYO’lar bu ana sektör içinde yer alan bir finansman aracıdır. Bu çerçevede gayrimenkul piyasasının özellikleri, gayrimenkulün hareketsiz olma özelliği ile ilişkilendirilerek, diğer piyasalara göre avantaj ve dezavantajları 2. ve 3. Bölümlerde değerlendirilecektir. Küreselleşmenin gayrimenkul sektörüne getirdikleri üzerinde durulacaktır.

Daha sonra 4. Bölümde belirlenen konunun temel aktörü olan GYO’ların kavramsal ve hukuksal boyutları detaylı olarak ele alınacaktır. Ancak daha önce, genel bilgi edinme amacı ile GYO’ların bir kapsayıcı olan yatırım ortaklıkları ve alt başlıkları olan, menkul kıymet ve risk sermayesi yatırım ortaklıkları hakkında bilgi verilecek, amaçları, faaliyetleri ve özellikleri üzerinde durulacaktır.

Ardından çok farklı bir disiplin olan finans ekonomisi kapsamında, ekonomik küreselleşme ile de ilişki içinde, GYO'ların kuramsal ve hukuki açımlarına ulaşmaya çalışılacaktır. GYO'ların tanımlanması, farklı özellikleri baz alındığında oluşan farklı çeşitleri ve bunların özelliklerine yer verilecek, GYO'ların faaliyetleri, finanse edebilecekleri gayrimenkul ve projeler, işleyiş mekanizmaları, ekonomiye katkıları, yatırımcıya sağladıkları avantajlar ve haklar üzerinde durulacaktır.

GYO'ların hukuki durumunun değerlendirilmesinde; kuruluş biçimleri, amaçları ve sınırları, kurucu ve yöneticileri, yatırım alanları ve yatırım sınırları, portföy oluşturulması ve sınırlaması, vergilendirme konuları Sermaye Piyasası Kurulu'nun gayrimenkul yatırım ortaklıkları için hazırlamış olduğu tebliğ baz alınarak verilecektir. Bu bölümde gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile ilgili olarak sık karşılaşılabilecek bazı kurumsal kavramlar da yeri geldikçe açıklanacaktır.

Daha sonra bu kuramsal ve hukuki boyutlardan hareketle 5. ve 6. Bölümlerde GYO'ların şirket yapıları portföyleri ve projeleri kentsel bazda değerlendirilmeye çalışılacak, bu finansman aracının kent, kentsel gelişme, kent planlama ve çevreye duyarlı ekolojik planlama ile ilişkileri, yine küreselleşme ve sürdürülebilir kalkınma da dikkate alınarak kurulmaya çalışılacaktır. Türkiye'deki GYO'ların mevcut durumları, portföyleri, projeleri ve uygulama aşamaları, konut politikaları, kentsel gelişme ve planlama olguları ile ilişkilendirilmeye çalışılacaktır.

Tüm bunlar, önce GYO'ların kuramsal ve hukuki açımlarının yapılabileceği detaylı bir kaynak inceleme aşamasıyla başlayacak, daha sonra gazete ve dergi taramalarıyla mülakat öncesi hazırlıklar yapılacak ve hazırlanacak sorular çerçevesinde İstanbul'da faaliyet gösteren GYO'ların yöneticileriyle yapılandırılmamış (unstructured) mülakatlar yapılacaktır. Bu görüşmeler sırasında GYO'ların proje ve portföyleri hakkında bilgi edinilecek ve sonrasında gerektiği taktirde İstanbul Metropolitan Alan Nazım Planı'yla (1/50000) ilişkisi kurulacaktır. Bu mülakatlar sırasında GYO'ların her sene hazırlamakla sorumlu olduğu faaliyet raporlarından 1999 yılı için hazırlananlar toplanacak ve bu faaliyet raporlarında yer alan bilgiler ışığında her bir GYO'nun şirket olarak değerlendirmesi yapılacaktır. Bu değerlendirme; bazı genellemelere gidilebilmesini sağlayacak ve bu genellemelerden elde edilen bilgiler kent ve kentleşme ile GYO'ların ilişkilerin kurulmasında kullanılacaktır. Aynı şekilde, toplanacak olan

GYO faaliyet raporlarından her bir GYO'nun portföyünde yer alan projeler de belirlenebilecektir. Bu projelerden, çalışma alanımız İstanbul ile sınırlı olduğundan, İstanbul'da yer alanlar ele alınacak ve bu projeler kendi içlerinde bazı sınıflandırmalara gidilerek, bu sınıflandırmalardan genellemeler oluşturulmaya çalışılacaktır. Bu genellemeler İstanbul kenti, kentleşme biçimi ve kentsel gelişmesi ile ilişkilendirilerek ilgi alanımıza taşınacaktır.



2. TÜRKİYE'DE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ

Taşınmaz mallar anlamına gelen gayrimenkul, arazi ve üstündekiler (bitki, ağaç, bina ve parçaları); madenler ve üzerindeki hakları içerir. Konusu gayrimenkul olan ekonomik sektör de gayrimenkul sektörü olarak adlandırılmaktadır. Geleneksel olarak konut, ticaret, sanayi, turizm, ulaştırma ve çeşitli hizmet yapıları ile arsa ve araziler gayrimenkul sektörünün konuları olarak sıralanabilir. Bunlara yapılan yatırımlar da, dolayısıyla, gayrimenkul yatırımı adını alacak ve gayrimenkul sektörünü oluşturacaktır. Gayrimenkul sektörü ülke ekonomisinin lokomotif sektörlerinden birisidir. 1999 itibariyle gayri safi milli hasıla içindeki payı % 9,98'dir. Türkiye'de gayrimenkul sektörü rasyonellikten uzak bir yapıda büyümüştür, çünkü (Alp ve Yılmaz, 2000):

- ❑ Yabancı ülkelere bağımlılığı azaltıcı yatırımlar (ithal ikameci ekonomik politika) gayrimenkul sektörüne yapılacak olanlara tercih edilmiş,
- ❑ Gelir dağılımı düzeltilememiş,
- ❑ Hızlı nüfus artışı engellenememiş,
- ❑ Yüksek enflasyon ortamından çıkılamamış,
- ❑ Finans piyasaları kurumsallaşmamıştır.

Son onyılda gayrimenkul sektörünün çeşitli yönlerden büyük bir dönüşüm içine girdiği gözlenmektedir. Bu bölümde gayrimenkul sektörünün aktörleri, geleneksel gayrimenkul yatırımları ele alınacak; son yıllarda küreselleşme süreciyle birlikte sektörde yaşanan dönüşümün Türkiye'de aktörleri ve yatırımları nasıl etkilediği üzerinde durulacaktır.

2.1. Gayrimenkul Yatırımları

Geleneksel olarak gayrimenkul yatırımları, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerdeki yüksek enflasyon ortamından korunmanın sağlam ve popüler bir aracı olarak birikimleri geleceğe taşımak ve/ya da ek gelir elde etmek amaçlarıyla diğer yatırım araçlarına göre ön plana çıkmışlardır. Bu anlamda özellikle arsa, arazi, konut ve işyeri olmak üzere çeşitli gayrimenkul konuları üzerine paranın değer kaybını önleme ve ek gelir elde etme amaçlı yatırımlar her zaman yapılmıştır. Türkiye nüfusunun % 40'ının ilk yatırım tercihi gayrimenkuldür (GYODER, 2000). Bireysel amaçlı bu yatırımların yanı sıra gayrimenkul yatırımları ülke ekonomisi için de sürükleyici etki yaratmaktadır. Gayrimenkul yatırımları doğrudan katma değer yarattıkları gibi, ikinci sektörler aracılığıyla dolaylı katma değer de yaratmaktadır. Bu saptamalar, merkezi yönetimin her dönemde gayrimenkul sektörüne çeşitli şekillerde teşvikler getirmesinin nedenidir.

“Gayrimenkul yatırımının sürekli ve belirli bir nakit akımı yaratması, getirinin önceden tahmin edilebilir olması, riskin azaltılabilmesi, yatırımın borçlanma kaldırıcı ile finanse edilebilme özelliği ve amortisman ayırabilme avantajı gayrimenkul yatırımında önemli tercih faktörleri olmaktadır” (Tuncel, 1997).

Gelişmekte olan ülkelerde gayrimenkul yatırımlarının toplam yatırımlar içindeki payı % 60-70'lere çıkmaktadır. Dolayısıyla gayrimenkul sektöründeki yatırımların verimliliği, kalkınma hızı ve gelir dağılımını etkiler ve sosyo-ekonomik gelişme için belirleyici olmaktadır. Bu anlamda gayrimenkul yatırımları ile ekonomik büyüme arasında kuvvetli bir korelasyon olduğu söylenebilir. Bu karşılıklı etki içerisinde faiz hadleri, gelir dağılımı ve milli gelir düzeyi gayrimenkul sektörünün büyümesinde etkilidir.

“Gayrimenkul piyasası Türkiye'nin genel ekonomik ve demografik değişimlerinden direkt etkilenen bir sektördür. Bu sektörün beslediği inşaat sektörü de yine Türkiye ekonomisinin öncü sektörüdür. Büyük ölçüde yerli sanayiye dayanması, yüksek katma değer yaratması, istihdam potansiyelinin yüksekliği, başta imalat sektörü olmak üzere diğer sektörlerle sıkı bir girdi-çıktı ilişkisi içinde olması ve yurt dışındaki faaliyetlerdeki döviz kazandırıcı etkisiyle sektör, Türk ekonomisi için lokomotif görevi görmektedir” (Osmanlı GYO A.Ş., 1999).

Bu saptamaya paralel olarak 1980 sonrası dönemde hızla artan enflasyona koşut gayrimenkul yatırımları da artmıştır. Önceleri lüks konut üretimiyle başlayan büyük ölçekli özel yatırımlar giderek ticari gayrimenkule de yönelmiştir. Gayrimenkul yatırımlarında gözlenen bu artışları, bireysel amaçlı enflasyondan korunma ve ek gelir elde etme amaçlarının yanı sıra etkileyen sözkonusu ülke ve kent ekonomisiyle ilişkili dinamikler aşağıda sıralanmıştır:

- Hızlı nüfus artışı,
- Kentleşme,
- Yoğun göç,
- Yüksek genç nüfus oranı,
- İstihdam sorunu,
- Artan kişi başına harcanabilir gelir seviyesi,
- Ülkede yaşanan yeniden yapılanma süreci,
- Makro ekonomideki yapısal değişikliklere bağılı farklılaşan tüketim alışkanlıkları,
- Batı tarzı yaşam biçimine artan ilgi,
- 1999 depremleri sonrası artan kalite bilinci,
- Yenileme talebi,
- Gecekondu bölgelerinin rehabilitasyon ihtiyacı,
- Hazine arazilerinin verimli ve etkin kullanılma gereksinimi,
- Yeni ticari gayrimenkul gelişmeleri (alışveriş merkezleri, perakende mağazalar, hipermarketler, eğlence merkezleri vd.),
- Kaliteli ofislere yönelik artan talep,
- Lüks konuta yönelik talep,

- ❑ Enflasyondan korunma hedefi,
- ❑ Kurumsal yatırımcıların sektöre girişi (GYO'lar vd.),
- ❑ Dış dünyayla yaşanan kültürel ve ekonomik entegrasyon,
- ❑ Yabancı yatırımcıların sektöre girişi,
- ❑ Yüksek kar marjı,
- ❑ Dolar bazında satış imkanı nedeniyle yabancı yatırımcı ve kurumsal aktör için döviz kuru riski taşınamaması,
- ❑ 1998'de başlayan İstikrar Programı çerçevesinde faiz oranları ve bono gelirlerinin düşmüş olması sonucu yatırımcıların yatırım fonları, borsa ve gayrimenkul yatırımlarına yönelmiş olmaları.

Türkiye'de inşaat sektöründe genel anlamda 1990'larda bir gerileme gözlenmektedir. 1990-1998 arasında inşaat sektörü % 20 büyümüştür. Oysa aynı yıllar içinde sanayi sektörü % 47, ticaret sektörü % 48 oranında büyümüş, milli gelir % 36 oranında artmıştır. Bu gerilemenin esas nedeni, özellikle 1994 mali krizinden sonra devletin yol, köprü, baraj gibi büyük altyapı yatırımlarını kısmış olmasıdır. Buna karşın konut, ticari bina, üst yapı, sanayi tesisleri ve işmerkezleri yatırımlarında, özel sektörün yatırım eğilimlerine paralel olarak genel bir artış gözlenmektedir (Osmanlı GYO A.Ş., 1999).

Türkiye'de gayrimenkul sektörüne yapılan yatırımlardan elde edilen gelirler Batı Avrupa'dan daha yüksek düzeydedir. İstanbul, Paris ve Londra gibi diğer önemli Avrupa merkezleri ile karşılaştırıldığında, ofis kiralari açısından dokuzuncu, ofis satış fiyatları açısından onuncu sırada yer almaktadır (EGS GYO A.Ş., 1999). Türkiye ile Avrupa toplam ticari alan açısından karşılaştırıldığında, Türkiye'de hala bakkal tipi küçük dükkanların egemen olduğu görülmektedir. Ancak sektör son yıllarda, hipermarket ve süpermarket biçimindeki daha organize yapılara doğru yönelmiştir.

Tablo 2.1. Türkiye ve Avrupa'nın Ticari Gayrimenkuller Açısından Karşılaştırılması.

	TÜRKİYE (%)	AVRUPA (%)
Hipermarketler	9,1	18,9
Büyük süpermarketler	6,4	17,8
Süpermarketler	6,3	17,4
Büyük dükkanlar	9,5	22,4
Küçük dükkanlar	68,7	23,5
	100,00	100,00

Kaynak: EGS GYO, 1999 Yılı Faaliyet Raporu.

Tabloda da görüldüğü gibi ticari gayrimenkuller açısından bakıldığında Türkiye henüz Avrupa'ya göre yatırım için bakir bir ülke olarak öne çıkmaktadır. Bunun yanı sıra Türkiye'de gayrimenkul yatırımlarının Avrupa'ya göre daha büyük getiriler sağlamanın başka nedenleri de bulunmaktadır. Bunlar (Parker, 2000):

- Enflasyonun yüksek olması,
- Yerel gelişim,
- Finansman ve yatırımcı piyasalarındaki canlılık,
- Likidite oranının yüksek olması olarak sıralanabilir.

Ancak AB ile ilişkilerin artırılması sonucunda, sektörün modernleşmesiyle bu avantajlar aşamalı olarak ortadan kalkacak ve gelir düzeyi Batı Avrupa düzeylerine gerileyecektir (Parker, 2000). Diğer yandan yabancı markalar, özellikle hipermarketler, mağazalar vd.'nin AB Helsinki Zirvesi'nde alınan kararlar sonrasında hızla Türkiye'ye girmeleri beklenmektedir. Bu da en geç 2005 yılında Türkiye gayrimenkul piyasasının Avrupa pazarını yakalaması sonucunu doğuracaktır (Baydar, 2000).

2.2. Gayrimenkul Sektörünün Aktörleri

Gayrimenkul sektörünü oluşturan aktörler en genel anlamda kamu ve özel aktörlerdir. İnsan Hakları Evrensel Beyannamesi'nin 25. maddesine göre konut hakkı bir insan hakkıdır. Dolayısıyla kamu özellikle konut sektörü olmak üzere gayrimenkul sektörüne müdahalelerde bulunur. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde bu müdahaleler oldukça önemlidir. Konut, sosyal refah programlarının sağlık, eğitim ve sosyal güvenlik ile birlikte bir parçası olarak kabul edildiğinde kamusal aktörlerin önemi de ortaya çıkmaktadır.

Bu anlamda kamu, gayrimenkul sektörüne dolaysız yatırımlar ya da teşvikler ile müdahale etmektedir. Teşvik sistemi daha büyük bir kitlenin kullanımına sunulur ve piyasa mekanizmasına daha yatkındır. Dolayısıyla teşvik sistemini kullanan kamusal aktörlerin olduğu ülkelerde, özel sektörün gayrimenkul sektöründe daha etkin olduğu söylenebilir. Ancak şu saptamalar da göz ardı edilmemelidir: Birinci olarak enflasyon ve faizler, bireyleri devlet destekli konut projelerine yöneltmiştir. Ve ikinci olarak özel sektörün aldığı uzun vadeli konut kredileri vb. mekanizmalar devlet kontrolü olmaksızın ulusal ekonomik verimliliğe ve sosyal faydaya hizmet etmez, maksimum kar arayışına girerler.

1990'larda küreselleşme süreciyle birlikte gayrimenkul piyasalarında da bütünleşme göze çarpmaktadır. Ülkelerde kamu sektörlerinin bireysel kararları günden güne önemini yitirirken, daha rekabetçi ve piyasaya yönelik bir sektör eğilimi hissedilmektedir. Bu anlamda kamu ve özel sektör giderek daha çok oranda yönetim çatısı altında ortaklıklar geliştirmektedirler.

Türkiye'de gayrimenkul sektörünün ana aktörleri olarak aşağıdakiler sıralanabilir:

- ❑ Kamu (İlgili bakanlıklar, Yüksek Planlama Kurulu, DPT, Toplu Konut İdaresi, Milli Emlak Genel Müdürlüğü, Tapu Kadastro Genel Müdürlüğü, Özelleştirme İdaresi, SPK, Emlak Bankası, SSK, Oyak, Bağkur, Emekli Sandığı ve yerel yönetimler),
- ❑ Gayrimenkul geliştirici özel firmalar (müteahhit ve inşaat firmaları),

- ❑ Kooperatifler,
- ❑ Hizmet kuruluşları (bankalar, GYO'lar, ipotek dayalı özel kredi kurumları, değerlendirme şirketleri, ekspertiz şirketleri vd.),
- ❑ Enformal sektör,
- ❑ Uluslararası kurumlar (BM, BM Çevre Programı, Dünya Bankası ve ona bağlı Uluslararası Finans Kurumu – IFC, uluslararası anlaşmalar, yurtdışı krediler, yurtdışı fonlar).

2.2.1. Kamusal Aktörler

Konut üretimi ve yapılaşmanın artışı hedefleyen devlet, gayrimenkul sektöründe başlıca bir aktördür. Özellikle konut sektöründe yoğunlaşır çünkü konut sosyal bir alandır. Devlet, konut üretimine dolaylı ya da dolaysız olarak müdahale eder (Alp ve Yılmaz, 1999; Alp, 2000).

- ❑ Dolaysız Müdahale: Devlet, bütçeden tahsis edilen fonlar ve kamudan sağlanan çeşitli krediler yoluyla üretimi doğrudan kendisi üstlenebilir.
- ❑ Dolaylı Müdahale: Devlet, piyasanın düzenlenmesi, denetlenmesi, yönlendirilmesi, teşvik edici mali ve ekonomik tedbirlerin alınması yoluyla konut üretimine müdahale edebilir. Bu anlamda konut politikaları geliştirip konut mülkiyetini teşvik edebilir, gayrimenkul finansman sisteminin kurulmasını sağlayabilir ve sisteme yönelik düzenlemeler yapabilir, vergi düzenlemeleri ile yatırımlara garantörlük yapabilir, ipotek³ faiz oranlarını belirleyebilir, finansal sistemi oluşturan aktörlerin çalışma şartlarını ve portföylerinde yer alması gereken yatırımları belirleyebilir. Örneğin ABD'de tasarruf ve kredi birliklerinin (loans and savings associations) uzun vadeli ve sabit faiz oranıyla kredi vermesi devlet tarafından zorunlu tutulmuştur.

³ İpotek: Borç ödemelerini güvence altına almak için yapılan mülk teminatıdır. Mülk, genel olarak gayrimenkulü ifade eder. Borç ise, herhangi bir mülkü almak isteyen kişi ya da kuruma verilen kredidir. Krediyi alan kişi ya da kurum, veren tarafa ödeme gücüne düşer ise, krediyi veren taraf krediyi kapatma ve ipotek yapılmış olan mülkü sattırarak alacağını tahsil etme hakkına sahiptir (Alp ve Yılmaz, 2000).

Devletin gayrimenkul sektörüne müdahale biçimleri farklı bir şekilde şöyle sınıflandırılabilir (Alp ve Yılmaz, 1999):

- *Mali düzenlemeler (regulations)*: Finansman piyasasının yönlendirilmesi, işleyişi ve kontrolü sağlanır. Bir anlamda piyasa mekanizmasına müdahale etmek üzere çıkartılan hukuki düzenlemelerdir. Örneğin, ipotek kredisi türleri ve faiz oranları hükümetler tarafından belirlenebilir. Diğer yandan tescil vergisi, damga vergisi, transfer vergisi ve emlak vergisi gibi gayrimenkul konulu vergilerde yapılacak düzenlemeler gayrimenkul edinmeyi teşvik edebilir ya da yatırımların başka alanlara kaymasını sağlayabilir.
- *Mali yardımlar (subsidies)*: Devletin özel kişi ya da kurumlara geri ödemesi olmayan transferleridir. Devletin piyasa faiz oranlarının altında faizle kredi vermesi, gayrimenkul alım-satımlarında uyguladığı vergi muafiyetleri ve indirimleri, tüketicinin ödemekte olduğu kredileri gider gösterebilmesi dolaysız yardımlar kapsamında sayılabilir. Diğer yandan konut sahibi olmak isteyenlere yapılan dolaylı yardımlar da bulunmaktadır. Konut inşa edenlere sağlanan mali yardımlar ile altyapı hizmetlerinin kamu tarafından sağlanması bu kapsamda yer almaktadır. Gelişmiş ülkelerde dolaysız yatırımların amaca daha iyi hizmet ettiği belirlenmiştir. Mali yardımlar üç ana grup altında toplanabilir: a) inşaat işlerine sağlanan mali yardımlar, b) konut sitelerinin yapılması ve iyileştirilmesine sağlanan mali yardımlar, c) konut alımlarında yapılan mali yardımlar.
- *Kredi ve ipotek garantileri (guarantees)*: Devletin sağlayacağı garanti farklı şekillerde olabilir. Hükümetler bizzat kendileri ipotek kredilerine dayalı olarak menkul kıymet ihraç edebilecekleri gibi, özel sektörün ihraç edeceği menkul kıymetlere de garanti verebilirler. Doğal olarak, hükümetlerin vereceği garantiler ipoteğe dayalı menkul kıymetlere olan talebi artıracaktır. Dolayısıyla bunları ihraç eden kurumlar piyasalardan daha rahat fon toplayabilecektir. Bu da yeni gayrimenkul kredilerinin piyasaya sunulmasını sağlayacaktır.
- *Dolaysız yatırım (direct investments)*: Doğrudan hükümetler tarafından finanse edilen gayrimenkuller için geçerlidir. Düşük gelir grupları için inşa edilen sosyal konutlar bu kapsamda sayılabilir. Ancak bu tür konut politikalarının maliyeti çok

yüksek olduğundan bütün dünyada terk edilmektedirler. Türkiye’de TOKİ’nin inşa ettiği toplu konut uygulamaları bu kapsamda sayılabilir. Genel eğilim paralelinde 2000 yılı itibariyle TOKİ, piyasaya daha delaylı yöntemlerle müdahale edeceğini açıklamıştır.

Türkiye’de merkezi yönetim gayrimenkul sektörüne farklı aktörler vasıtasıyla müdahalede bulunur. Bu aktörlerin müdahale biçimleri yukarıda açıklandığı gibi doğrudan ya da dolaylı olabilir. Diğer yandan bu aktörlerin bütün ilgi alanları da gayrimenkul sektörü olmayabilir. Dolayısıyla geliştirilen politikalar ve uygulamalar asıl ilgi alanlarına yöneliktir ve gayrimenkul sektörü için ortaya çıkan sonuçlar asıl ilgi alanlarından kaynaklanabilir.

İlgili bakanlıklar arasında öncelikle Bayındırlık Bakanlığı sayılmalıdır. Bakanlık gayrimenkul konusunda Türkiye’deki en yetkili kamu idaresidir. Genel olarak düzenleyici, organize edici ve yönlendirici bir rol oynar. Doğrudan gayrimenkul finansmanına yönelik girişimi yoktur. Ancak geliştirdiği politikalar ve plan onama yetkisi sektörün ana hatlarını belirlemekte ve gelişme potansiyellerini ortaya çıkartmaktadır.

Kültür Bakanlığı’nın gayrimenkul ile ilişkisi koruma kapsamındadır. Var olan tarihi ve kültürel öneme sahip gayrimenkuller Bakanlığın koruması altındadır ve bu gayrimenkulleri konu alan her türlü girişim ve uygulama plan ve/ya da proje bağlamında Bakanlığın iznine bağlıdır.

Yüksek Planlama Kurulu ve DPT makro ekonomi çerçevesinde gayrimenkul sektörüne ilişkin kararlar geliştirmektedirler. DPT yaptığı sektörel ve bölgesel planlamalar ile sektörün geleceğini belirleyen teşviklere de kaynak teşkil eden kurumdur. YPK son yıllarda devletin üstlendiği büyük altyapı projelerinde karar mekanizması olarak öne çıkmıştır. Örneğin son yıllarda 3. Köprü-Boğaz geçişi tartışmalarında adından çokça söz ettirmiştir.

Toplu Konut İdaresi, Türkiye’de konut ana konulu en yetkili kurumdur. 2 Mart 1984 tarih ve 2985 sayı ile yürürlüğe giren Toplu Konut Yasası’nın uygulanabilmesi için Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi Başkanlığı adı altında 1984 yılında

kurulmuştur. 1990 yılından itibaren ayrı bir idare olarak yalnızca toplu konut konusu ile ilgilenmektedir.

“TOKİ, Türkiye’de konut sektörünün arsa, altyapı, çevre düzenlemeleri ve benzeri vazgeçilmez tamamlayıcıları ile birlikte ele alınması, bunların bütüncül ve ölçek ekonomileri sağlanarak planlanması, projelendirilmesi, uygulanması ve gerekli finansman olanaklarının yaratılması, sağlıklı kentsel çevrelerin elde edilmesi konusunda çok önemli bir rol oynamaktadır” (Toplu Konut İdaresi Başkanlığı, 1993).

TOKİ’nin görevleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (Toplu Konut İdaresi Başkanlığı, 1993):

- ❑ Devlet garantili ya da garantisiz iç ve dış tahviller ile her türlü menkul kıymet çıkarmak.
- ❑ Yurt içi ve dışından Toplu Konut Fonu kullanım alanlarında yararlanmak üzere kredi almaya karar vermek.
- ❑ Konut finansmanında banka iştiraki sağlayacak önlemler almak. Bu amaçla gerektiğinde bankalara kredi vermek, buna ilişkin yöntemleri belirlemek.
- ❑ Konut inşaat sektörü yatırımcıları ile çalışanlarını desteklemek.
- ❑ Özellikle kalkınmada öncelikli yörelerde bulunan konut inşaatı ile ilgili şirketlere iştirak etmek.
- ❑ Memur, işçi ve emeklilere “konut edindirme yardımı” ile ilgili yasa maddesini uygulamak.
- ❑ Geliştirme ve Destekleme Fonu’nu yönetmek.
- ❑ Gerektiğinde her çeşit araştırma, proje ve taahhüt işlemlerini sözleşme usulüyle yaptırmak.

TOKİ’ye bağlı olan ve eski adı Kamu Konut Fonu olan daha sonra Toplu Konut Fonu adını alan finansman sistemi bir süre için oldukça etkili olmuştur. Fon, bir yandan konut kredileri ile sektörü doğrudan desteklerken, diğer yandan inşaat malzemesi

reticileri ile toplu konut geliştirici firmalara finansman olanağı sağlamak üzere kurulmuştur. 1984 yılı ikinci yarısından 1993 yılı ikinci yarısına kadar olan dönemde Fon'dan 870000 konuta kredi açılmıştır. Fonun kullanımına ilişkin esaslar şunlardır (Toplu Konut İdaresi Başkanlığı, 1993):

- Her aile bir kez yararlanabilir.
- Konutu olanlar yararlanamaz.
- Küçük konutu teşvik etmek için 100 m2'den büyük konutlara kredi verilmez.
- Kredi faizleri tüketiciler fiyat artışlarına, geri ödemeleri ise memur maaş artışlarına endekslenir.
- Kredinin % 2'si evre düzenlemesi için harcanır.

Ancak bu fonu oluşturan maddelerden bir kısmı iptal edilince⁴ etkinliği azalmıştır. TOKİ 1987 yılından 1990'ların sonlarına kadar kendi mülkiyetindeki arsalar üzerinde konut yaptırarak bu konutları kredilendirmek yoluyla satışa sunmuştur. Bu satışlar, kendisinin ve ailesinin mülkiyetinde konutu olmayan ve toplu konut kredilerinden daha önce faydalanmamış kişilere yapılmıştır.

Bugüne dek orta ve düşük gelirli kesime konut sağlamayı hedefleyen TOKİ, 2000 yılından itibaren hedef kitlesine yüksek gelir grubunu da dahil etmiştir. Aynı zamanda yine 2000 yılı itibariyle geliştirdiği kararlara göre bundan sonra konut üretiminde daha dolaylı mekanizmalarla yer alacaktır.

Merkezi yönetime bağlı etkin bir aktör olan Milli Emlak Genel Müdürlüğü devletin elindeki arazi stoğunu ilgili kişi ya da kurumların değerlendirmesi için sunan bir kuruluştur. Türkiye'nin yüzölçümünün % 54.7'sinin devletin arazi ve arsa stoğu içinde bulunduğu düşünülünce bu kuruluşun önemi daha net ortaya çıkar. Bu yüksek oranın bir benzeri dünyanın hiçbir liberal devletinde yoktur. Ayrıca yüzölçümün % 54' halen kadastrolanmamıştır. Oysa, gelişmiş ülkelerde kadastrolanmamış arazi bırakılmamıştır. İzinsiz işgallerin büyük bir çoğunluğu kadastro-suz araziler üzerinde

gerçekleşmektedir. Bu anlamda kadastro işlemlerinin ve imar planlarının en kısa sürede tamamlanması kentlerin düzenli ve sağlıklı büyümesi için bir ön koşul olarak öne çıkmaktadır.

Milli Emlak Genel Müdürlüğü devletin arsa ve arazilerini,

- ❑ Kamu kuruluşlarına tahsis eder.
- ❑ Kiraya verir.
- ❑ İrtifak hakları tesis eder.
- ❑ Özelleştirme yoluyla elden çıkarır.
- ❑ Bedelsiz devreder.

Özelleştirme, Milli Emlak Müdürlüğü'nün özellikle 1998'den sonra sık sık başvurduğu bir yöntem haline gelmiştir. Diğer yandan bedelsiz devirler kalkınmada öncelikli yöreler (81 ilin 51'i bu kapsamda yer alır) için geçerlidir. En az 10 kişiyi 5 yıl boyunca istihdam edecek yatırım teşvik belgesi almış yatırımcılar bu kapsama alınır (Cansızlar, 2000).

Milli Emlak Genel Müdürü Cansızlar bir konuşmasında (2000) arsa ve arazilerin TOKİ'ye ve GYO'lara tahsis ya da satışla geçirilmesinin büyük projeler ve kentlerin gelişmesi açısından çok önemli olduğuna değinmektedir. Ancak 2886 sayılı kanuna göre GYO'lara doğrudan satış yapılamamaktadır.

Özelleştirme İdaresi son yıllarda adından en çok söz ettiren kamu kurumlarından birisi olarak ön plana çıkmıştır. Özellikle kent içerisinde kalmış devlet mülkiyetindeki sanayi tesislerinin özelleştirme kapsamına alınması ve bu alanlardaki imar planı yapma yetkisinin de yasa ile Özelleştirme İdaresi'ne geçirilmiş olması kurumun ve uygulamalarının önemini gözler önüne sermektedir. Özelleştirme kapsamına alınan tesis, arazisi ve üzerindeki binalar ile satışa çıkartılmakta, kullanım ve emsal değeri de İdare'nin hazırlayacağı planlara bağlı olmaktadır. İdare bu uygulama hakkını

⁴ Örneğin her yurt dışına çıkışta uygulanan 100 \$'lık toplu konut fonu kesintisinden vazgeçilmek durumunda kalmıştır. Bu, Fon'da toplanan paralarda büyük bir azalmaya neden olmuş ve kaynaklar yetersiz hale gelmiştir.

kullanarak henüz İstanbul'da bir satış gerçekleştirmemiştir ancak kullandığı takdirde satışa sunulan KİT'in değeri, hazırlanacak olan plandaki kullanım biçimi ve emsal değerine göre belirleneceği açıktır.

Emlak Bankası bir kamu bankası olarak yıllarca konut üretmiştir. Ancak bir yandan düzenli ve kendi kendini besleyen bir sistemi olmadığı için (Nas, 2000) diğer yandan üst gelir gruplarına hitap ettiği için eleştirilmektedir. Zaten 1999 yılında IMF'ye verilen niyet mektubunda özelleştirilecek bankalar arasında sıralanmıştır.

SSK, Bağkur, Emekli Sandığı ve Oyak gibi sosyal güvenlik kuruluşları da gayrimenkul yatırımlarına, bir başka deyişle konut üretimine girişmişler, ancak güçleri sınırlı kaldığından küçük projeler dışında etkili olamamışlardır (Nas, 2000).

Yerel yönetimler gayrimenkul yatırımlarını yönlendiren planları ve düzenlemeleriyle olduğu kadar bizzat gayrimenkul geliştirmede de önemli bir rol oynamaktadırlar. İstanbul Büyükşehir Belediyesi (İBŞB) kentsel gelişimi belirleyen bir nazım planla birlikte İstanbul'un hedeflerini de belirlemiştir. Gürtuna (2000) bu hedeflere ulaşabilmek için yapılması gerekenleri, plandan 6 yıl sonra, şöyle sıralamaktadır:

- ❑ Kent, ulaşım ve enerji aksları üzerinde büyüyecektir.
- ❑ İstanbul, Edirne'den Bolu'ya bütüncül bir planlama çerçevesinde ele alınacaktır.
- ❑ İstanbul bir finans ve iletişim merkezi olacaktır.
- ❑ İstanbul'da 500 noktaya otopark yapılacaktır. Taksim trafiği yer altına alınacaktır. Birçok noktada cadde – meydan düzenlemeleri yapılacaktır. Raylı sistem geliştirilecektir. Denizyolu ve raylı sistemi de kapsayan entegre bir ulaşım sistemine geçilecektir.
- ❑ 100 milyon metrekare yeşil alana ulaşılacaktır.

Bu yapılacaklar listesi gayrimenkul sektörünün önüne yeni yönelişler açmaktadır. Bunların bir kısmında yerel yönetim gayrimenkul geliştirici rol oynayacaksa da, önemli bir kısmında yalnızca kolaylaştırıcı ve düzenleyici olacak ve çoğunluk özel ortaklarla birlikte çalışacaktır. Örneğin gelişme akslarının ulaşım ve enerji aksları olarak belirlenmesi özel aktörlerin yatırımlarını hangi yönlere kaydırması gerektiği konusunda

önemli bir işarettir. Bu yönde yapılacak özel yatırımlara, belediye hedefini gerçekleştirmek için gereken kolaylıkları kuşkusuz gösterecektir. Diğer yandan İstanbul'un bir finans ve iletişim merkezi olması hedefi de hangi alanlarda yatırımların öncelikle ele alınması gerektiği konusunda özel sektöre ipuçları vermektedir. Bu ipuçlarının karar aşamasında değerlendirilmesi önemlidir, çünkü belediye bu konulardaki altyapı yatırımlarına muhtemelen öncelik verecektir. Bu da özel sektörün sürekli bir şikayetini ortadan kaldıracak ve daha fizible yatırımlara yönelmesini sağlayacaktır.

Diğer yandan İBŞB “2023 Konsepti” adıyla uzun vadeli 25 yıllık bir projeler demeti oluşturmaktadır. Sanayi şehri İstanbul yerine hizmet, finans ve eğitim sektörlerinin öne geçtiği, kültür-sanat imajının canlandığı, tarihi dokuların ayağa kalktığı bir İstanbul oluşturmaya yönelinmiştir. Projeler Daire Başkanlığı'nda halen sürdürülen 1000 kadar proje bu amaçlara yöneliktir. “İstanbul'un yeni silueti boğazdan değil, ulaşım ve enerji akslarından belirecektir. Ulaşım aksları üzerinde iletişim merkezleri yer alacaktır. Dünya çapında iş, iletişim ve medya merkezleri kurulacaktır” (Gürtuna, 2000) gibi iddialı hedefler İBŞB'den yükselmektedir. Bu hedef ve projeler gayrimenkul sektörünün İstanbul'da taşıdığı potansiyelin ne denli önemli olduğunun göstergeleri olarak alınmalıdır.

Gürtuna (2000) bu projelerin finansmanının gerçekleştirileceği çeşitli yöntemler üzerinde de durmaktadır. Bunlar:

- ❑ Özkaynaklar,
- ❑ Kredi,
- ❑ Yap-işlet-devret modeli,
- ❑ Halkın katılımı,
- ❑ Özelleştirme,
- ❑ Yurt dışına İstanbul tahvili,
- ❑ Rating ölçümleri sonucu yabancı yatırımcıların çekilmesi,

- GYO oluşturulması olarak sıralanmıştır.

2.2.2. Özel Aktörler

Türkiye’de gayrimenkul geliştiren özel firmalar yıllardır müteahhit firmalar ya da müteahhitler adıyla anılmıştır. Developer kavramı 1990’lar ile birlikte gayrimenkul sektöründe ağırlık kazanmaya başlamıştır. Müteahhit ile developer arasındaki fark en genel anlamda bir tanesinin yalnızca inşaat yükümlülüğü var iken diğerinin inşaat, pazarlama, satış gibi geliştirilen projenin tüm sorumluluklarını üstleniyor olmasıdır. Developer şeklinde firmaların artması sektörde büyük projeleri de gündeme getirmiştir. Projeler büyüdükçe kentsel yerleşmelere etkileri de o derece artmaya başlamıştır. Kent içi siteler, kentin yakın çevresinde yer alan siteler ve son olarak uydu kentler bu projelerin konut ayağını oluştururken, alışveriş ve iş merkezi kompleksleri, eğlence merkezleri, kongre ve sergi alanları, 5 yıldızlı oteller ticari yapı kısmını oluşturmaktadır. Projeler büyüdükçe kente etkileri büyüklükleri derecesinde artmıştır.

Gayrimenkul geliştirici özel firmalar devletin, kamu kuruluşlarının ve yerel yönetimlerin yeni KİT’ler yaratmak suretiyle bilfiil konut üreterek değil, düzenleyici, denetleyici, serbest piyasa ekonomisinde rekabeti kolaylaştırıcı ve sosyal politikalar çerçevesinde teşvik edici roller üstlenerek gayrimenkul sektöründe yer alması gerektiğini vurgulamaktadır (Kodal, 2000). Daha farklı bir deyişle, devlet özel sektöre göre elini üretim anlamında konut sektöründen çekmeli, sektörde yalnızca düzenleyici rol üstlenmelidir. Öncelikle kayıtdışı inşaat sektörünü kayıt içine alarak kurumsal aktörlerin rekabet edebilirliğini sağlamalıdır. Bu anlamda kurumsal aktörlere vergi indirimleri sağlayarak onları cazip hale getirmeli, kayıtdışı üretime karşı da kararlılıkla mücadele etmelidir. Özel sektörün el atmadığı alanlara ise çeşitli teşvikler sağlayarak özel sektörün girmesini sağlamalıdır. Sosyal konut gibi düşük gelir gruplarına hitap eden ya da koruma restorasyon gibi kar marjı düşük alanlar sunulacak teşviklerle cazip hale getirilebilir.

Kooperatifler uzun bir dönem konut sahibi olmanın önemli bir mekanizması olarak piyasada işlev görmüştür. Günümüzde de eskiye göre daha az olsa da faaliyetlerini sürdürmektedirler. Ancak kooperatifler genellikle profesyonel olmayan ya da kötü niyetli yönetimlerin ellerinde kalmış ve riskli bir konut edinme biçimi halini almışlardır.

Yine de Türkiye’de pek çok insan, vaad edilen süre ve kalitede olmasa da, kooperatifler aracılığıyla konut edinmiştir.

Hizmet kuruluşları, pazarın değişim ve eğilimlerini izleyerek gayrimenkul geliştiricisine güvenli danışmanlık hizmeti verirler. Bu kuruluşların etkin ve yaygın hale gelmesi, yatırımın doğru yönlendirilmesini, ürünün pazarlanabilirliğinin de detaylı olarak incelenmesini (Çiçekdağ, 2000) dolayısıyla daha sonra değinilecek olan İstanbul’daki yüksek boşluk oranları gibi sonuçlarla karşılaşılmasını sağlayacaktır.

Bankalar, kanun engeli nedeniyle gayrimenkul sektörüne doğrudan katılamamaktadırlar. Faaliyetleri sınırlandırılmıştır ve konut üretimi ve ilgili hizmetlere girmeleri engellenmiştir. GYO’lara ise dünyada finansman yaratan hizmet kuruluşları olarak bakılırken, Türkiye’de gayrimenkul geliştirici rolü giydirilmeye çalışılmaktadır. Çoğunlukla da ana şirketlerine fon sağlama amacıyla kurulmaktadırlar. Henüz sağlıklı bir yapıya büründükleri söylenemez. Yine de son yıllarda GYO’ların gelişmesinin devletçe desteklendiği söylenebilir:

“Faaliyet konuları yalnızca gayrimenkul yatırımı yapmak olmayan şirketlerin de gayrimenkule dayalı yatırım yapabilmeleri mümkün olmakla beraber hükümetlerin konut edindirme ve gayrimenkul finansmanını kamusal bir olgu olarak değerlendirmelerinden dolayı (gayrimenkul yatırımları ekonomik olarak diğer sektörleri canlandırıcı bir özellik taşır) halka sermaye piyasası aracılığı ile hisse şenedi şeklinde yaygınlaştırılmış gayrimenkul projelerini destekleme misyonları ağır basmaktadır. Vergi teşviki sağlanan bir konuda devletin organize ve denetim altında bir yatırım şeklini benimsemesi ve desteklemesi doğaldır. Bu amaçla Sermaye Piyasası Kurulu’nun denetimindeki gayrimenkul yatırım ortaklığı şeklindeki yatırımlara çeşitli vergi teşvikleri sağlanmaktadır. Ayrıca hükümetler gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesi yoluyla sermaye piyasasının geliştirilmesi misyonunu desteklemektedir. Dünyanın her yerinde bu tip ortaklıkların kurucularının gözettikleri en önemli fayda da bu vergisel avantajlar ve hükümet destekleri olmaktadır” (Tuncel, 1997: 4).

GYO’ların en sıkı denetimden geçen gayrimenkul sektörü aktörleri oldukları söylenebilir. Mevzuata uygunluk, merkezi ve yerel yönetimlerinin taleplerine yanıtın

yanısıra GYO'lar, SPK ve borsadaki yatırımcılar tarafından da denetlenirler. Günümüzde gayrimenkul yatırım ortaklıklarının denetimini sürdüren Sermaye Piyasası Kurulu, şirketlerin yapacakları yatırımlara verdiği izinlerde yalnızca karlılık durumunu gözönünde almaktadır. Şirketlerin yaptıkları yatırımların, her zaman söz konusu özel koşullar altında en karlı yatırımlar olmasına dikkat etmektedir. Yapılacak olan yatırımların, kentsel gelişmeye yada kentin silüetine olan etkisinin, zaten projenin dahil olduğu yerel yönetimler tarafından kontrol edildiği düşüncesi ile bu konuya tamamen ilgisiz kalmış durumdadır (Özer, 2000).

2.2.3. Enformel Sektör

Enformal sektör geliştirmekte olan ülkelerin neredeyse tümünde olduğu gibi Türkiye'de de gayrimenkul sektöründe çok etkin konumdadır. Özellikle metropoliten kentlerin yaşadığı hızlı iç göç alma süreci gecekondulaşma ve kaçak yapılaşmayı gündeme getirmiştir. Denetleyici ve düzenleyici olması gereken yerel yönetimler ve imar planları büyümenin çok hızlı olduğu kentlerin gerisinde kalmaktadırlar. Enformal sektör kayıtdışı konut üretiminde bulunur. Kayıtdışı ekonomi kapsamına giren bu tarz üretim vergi kapsamına girmez. Gelir vergisinin yanısıra KDV'de ödenmez. Doğal olarak vergisini ödeyen formal yani kurumsal sektörün önünde yasadışı bir rekabet yaratır ve kurumsal sektörün büyümesini engeller. Ancak gelir dağılımının çok adaletsiz olduğu geliştirmekte olan ülkelere düşük gelir grubundaki kişilerin konut sahibi olması ve bu şekilde gelir dağılımının nispeten düzelmesi nedenleriyle devletler enformal sektörün üzerine kararlılıkla gidemezler (Tekeli, 1996).

2.2.4. Uluslar arası Kurumlar

Gayrimenkul sektörünün aktörleri arasında uluslararası kurumlar da yer alır (Alp ve Yılmaz, 2000):

Birleşmiş Milletler –BM- bünyesinde bir konut, inşaat ve planlama merkezi bulunmaktadır. Bu merkez genel olarak araştırma yapmak üzere kurulmuştur ve faaliyetini bu çerçevede yürütmektedir.

- ❑ Bu araştırma merkezinin yanı sıra merkezi Nairobi’de bulunan BM Çevre Programı (Environment Programme) üye ülkelere konut üretimi ve finansmanı ile ilgili teknik yardım sağlar, ancak finansman sağlamaz.
- ❑ Dünya Bankası ve ona bağlı Uluslararası Finans Kurumu –IFC- üye ülkelere teknik ve mali yardım sağlar. Mali yardım az gelişmiş ülkelere yöneliktir ve çok sınırlıdır. Dünya Bankası kredilerinde ülke garantisi istenmektedir. IFC ise ilgili ülkelerdeki finans kurumlarına ortak olarak ya da bu kurumlara belirli şartlarda kredi sağlayarak fon aktarır.
- ❑ Ülkeler arasında yapılan anlaşmalar teknik ve mali destek oluşturabilir.
- ❑ Yurtdışındaki bankalardan gayrimenkul sektöründe kullanılmak üzere kredi alınabilir.
- ❑ Uluslararası mali piyasalarda satılan menkul kıymetlerden elde edilen fonlar gayrimenkul sektöründe kullanılabilir.

2.3. Gayrimenkul Sektörünün Sorunları

Hızla gelişmekte olan gayrimenkul sektöründe daha sonra açıklanacak olan yapısal dönüşümlere kimi zaman neden, bazen de engel olan önemli darboğazlar ve sorunlar yaşanmaktadır. Bu sorunlar aşağıda gruplar halinde sunulmuştur:

1. Kentsel sorunlar:

- ❑ Göç,
- ❑ Mevcut konut açığı,
- ❑ Arsa ve konut geliştirme örgütlerinin yokluğu dolayısıyla arsa tahsislerinde sorunlar,
- ❑ Kent planlarının, altyapı planlarının dolayısıyla imarlı arsaların eksikliği,
- ❑ Planlama mekanizmasının çalışmaması, uygulanamaması,

- ❑ Kent merkezlerindeki yüksek fiyatlar,
- ❑ Spekülatif kira ve fiyat artışları,
- ❑ Metropoliten kentlerin hızla değişmesi/dönüşmesi,
- ❑ Hazine arazilerinin işgali,
- ❑ Kaçak yapılaşma,
- ❑ Gecekondulaşma,

2. Finansal Sorunlar:

- ❑ Kayıtdışı ile rekabet,
- ❑ Kredi sisteminin eksikliğinden ve yüksek enflasyondan kaynaklanan finansman sorunu,
- ❑ İpotek sisteminin olmayışı,
- ❑ Kurumsal sermaye birikimi eksikliği,
- ❑ Yüksek sermaye maliyeti,
- ❑ Geçici makro ekonomik krizlerden kaynaklanan sorunlar,
- ❑ Gayrimenkul sigorta mekanizmasının yerleşmemiş olması,

3. Kurumsal Sorunlar:

- ❑ Yerel ve merkezi yönetimlerin konut açığına çözüm üretememesi,
- ❑ Özel sektörde kurumsallaşmanın tamamlanmamış olması,

4. Mütahhitlik Sorunları:

- ❑ İnşaat standardizasyon ve kalite kontrol eksikliği,

5. Ar-Ge Sorunları:

- ❑ Gayrimenkul sektörüne ilişkin istatistiki bilgilerin yetersizliği,
- ❑ Akademik ilgisizlik,
- ❑ Pazar araştırması eksikliği.

Enflasyon 1980'den itibaren Türkiye'nin en büyük sorunu olarak hep gündemde kalmıştır. Özellikle 1994 yılında yaşanan ülkesel ekonomik kriz ve sonrasında uygulanan devalüasyon yüksek faizi doğurmuş ve bu gelişmeler karşısında gayrimenkul piyasası durma noktasına gelmiştir. Genel bir kural olarak faiz, bono, repo gibi yatırım araçlarının getirisi arttıkça, yani enflasyon yükselirken, gayrimenkul piyasası durgunlaşmakta; tersi durumda ise canlanmaktadır. Düşük enflasyon ortamında bankaların uzun vadeli konut kredileri vermeye başlaması beklenmektedir. Bu sayede toplumun düşük gelirli kesimlerinin de konut gereksinimleri karşılanmaya başlanacaktır (Medin, 2000).

“Özel yatırımcılar açısından sektördeki en önemli sorun yeterli kredi olanaklarının bulunmaması ve sermayenin yüksek maliyetidir. 1999 yılında durgun geçen ekonomik durum, alternatif yatırım araçlarının getirdiği yüksek getiri ve özellikle ekonomiye bağlı olarak azalan talep nedeniyle gayrimenkul sektörü durağan bir yıl geçirmiştir” (Osmanlı GYO A.Ş., 1999).

Kira ve fiyatlardaki artış sektörde bir yandan sorun, diğer yandan avantaj olarak göze batmaktadır. Öyle ki, bir yandan yatırımcıları spekülatif kazançlar elde ederken, onca sağlıklı özelliğine karşın sektör ayakta kalabilmekte, diğer yandan yatırımların doğru yönlendiği, düzenli ve sağlıklı bir sektörel yapının oluşumu bu yanıltıcı görüntü nedeniyle sürekli ertelenmekteydi. Kiralardaki artış 1999 yılında durmuş, o ana kadar Avrupa'daki en hızlı artışlar kaydedilmiştir. Bu durgunluk özellikle ofis ve sınai mekan kiralarında gözlenmiştir. Nedenleri arasında küresel ekonomik kriz, Marmara depremi ve gergin siyasi ortam (Parker, 2000) sayılabileceği gibi, pazar araştırması yapılmadan inşa edilen birçok yapının boş kalması da sayılmalıdır.

“Büyük çaplı projeler geliştirmek isteyen firmalar şehir içi rantların çok yüksek olmasından, ya da imar problemi yaşadıklarından metropollerin dışına çıkarak kendi

rantını kendisi oluşturan projelere yönelmekte, burada da ulaşım, altyapı, pazarlama gibi sıkıntılar yaşamaktadırlar” (Sur, 2000). Bu sıkıntılar ancak projelerin belirli bir ölçeğin üstünde olmasıyla aşılabılır. Ancak bu da finansman sorununu beraberinde getirir. Oysa yerleşik alan içinde yenileme ihtiyacı duyulan alanlarda geniş imarlı arsaların yeniden üretilmesi olasılığı genel olarak gözden kaçırılmaktadır. Kent içi dönüşümleri hızlandırmak için devlet hukuksal altyapıyı da hazırlayarak geniş yetkilerle donatılmış kurumlar oluşturmalıdır. Bu kurumlar ferdi mülkiyet haklarıyla birlikte toplum çıkarımı da gözetmelidir.

Kayıtdışı ile rekabet Türkiye’de gayrimenkul sektöründe kurumsallaşmış aktörlerin en önemli sorunudur. İstanbul’daki konutların yaklaşık olarak % 65’inin gecekondü ve kaçak yapılardan oluşuyor olması sektörün kayıtdışında kalan bölümünün ürktücü boyutlarda olduğunun en iyi göstergesidir. Kurumsal yatırımcının gayrimenkule yaptığı yatırımın maliyeti yüksektir. Örneğin GYO’lar için ekspertiz hizmetleri, izinler, KDV ve sigortalama zorunludur. Sektörü kayıt içine çekmek, dolayısıyla kurumsal yatırımcıyı rekabete edebilir hale getirmek için bazı önlemlerin alınması kaçınılmazdır. GYO’lara ve konut kredilerine uygulanacak vergi indirimleri kurumsal yatırımcı için bir teşvik oluşturacaktır. Doğrudan bir sübvansiyon yerine sosyal politikalar eşliğinde çeşitli vergi mekanizmaları geliştirmek gerekir. Örneğin KDV oranı leasing şirketlerinde olduğu gibi % 1’e çekilebilir. GYO’ların ve konut kredilerinin teşvik edilmesiyle sektöre giren her fon kayıt altına alınmış olacaktır (Kodal, 2000). Devletin gecekondü işgalleriyle yalnızca metropollerdeki kaybının 20-25 milyar dolar (Sur, 2000) civarında olduğu düşünüldüğünde, kurumsal aktörlere ve GYO’lara yapılacak bu teşviklerin getirisinin büyük olacağı da görülebilir.

Sektördeki kurumsal aktörlerin teşvik edilmesi, bu aktörlerin ilgili mevzuatlarla sıkı sıkıya bağlanmış olmalarıyla da eklemlenince, kaçak yapılaşma ve gecekondulaşmayı dolaylı olarak azaltıcı etkide bulunacaktır. Bu da kentin fiziki yapısının daha düzenli, sağlıklı ve yaşanabilir hale gelmesi demektir. Gecekondulaşma yalnızca ekonomik olgularla açıklanamaz. Ekonomik sürece ilaveten sosyal, kültürel ve önemli oranda siyasal bir sürecin sonucu olarak bugünkü haline ulaşmış, ilk zamanlardaki masum görüntüsünü yitirmiş ve belirli çevrelerin spekülâtif kazançlar elde ettiği yasadışı bir sektör haline gelmiştir. Artık insanların başlarını sokmak için inşa ettiği derme çatma masum yapılarındansa, yapı anarşisi, doğa tahribatı, düzensizlik, aykırılık ve çirkinliğin

simgeleri haline gelmiştir. Ülkelerin gelişmişlik/kalkınmışlık göstergelerinden bir grubu, en az diğer göstergeler kadar önemli olmak üzere, “yapılaşma şekli, kalitesi, uygulanan modern şehircilik teknikleri ile kentler ve metropollerin silüetleri” (Sur, 2000) oluşturur. Gerçi gecekondulaşmayı ve kaçak yapılaşmayı önlemenin bir aracı olarak sunulan kurumsal aktörlerin son yıllarda Boğaziçi’nin silüetine verdikleri zarar da ortadadır ancak bu yasalardaki ve yargılamadaki boşluklardan kaynaklanmaktadır.

Türkiye’de yeni gelişen kurumsal aktörlerden birisi olan GYO’lar gecekondu sorununda aktif bir çözüm enstrümanı olarak kullanılabilirler. Merkezi ve yerel yönetimler bu sorunda işgalciyle gerçek hak sahibi arasında kaldığından müdahalede bulunamamakta ve sorunu çözümsüz bırakmaktadır. İşgalciye tapu verememektedirler çünkü işgal etmeyen hakını korumakla yükümlüdürler. GYO’lar halka açık özel yapılarıyla bu sorunu çözebilirler. Gecekondu yapana gecekondu karşılığında yeni bir daire ve tapu, işgal etmeyenlere ise piyasa değerinin altından hisse senedi verip geliştirilecek projenin karından faydalanma hakkı verilebilir. Devletle hasılatan pay alma esasına göre anlaşma yapılarak sosyal denge kurulabilir. Bu aşamada yerel yönetimler kent içi dönüşüm projeleri, planları ve altyapı desteği verebilirler. Emlak Bankası ve diğer ticari bankalar da bu aşamada mortgage benzeri uzun vadeli konut finansmanı modellerini uygulamaya koyabilirler.

Sektörde en büyük sorunlardan birisi araştırma yapılmaksızın gayrimenkul yapılıyor olmasıdır. Pazar araştırması olmaksızın büyük çaplı yatırımların gerçekleştirilmesi fizible olmayan sonuçlar doğurur. “Gelişen ekonomi ve uluslararası ticari işlem hacmi gereği yüksek standartlarda ‘A’ sınıfı ticari gayrimenkul ihtiyacı artmış ve kaliteli ofis talebi 1990-95 yılları arasında 600 bin metrekare olmuştur”. Ancak çok sayıda inşa edilen plazalara son yıllardaki küresel ekonomik krizler de eklenince arz fazlası oluşmuştur. Yine de piyasa arz talep dengesini yeniden yakalayabilecek hareketliliktedir (Baydar, 2000). Günümüzde İstanbul Merter’de, Basın Ekspres Yolu’nda, Maslak’ta, Kozyatağı’nda ve Kavacık’ta gözlediğimiz boş ofis binaları pazar araştırması yapılmadan gerçekleştirilen büyük yatırımların sonucu atıl beklemektedir. İstanbul’da A sınıfı ofisler için boşluk oranı Avrupa yakasında % 28, Asya yakasında % 49’dur. Bu oran Maslak’ta % 56.4’e ulaşır. Şişli-Beşiktaş hattında % 20, Havaalanı Basın Ekspres Yolu’nda % 51, Levent-Zincirlikuyu aksında % 4’tür.

Yatırımcı ya hiç araştırma yapmamakta ya da parasını geri dönüşü geç yatırımlara yöneltmektedir (Çiçekdağ, 2000).

Gayrimenkul sektörüne yapılan yatırımların doğru alanlara yapılmasıyla paranın geri dönüşü hızlanacaktır. 2000 yılında uluslararası talebin yeniden artış göstermesi bazı özel kullanımlar için fiyatları yeniden harekete geçirmiştir. Son dönemde Green Field Projeler olarak adlandırılan taşınmaza dayalı yeni projeler öne çıkmıştır. Örneğin otel-ofis-çarşı benzeri çok amaçlı kullanıma olanak veren yapılar ile hipermarket zincirleri gelişme göstermekte; sınai yapılara talep ise günden güne düşmektedir. Özellikle perakende sektörde gelişme gözlenmektedir, çünkü İstanbul'un lüks mekanlarında arz çok dardır. Yatırımcı da çok geniş ve henüz yeterince gelişmemiş bir pazarın avantajlarını kullanmaktadır. Süpermarketler ve eğlence yerleri bu anlamda ön plana çıkmaktadır.

İstanbul'daki modern alışveriş merkezlerinin ilki 1988 yılında Galleria'da açılmıştır. 1993 -96 yılları arasında açılan Capitol, Akmerkez ve Carrefour onu takip etmiştir. Daha sonraki yıllar Carrefour tipi hipermarkete dayalı alışveriş merkezlerine yoğun yatırım yapılan yıllar olmuştur. Bu tip yapılar hakim hale gelirken, onları 15-20 bin metrekare mağaza alanına sahip çok katlı projeler takip etmiştir. Bunlar İstanbul'da semt bazen de ilçe ölçeğine hitap eden yapılar olmuş, diğer kentlerde açılanlar ise bütün kentin sosyal ve ekonomik yaşantısını etkiler hale gelmişlerdir (Baydar, 2000). Alışveriş merkezlerinin İstanbul için yakın gelecekte doyuma ulaşacağını ve gelirlerinin düşeceğini söylemek mümkündür. Çünkü, alışveriş sektörü ilk yıllardaki cazibesini yitirmiştir. Bu alana oldukça önemli yatırımlar yapılmış, buna ilaveten gerekli büyüklükte alanlar İstanbul'da az sayıda kalmıştır (Parker, 2000). Bunların ana işletmelerinde alışveriş merkezlerinin kimliğini oluşturacak yetkinlik gelişmemiştir. Yerli mağaza zincirlerinin sermaye güçleri ve üretimi yönetme kapasiteleri alışveriş merkezlerinin gelişme potansiyelinin çok gerisinde kalmıştır. Pek çok perakendeci esnafıktan kurtulup mağaza zincirleri geliştirmeye yönelik bir girişimciliğe soyunamamıştır. Hipermarkete dayalı alışveriş merkezleri dışında büyük sanayi ve ticaret grupları alışveriş merkezi ve perakende ticaret piyasasına girmekte gecikmişlerdir. Yatırımların çoğu inşaat ve yap-satçı kültürden kaynaklanmış, projelerin çoğu planlama, pazarlama, tasarım ve yönetim olarak ölü doğmuştur. Ekonomik krizler profesyonelce doğmayan projeleri piyasa dışına itmiştir. Diğer

yandan nakit girişlerin rolünü kavrayan büyük iş gruplarını perakende ticarete yöneltmiştir. Artık bu sektörde yatırım kaynaklı rekabet dönemine girildiği söylenebilir. Yine de, bu haliyle bile, % 9-11 dolayındaki primiyle AB ülkelerine göre hala cazip bir yatırım alanı olarak durmaktadır (Baydar, 2000).

Diğer yandan perakende depoları henüz çok az sayıdaki fabrika satış mağazasıyla sınırlıdır. Bunların da çoğu şehir dışında yer almaktadır. Zamanla gelişmeleri ve geliştikçe gelirlerinde azalma beklenmektedir (Parker, 2000). 2000 yılı itibarıyla büyük iş grupları, mağaza zincirleri ve alışveriş merkezlerinde rekabete girmişlerdir. Gıda, perakende ve hipermarkette kızışan rekabetin, yakında hazır giyim ve diğer alanlara sıçraması beklenmektedir. Denilebilir ki, giderek daha çok “konulu” alışveriş merkezlerine talep artacaktır ve bunların ilk zincirlerini hazır giyim oluşturacaktır. Dolayısıyla alışveriş merkezleri perakende depoları olarak da olsa bir gereksinim olarak hala İstanbul’un önünde durmaktadır. Mağaza zincirlerinde tüketici finansmanı giderek önem kazanmaktadır ki, bu durum finans piyasasının perakendeciliğe olan ilgisini de artırmaktadır (Baydar, 2000).

Diğer yandan ulusal ekonomilerin giderek küreselleşmesi sonucu dünyanın her hangi bir yerinde yaşanan ekonomik sorunlar artık her bir ülkenin ekonomisine doğrudan etki yapabilmektedir. 1990’lı yıllar bu anlamda ikisi çok ciddi boyutlarda olmak üzere birçok ekonomik krize neden olmuştur. Bu dönemler ekonominin diğer sektörleri gibi gayrimenkul sektöründe durağanlaştığı dönemlerdir. En son 1998 ekonomik krizi gayrimenkul sektöründe 1998 ve 99 yılları boyunca hissedilen bir durağanlığa neden olmuştur.

2.4. Gayrimenkul Sektöründe Yapısal Dönüşüm

Küresel ekonominin gelişmesine paralel olarak kentlerin önemi günden güne artmaktadır. Dünya küreselleştikçe küçülür ve bölgeselleşirken, kentler ve temsil ettikleri bölgeler avantajlarını kullanabildikleri ölçüde bu süreçte dinamizmlerini artırarak ön plana çıkmaktadırlar. Devletlerin merkezi kontrolleri etkinliklerini yitirirken, merkezi yönetimlerin yetkileri ellerinde bulundurma ısrarları kentler için birçok fırsatın kaçırılmasına neden olmaktadır. Kentler arasında büyük bir rekabet olduğu ve bu yarışmacı koşullar altında yerel dinamizmin sağlanmasının ancak yerel

yönetimlerce gerçekleştirilebileceği, dolayısıyla merkezi yönetimlerin yetkilerini yerel yönetimlere devretmeleri ya da en azından merkezin yerel ve taşra kuruluşlarına yetki genişletilmesi yoluyla bırakmalarının gerektiği son yıllarda sık sık tekrarlanmaktadır.

Yarışan kentler yabancı sermayeyi kendilerine çektikleri ölçüde başarılı oluyorlar şeklinde genel bir kanı bulunmaktadır. Küresel ekonominin gerektirdiği ulaşım ve iletişime yönelik altyapı yatırımlarının yapılmasıyla yabancı yatırımcının ilgisi çekilmektedir. Gerçekten de ulaşım ve iletişim alanında gerçekleştirilen devrim niteliğindeki gelişmeler, küreselleşmenin gerçekleşmesinde başat bir etken olduğu kadar, onun sürükleyicisi ve belirleyicisi halini de almışlardır (Sassen, 1990). Öyle ki bu gelişmeler zaman ve mekan kavramlarının tanımlarını önemli ölçüde değiştirmiş, David Harvey'in (1989) deyişiyle "zaman-mekan sıkışması"nı gündeme getirmiştir. Artık çok uzak yerlerle anında iletişime geçilebilmekte, dolayısıyla özellikle ekonomik anlamdaki ilişkiler yoğunlaştırılabilmekte, ulaşım alanındaki gelişmelerle de bu ilişkilerle yapılan anlaşmalar hızlı ve etkin şekilde gerçekleştirilebilmektedir. Dolayısıyla denilebilir ki, yatırımcılar için artık uzaklık sorunu ortadan kalkmış ve söz konusu iletişim ve ulaşım teknolojileriyle donanımlı olmak kaydıyla dünyanın her hangi bir lokalitesine yatırım yapabilir hale gelmişlerdir. Ancak kentlerin yabancı yatırımcıları çekebilmeleri için çoğunluğu noktasal olmak üzere büyük ve prestijli projelerin de gerçekleşmesi gereklidir. Yabancı yatırımcıyla ilişkileri kurabilecek yerel kurumların işleyişini kolaylaştıracak ve kurumsal yabancı yatırımcıları temsil edecek donanımına sahip ofis binaları bu projelerin içinde başattır. Bunların bir kısmı zaten yabancı sermaye ile yapılır ve bu aşamada gerçekleştikten sonra artık yabancı yatırımcının portföy tercihlerinde söz konusu kent sürekli olarak yer alacaktır. Bunu takiben söz konusu ofis binalarında çalışan yeni üst tabaka ücretli gruba hizmet verecek lüks konut projeleri, alışveriş ve eğlence merkezi projeleri hızlanacaktır.

Bu anlamda gayrimenkul sektöründe dünyanın önemli merkezlerinde yaşanan dönüşüm son onyılıda özellikle İstanbul'da olmak üzere Türkiye'nin metropollerinde de gözlenmektedir. Sonuç olarak içinde bulunduğumuz süreç yarıştta öne çıkan kentlerin gayrimenkul sektörlerini hareketlendirmektedir. Sektöre henüz yabancı olan kullanımları olduğu kadar kurumsal aktörleri, proje tasarımlarını ve finansman biçimlerini de gündeme getirmiştir.

Yukarıda kısaca açıklanan süreç gayrimenkul sektörü için A sınıfı ofis binaları, kongre merkezleri, oteller, alışveriş merkezleri ve hipermarketler gibi ticari yapıların yanı sıra bunların kullanıcılarına yönelik lüks konut inşaatlarıyla başlar. Eğlence ve rekreasyon ile prestij mekanları bunları takip eder. Ve nihayet kentin aslımı ya da bütününe daha çok ilgilendiren dönüşüm/yenileme projelerinin uygulanmasına sıra gelir. Dikkat çekici bir özellik olarak gayrimenkul sektörünün konuları arasında yer alan sanayi yapılarının son yıllarda hızla metropoliten kentlerin gündeminden çıkmaya başladıkları söylenebilir. Eskiden sanayi üzerine kurulan kent ekonomileri giderek hizmet sektörüne kaymakta, dolayısıyla sanayi hızla kent dışarısına çıkartılmakta, boşalan arsalara da hizmet yapıları vb. getirilerek kentin yapı çevresi dönüşmektedir. Getirisi yüksek olan ilk aşamada özel sektör teşviklerin yanı sıra, engelleri⁵ de hiçe sayarak hızla ilerler. Bu ilk aşama, yukarıda sayılan gayrimenkul sektörünün konularını oluşturan yapıların doyuma ulaştığı noktaya kadar sürer. İkinci aşamada özel sektör teşviklere ihtiyaç duyar çünkü söz konusu dönüşüm sonrası gereksinim duyulan yeni yapı biçimlerinin getirileri görece azalmış ve dünyanın farklı coğrafyalarına göre söz konusu lokalite bu anlamdaki yatırım cazibesini yitirmiştir. Üçüncü aşama ise özel sektörün ancak prestij ve reklam amacıyla girişeceği, dolayısıyla hiçbir zaman etkin ve hakim olamayacağı bir aşamadır. Getiri oranı iyice azalmış ve sosyal konut gibi gereksinimlerin ortaya çıktığı bir süreç başlamıştır. Bu aşama özel sektörün karşı çıkışlarına rağmen devletin ve yerel yönetimlerin projelerine muhtaçtır.

Avrupa'nın gelişmiş metropollerinde bütüncül fiziki planlama tarihe karışmaktadır. Çünkü kentler düzenli ve sağlıklı bir şekilde gelişmişlerdir. Oysa İstanbul'da kentleşme düzensiz, kontrolsüz ve kendiliğinden oluşmuştur. Halen kaçak yapılaşma ve gecekondulaşma çok yoğundur. İmarlı arsa talebine yanıt verilememektedir. Kaliteli konut talebi arzın önünde gitmektedir. Diğer yandan sosyal adaletsizlik had safhadadır. Metropoliten alanların merkezlerinde arazi kıtlığı nedeniyle talep yeterince karşılanmadığından binaların katsayısı giderek artmaktadır. Altyapı yetersizliği, yoğun trafik, park yeri gereksinimi gibi nedenler merkezi iş alanlarını sorunlar yumağına çevirmiştir.

⁵ Burada engeller, çeşitli yasalarla imar ve yapılaşma koşulları için plan, sit kararı benzeri ile getirilen sınırlamalar, gecekondu yaşayanları ya da sanayi işçilerin gerçekleşen dönüşüme karşı ve sivil toplum örgütleri ile meslek odalarının kamu yararı ilkesinin çiğnenmesine karşı giriştikleri toplumsal muhalefet biçimleri anlamında kullanılmıştır.

Diğer yandan coğrafi anlamda gayrimenkul sektörü, İstanbul, İzmir, Ankara, Antalya ve Muğla gibi gelişmiş olduğu yöreler dışında, ucuz işgücü ve teşviklerle son yıllarda hızla sanayileşen Tekirdağ, Eskişehir, Bursa, Gaziantep, Denizli ve Kayseri gibi Anadolu kentlerini de kendisine hedef pazarlar olarak belirlemelidir (Medin, 2000).

Sektördeki yapısal dönüşüm doğal olarak aktörlerin yapısında da bir değişim yaratmaktadır. Beklenen, sektörün giderek kurumsallaşması, dolayısıyla kayıt altına girmesi ve bunun sonuçlarından birisi olarak da sektörde uzmanlaşmanın artmasıdır. Ancak kentleşme ve küreselleşmenin getirdiği dinamizm sektörde kurumsallaşmanın aynı hızla gerçekleşmesini sağlayamamıştır. Sektör hala ağırlıklı olarak ekonomik olarak kayıtlı olmayan ve kayıtlı olsa bile uzman olmayan kişi ve kuruluşların yönlendirmeleriyle büyümektedir. Bu anlamda devletin ve yerel yönetimlerin plan ve çeşitli başka yöntemlerle sektöre müdahalesi ve söz konusu büyümeyi denetim altına alması kaçınılmazdır.

Gayrimenkul gibi uzun vadeli ve likiditesi diğer yatırım araçlarına göre daha az olan bir sektörde uzun vadeli istikrarın sağlanması gereklidir. Bunu sağlayabilmek için planlı, standartları yüksek ve kurumsallaşmış bir yapı oluşturulmalıdır. Bu anlamda uzun vadeli düşünmeyen aktörlerin sektörden elenmeleri beklenir. Ancak günümüzde küreselleşmeyle birlikte etkinliğini dünyaya yaymayı sürdüren ve her geçen gün daha da derinleşerek bütün sektörleri kapsamına alan liberal ekonomi bünyesinde uzun vadeli düşünen yatırımcıların direnme güçleri azalmakta ve bunun sonucu olarak da her hangi bir sektörde planlı müdahalelerde bulunmak mümkün olmamaktadır. Bir başka deyişle, küresel ekonominin gerekleri sonucu kısa vadeli düşünmeye itilen yatırımcıların davranışları kestirilemediğinden sektörel planlama yok olmakta ya da uygulanabilirliği azalmaktadır. Kuralların piyasa içerisinde belirlenmesi beklenirken, piyasanın kısa vadeliliği bu belirlemeyi her geçen gün ertelemektedir.

1980 öncesi dönemde devlet kentleşme olgusunu zamanında müdahale edip yönlendirmeyi başaramadığı için, konut açığı⁶ sorununu kamu destekli plan ve programlarla çözmeye çalışmıştır. Ancak gayrimenkul sektöründe yer alan özel aktörlerin kurumsallaşmamış yapıları ve kamu sektöründe yaşanan finansman sorunları

nedeniyle bu plan ve programlar, noktasal projeler olarak kalmış; ne gayrimenkul sektörü düzene girmiş ve konut açığı ortadan kalkmış, ne de sağlıklı ve düzenli bir kentleşme yaşanmıştır. 1980 öncesinde yaşanan bu başarısız deneyime karşın, devletin konut ve kent politikaları belirlemesi ve bunlara yönelik fiziki planlar yapması hala gereklidir. Piyasanın belirleyemediği kuralları belirlemenin yanısıra bu planlar gayrimenkul değerinin temel belirleyicisi olacak ve toplum içerisinde mümkün olan en adil dağılımı sağlamaya çalışacaktır. Kamunun planlama dışında gayrimenkul sektörünü doğrudan etkileyecek bir diğer müdahalesi de kent içi ve dışı altyapı yatırımlarıdır.

Bunlara ilaveten uzun vadeli ulusal konut ve konut finansmanı politikaları belirlenmelidir. Bu kapsamda öncelikle konut alım-satımı, üretimi, islahı ve kiralanması kolaylaştırılmalıdır. Bu politikalarla düşük ve orta gelirli aileler hedeflenmelidir. Yeni fon kaynakları oluşturulmalı, mevcut fonların bir kısmı konut finansmanına yönlendirilmelidir. Mevcut tasarrufların konut edinmeye yönlendirilmesi gerekmektedir (Nas, 2000).

Diğer yandan 1999 depremleri gayrimenkul sektöründe yaşanan talep durgunluğunu yok etmesinin yanısıra yapısal etkileri de olan iki önemli sonuç doğurmuştur. Bunlar inşaat kalitesinin ve denetiminin artmasına yönelik tüketicilerden gelen talep olarak özetlenebilir. Bu talep kurumsal aktörlerle sağlıklı ve güvenilir bir yapılaşmaya olan talep anlamına gelir. Deprem korkusu tüketiciyi yaşadığı konutun yatırım gücü ve konforu dışında kalitesine, güvenilirliğine de bakmaya itmiş, az katlı yapılar bu süreçte öncelikle tercih edilir olmuştur. Bu talepler kent merkezlerinde artan arazi fiyatlarıyla birleşince, yeni geliştirilecek projelerin toplam maliyeti önemli ölçüde yükselmiştir. Bu da finansal açıdan güçlü kurumsal aktörlerin sektörde kalmasına, diğerlerinin elenmesine neden olacak bir etki yaratacaktır.

Gayrimenkul sektörü yapısal bir değişim yaşamaktadır. Sektörde bireysel aktörlerden kurumsal aktörlere geçişin yanısıra giderek artan oranda kayıtlı ekonomi bünyesine geçiş gözlenmektedir. Bu yapısal değişim sonucu gayrimenkul sektöründe şeffaflık, profesyonellik, kurumsallık, kalite ve standardizasyon ön plana çıkacak özellikler

⁶ Kimi argümanlara göre mevcutta bir konut açığı yoktur. Örneğin Şehir Plancıları Odası İstanbul Şubesinin 2000 yılı boyunca yaptığı açıklamalara göre, İstanbul'da nüfusa yetecek sayıda konut

olarak sıralanabilir (Kodal, 2000). Yapısal değişimin bir diğer önemli yönü de üretici pazarından, tüketici ve kullanıcı pazarına yönelişte gözlenmektedir. Bir anlamda fordist üretim tarzından postfordist üretim tarzına geçişin gayrimenkul sektörüne yansımaları olarak nitelenebilecek bu süreçte üreticinin hakimiyeti azalmaktadır. Postfordist üretim biçimi üretilenin her ne olursa olsun tüketici tarafından emildiği kitlesel üretimden tüketici taleplerine uygun kalite, işlev ve sayıda üretimin yapıldığı esnek üretime geçişi ifade eder. Fordist üretim tarzında önemsiz görülen pazarlama esnek üretim için olmazsa olmaz koşuldur. Bu anlamda yukarıda sayılan hizmet kuruluşlarının önemi artmaktadır (Çiçekdağ, 2000). Ayrıca sektörün yeniden yapılanma sürecinde gayrimenkulün ekonomiye entegre edilmesi; yani likit hale getirilerek tasarrufların büyük projelere yönlendirilmesi gerekmektedir. Bu dönüşüm GYO gibi yeni ekonomik enstrümanlarla gerçekleştirilmektedir.

Hükümetin iki şenedir uygulamakta olduğu istikrar programı çerçevesinde faizlerin ve enflasyonun düşmesi gayrimenkul sektörü için uzun vadeli finansman olanakları yaratmaktadır. Buna ilaveten 1999 depremlerinin yapısal dönüşüm için gerekli siyasal ve kamusal desteği yarattığı da söylenebilir. Bu iki gelişme birlikte değerlendirildiğinde yapısal dönüşüm için gereken kararlı adımların atılması için ortam ve irade oluşmuştur denilebilir.

“2000’li yıllara girerken gerek siyasi, gerek ekonomik istikrarı sağlamada önemli adımların atıldığını görmekteyiz. Hükümetin yapısal reformların uygulanması yönündeki kararlılığı, IMF ile yapılan stand-by anlaşması, yurtdışı kaynaklardan sermaye giriş sinyallerinin artması, % 25 enflasyon ve % 4,5 büyüme hedefleyen bir bütçenin hazırlanması, uzun vadeli borçlanma olanaklarının görünür hale gelmesi, ekonominin canlanması ve iç talebin artması işaretlerini vermektedir. Ekonomik canlanma ve iç talebin yükselmesinin gayrimenkul sektörüne olumlu etkileri görülecektir. Özellikle azalan enflasyon ve iç borç, talebin azalması ile birlikte repo, hazine bonusu ve döviz gibi alternatif getiri olanaklarının getirisinin azalması, gayrimenkule olan talebi artıracaktır. Yine azalan enflasyon çerçevesinde sermayenin de maliyeti azalacak, daha önemlisi sektörün en önemli sorunlarından birisi olan uzun vadeli borçlanma olanakları artacaktır. Nitekim bankalar ipoteğe dayalı uzun vadeli

bulunmaktadır. Konut açısından değil fazlasından bahsedilebilir.

konut kredisi olanaklarını yatırımcılara sunmaya başlamışlardır” (Osmanlı GYO A.Ş., 1999).

2.5. Mali Piyasalarda Küreselleşme ve Yabancı Yatırımcılar

Küresel ekonominin finansal piyasalarda yarattığı yeni enstrümanlar artık yabancı yatırımcıların yatırımlarını çok daha geniş coğrafyalar üzerinde değerlendirip yapmalarına izin vermektedir. Bu gelişme gayrimenkul piyasalarının da giderek daha çok oranda uluslararası piyasaların konusu haline gelmesine neden olmaktadır. Yurtdışından gelen yatırımcılar, kaynaklarının büyük olduğu düşüncesi ile projelerinde GYO’larla beraber çalışmayı tercih etmektedirler (Özer, 2000). Bu yatırımlar iki şekilde yapılabilmektedir (Akkum, 2000):

1. Doğrudan gayrimenkul yatırım ortaklığına ortak olmak,

- ❑ Halka arz sırasında, şirket hisselerinin bir kısmını alabilirler,
- ❑ Halka arzdan sonra, bazı projelerine sermaye ortağı olarak katılabilirler.

2. IMKB’den GYO’ların hisse senetlerini alarak dolaylı yoldan ortak olmak.

Bugün uluslararası yatırımcılar, dünyadaki ve Türkiye’deki GYO’lara dolaylı yada doğrudan olsun yatırım yapmak istemektedirler. Son yıllarda bu oluşumu destekleyen gelişmeler şöyle sıralanabilir (Alp ve Yılmaz, 2000):

- ❑ Sermaye piyasaları küreselleşmektedir,
- ❑ Denetim ve yasal düzenlemeler yabancı yatırımcı için uygun hale gelmektedir,
- ❑ Deregülasyon (mevzuattan arınma) artmaktadır,
- ❑ Uluslararası piyasalarda yeterli sermaye tabanı (birikimi – artı değer fazlası) oluşmuştur.

Gayrimenkul projelerini gerçekleştirebilmek için GYO’ların ihtiyacı olan fonlar, Türkiye’de oldukça azdır. Uluslararası sermaye girişinin, uluslararası fonların, uluslararası ipotek kredilerinin sağlanması için de, uluslararası düzeyde kabul görececek

projelerin üretilmesi zorunludur. Bugün Türkiye’de yatırım yapan yabancı yatırımcının tek hedefi kar etmekse, bu hedefin 3 ayrı boyutu bulunmaktadır (Akkum, 2000):

1-Sözkonusu projenin tamamını yada bir bölümünü nasıl satın alabilirler?

2-Sahip oldukları bu gayrimenkulü ellerinde nasıl tutabilirler?

3-Gerektiğinde nasıl satabilirler?

Yapılacak olan projelerin, yabancı yatırımcının tüm bu sorularına rahatlıkla cevap verebilecek şekilde, amaçlar ve ihtiyaçlar gözönünde tutularak hazırlanmış olması gerekmektedir.

Diğer yandan Türkiye’de de yabancı yatırımcıların gelmesi için uygun ortam oluşmaktadır. Yabancı yatırımcıların gayrimenkul sektöründe Türkiye’yi ve özellikle İstanbul’u tercih etmelerine neden olacak faktörler de şöyle sıralanabilir (Yalçın, 2000):

- ❑ Ülkenin nüfusu ve nüfus özellikleriyle (genç nüfusun çokluğu) iyi bir pazar olması,
- ❑ TC’nin Asya, Ortadoğu ve Avrupa arasındaki stratejik konumu,
- ❑ Aralık 1999 itibarıyla AB adaylığının onaylanmış olması,
- ❑ İstanbul’un ticari ve kültürel anlamda giderek bir uluslararası merkez haline gelmesi,
- ❑ Büyükşehirlerde metro sistemlerinin gelişmesi,
- ❑ İstanbul’da Kurtköy Havaalanı’nın tamamlanması,
- ❑ Sektörde standardizasyon ve profesyonelleşmenin artıyor olması,
- ❑ Faizlerin ve enflasyonun düşüyor olması,
- ❑ Uzun vadeli finansman araçlarının sektöre girişinin kaldırıcı etkisi yaratacak olması.

Uluslararası finans piyasalarında küreselleşme mali piyasaların entegrasyonunu getirmiştir. Bu anlamda uluslararası mali piyasalarda yapılacak menkul kıymet ihraçlarından gayrimenkul için fon sağlanabilir. Son yıllarda GYO'ların ihraç ettiği hisse senetlerine yapılan yurtdışı yatırımların tutarı bu görüşü doğrulamaktadır. Yabancı yatırımların daha artması için ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilerek ikinci piyasalara açılması ve ihraç edilen menkul kıymetlerde standardizasyona gidilmesi gerekmektedir.

Bu durum daha önce de belirtildiği gibi kentler arasında yatırımları çekmek üzerine bir yarış başlatmıştır. Türkiye'de İstanbul'la birlikte diğer metropoliten kentler de bu yarışın içerisine girmişlerdir. Yabancı yatırımcı gelişmeyi hızlandırıcı etkisiyle bu kentlerin yarışmada öne geçmesini sağlayabilecektir. 1999 Marmara Depremi bu boyuta bir de ihtiyaç boyutunu katmıştır. Çünkü tahrip olan alanların yeniden inşası sürecinde yerli sermayenin yetersiz kalacağı ortadadır. Yabancı kurumsal yatırımcılar uzun vadeli düşünen yatırımcılardır. Türk gayrimenkul sektörünün en çok ihtiyaç duyduğu aktörler de uzun vadeli düşünen aktörlerdir. Yabancı yatırımcıları daha yoğun çekebilmek için uzman finansal aracı kurumların geliştirilmesi gerekmektedir (Nas, 2000). Ancak Türkiye yabancı yatırımcılar için siyasi ortam ve enflasyon nedeniyle hala risk düzeyi yüksek ülkeler arasında yer almaktadır (Parker, 2000).

Uluslararası bağlamda Türkiye'de kurulacak GYO'ların cazibesi düşünüldüğünde ise, yurtdışındaki büyük kurumsal yatırımcıların gayrimenkule dayalı yatırımların Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere ne kadar büyük bir kazanç sağlayabileceğini bildikleri görülmektedir. Ancak bu kurumsal yatırımcılar gerek kendi ülkelerindeki yasal sınırlamalar ve gerekse yatırım kolaylığı açısından organize bir şekilde işleyen ikincil piyasalarda hisse senedi satın almak suretiyle gayrimenkule dayalı yatırımlara girmeyi doğrudan gayrimenkul yatırımına tercih etmektedirler (Tuncel, 1997).

Yabancı yatırımcının gelmesi ve gayrimenkul sektörünün gelişmesi için:

- ❑ Mali ve yapısal reformların piyasada güven duygusu uyandırması (Parker, 2000),
- ❑ Sermaye akışının hızlanması (Parker, 2000),
- ❑ Faiz oranlarındaki risk priminin azalması (Parker, 2000),

- ❑ Uzman finansal aracı kurumların gelişmesi,
- ❑ Metropollerin planlı gelişmesi ve modernleşmesi gerekmektedir.



3. GAYRİMENKUL PİYASALARI

Gayrimenkul piyasaları, ticari alanlardaki gayrimenkule ilişkin tüm ürünlerin veya hizmetlerin pazarlanmasından sorumlu bir fonksiyona sahiptir. Herhangi bir ürünün pazarlaması, ürünün reklamının ve/ya da tanıtımının yapılmasını, satışını, satın alınmasını ya da değişimini kapsamaktadır. Sonuçta, piyasa kavramı içinde, ticari işlemler vasıtasıyla biraraya gelen alıcılar ve satıcılar, işlemin yapıldığı yerler ve araçlar yer almaktadır. Gayrimenkul piyasası da, gayrimenkulün alım ve satımı ile ticari bağlantı kurulan yerler ve kişilerden oluşur. Ancak, gayrimenkul alım ve satımında pek çok üründen daha büyük ölçüde kiralama (renting)⁷ ve finansal kiralama (leasing)⁸ yer almaktadır. Gayrimenkul piyasasını büyük ölçüde bu iki araç belirlemektedir (Ficek, E.F ve diğerleri, 1987).

Gayrimenkul piyasalarında gayrimenkulün finansmanı önemli bir yer tutar ve buradaki açıklamalarda genel olarak bu konu çevresinde ele alınacaktır. Pazarlama faaliyetleri ayrı bir bölüm olarak ele alınmayacaktır. Ancak burada belirtilmelidir ki, geliştiriciler büyüklükleri ölçüsünde araştırma-geliştirme ve pazarlamaya önem vermektedirler. Özellikle lüks konut sitelerini tanıtan broşürler günlük gazetelerin içerisine girecek kadar yaygınlık kazanmıştır. Çok kullanılan bir diğer pazarlama yöntemi geliştirilen alan içerisinde bir ünitenin kısa süre içerisinde iç tefrişatıyla birlikte tamamlanıp örnek ünite olarak potansiyel alıcıların görüşüne sunulmasıdır. Son yıllarda gayrimenkul konulu fuarlar düzenlenmekte ve yine büyük firmalar bu fuarlarda ürünlerini maketler, broşürler ve bizzat uzmanlar tarafından tanıtılmaktadırlar. Sıkça duyulan diğer yöntemler arasında verilen promosyonlar karşılığında müşteriyi uzun bir tanıtım

⁷ Kiralama (renting): Bir malın (menkul yada gayrimenkul), belli bir bedel karşılığında kullanma hakkının elde edilmesi. Bir malın kullanımı karşılığında ödenen para da günlük konuşma dilinde kira olarak adlandırılır. Bu anlamda kira, para olarak ödenebildiği gibi, tarımsal kiracılıkta (toprağın kiralınmasında) ürün olarak da verilebilir (Dünya Gazetesi Yayın Kurulu, 1999).

⁸ Finansal Kiralama (leasing): Bir leasing şirketi (kiralayan, lessor) ile bir yatırımcı (kiracı, lessee) arasında yapılan bir sözleşme ile, kiracının seçtiği yatırım malının kiralayan tarafından satın alınarak, belirli kira ödemeleri karşılığında kiracının kullanımına sunulmasını sağlayan bir finansman yöntemidir. Sözleşme süresince kiralanan malın mülkiyeti leasing şirketinde kalır (Dünya Gazetesi Yayın Kurulu, 1999).

seansına almak ve indirimli satış olanakları tanımak ile geliştirilen araziye pazar günleri turlar düzenleyerek, yerinde tanıtım yapmak sayılabilir.

3.1. Gayrimenkul Piyasalarının Özellikleri

Gayrimenkul piyasaları menkul kıymet piyasalarından farklı bir yapıya sahiptir. Gayrimenkul yatırımı, maliyetlerinden daha fazla değere sahip olan duran varlıkları elde etmekle ilgilenir. Gayrimenkul, açık bir piyasada sık bir şekilde ticarete konu olmamaktadır (Brown, G.R, 1991). Gayrimenkul piyasalarının özellikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir:

A- Gayrimenkul piyasaları yerel piyasalardır: Gayrimenkul piyasasında ürün hareketli olmadığı için, bu piyasalar çok sayıda yerel piyasalardan oluşmaktadır. Oluşan yerel piyasaların herbiri de büyük ölçüde birbirinden izole edilmiştir. Örneğin, tekstil veya gıda gibi günlük tüketim ürünleri, makine veya otomotiv gibi ağır sanayi ürünleri bir bölgedeki fazla talep veya düşük arz karşısında, arz fazlasının olduğu yerlerden, talebin fazla olduğu yerlere kayabilir. Bu kayma, gayrimenkulde mümkün değildir. Bu nedenle, bir şehirdeki konut fiyatları, başka bir şehirdeki aynı özelliklere sahip konut fiyatlarından önemli ölçüde yüksek olabilir. Yine bir bölgedeki konuttaki arz fazlası, başka bölgedeki arz yetersizliğini karşılayamaz. Bu nedenle, gayrimenkul fiyatları yerel olaylardan örneğin, bir bölgede fabrika kurulması ya da fabrikanın faaliyetine son vermesi gibi olaylardan etkilenebilir.

B- Gayrimenkul piyasaları örgütlenmemiş piyasalardır: Gayrimenkulün hareketli olmaması, yerel piyasaların konusu olmasını beraberinde getirmektedir. Bu da, gayrimenkule ilişkin işlemlerin bir merkezden idare edilememesine ve bir ölçüde örgütlenememesine neden olmaktadır.

Hisse senedi veya tahvil satın almak veya satmak isteyen kişi, piyasada oluşmuş bir fiyatla karşı karşıyadır. Otomobil veya buzdolabı gibi bir ürünü perakende satış yapan mağazalardan satın alabilirken, gayrimenkul ise böyle örgütlenmiş bir piyasaya sahip değildir. Gayrimenkulün alım ve satımı her seferinde bir görüşme ve pazarlık konusunu teşkil eder. Satış fiyatları özeldir ve fiyatların oluşumunda kişiler önemlidir.

C- Gayrimenkul piyasalarında arz ve talep dengeli değildir: Gayrimenkul piyasasının bölgesel doğası, farklı şehirlerde eşit olmayan bir arz ve talep yaratmaktadır. Aynı zamanda, ekonomik şartları iyi olan şehirlerde güçlü talebin yaratılması olasıyken, istihdam olanaklarının düşük seviyede olduğu veya sanayileşmenin olmadığı diğer şehirlerde zayıf bir piyasa mevcut olabilir. Gayrimenkulde talep kaymasını⁹ düzenleyecek esnekliğin yetersiz olması, birbirinde çok uzak olmayan şehirler arasında bile, gayrimenkul fiyatlarında büyük varyans –değişim- yaratmaktadır. Bu rijitlik –katılık-¹⁰, ekonomik faktörlerde değişme sonucunda talepte ani değişimlerin meydana gelmesini zorlaştırmaktadır.

D- Gayrimenkul piyasaları, daha çok özel işlemlerin gerçekleştiği piyasalardır: Gayrimenkul işlemlerinin büyük kısmı, gayrimenkul işleminin hiç bir kısmında yer almayan bireysel alıcı ve satıcılar arasında gerçekleşmektedir. Bu satım işlemi, bir dealer¹¹ aracılığı ile satışı yapılan otomobil, mobilya gibi ürünlere benzemez. Gayrimenkulün daha farklı özelliğe sahip olması gayrimenkulün pazarlanmasında da farklılıklar yaratmaktadır.

3.1.1 Gayrimenkul Piyasalarının Avantajları

Gayrimenkul piyasalarının yatırım açısından avantajları şöyle sıralanabilir (Akçay, 1999):

- ❑ Gerçek değerinin artması,
- ❑ Enflasyona karşı korunma aracı olması,
- ❑ Nakit getiri imkanı,
- ❑ Getirilerinin fazla değişken olmaması,
- ❑ Vergi avantajları ve

⁹Talep Kayması: Bir malın fiyatı değişmediği halde, o malın talep edilen miktarlarında, gelir düzeyindeki artış ve azalışlara, zevklerde ve alışkanlıklardaki değişimlere, tamamlayıcı nitelikteki malların fiyatlarındaki değişimlere, rakip malların fiyatlarındaki artışlara bağlı olarak değişme olması (Manisalı, 1991).

¹⁰ Rijitlik: Değişmemezlik, katı olma, esnek olmama (Dünya Gazetesi Yayın Kurulu, 1999).

¹¹ Dealer: Tacir, alım satımcı, döviz veya menkul değer alım satımcısı, piyasada kendi adına alış ve satış yapan, dolayısıyla ticari riskleri üstlenen kimse (Seyidoğlu, 1999).

- Amortisman ayrımı yapılması.

Gayrimenkulün gerçek değerinin artması: Gayrimenkul piyasası, toprak, kullanım varlıkları ve yatırım varlıkları olmak üzere üç önemli alt gruba ayrılmaktadır. Tüm alt piyasalar zaman içinde değer kazancı veya kaybına neden olur. İyi konumdaki bir arsanın sınırlı miktardaki arzına karşılık, piyasadaki talep baskısı, arsanın ve binanın zaman içinde değer kazanmasına yol açar. Değer artışının düzeyi, malın konumu, alış fiyatı, alternatif kullanımları ve tüm kullanımlar için piyasadaki genel talebin bir fonksiyonudur. Bu değer artışı enflasyon oranını ne kadar aşarsa, o kadar gerçek anlamda değer kazanmış olur.

Enflasyona karşı korunma: Gayrimenkulün diğer bir avantajı, öngörülme- yen enflasyona karşı bir koruma sağlamasıdır. Bu durum yeni inşaat maliyetlerinin genelde fiyat endeksine¹² eşit ya da daha büyük olması ve yeni bina kiralalarının binanın maliyetine getiri fiyatlaması mekanizması ile bağlı olmasından kaynaklanır. Eğer piyasa arzı çok sıkışık ise, kiralar artar, tersine durumda azalır.

Gayrimenkulün enflasyona karşı iyi bir koruma aracı olmasının diğer nedeni, pek çok ticari gayrimenkulün kiralalarının belirli aralıklarla fiyat endeksleri ile ya da piyasa ile ilişkilendirilmesidir. Gayrimenkulü avantajlı kılan bir diğer neden de, işletme giderlerinin kiracı tarafından karşılanmasıdır. Tüm bu faktörlerin birleşimi, gayrimenkulün kira yenilemesinin getireceği bir gecikmeye rağmen fiyat değişimlerine uyarlanmasını sağlar.

Nakit getiri: Gayrimenkul yatırımları, gayrimenkulün değerinde reel artış ve enflasyona karşı koruma sağlamasının yanında nakit gelir akışı da sağlar. Nakit getiri, mala eklendiğinde toplam getiriyi oluşturur. Gayrimenkulün elde tutulduğu dönemdeki enflasyon oranı düşürülerek, gayrimenkul yatırımının gerçek toplam getirisini belirlemek mümkündür.

¹² Fiyat Endeksi: Malların belirli bir dönemde veya zamandaki fiyatlarını esas ve 100 olarak kabul ettikten sonra, bu dönemden sonraki fiyatları, bu kabul edilen 100 değerine oranlayan ve bu suretle fiyatların ele alınan dönemde ne ölçüde yükseldiğini yada düştüğünü gösteren endeksler (Dünya Gazetesi Yayın Kurulu, 1999).

Azalan gelir değişkenliği: Gayrimenkul yatırımlarının getirilerinin, menkul kıymet getirilerinden daha az değişken olduğu tesbit edilmiştir. Pek çok gayrimenkul kiraya verildiğinde, kira dönemi boyunca ödemeler tahmin edilebilir ve menkul kıymet getirilerine göre daha az değişkendir.

Sistemik riskin azalması: Gayrimenkul fiyatları menkul kıymet fiyatları ile ters yönde hareket etmektedir. Yani, hisse senetlerinin değeri arttığında gayrimenkul fiyatları azalmakta, tersi durumda da gayrimenkul fiyatları artmaktadır. Bu nedenle gayrimenkulün, yani GYO'ların hisse senetlerinin yatırımcıların portföyünde yer alması bu ters hareketleri azaltarak portföyün sistemik riskinin düşük olmasını sağlayacaktır.

Finansal kaldıraç: Gayrimenkullerin önemli avantajlarından biri, yabancı kaynak kullanımı yoluyla finansmanının yapılabilmesi, yani kaldıraç yaratabilmesidir. Kaldıraç yoluyla borç alınan fonlar yardımıyla özkaynak getirisi sağlanabilecektir. Kaldıracın büyüklüğü, borcun toplam içindeki oranına ve gayrimenkul projesinin getirisine bağlıdır. Genellikle kaldıracın büyüklüğü, borç alınan kaynakların ve projenin senelik getirilerinin indirgenmesi yoluyla hesap edilmektedir.

Vergi avantajı: Diğer yatırım araçlarına göre, gayrimenkul üzerinde daha fazla vergi muafiyeti bulunmaktadır. Bu da, projenin getirisini diğer yatırım araçlarına göre göreceli olarak artırmaktadır.

Amortisman: Bugün gayrimenkullerde (araziler hariç) amortisman¹³ ayrımı nedeniyle bir vergi avantajı oluşmaktadır. Cari yıl amortismanları harcamaları artırıp, vergi konusu geliri azaltmaktadır. Amortisman sadece bir muhasebe uygulaması olması nedeniyle herhangi bir nakit çıkışı gerektirmemektedir.

Sermaye kazançları: Bir çok ülkede gayrimenkulün değer artışlarının vergilendirilmemesi veya vergi oranlarının düşük olması gayrimenkulü diğer yatırım araçlarına göre daha cazip kılmaktadır.

¹³ Amortisman: Bir firmada bir yıldan fazla süre kullanılacağı düşünülen ve herhangi bir biçimde değerden düşmesi sözkonusu olan ekonomik değerlerde (taşınmazlar, bunların tamamlayıcı parçaları, ayrıntıları, makine, teçhizat vb.) oluşacak değerlerin bir yıl içinde uğradıkları değer kayıplarının üretilen malların maliyet tutarlarına eklenmesi veya sözkonusu kayıpların o yılın giderleri arasına yazılması (Dünya Gazetesi Yayın Kurulu, 1999).

3.1.2 Gayrimenkul Yatırımlarının Dezavantajları

Bütün yatırım araçlarında olduğu gibi, gayrimenkul yatırımları da bazı dezavantajlara sahiptir. Bu dezavantajların başlıcaları (Akçay, 1999):

- ❑ Likidite riski,
- ❑ Ana para kaybı,
- ❑ Getiri kaybı
- ❑ 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 uzmanlık gerektirmektedir. Ancak GYO bu dezavantajları ortadan kaldırmaktadır.

Anapara kaybı: Gayrimenkule yatırılan sermaye, gayrimenkulün tahrip olması, ekonomik koşullardaki değişiklikler ve sahiplik haklarının yitirilmesi gibi durumlarda kaybedilir.

Getiri kaybı: Yatırımcılar gelir ve maliyet tahminlerinin beklenenden farklı olması durumunda, getiri kaybına uğrayabilirler. Özellikle uzun dönemli projelerde, gelir ve maliyetlerin proforma tabloları hazırlanması ve belli varsayımlar içermesi bu riskin gerçekleşme olasılığını artırmaktadır. Ayrıca böyle bir risk nedeni ile nakit akımlarında düzensizlik ihtimali, borç veren kuruluşlara belirlenen dönemlerde ödeme yapılmaması riskini beraberinde getirmekte, bu da yapılan sermaye yatırımlarını risk altına sokmaktadır.

Alım gücü kaybı: Yüksek enflasyon dönemlerinde, yatırım tamamlansa bile alım gücünün düşmesi nedeniyle gayrimenkulde reel anlamda değer kaybı olabilir. Ancak bu ihtimalin gerçekleşme olasılığı düşüktür. Çünkü gayrimenkule ilişkin geçmiş döneme ait veriler, gayrimenkulün genelde enflasyonun üzerinde getiri sağladığını göstermektedir.

3.1.3. Kentsel Rant ve Spekülasyon

Burada gayrimenkul piyasalarının avantajları ve dezavantajlarıyla ilişkili olarak, kentsel rant ve spekülasyon kavramlarının ele alınması doğru olacaktır. Üretim faktörü olan toprağın fiyatı olarak rant, bu faktörden belirli bir süre yararlanabilmek için ödenen bedeldir. Ancak bu bedelin toprak üzerinde yapılan yatırımların maliyetlerini kapsamaması gerekmektedir. Çünkü rant, toprak faktörüne orijinal durumunda kullanılması karşılığı ödenen bedeldir. Bu bağlamda rant, toprak sahiplerinin hiçbir çaba göstermeden üretimden aldıkları payı göstermektedir. Toprak sahiplerinin hiçbir riske katlanmadan, sahip oldukları toprağı bekleterek ve toprağın değeri yükseldiğinde satarak bir fazla kazanç elde edilmesi sonucu kent toprağı spekülasyonu ortaya çıkmaktadır. Bir başka deyişle kent toprağı spekülasyonu, “ileride meydana gelebilecek değer artışlarından yararlanabilmek için, bireylerin ellerindeki arsaları boş bekletemeleri (veya) bu amaçla arsa satın almaları” olarak da tanımlanabilir (Aslan, 1989). Bu nedenle rantın belirlenmesi için; toprak parçası üzerinde üretilen bir ürünün üretiminde diğer faktörlerde (emek, sermaye, girişim) kullanılmış ise, bu faktörlerin paylarının elde edilen toplam gelirden ayrılması gerekir.

3.2. Gayrimenkul Finansmanı ve Kurumsallaşma

Gayrimenkul piyasalarının asıl konusu gayrimenkul finansmanıdır. Genel anlamda gayrimenkul pahalı bir yatırımdır. Finansmanı güçtür. Bu nedenle gelecekte elde edilecek gelirlerin de gayrimenkul finansmanında kullanılması gerekir. Uzun vadeli gayrimenkul kredileri bu soruna çözüm oluşturmaya yöneliktir (Akçay, 1993). Gayrimenkul finansmanının amacı gereksinim sahiplerine tasarruf sahipleri ile yatırımcıların fonlarını kanallize etmektir. Bu yöntem gelişmiş ülkelerde çok yaygın kullanılıyor olmasına karşın gelişmekte olan ülkelerdeki kullanılma oranı ancak % 10-20’lerde kalmaktadır. Türkiye’nin de içinde sayılabileceği bu ülkelerde gayrimenkul finansmanı çoğunlukla kurumsal olmayan kaynaklardan sağlanır (Alp ve Yılmaz, 2000).

Kentlerin imar ve iskan şekilleri de gayrimenkul sektörünün finansman tarzını yansıtır (Alp ve Yılmaz, 2000). Gayrimenkul finansmanını düzenlemiş ve kurumsallaştırmış ülkelerin kentleri de sağlıklı ve düzenliken; bizim gibi bu sistemi oturtamamış

Ülkelerin kentlerinde gecekondulaşma, kaçak yapılaşma, yetersiz donatı ve altyapı gibi çeşitli sorunlar gözlenmektedir.

Kurumsal olmayan gayrimenkul finansmanı bireysel ya da enformaldır ki, ülkemizde yaygın olan finansman biçimleri bunlardır. Sektörde kurumsallaşma bankacılık sisteminin sektöre çekilmesi, uzman kuruluşların artması, ilgili bakanlıkların çalışmaları ve yasal düzenlemelerin oluşturulmasıyla sağlanabilecektir. Bu anlamda (Alp ve Ali, 2000);

- Uzman konut finans kurumları oluşturulmalıdır. Bunlar mevduat toplar, sermaye piyasalarında menkul kıymet ihraç eder, hükümet tarafından yapılan transferleri alır ve bunları vadesi 15-30 yıl arasında değişen ipotek kredileri olarak sunarlar. Bunlara ipotek düzenleyen taraflar (mortgage originator) denir. Bu kurumlar düzenledikleri ipotekleri ya kendi portföylerinde tutar ya da ikinci el piyasalarda, ağırlıklı olarak sigorta ve emeklilik fonlarına olmak üzere satarlar¹⁴. Ülkelerin mali ve hukuki yapısına göre bu kurumlar farklılaşabilmektedir. Genel olarak iki gruba ayrılabilirler:

- Kamu banka ve şirketleri,
- Özel finans kurumları (ABD’de loan & savings associations [Tasarruf ve Konut Birlikleri] ile Tasarruf Bankaları, İngiltere’de building societies [konut birlikleri], Almanya’da Bausparkassen, diğer birçok ülkede Mortgage Bank [İpotek Bankası] olarak adlandırılan farklı sistemlere karşılık gelirler.).

- Genel finans kurumları konut sektörüne yönlendirilmelidir. Ticari bankalar, sigorta şirketleri ve emeklilik fonları bu anlamda kullanılabilir. Ticari bankalarda konut finansmanına ayrılan pay uzun vadeler nedeniyle düşük hacimlidir. Topladıkları mevduatın bir kısmını ipotek kredisi olarak vererek, düzenlenmiş ipotek kredilerini satın alarak ya da bunlara dayalı menkul kıymetleri portföylerinde bulundurarak konut sektörüne girebilirler. İkinci el piyasaları likidite sorununu aştıklarından bu

¹⁴ “İpotek kredilerinin satılması, ipotek kredisini düzenleyen kurumun, bu kredi ile ilgili gelecekteki bütün nakit akımlarından kaynaklanacak haklarını başka bir kişi ya da kuruma devretmesidir” (Alp ve Yılmaz, 2000).

sorunu ortadan kaldıracılabilmektedirler. Sigorta şirketleri ile emeklilik fonları da dolaylı yoldan gayrimenkul finansmanına katkıda bulunabilmektedirler. Bazı ülkelerde bu kurumların oluşturdukları portföylerde gayrimenkul varlıkları bulundurmaları zorunlu tutulmaktadır.

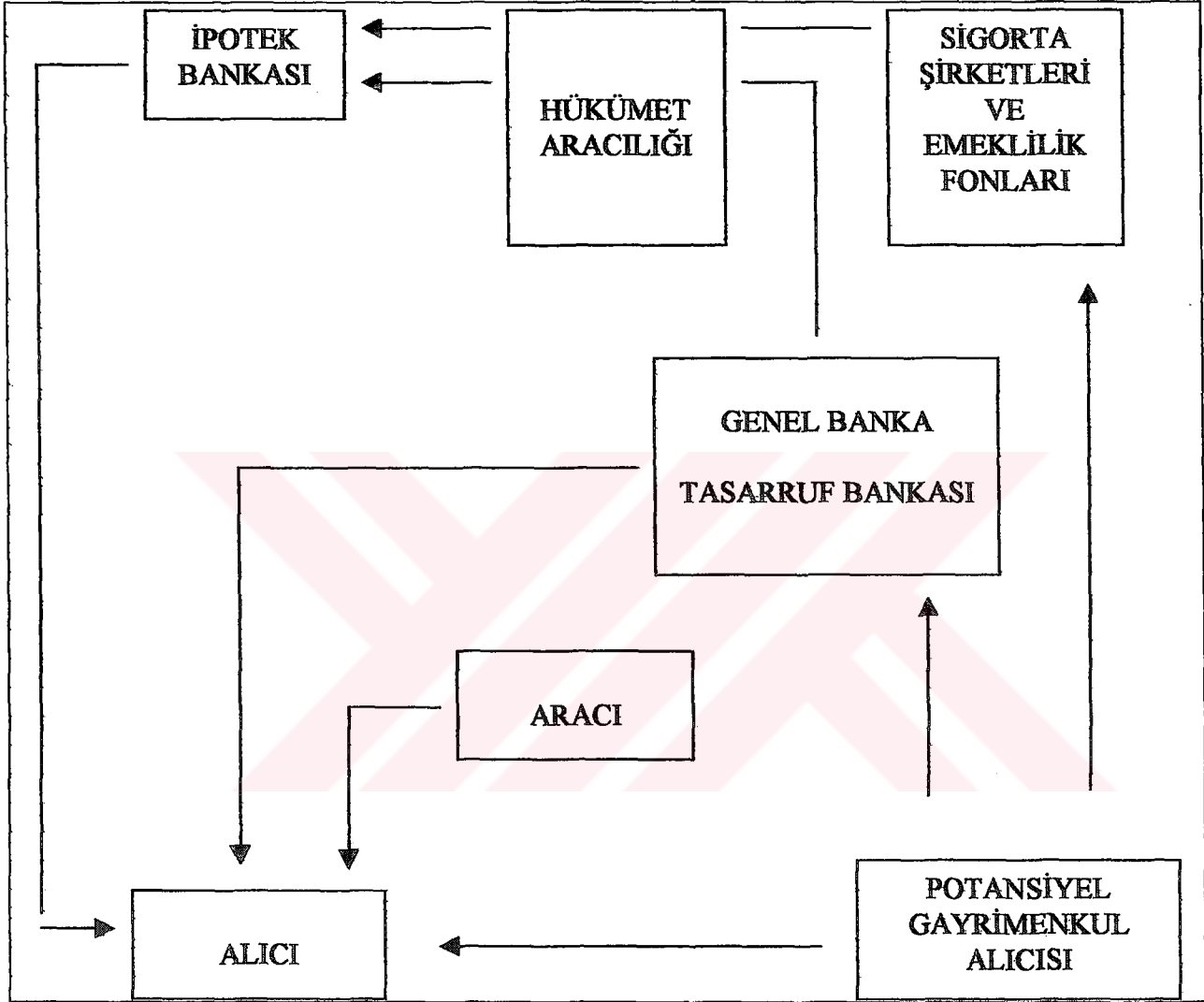
“Kurumsal bir gayrimenkul finansman sisteminin yerleşmesi, gelişmekte olan ülkelerde gayrimenkul kalitesinin gelişmesine, şehirlerin düzene girmesine ve dolayısıyla yaşam ve çalışma standartlarının artmasına katkıda bulunacaktır. Gayrimenkul finanse edilme şekli, gayrimenkulün inşaaı ile birlikte kentleşmenin de tarzını belirlemektedir. Gelişmekte olan ülkelerde finansman şekli kurumsallaşmaya doğru kaydıkça, şehirlerin doğası ve kalitesinin iyileşmesi sonucunu doğurmaktadır... Kalkınma trendinin artması ve daha iyi bir gelişme düzeyine ulaşılması için finansmanda kurumsallaşmış bir sisteme geçiş hayati önem taşımaktadır” (Alp ve Yılmaz, 2000: 17).

3.3. Gayrimenkul Finansman Sistemleri

Genel anlamda bir gayrimenkul finansman sisteminin amacı, gayrimenkul satın almak ya da inşa etmek isteyenlere gereksinim duydukları fonları sağlamaktır. Sistemin temel özelliği fon fazlası olan kesimlerden bu fonları çekip, borçlanmak isteyen kesimlere transfer etmektir. Genel sorun fonların hangi şekillerde verileceği ve geri ödemelerin nasıl yapılacağı üzerinde kilitlenir. Konut finansmanı uzun vadeli olmalı ve krediler de uzun vadede geri ödenmelidir. Fonların uzun vadeli olması finans kurumlarına fazladan risk yükler. Banka krizlerinin birçoğu da bu nedenle doğmaktadır. Çünkü normalde faiz oranları değişkendir (volatile) ve krediler sabit faizle verildiğinde, finans kurumları zarar edebilir. Çözüm, toplanan fonların da uzun vadeye yayılmasıdır. Bu şekilde oluşan risk, fon toplanan kesime aktarılmış olacaktır. Ya da kredi faizleri kısa vadeli faiz oranlarındaki değişmelere paralel hale getirilir. Bu şekilde kısa vadeli fon toplama ile uzun vadeli kredi plase etme (kredi verme) arasındaki uyumsuzluk (mismatch) çözülmüş olacaktır. Buna değişken faiz oranlı kredi denmektedir. İngiltere’de oldukça yaygın olarak kullanılmaktadır. Burada şöyle bir saptama yapılabilir: Uzun vadeli krediler için istikrarlı yüksek enflasyon faiz oranlarının değişken olmasından tercih edilir bir durumdur. Yukarıda sözü edilen uyumsuzluk halinin doruğa ulaştığı anlarda kriz oluşur. Bu durumda ulusal hükümetler kredi veren kurumlara ek kaynak aktarır

ve sektörü yeniden yapılandırır. Mali sistemde görülebilecek bu krizlerden kaçınmanın en güncel yöntemi yeni oluşan şartlara uyumu sağlayan esnek sistemler geliştirmektir. Bu şekilde sabit faizli uzun vadeli krediler ortadan kalkmaktadır.

Şekil 3.1. Finansman Sistemi Türleri



Kaynak: Alp ve Yılmaz, 2000.

Genel olarak 4 tür gayrimenkul finansman sistemi bulunmaktadır (Alp ve Yılmaz, 2000):

- ❑ **Dolaysız Yöntem:** Bu sistemde aracı kurum bulunmaz. Doğrudan alıcı ile satıcı arasındadır.
- ❑ **Sözleşme Yöntemi:** Almanya'daki Baussparkessenler, Fransa'da tasarruf kurumları, sosyal güvenlik fonları, toplu konut sistemi bu yöntemde sayılabilir.

Bunlara göre kişi tasarrufları karşılığında piyasaya göre düşük faiz alır, ancak sırası geldiğinde düşük faiz ve uzun vade ile kredi almaya hak kazanır.

- **Mevduat Finansmanı Yöntemi:** Mevduat toplayan kurumlar topladıkları mevduatın bir kısmını gayrimenkul finansmanına sevk eder. Ticari bankalar, “building societies” ve “savings and loans associations” bu yöntemin aktörleri olarak sayılabilecekken, en çok kullanılan finansal enstrüman da ipotek kredileridir.
- **İpotek Bankası Yöntemi:** İpotek bankaları yoluyla sabit fazli kredi verilir. Söz konusu krediler menkul kıymetleştirmeden elde edilen fonlardan dağıtılır. Bunun için ikinci el menkul kıymet piyasası ve tahvil piyasasının gelişmiş olması gereklidir. İhraç edilen tahviller ikinci el piyasasında sigorta şirketleri, emeklilik fonları ve bankalar tarafından satın alınarak portföylerinde bulundurulur. Bu sistemin geliştirilmesi için bazı ülkelerde finansal kurumların portföylerinde belirli oranlarda tahvil bulundurmaları şart koşulmuştur.

3.4. Gayrimenkul Finansmanı ve Sermaye Piyasaları

İpotek kredileri, gelişmiş ülkelerde sermaye piyasalarının en önemli kısmını oluştururlar. Özellikle konutun sosyal bir olgu olarak kabul ediliyor olması, hükümetlerin de ipotek kredilerine özel bir ilgi göstermesini ve ilgili politikalar geliştirmesini beraberinde getirmektedir. Bunun da bir sonucu olarak ipotek piyasaları sermaye piyasalarının en etkin ve hacmi geniş bölümü haline gelmiştir (Alp ve Yılmaz, 2000).

Son yıllarda ipoteğe dayalı kredilerde gelişme gözlenmektedir. Ancak ipotek kredilerinin konutların maliyetine oranı (loan to value) gelişmiş ülkelerde % 80-90 oranındayken Türkiye’de % 20’lerde kalmıştır. Sektörün gelişmesi siyasi istikrarın sağlanması ve enflasyonun düşmesine bağlıdır (Dağlı, 2000). Konut finansmanında çözüm, bankacılık ve uzun vadeli kredi sisteminin geliştirilmesi ve sermaye piyasası araçları yolu ile finansman teminidir (Nas, 2000).

Gayrimenkul sektöründe arz yönlü mali teşvikler ile menkul kıymetleştirme¹⁵ desteklenmelidir. Yeni bir kredilendirme sisteminin geliştirilmesi kaçınılmazdır. Bu kredilendirmenin gerçekleştirileceği fonlama sistemi şarttır. Ayrıca ipotek kredilerinin konutlara maliyetlerinin oranı (LTV - loan to value) yukarıya çekilmelidir. Ticaret bankalarından kısa vadeli fon toplayıp uzun vadeli kredi vermeleri beklenemez. Bu anlamda yeddiemin, garantör, derecelendirme ve ipotek bankaları gibi kurumların etkinlikleri artırılmalıdır. Bunların dünyadaki örnekleri Saving Loan Associations (Tasarruf ve Kredi Sandığı)¹⁶, Mutual Savings Banks (Tasarruf Ortaklığı Bankası)¹⁷ ve Credit Unions'dır (Kredi Sandığı, Tasarruf Sandığı)¹⁸. Bunlar örnek alınarak sistem içerisinde Mevduat Finans Sistemi ile İpotek Bankacılığı geliştirilmelidir. Bu anlamda ihtisas bankacılığı önem kazanır. İhtisas bankacılığı, taşınmaz dayalı finansal ürünlerin tasarlanması, ihracı ve yönetimi ile ilgilenir. Finansal sektörün kurumsal ve ürünsel olarak derinleşmesi açısından büyük önem taşır (Nas, 2000).

Sermaye piyasaları, gelişmiş ülkelerde fon toplamak için kullanılan en önemli kaynak olarak öne çıkmaktadır. Türkiye'de de konut ve ticari taşınmaz finansmanının sermaye piyasasından sağlanması hukuken mümkündür (Nas, 2000) ve bir görüşe göre bu artık kaçınılmaz hale gelmiştir (Oral, 2000). Buna, rantın, kira ve işletme gelirlerinin menkul kıymetleştirilmesi de denebilir. Ancak bu menkul kıymetleştirmenin gerçekleşmesi için düşük enflasyon ortamı gereklidir. Zaman içinde Türk sisteminde bu anlamda kullanılmış ancak çeşitli nedenlerle verimli olamamış araçlar şunlardır (Akçay, 1999; Nas, 2000):

- *İrat senedi*: Rehlin temel fonksiyonu olan teminat sağlamanın yanısıra ipotekten farklı olarak gayrimenkulün değerini tedavül ettirme görevine de sahiptir. Bu amaçla gayrimenkulün değeri bağımsızlaştırılarak bir kıymetli evrak olan irat senedine bağlanır. Gayrimenkul üzerinde gayrimenkul mükellefiyeti şeklinde

¹⁵ "Securitisation: Borç veren ile borç alan arasında özel olarak yapılan karşılıklı görüşmelere dayalı borçlanmaların (banka kredileri gibi) yerine, alınıp satılan menkul değerlerle (tahviller gibi) yapılan borçlanmaların geçmesi" (Seyidoğlu, 1999).

¹⁶ "Tasarruf mevduatı kabul eden ve bunları özellikle ipotekli kredi vererek değerlendiren bir tasarruf kuruluşu" (Seyidoğlu, 1999: 292).

¹⁷ "Yasal olarak mülkiyetine, mevduat olarak para yatıran tasarrufçuların sahip olduğu, uygulamada ise tasarruf ve kredi sandıklarına çok benzeyen mevduat kuruluşu" (Seyidoğlu, 1999: 215).

¹⁸ "Aynı iş yerinde çalışan veya aynı sendikaya üye insanların kurdukları, onlardan kesilen veya onların yatırdıkları paralardan oluşan bir fona sahip olan ve bu fondan üyelerine küçük miktarlarla uygun koşullarda borç veren birlik" (Seyidoğlu, 1999: 77).

kurulan bir alacak hakkıdır. Medeni Kanunda ve 1952 tarihli Tapu Sicil Nizamnamesinde ayrıntılı olarak düzenlenmesine rağmen bu hükümlerin büyük miktarda ve tek tek ihraç edilen senetleri esas alması ve bu düzenlemeler yürürlüğe konduğu tarihten beri ekonomide meydana gelen değişimler bu aracı uygulanamaz hale getirmiştir.

- ❑ *İpotekli borç senedi*: Hem tedavül hem de teminat amacının bir arada yer aldığı bir gayrimenkul rehni türüdür. Borçlu rehin konusu gayrimenkulün değeri ile değil, kişisel olarak bütün mal varlığı ile borçtan sorumludur. Bu özelliğiyle ipoteğe yaklaşmaktadır. Gayrimenkulün değerini temsil eden kıymetli evrağa bağlı bağımsız bir alacak hakkı söz konusudur. Uygulamasında irat senedi için yazılanlar aynen geçerlidir.
- ❑ *Gayrimenkul rehni karşılığı tahvil (rehinli tahviller)*: Karşılığı elde edilen kaynak gayrimenkul rehni karşılığında birçok şahsa kredi olarak verilmektedir. Kredi alanların her biri borcuna karşılık ayrı bir gayrimenkul rehni kurmaktadır.
- ❑ *Gayrimenkul sertifikası*: İhraççıların inşa edilecek ya da edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç ettikleri menkul kıymetlerdir. Kişilere vadesi içerisinde sertifika toplayarak gayrimenkul edinme olanağı verir. Bu da kişileri toplu ya da düzenli ödeme yükünden kurtarır. Vadesi dolduğunda konut edinmek istemeyenler ya da yeterince sertifika toplamamış olanlar anapara ve faizi tahsil ederler. SPK'nın 20.07.1995 tarihli 19 no'lu Tebliği'ne istinaden ilk uygulama Emlak Bankası Ataşehir Projesi için yapılmış, 382 konut karşılığında Mayıs 1996'da iki yıl vadeli gayrimenkul sertifikası ihraç edilmiştir (Akçay, 1999). Gayrimenkul sertifikaları ile GYO'lardan sağlanan finansmanın farklılıkları şöyle özetlenebilir: Gayrimenkul sertifikasını ihraç eden projeyi gerçekleştiren şirkettir. Bu amaçla ihraççı inşaat şirketinin projeyi tamamlamak için yeterli personel ve ekipmana sahip olması şartı aranır. Oysa GYO'lar proje yürütemez. Gayrimenkul sertifikaları bir anlamda belirli bir vadesi olan borçlanma senediyken, GYO'lar portföy işletmeciliği yapan şirketlerdir. Sertifika tek bir projeye bağlı olarak ihraç edilirken GYO'lar çeşitlendirilmiş yatırımları olan şirketlerdir. Sertifikada gayrimenkulün mülkiyetinin yatırımcılara aktarılması söz konusuyken GYO'larda projelerin mülkiyeti GYO'lardadır.

Sertifika, süresi sonunda edimi gerektirir. GYO hisse senetleri ise bir şirkete ortaklığı ifade eder, dolayısıyla da bir süre ile sınırlı değildir. Ayrıca sertifikaların ve GYO hisselerinin halka satışları farklı prosedürler gerektirir ve maliyetleri de farklıdır (Tuncel, 1997).

- *Konut sertifikası*: TOKİ tarafından konuta endeksli olarak çıkartılmıştır. Amaç tasarruflar konuta endeksli olarak korunurken, TOKİ'nin kendi projeleri için gereken finansmanın yaratılmasıdır. 1989 Ekim'inde uygulamaya konmuştur. Beş yıl vadeli, vergiden muaf ve devlet garantili menkul kıymetlerdir. Konut sertifikalarının 15 Ekim 1994'de vadesi dolmuş ve bu tür yeni sertifika bir daha ihraç edilmemiştir. Çünkü amacına ulaşamamıştır. Fiyatı piyasa koşullarında oluşmamış, TOKİ tarafından belirlenerek düşük tutulmuştur. Bu da yatırımcıların risk getirisi değerlemelerinde bulunmalarını engellemiştir.
- *Varlığa Dayalı Menkul Kıymet – VDMK (Asset backed security)*: Kredi kuruluşlarının bilançolarında yer alan alacaklarının karşılığında çıkardıkları menkul kıymetlerdir. SPK'nın 1992 tarihli, Seri III, 14 no'lu Tebliği ile uygulamaya konulmuştur. Her hangi bir zorunlu karşılığa tabi olmayışları bankalara nispeten ucuz fon temini imkanı yaratmıştır. Bu şekilde bankalar kaynak maliyetlerini azaltmışlardır. Yalnızca tüketici ve konut kredilerine dayalı çıkarılmasına izin verilmiştir. VDMK'lara mevduatın üzerinde faiz verilmesi, enstrümanın mevduata ciddi bir alternatif olacağı yönünde endişeleri ortaya çıkarmıştır. Bu da kredi portföyleri yüzünden VDMK'ya gidemeyen bankaların mevduatlarını yükseltmeleriyle sonuçlanmış; dolayısıyla başlangıçtaki kaynak maliyetini azaltma amacıyla sapma oluşmuştur.
- *Yatırım fonu katılma belgeleri*: 1992 yılında Sermaye Piyasası Kanunu'nun 37. Maddesi'nde yapılan değişiklikle yatırım fonlarına gayrimenkullere yatırım yapma olanağı sağlanmıştır. Halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla belge sahipleri hesabına riskin dağıtılması ilkesi ve inançlı mülkiyet esaslarına göre yatırım fonlarının gayrimenkul portföyü de işletebileceği öngörülmüştür. Ancak aynı maddede bakanlığın çıkartması gereken bir yönetmeliğe atıf yapıldığı ve bu yönetmelik de hazırlanmadığı için uygulanma şansı hiç olmamıştır. Bu tür fonlamanın yabancı ülkelerdeki örneklerinde sorunlar yaşanmıştır. Fon katılma

belgelerinin günlük olarak değeriyle, fiyatlarının belirlenmesi gayrimenkullerin yapısı itibariyle önemli bir sorun teşkil etmektedir.

- *Yatırım ortaklıkları:* 1992 yılında Sermaye Piyasası Kanunu ile birlikte Vergi Kanunları'nda yapılan değişikliklerle gündeme gelmiştir. SPK'nın 35. Maddesine göre her bir ortak oluşturulacak portföy üzerinde mülkiyet hakkına sahiptir ve bu hakkını anonim ortaklık yapısı içinde genel kurul ve yönetim kurulu aracılığı ile kullanabilecektir. Yatırım fonlarından farklı olarak yatırım ortaklıklarında ortaklığın genel mal varlığı ile menkul kıymet portföyü bir bütün oluşturmaktadır.

Diğer yandan gayrimenkul finansmanının sağlıklı bir yapıya bürünmesi için ikincil ipotek piyasalarının¹⁹ oluşturulması kaçınılmazdır. Ancak bu sayede gayrimenkul menkul kıymetleştirilebilir ve taşınmaz finansmanı sermaye piyasasından sağlanabilir (Kocaman, 1995). Enflasyon her türden uzun vadeli yatırımı olanaksız kılar. Ticari bankalar uzun vadeli ipotekli konut kredilerini kısa vadede likidite etme ihtiyacını hissedeceklerinden ikincil ipotek piyasası olmazsa olmaz niteliktedir. Zira uzun vadeli ipotekli kredilerinin oluşması sermaye piyasalarında uzun vadeli yatırımcıların bulunmasına bağlıdır (Nas, 2000).

Konut kredilerinin sürekli kılınması daha önce gayrimenkul sektörü bölümünde de açıklandığı üzere makro ekonomik yapıda uzun vadeli istikrarı gerektirir. Ayrıca ülkemizde böylesi bir sistemin oturtulması için mevzuat değişiklikleri yapılması da gerekmektedir.

¹⁹ "İkincil piyasalar halen mevcut ya da önceden çıkartılmış bulunan menkul değerlerin alınıp satıldığı piyasalardır. Menkul değerler borsası" (Seyidoğlu, 1999: 295)

4. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI

4.1 Yatırım Ortaklıkları

Yatırım ortaklıkları, “sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır” (Çanakçı, 1997). Türkiye’de yatırım ortaklıkları, 1981 tarihli 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun ilk metninde yer almış olmasına rağmen, Kanun’un yürürlüğe girdiği tarihten 1991 yılına kadar geçen 10 yıllık süre içerisinde her hangi bir yatırım ortaklığı uygulaması olmamıştır. Genel olarak yatırım ortaklıkları; menkul kıymet yatırım ortaklıkları, risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları olmak üzere üçe ayrılır.

Bir gayrimenkul yatırım ortaklığının, herhangi bir yatırım ortaklığından tek farkı, sahip olduğu portföyün bir fiziksel boyutunun olmasıdır. Yatırım ortaklıkları menkul kıymetlere yatırım yaparken, GYO’lar gayrimenkul kıymetlere yatırım yapmaktadırlar. Yatırım ortaklıklarının benimsedikleri üç ana amaç olan; portföy edinme, portföy geliştirme ve portföy yönetme, GYO’ların da ana amaçları arasında yer almaktadır. GYO’ların kullandıkları araçlar, kurumsal finansman teknikleri, proje değerlendirme, iç verim oranı, yatırımın geri dönüş süresi, muhasebe ve özvarlık karlılığı olarak farklılaşmaktadır (Akkum, 2000).

1996 yılında yayınlanan “Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ” ile yatırım ortaklıklarının işlevleri;

- a) Ortaklık portföyünü oluşturmak, yönetmek ve gerektiğinde portföyde değişiklikler yapmak,
- b) Portföy çeşitlendirmesiyle yatırım riskini faaliyet alanlarına ve ortaklıkların durumlarına göre en aza indirecek bir biçimde dağıtmak,

- c) Menkul kıymetlere, mali piyasa ve kurumlara, ortaklıklara ilişkin gelişmeleri sürekli izlemek ve portföy yönetimiyle ilgili olarak gerekli önlemleri almak,
- d) Portföyün değerini korumaya ve artırmaya yönelik araştırmalar yapmak olarak tanımlanmıştır.

4.1.1 Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları, kısaca portföy işletmeciliği yaparlar. Faaliyetleri şöyle sıralanabilir:

1. Portföy oluşturma, yönetme, gerektiğinde değişiklikler yapma,
2. Çeşitlendirme yoluyla yatırım risklerini azaltma,
3. İlgili piyasalardaki gelişmelere göre gerekli önlemlerin alınması,
4. Portföyün değerini korumaya ve artırmaya yönelik araştırmaların yapılması.

Portföy oluşturulurken dikkat edilmesi gereken ilke riskin dağıtılmasıdır. Yukarıdakilerin dışındaki faaliyetler kanunla yasaklanmıştır.

Menkul kıymet yatırım ortaklıkları A Tipi Yatırım Ortaklıkları ve A Tipi Olmayan Yatırım Ortaklıkları olmak üzere iki türde kurulabilirler. A Tipi Yatırım Ortaklıkları, esas sözleşmelerinde asgari sınırları belirlemek kaydıyla, portföy değerinin en az % 25'ini devamlı olarak özelleştirme kapsamına alınmış Kamu İktisadi Teşekkülleri dahil olmak üzere Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış olanlardır. Bu oranın altında kalanlar A Tipi Olmayan Yatırım Ortaklıklarıdır.

1996 yılında çıkartılan Tebliğe göre, “ani ve tedrici”²⁰ olarak kurulmaktadırlar. Ancak Sermaye Piyasası'nın aldığı ilke kararı doğrultusunda, ancak “ani” usulde kurulabilmektedirler.

²⁰ Anonim şirketler iki biçimde kurulabilir; ani ve tedrici kuruluş. Ani kuruluşta sermayeyi oluşturan payların tümü kurucular tarafından taahhüt edilir; tedrici kuruluşta ise bir kısım paylar kurucular tarafından taahhüt edilir, geriye kalan paylar için kamuoyuna gidilir (Dünya Gazetesi Yayın Kurulu, 1999).

Kayıtlı sermaye usulüne²¹ göre kurulan Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları'nın, yine Sermaye Piyasası Kurulu'nun ilke kararına göre, kayıtlı sermayelerinin 1995 yılı için en az 250 milyar TL, 1998'den itibaren de 1 trilyon TL olması gerekmektedir.

1991 yılında ilk olarak Vakıf Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin kurulması ile beraber bu kurumlar hayata geçmiştir. Daha sonra 1992 ve 1993 yıllarında birer yatırım ortaklığı daha faaliyete geçmiştir. 1994 ve 1995 yıllarında ise yatırım ortaklıklarının kuruluşunda hızlı bir artış yaşanmıştır. 2001 yılı Ocak itibariyle, SPK'ya kayıtlı 21 menkul kıymet yatırım ortaklığı bulunmaktadır.

4.1.2 Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

Risk sermayesi, genel olarak dinamik, yaratıcı ancak finansal gücü yeterli olmayan girişimcilerin yaratıcı yatırım düşüncelerini gerçekleştirmeye olanak tanıyan bir yatırım finansmanı biçimi olarak tanımlanabilir. Temelde, teknolojik yenilik, sermayeye katılım, yönetime katılım, küçük işletme ve hızlı büyüme gibi unsurlardan oluşur. Risk sermayesinin amacı yatırım yapılan projenin dayandığı teknolojinin getireceği verimlilik artışından ortaya çıkan karı elde etmektir (Uçar, 2000).

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları, “başlangıç ya da çıkarılmış sermayelerini, esas olarak sermaye kazancı elde etmek amacıyla risk sermayesi yatırımlarına yönelterek risk sermayesi yatırım faaliyetinde bulunan ortaklıklardır. Risk sermayesi yatırımı, kurulmuş ve kurulacak olan, yüksek gelişme potansiyeli taşıyan ve menkul kıymetlerinin likiditesi düşük olan girişim şirketlerince birinci el piyasalarda ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılarak gerçekleştirilen, uzun vadeli kaynak aktarım biçimidir.” (Çanakçı, 1997: 8). Girişim şirketlerinin,

1. Sınai uygulama ya da ticari pazar potansiyeli olan araç, gereç, malzeme, hizmet ya da yeni ürün, yöntem, sistem ve üretim tekniklerinin meydana getirilmesini amaçlamaları,
2. ya da bu doğrultuda faaliyet gösteriyor olmaları,

²¹ “Kayıtlı sermaye, anonim ortaklıkların esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, yönetim kurulu kararı ile Türk Ticaret Kanunu'nun sermayenin artırılmasına dair hükümlerine tabi olmaksızın hisse senedi çıkarabilecekleri azami miktarı gösteren, Ticaret Siciline tescil edilmiş sermayeleridir” (Çanakçı, 1997: 4).

3. ya da yönetim, teknik ve sermaye desteği ile bu doğrultuya girebilecek nitelik taşımaları şarttır.

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları “anı” usulde kurulabilir ya da başka ortaklık biçimlerinden dönüştürülebilirler. 1995 tarihli Sermaye Piyasası Kurulu ilke kararına göre, kuruluş sermayeleri 250 milyar TL olmalı ve hisse senetleri nakit karşılığı çıkarılmalıdır. Kuruluş sermayesi 1998’de 1 trilyon TL’ye çıkartılmıştır.

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının faaliyetleri risk sermayesi yatırımlarıyla sınırlıdır. Ocak 2001 itibariyle kurulmuş olan ve SPK’ya kayıtlı tek risk sermayesi yatırım ortaklığı Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A. Ş. dir.

4.1.3. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde, “gayrimenkuller ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarından oluşan portföyü işleten ve gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapan sermaye piyasası kurumlarıdır”.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları’nın faaliyetleri şöyle sıralanabilir:

1. Portföy oluşturma, yönetme, gerektiğinde değişiklikler yapmak,
2. Çeşitlendirme yoluyla yatırım risklerini azaltmak,
3. İlgili piyasalardaki gelişmelere göre gerekli önlemleri almak,
4. Portföyün değerini korumaya ve artırmaya yönelik araştırmaları yapmak.

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), ilk olarak 1995 yılında gayrimenkul yada gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak üzere kurulacak gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile ilgili düzenleme yapmıştır. Daha sonra bu düzenlemeler uygulamadan gelen sorunlar da gözönüne alınarak 1998 yılında revize edilmiştir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) tüzel kişilik olarak, kurumlar vergisi ve gelir vergisi stopajından istisna tutulmuşlardır. Bu ortaklıklardan kar payı elde edenler için 4369 sayılı kanun ile 01.01.1999 tarihinden itibaren vergi muafiyeti kaldırılmıştır.

GYO'lar, IMKB'de işlem gören diğer şirketler gibi anonim şirket statüsündedirler. Fakat diğer şirketlere göre üç önemli farklılıkları vardır. Birincisi faaliyetlerini Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'ne göre yürütmeleri, ikincisi vergi muafiyetine sahip olmaları, üçüncüsü ise çıkarılmış sermayelerinin %49'unu halka arz etmek zorunda olmalarıdır.

SPK tebliğine uygun olarak GYO'lar kuruluş ya da dönüşüm işlemlerinin tamamlanmasını takip eden 1 yıl içinde hisse senetlerinin kayda alınması talebiyle SPK'ya başvurmak zorundadırlar.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nın portföyü, "gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına (gayrimenkul sertifikası ve konut kredileri karşılığında ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler gibi), bina, arsa ve araziden oluşan gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı projelere ve kira geliri elde etmek amacıyla bitmiş veya asgari % 50'si tamamlanmış" (Çanakçı, 1997: 7) gayrimenkullerden oluşabilir. Ayrıca kısa vadeli fonlarını değerlendirmek amacıyla belirli sınırlarda olmak kaydıyla diğer sermaye piyasası araçlarına da yatırım yapabilirler.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları "ani"²² usulde kurulabilir ya da başka ortaklık biçimlerinden dönüştürülebilirler²³. Sermaye Piyasası Kurulu ilke kararına göre, kayıtlı sermaye esasına göre kurulan GYO, ister ani usulde kurulsun, ister dönüştürülsün kayıtlı sermayesinin en az 1 trilyon TL. olması, başlangıç sermayesini²⁴ temsil eden hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması ve kurucu ortaklardan ya da mevcut ortaklardan en az birisinin lider girişimci olması gerekmektedir. Dönüştürülen şirketler için başlangıç sermayelerinin nakit karşılığı çıkarılması şartı aranmamaktadır.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, Türk Ticaret Kanunu çerçevesinde yeni bir anonim şirket olarak kurulabildikleri gibi, mevcut ortaklıkların esas sözleşmelerini Kurul

²² Ani Usulde kuruluş: Tebliğe göre halka açılım öncesinde şirketin yatırım portföyü kurucu ortakların koydukları başlangıç sermayesi ile oluşturulmak zorundadır. Bu şekilde, halka arz aşamasında yeterli başarı sağlanamazsa da hisse senedi satın almış olanlar varolan bir portföye ortak olduklarından zor durumda kalmayacaklardır.

²³ "Her ne kadar Türk Ticaret Kanunu'nda tedrici kuruluş bir seçenek olarak mümkün olsa da ve Sermaye Piyasası Kanununda aksine bir hüküm olmasa da, Tebliğ tedrici kuruluşu GYO için düzenlemediğinden bu usul uygulanamaz. Bu düzenleme aslında GYO'nun halka açılırken belirli bir portföye sahip olmasının istenmesinin bir sonucudur" (Tuncel, 1997).

²⁴ "Türk Ticaret Kanunu'na tabi anonim ortaklıklarının kayıtlı sermaye sistemine geçebilmek için sahip olmaları gereken asgari çıkarılmış sermaye tutarıdır" (SPKKn. 3. Madde).

düzenlemelerine uygun olarak değiştirerek, gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmeleri de mümkündür. Her iki şekilde gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kuruluşunun SPK tarafından uygun görülmesi gerekmektedir.

SPK'nın başvuruyu uygun görmesi halinde, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'na kuruluş izni için başvurulur. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, Bakanlığın kuruluş iznini vermesi ve tescilini takiben, kuruluş sermayelerini kullanarak portföy oluşturmaya başlarlar.

GYO'ları kimlerin kuracağı konusu açıkça belirtilmemiştir. Bu nedenle, kurucular Türk Ticaret Kanunu'nun hükümlerine tabiidir. Pay sahibi en az 5 gerçek yada tüzel kişi GYO'larda kurucu olarak yer alabilir (T.T.K. m.227). Buna göre, yerli ve yabancı ticari ve sınai şirketler, mali sektörde faaliyet gösteren kuruluşlar ve bireysel yatırımcılar GYO kurabilmektedir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları kuruluşlarından en geç bir yıl sonra, faaliyetlerini yürütmek için gerekli olan organizasyonu kurup, mevcut kaynakları ile varlık portföylerini oluştururlar. Daha sonra, ortaklığın çıkarılmış sermayesinin asgari %49'u oranındaki hissenin halka arz edilmek üzere Kurul kaydına alınmak için başvurulması zorunludur. Kurul kaydına alınması uygun görülen gayrimenkul yatırım ortaklığı hisse senetleri gerekli ilan ve duyuru sürelerinden sonra satış yerlerinde halka arz edilir.

GYO'nun kurucuları ya da ortaklık hisse senetlerini satın alanlar (katılımcılar), Türkiye'de yerleşik bireysel yatırımcılar, belediyeler, mali veya mali olmayan şirketler olabilir. Yerli ve yabancı gerçek ve tüzel kişilerin de GYO'nun kurucusu ve pay sahibi olabilmeleri mümkündür. Böylece dış finansman imkanı da yaratılabilmektedir.

“Gayrimenkul yatırım ortaklığı, bir gayrimenkule yatırım yapan özel bir yatırım ortaklığı olarak tanımlanabilir. Doğrudan mühendislik, proje hizmeti veremez, sadece ihaleler yaparak kendi yatırımlarını yapabilir. Dolayısı ile sürekli olarak işveren konumundadır. GYO'lar halka açılma zorunluluğu ile proje başlamadan halktan kaynak toplama şansına sahiptir. Halka açılma sırasında yapılan sermaye artırımları değerinde, şirketin inşaat projeleri için gerekli olan finansmanı da sağlayacak şekilde bir ayarlama genellikle yapılmaktadır. Artı bir nakitle projelere başlanması, dışarıya hiçbir zaman kredi borcunun bulunmamasını da sağlamaktadır. Proje satışları

başladığında, şirket kar etmeye başlayacak ve yeni proje çalışmaları için finansman sağlamış olacaktır. Daha ileri tarihlerde elde ettiği kar oranı arttıkça ikincil ve üçüncül arzlarını da gerçekleştirebilecektir” (Ergin, 2000).

Bu kısa giriş niteliğindeki açıklamadan sonra, aşağıda Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları detaylı olarak ele alınacaktır.

4.2. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Gayrimenkulün bir yatırım aracı olarak kullanılmaya başlaması 1880’li yıllarda başlamıştır. İlk kuruldukları yıllarda, ortaklık gelirlerinin lehdarlara dağıtıldığı takdirde vergilendirilmemesi şeklindeki teşvik, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının temellerinin atıldığı ABD’de çok yaygın hale gelmesini sağlamıştır. Zaten Avrupa’da ABD’deki kadar yaygın hale gelmemesinin nedeni de vergi teşviklerinin düzenlenmemiş olmasıdır. İkinci Dünya Savaşı’ndan sonra ve özellikle 1960’lardan itibaren büyük ölçüde gayrimenkule dayalı hisse senetlerine ve fonlara olan ihtiyaç sonucu GYO’lar bugünkü hallerini alarak dünyanın her yerinde etkin bir fon sağlama aracı olarak kullanılmaya başlamışlardır ve günümüze kadar birçok değişim geçirmişlerdir. 1970’li yılların başlarında GYO’lar, günümüz GYO’larından çok daha yüksek düzeyde borç kullanırken, bugün pekçok GYO sınırlı kaldıraç oranına sahip geleneksel bilançolar ile çalışmaktadırlar (Gökçe, 1998). Bugün büyük ölçüde “öz varlığa dayalı GYO”lardan oluşan GYO sektörü, istikrara ve günden güne büyüyen nakit akımına kavuşarak gayrimenkul satın alma disiplinine ulaşmış durumdadır.

Türkiye’de gayrimenkul piyasaları, dünya ile karşılaştırıldığında GYO’lar ile çok geç tanışmıştır. Türkiye’de 1990’ların başında ilk kuruluş gerçekleştirildikten sonra SPK’ya kayıt işlemi ilk olarak ancak 1996’da gerçekleştirilmiştir. İlgili yasal mevzuatın gecikmeli gelmesi bunun nedenlerinden birisi olarak gösterilebilir. Bu bölümde GYO’lar, gerektiğinde dünyadan referanslara başvurularak Türkiye özelinde tanıtılmaya çalışılacaklardır.

4.2.1. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Tanımı ve İlgili Mevzuat

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, her türlü gayrimenkule finansman sağlayan ya da elde edilmek istenen bir gayrimenkul için çok sayıda yatırımcının sermayesini bir araya getirmek suretiyle fon oluşturan anonim şirketlerdir²⁵. Bir yatırım aracı olarak, gayrimenkul ve menkul kıymet yatırımlarının en iyi özelliklerini birleştirir ve yatırımcıya bir yatırım portföyünde gayrimenkulün profesyonel biçimde yönetildiği pratik ve etkin araçlar sağlar (NAREIT, 1997). Bu anlamda gayrimenkul piyasası ile sermaye piyasasının bir araya gelmesine aracı olur.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, gayrimenkullere ve ipoteklere yatırım yapan kapalı uçlu fonlardır (Mudara, 1989). Kapalı uçlu fonlar, yatırımcılar tarafından talep edildiğinde pay sayısı anında arttırılamayan, diğer yandan yatırımcılar tarafından fona iade edilemediklerinden pay sayısı azaltılamayan fonlardır (Tevik, 1995). Bu nedenle GYO'larda sabit sayıda pay ihraç edilebilmektedir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları 1992 yılında Sermaye Piyasası Kanunu ve Vergi Kanunları'nda yapılan düzenlemelerle ilk kez hukuk sistemimize girmiştir. 13.5.1992 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanarak uygulamaya konulan 3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile yapılan değişikliklerle birlikte Sermaye Piyasası Kanunu'nun 35. maddesi, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kuruluşuna imkan sağlamıştır.

Buna göre yatırım ortaklıkları, "sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföylerini işletmek amacıyla kurulan anonim ortaklıklardır". Portföyler bu unsurların birinden oluşturulabileceği gibi karma da olabilir. Aynı

²⁵ "(Incorporated) joint stock company: Her türlü ekonomik amaç ve konuda kurulabilen, belirli bir ünvana sahip ve esas sermayesi paylara bölünmüş, borçları nedeniyle sadece malvarlığı ile sorumlu olan, ortaklarının sorumluluğu taahhüt ettikleri sermaye miktarı ile sınırlı bulunan bir şirket türüdür. Anonim şirketleri diğer şirket türlerinden ayıran özellikler şunlardır: a) yasal olmak koşulu ile her türlü amaç ve konuda kurulabilmeleri, b) kendine özgü bir ünvana sahip olabilmeleri, c) ana sözleşme ile saptanmış bir esas sermayesinin bulunması, d) şirketin borçları nedeniyle sadece öz varlığı ile sorumlu olması, e) pay sahiplerinin sadece taahhüt etmiş bulundukları sermaye miktarı ile sınırlı sorumluluk taşımaları.

Bir anonim şirketin kurulabilmesi için en az beş pay sahibi kurucunun bulunması zorunludur. Kurucular gerçek ya da tüzel kişiler olabilir. Tamamen tüzel kişilerden oluşabilir. Böyle bir durumda ana şirket ve onun iştiraklerinden bahsedilir. Anonim şirketler ani ve tedrici olmak üzere iki biçimde kurulabilirler. Ani kuruluşta sermayeyi oluşturan payların tümü kurucular tarafından taahhüt edilir. Tedrici kuruluşta ise bir kısım paylar kurucular tarafından taahhüt edilir, geriye kalan paylar için kamuoyuna gidilir." (Dünya Gazetesi Yayın Kurulu, 1999: 23)

kanunun 36. maddesinde yatırım ortaklıklarının işleyiş şekillerinin ve tabi olacakları yükümlülüklerin Sermaye Piyasası Kurulu tarafından belirleneceği ifade edilmiştir.

Daha sonra 1995 yılında “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO)’nın Kuruluşlarına, Faaliyet İlke ve Kurallarına ve Hisse Senetlerini Halka Arz Etmelerine İlişkin Esasları” düzenleyen 7 no.lu Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği yürürlüğe girmiştir (Bkz. EK A). Daha sonra SPK, bu tebliği büyük ölçüde değiştirerek ve genişleterek “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” ni hazırlamıştır. 8 Kasım 1998 tarih ve 23517 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren bu Tebliğ, GYO’ların kurucularına ve kuruluş usullerine, hisse senetlerinin kurul kaydına alınması ve halka arzına, yönetimine ve yöneticilerinde aranacak niteliklere, faaliyetlerine ilişkin, pekçok yeni kavram ve değişiklikler getiren, birincisinden çok daha kapsamlı bir tebliğdir.

1998 tarihli Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği’nin 4. maddesinde GYO’lar “bu Tebliğ ile belirlenmiş usul ve esaslar dahilinde, gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen belli projeleri gerçekleştirmek üzere adi ortaklık kurabilen ve bu Tebliğ’de izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen sermaye piyasası kurumlarıdır” şeklinde tanımlanmıştır.

Bunlara ilaveten, 1996 yılında “Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” çıkartılmış, 1999 yılında 4369 sayılı kanunla mevzuatta bazı değişiklikler yapılarak yeni düzenlemeler getirilmiştir.

4.2.2 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Amacı

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının amacı, getiri potansiyeli yüksek gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapmak, portföyündeki gayrimenkullerden kira geliri elde etmek ve bu şekilde kira ve alım satım kazançları yoluyla gayrimenkul gelirin'e ulaşarak ortakları için kar sağlayıcı faaliyetlerde bulunmaktadır. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının hisse senedini alarak ortak olan bir yatırımcı, yüksek getirili gayrimenkullerden dolayı olarak yararlanmış olmaktadır. Portföyündeki gayrimenkullerin alım satımından yada kiralanmasından kar sağlayan gayrimenkul yatırım ortaklıkları, dönem sonunda bu karı ortaklarına temettü olarak dağıtmak

zorundadırlar. ABD'deki mevzuata göre her yıl elde edilen gelirin % 95'inin ortaklara dağıtılması mecburidir (Teker, 1995). Yatırımcılar genel olarak yatırımlarını çeşitlendirerek tek bir varlığa bağlı kalmamak için bir gayrimenkul yatırım ortaklığına ortak olmak yolunu izlemektedirler. Bu şekilde yatırımlarını profesyonellerin yönlendirmesine bırakmış olurlar. Diğer yandan, gayrimenkulün kendisinin değil, ona yatırım yapan bir şirketin hisse senetlerinin satın alınması, gayrimenkul yatırımının likidite edilmesi sorununu da ortadan kaldırmaktadır (Yatırımcı hakları için bkz. EK E).

1998 tarihli Tebliğ'in 23. maddesinde GYO'ların amaçları şu şekilde sıralanmıştır :

- 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 izleyerek ortaklık portföyünün yönetimine ilişkin gerekli tedbirleri almak, portföyün değerini korumaya ve artırmaya yönelik araştırmalar yapmak veya yaptırmak,
- 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, dışardan danışmanlık hizmeti alınması suretiyle yönetiliyorsa ilgili kuruluşların çalışmalarını izlemek,
- e) Bu Tebliğ ile kendilerine yüklenilen diğer görevleri ve yürütülmesine izin verilen diğer faaliyetleri gerçekleştirmek".

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının yasada yer almayan bir amacı, büyük ölçekli gayrimenkul projelerine fon yaratmaktır. Olağan şartlarda, bu tür büyük projeleri gerçekleştirmeyi hedefleyen bir şirketin tüm finansman yükünü üstlenmesi gerekir. Halbuki bu tür büyük projeler, halktan gayrimenkul yatırım ortaklığı hisse senetleri karşılığında toplanacak fonlarla finanse edilebilir ve böylece finansman yükü inşaatçı

şirketin üzerinden alınmış olur. Bu amaç sosyal konuta yönelik olarak da kullanılabilir. Ancak Türkiye’de GYO’ların henüz gelişmekte olduğu bu ilk dönemlerinde kar marjı yüksek alanlara yönelmeleri beklenir. Dünyada, özellikle ABD’de bu amacın sosyal konut ve benzeri kar marjı görece düşük ya da uzun vadeli uygulamalara yöneltildiği sıkça gözlenmiştir (Baird ve diğerleri, 1997).

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, sadece gayrimenkule dayalı portföy işletmeciliği kapsamında faaliyet gösterebilirler. Bu hususun doğal bir sonucu olarak gayrimenkul yatırım ortaklıkları aktiflerinde makine ve ekipman bulunduramazlar. Ayrıca inşaat yapamaz, proje yürütemez, ancak inşaatını başka şirketlerin gerçekleştirdiği projelere finansman sağlayabilirler. Bir inşaat şirketinin bir gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmesi ancak mevcut faaliyetlerinden vazgeçmesi koşuluyla mümkündür. Ancak kamuoyunda genel bir yanlış oluşmuştur: Bu yanlış, inşaat şirketlerinin GYO’lara dönüştürülmesi suretiyle kurumlar vergisi ödemekten kurtulacakları ve yatırım kaynaklarının bir kısmını ihraç edecekleri hisse senetlerinden karşılayabilecekleri şeklindedir. Ancak GYO’ların faaliyetleri Tebliğ’de belirtildiği üzere oldukça sınırlıdır ve bir anonim şirketin esnekliğine sahip değildir. Bir inşaat şirketinin GYO’ya dönüşmesi hukuki olarak ancak mevcut faaliyetlerinden vazgeçmesi, bir başka deyişle, şirketin aktifindeki inşaat faaliyetlerini durdurması, varsa yatırım teşvikleri ve buna benzer yatırım kolaylıklarından vazgeçmesini gerektirir. Dolayısıyla bir inşaat şirketinin GYO’ya dönüşmesi rasyonel kabul edilmeyecektir. Daha rasyonel bir girişim, inşaat şirketinin inşaat projelerini satabileceği ayrı bir GYO kurmasıdır. Bu sayede inşaatçı şirket, projelerini GYO’ya satarak inşaatın finansman yükünden kurtulmuş olacaktır. Son yıllarda inşaat şirketlerinin büyük arsalar bulduklarında gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile işbirliği yapmak istedikleri de bir eğilim olarak mülakatlarda belirlenmiştir (Özer, 2000).

Diğer yandan GYO’lar bir inşaat firması kadar geniş çaplı risk alamamaktadırlar, piyasadaki inşaat şirketleri satabileceklerine inandıkları taktirde, imarı olmasa da arazileri alarak, imarın çıkarılması işlemlerini kendileri takip edebilme şansına sahipken, GYO’lar, SPK gibi ciddi bir kurumun denetimi altında oldukları için ve sorumlu olduğu kitle halk olduğu için, çok özel bir durum olmadıkça imarsız arazilere yatırım yapamamaktadırlar (Özkan, 2000).

GYO'ların sahip olduğu finansal boyutun altında, finansal veri, likidite (kolaylıkla elden çıkarabilme), güvenilirlik (getiriyi elde etme, getirinin sürekli olması) gibi kriterler yatmaktadır. Bu kriterler, gayrimenkul yatırım ortaklıklarını, herhangi bir inşaat şirketinden ayıran en önemli özelliklerdir. Finans dünyasının GYO'lara dikte ettiği bu finans kriterleri GYO'ların aldıkları yatırım kararlarında inşaat firmalarından farklılaştıkları en büyük etkenlerdir. GYO'lar, yatırım projelerinin, kısa yada uzun süre sonra, uluslararası yatırım kriterlerini gözönüne alan yabancı yada Türk yatırımcılar tarafından gözden geçirileceğinin bilincindedirler. Sahip oldukları portföyün özellikleri doğrultusunda, bu yatırımcıların kendi şirketlerine yatırım yapacaklarını da bilmektedirler (Akkum, 2000). Dolayısıyla yatırımlarını bu kriterlere göre belirlemek durumunda kalarak inşaat firmalarından önemli ölçüde farklılaşırlar.

Türkiye'de GYO'lar kardeş ya da ana şirketleri aracılığıyla (Alarko – Alarko GYO gibi) kendi projelerini finanse etmenin yöntemlerini geliştirmiş görünmektedirler. Genellikle, içlerinde yer aldıkları şirket grubunun, GYO kurulmadan önce sahip olduğu arsalar GYO kurulunca onun portföyüne aktarılmış durumdadır. Bu gayrimenkulleri GYO üzerinden değerlendirmek daha uygun görülmüştür (Ergin, 2000). Birçok şirket, vergi teşviklerinin de etkisiyle, aktiflerinde atıl olarak duran gayrimenkulleri menkul kıymetleştirmek suretiyle yeni finans kaynakları sağlamaya çalışmaktadır.

GYO'lar proje üretmek ve geliştirmekten çok, hazırlanmış projelere finansman yaratmak için kurulmuş anonim şirketlerdir. Bu anlamda kentsel gelişmeye etkileri de sınırlıdır. Finanse edecekleri projeleri yerel yönetimler, üniversiteler, özel inşaat ve proje şirketleri vb üretmiş olabilir, bu projelerin kentsel gelişmeye etkileri olumlu ya da olumsuz olabilir. Bu da ancak bir ÇED raporu ya da benzeri ile ortaya çıkartılabilir. ÇED raporu yasal bir zorunluluk değildir. Doğal olarak GYO'lar da, her kar amaçlı kurulmuş şirket gibi, proje seçimlerinde kar marjının yüksekliğini birincil kriter olarak değerlendirmeye almaktadırlar.

Burada üzerinde durulması gereken bir diğerkonu da bankaların GYO'larda kurucu olabilme imkanına sahip olmalarıdır. Bankalar Kanunu'na göre bankaların ticari amaçla gayrimenkule yatırım yapmaları belirli oranlarla sınırlandırılmıştır. Bu anlamda değerlendirildiğinde bankanın GYO'ya kurucu ortak olması aynı zamanda

gayrimenkule yatırım yapması demektir. İlk bakışta bu menkul kıymet yatırımı ve hisse senedinin halka arz edilmesi amacı taşıyor gibiyse de, bankaların GYO'lara kurucu olmalarındaki amaç gayrimenkul edinmektir. GYO'lar bankalar için bilançolarındaki gayrimenkulleri finansal kiralama benzeri bir işlemle nakite dönüştürme olanağı sağlayan özel bir şirket tipidir (Tuncel, 1997).

Diğer yandan GYO'ların Türkiye'de teşvik edilmesinin bir diğer amacı da kurumsal ve profesyonel bir yatırımcı tabanı oluşturmak ve bugüne kadar çeşitli imkansızlıklar yüzünden devam edegelen yap-sat ve kooperatif benzeri oluşumlar yerine ciddi bir alternatif yaratmaktır (Osmanlı GYO A.Ş., 2000).

GYO'ların dolaylı kuruluş amaçlarından bir diğeri de gayrimenkul sektörünü kayıtlı ekonomi içerisine sokmaktır. Bilindiği gibi ülkemizin özellikle metropoliten alanlarında kaçak yapılaşma ve gecekondulaşma % 65 gibi oranlara çıkmıştır. Gayrimenkul sektörü kayıt dışı bir sektör konumuna gelmiştir. GYO'ların sektöre girişi kurumsallaşma ile birlikte sektörün kayıt altına alınmasına da olanak sağlayacaktır. Bunun ulusal ekonomiye yapacağı olumlu etkilerin yanısıra kentsel gelişmeler de bu sayede kontrollü ve düzenli hale gelebilecektir.

Diğer yandan GYO'ların yapamayacakları işler de Tebliğ'in 24. maddesinde belirtilmiştir. Bu madde GYO'ların amaçlarından sapmamaları için konulmuş sınırlamalar olarak düşünülebilir. Buna göre GYO'lar:

- 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, sınai 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) Hiçbir şekilde gayrimenkullerin inşaat işlerini kendileri üstlenemez, bu amaçla personel ve ekipman edinemezler. Ancak yürütülen projelerin kontrol işleri dahili olarak yürütülecekse bu amaçla istihdam edilen personel kapsam dışındadır.

- 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 değerlendirilemez.
- 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 hizmetleri veremezler”.

4.2.3. Kurumsal Çerçeve

Tebliğ’in 2. maddesinde gayrimenkul yatırım ortaklıklarının amaçları tanımlandıktan sonra kurumsal çerçeve içerisinde yer alan tanımlamalar yapılmıştır. Buna göre GYO’ların başlıca aktörleri aşağıda sıralanmıştır:

Lider Girişimci: Lider girişimci, gayrimenkul yatırım ortaklıklarında sermayenin asgari %25’i oranında pay sahibi olan gerçek yada tüzel kişi, ortak yada ortaklardır. Lider girişimci asgari %25 oranında sermaye payına sahip tek bir gerçek veya tüzel kişi olabileceği gibi, sermayenin asgari %25’ine sahip birden fazla ortağın biraraya gelerek lider girişimci olmaları da mümkündür.

Müteahhit: Müteahhit, gayrimenkul yatırım ortaklıkları portföyünde yer alan gayrimenkul projelerinin inşaat işlerini gerçekleştirmeyi taahhüt eden gerçek yada tüzel kişidir.

İşletmeci Şirket: İşletmeci şirket, ortaklığın mülkiyetinde bulunan veya kiralamış olduğu otel, hastane, alışveriş merkezi, iş merkezi, ticari park, ticari depo, konut sitesi, süper market ve bunlara benzer nitelikteki gayrimenkulleri ticari maksatla işleten şirketlerdir.

Danışman Şirket: Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, danışman şirketlerden, proje geliştirme ve kontrol hizmetleri de dahil olmak üzere ortaklık portföyünün geliştirilmesi ve alternatif yatırım imkanlarının araştırılmasına yönelik hizmetler

sunulması amacıyla ortaklık dışından, bu işlerde uzmanlaşmış danışman şirketlerden danışmanlık hizmeti alabilirler.

Ekspertiz Şirket: 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 (Bkz. EK D).

Tebliğ'e göre gayrimenkul yatırım ortaklıkları aşağıda sıralanan işlemler için, SPK tarafından listeye alınmış ve bağımsız bir ekspertiz şirketine, işleme konu olan varlıkların ve hakların değerlerini ve rayiç kira bedellerini tespit ettirmekle yükümlüdürler:

- ❑ Portföyde yer alan gayrimenkullerin, hakların ve gayrimenkule dayalı projelerin alım veya satımı,
- ❑ Portföyde yer alan gayrimenkullerin kiraya verilmesi,
- ❑ Kiraya verilmek üzere gayrimenkul kiralaması,
- ❑ Portföyde yer alan gayrimenkullerden kiraya verilenlerin kira sözleşmelerinin yenilenmesi veya uzatılması,
- ❑ Gayrimenkul ipoteği kabul edilmesi,
- ❑ Gayrimenkule dayalı projelerin inşaatına başlanabilmesi için, yasal prosedüre uyulduğunun ve gerekli belgelerin tam ve doğru olarak mevcut olduğunun tespit edilmesi,
- ❑ Ortaklık portföyünde yer alan ve yıl içerisinde herhangi bir nedenle rayiç değeri tespit edilmemiş olan varlıkların yıl sonu değerlerinin tespiti.

4.2.4. GYO'ların Faaliyetleri

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının faaliyetleri, Tebliğ'in 25. maddesinde aşağıdaki gibi sıralanmıştır. Buna göre GYO'lar:

- a) “Gayrimenkul, gayrimenkul setifikaları, konut kredileri karşılığında ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetler ve bunlara benzer nitelikte oldukları kurulca kabul edilen menkul kıymetleri alabilirler ve satabilirler.”

Bu şekilde doğrudan ya da dolaylı olarak GYO’lar gayrimenkul yatırımına fon sağlayıcı işlevlerini üstlenmiş olurlar.

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

Daha sonra açıklanacağı üzere amaçlarından sapmamaları için belirli bir oran ile sınırlanmış bu faaliyetleri, gayrimenkul geliştirici rollerini gerçekleştirmek için daha fazla fon yaratmak, kısa vadede çok fazla kar getirmeyebilecek gayrimenkul ya da ilgili yatırımlarındaki kar açığını yatırımcılarına yansıtmamak, uygun yatırım ortamının ya da alanlarının oluşması beklenirken kar etmek amacıyla düzenlenmiştir. Bu bend sayesinde GYO’ların zaman zaman sosyal konut benzeri görece az kar elde edilebilecek yatırımlara yönelmesi, buradaki kar eksikliğinin de söz konusu faaliyetlerle giderilebileceği düşünülebilir.

- 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 alabilirler ve satabilirler. Otel, hastane veya buna benzer faaliyete geçirilebilmesi için belirli asgari donanım ihtiyacı duyan gayrimenkulleri kiraya vermeden önce tefrişlerini temin edebilirler.”

Bu bend doğrudan proje geliştirmenin ötesinde varolan yapıların GYO’larca alınıp satılmasına izin vermektedir. Bu sayede uzman ellerde değerlendirilecek her türlü kentsel arazi kullanımına konu yapı daha verimli hale getirilebilecektir. Bir başka deyişle ekonomik anlamda verimli kullanılmayan yapılar, GYO’ların barındırdıkları uzman ve danışmanların düşünceleriyle tam randımanlı kullanılır hale gelecek, bu durum yaygınlaştıkça ekonomik anlamda daha verimli bir kent bütününe oluşmasına katkıda bulunacaklardır.

- d) “Mülkiyetlerini edinerek alım satım karı elde etmek veya kat irtifakı tesisi suretiyle proje geliştirmek maksadıyla arsa ve arazi satın alabilirler.”

Bu bendin ilk bölümü kentsel arsa ve arazi spekülasyonunun kurumsallaşması olarak da yorumlanabilir. Uzmanların bunu çok daha iyi değerlendirecekleri ve spekülatif değer artışlarından çok daha iyi yararlanarak yatırımcılarının karlarını artırmabilecekleri söylenebilir. Herhangi bir üretime girilmeksizin gerçekleştirilebilecek bu alım-satım işleminin ülke ekonomisine katkısı sorgulanabilir. Kent planlama ve kentsel gelişmeye etkisinin olumlu ya da olumsuz olacağı da söz konusu arsa ya da arazinin konumu ve kent planındaki işleviyle ilişkili olarak değişebilir. Spekülatif kurumsal alım ve satımlar, spekülatif alım-satımların zincirleşmesine de neden olabilir. İstanbul'da örnekleri sık sık görülmüştür ki büyük bir sermaye grubu bir bölgede arsa ve arazi kapatmaya başladığında bu bölgeye talep yoğun olarak artmaktadır. Ve bu bölgede arsa ve arazi fiyatları dramatik biçimde yükselecektir. Söz konusu bölge için hazırlanmış planların işaret ettiği arazi kullanma biçimi bu fiyatlarla uyumsuz olabilir. Bu durumda plan geçerliliğini/uygulanabilirliğini yitirecektir.

Dolayısıyla GYO'ların arsa ve arazi alım-satım işlemlerini planı hazırlamakla yükümlü yerel yönetimlerle işbirliği içinde yapmaları kentsel gelişmeyi planlı ve sağlıklı kılacaktır. Diğer yandan aynı işbirliğinin bendin son bölümündeki kat irtifakı tesisi için de geçerli olması gerekir. Mevzuat gereği büyük projelere girişebilen GYO'ların inşa edecekleri gayrimenkul(ler) söz konusu bölgenin gelişmesini doğrudan etkileyecektir. Örneğin bir lüks konut gelişmesi söz konusu alanda bir zincir etkisi yaparak bu gelişmeye uygun kullanımları beraberinde getirir. Oysa plan aksi bir gelişmeyi öngörüyor olabilir.

- e) "Kamu ve özel tüzel kişiliklerince veya gerçek kişilerce, ortaklık adına, üzerlerinde proje geliştirilmesi maksadıyla müstakil ve daimi hak niteliğinde üst hakkı tesis edilen gayrimenkulleri mülkiyetini edindikten sonra kazanç elde etmek amacıyla satabilirler."
- f) "İlgili mevzuat uyarınca gerekli tüm izinleri alınmış, projesi hazırlanmış ve onaylanmış, inşaata başlanması için yasal gerekliliği olan tüm belgelerinin tam ve doğru olarak bu Tebliğde belirtilen 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."

Bu bend yatırım yapılacak gayrimenkulün tüm yasal süreçlerden geçmiş olması, kontrollerinin yapılmış olması anlamına gelir ki, daha sağlıklı ve yasal bir kente işaret etmektedir.

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.”

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.”

Bu bend ile, son yıllarda şehircilikte ve belediyeçilikte sıkça sözü geçen bu modelin işlerlik kazanmasında GYO’lar önemli rol oynayabilirler.

i) “Kurulca 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.”

F bendine yazılanlar bu bend için de geçerlidir. Ayrıca bu projeler ile kentsel gelişmeye etkileri de daha büyük olacaktır.

j) “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.”

k) “Mülkiyetlerini edinmek kaydıyla yurt dışındaki gayrimenkulleri alıp satabilirler, gayrimenkule dayalı olmak kaydıyla yabancı menkul kıymetlere yatırım yapabilirler.”

l) “Özel sözleşme hükümleri müsait olmak kaydıyla kira geliri elde etmek amacıyla üçüncü şahıslardan gayrimenkul kiralayabilirler ve bunları tekrar kiraya verebilirler.”

m) “Dövizle dayalı işlemlerinin doğurduğu kur ve borçlarının doğurduğu faiz oranı risklerine karşı korunmak amacıyla swap²⁶ ve forward²⁷ işlemler yapabilirler, opsiyon²⁸ yazabilirler, mala dayalı olanlar hariç vadeli işlem sözleşmesi alabilirler.”

GYO'lara kısa süreli fon ihtiyaçlarını karşılayabilmek veya portföyleri ile ilgili maliyetleri karşılamak amacıyla, bağımsız denetimden geçmiş son bilançolarında yer alan öz sermaye tutarlarının iki katına kadar kredi kullanabilirler (bu kredinin üst sınırının hesaplanmasında ortaklığın finansal kiralama işlemlerinden doğan borçları ve gayri nakdi kredileri de dikkate alınır). Ortaklıklar, Sermaye Piyasası Mevzuatı'ndaki sınırlamalar dahilinde borçlanma senedi ve portföylerindeki gayrimenkullerin satış ve satış vaadi sözleşmeleri ile satışından kaynaklanan senetli alacaklarına dayalı olarak SPK çerçevesinde varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edebilirler.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği ile, GYO'ların yapacakları yatırımlara bazı sınırlamalar da getirilmiştir. Buna göre GYO'lar:

- a) Hiçbir şekilde hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların sermayesine ve yönetimlerine hakim olma amacı güdemez ve hiçbir ortaklıkta sermaye veya oy haklarının %5'inden fazlasına sahip olamazlar,
- b) Altın ve kıymetli madenlere yatırım yapamazlar,
- c) Borsada 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,

²⁶ Swap: İki firmanın farklı dövizlere bağlı olarak buldukları kredileri değiş tokuş etmeleri; faiz oranı yüksek dövizli krediyi kullanan firma karşı tarafa bu faiz farkını dengeleyici bir ödemede bulunur (Seyidoğlu, 1999).

²⁷ Forward: Vadeli piyasa güvencesi, belirli bir ekonomik varlığın bugün belirlenen sabit bir fiyattan gelecekte birkaç aylık süre sonunda teslim edilmek kaydıyla satılması (Seyidoğlu, 1999).

- 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 devredilmesi konusunda bir sınırlamaya tabi olan varlıklara yatırım yapamazlar.

4.2.5. Portföy Oluşturulması

Adı geçen Tebliğ'e göre GYO'lar portföylerini oluştururken bazı kısıtlamalara uymak durumundadır (madde 27). Buna göre:

- a) Gayrimenkul sertifikalarına, ikincil piyasalarda konut kredileri karşılığında ihraç edilen varlığa dayalı kıymetlere portföy değerinin en çok %20'si oranında yatırım yapabilirler (Madde 25'e atıfla).
- b) Diğer sermaye piyasası araçlarına ve ters repo işlemlerine portföy değerinin en çok %10'u oranında yatırım yapabilirler. Ancak portföye alınan varlıkların veya projelerin bedelleri belirli hakedişler karşılığında ödeniyorsa ödemelere karşılık gelen nakit fazlaları ters repo, vadeli veya vadesiz mevzuat, hisse senedi, devlet tahvili, hazine bonosu, tahvil, finansman bonosu, yatırım fonu katılma belgesi veya benzeri menkul kıymetler vasıtasıyla değerlendirilebilir. Bu takdirde sözkonusu sınırlama uygulanmaz (madde 25'e atıfla).
- c) Hisse senetleri ile A tipi yatırım fonu katılma belgelerine yapılan yatırım tutarı portföy değerinin %5'inden fazla olamaz.
- d) Yabancı gayrimenkullere ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına portföy değerinin en çok %10'u oranında yatırım yapabilirler.
- e) Portföyde bulunan ve alımından itibaren bir yıl geçmesine rağmen üzerinde proje geliştirilmesine yönelik herhangi bir tasarrufta bulunulmayan arsa ve arazilerin oranı portföy değerinin %10'unu aşamaz.

²⁸ Opsiyon: Bir mal yada menkul kıymeti, belirlenmiş bir fiyattan, belirli bir süre içinde almak yada satmak hakkı (Dünya Gazetesi Yayın Kurulu, 1999).

Bu maddede yer alan bendlerin kentsel gelişmeye olası etkileri sözkonusudur. Öncelikle ekonomik anlamda ulusal korumacı anlayışla toplanan fonların ülke içinde gayrimenkul yatırımlarına dönüşmesi tercih edilmiştir. Diğer yandan, GYO'ların spekülâtif arsa ve arazi kazançlarına yönelmelerini engellemek için portföydeki arsa ve arazilere belirli bir orandan sonra en çok 1 yıl içerisinde proje geliştirme zorunluluğu getirilmiştir. Bu maddenin diğer bendleri de toplanan fonların asıl amaçlarına uygun olarak kullanılmalarını düzenleme amaçlıdır.

Tebliğ, portföyün çeşitlendirilmesine de değinmektedir. Bu şekilde risk en aza indirilebilecektir. Portföyün çeşitlendirilmesinde göz önüne alınması gereken zorunluluklar şöyle sıralanabilir (madde 30):

- a) "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."

Bu bend ile GYO'lar büyük projelere yönlendirilmektedirler.

- b) "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."

Bu bend ile GYO'ların kuruluş amaçlarından sapmamaları garantiye alınmaktadır.

- c) "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."

Bu bend ile GYO'ların zaman içinde alım-satım yapan ticari şirketlere dönüşmeyecekleri, finansör ve developer konumunda kalacakları garanti altına alınmaktadır.

Diğer yandan SPK, GYO'ların bütün faaliyetlerini, öncelikle karlılıklarını değerlendirerek kontrol etmektedir. Bu kontrollerde yatırımların yapıldığı projelerin yasal düzenlemelere göre olup olmadığı ve proje izinlerinin alınıp alınmadığına da bakılmaktadır.

4.2.6. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Türleri

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları farklı kriterlere göre farklı kategoriler altında değerlendirilmektedir. Darenthal (1995) GYO'ları amaçlarına göre ikiye ayırmaktadır:

- ❑ Süreli gayrimenkul ortaklıkları (Finite Life REITs),
- ❑ Belli amaca sahip ya da süresiz gayrimenkul yatırım ortaklıkları (Perpetual REITs) olarak ikiye ayrılırlar.

Günümüzde Türkiye'de SPK'ya kayıtlı olarak faaliyetlerini sürdüren GYO'lar arasında süreli olan yoktur. Tamamı süresiz gayrimenkul yatırım ortaklıklarıdır.

Halka açıklıklarına göre yapılan bir başka sınıflamaya göre GYO'lar yine ikiye ayrılırlar:

- ❑ Halka açık GYO'lar (Public REITs),
- ❑ Halka açık olmayan GYO'lar (Private REITs).

GYO'ların çoğu menkul kıymet piyasalarında işlem görmelerine rağmen, dünyada gözlenen bazı uygulamalarda halka açılmaları konusunda bir gereklilik yoktur. Henüz bunun bir örneği Türkiye'de yoktur ve Tebliğ'e göre % 49 halka açılım bir zorunluluk olduğuna göre olamayacaktır. Borsada yer almayan ve tezgah üstü piyasalarda²⁹ alınıp satılmayan GYO'lar özel GYO'lar (private REITs) olarak isimlendirilmektedir. Özel GYO'ların üç farklı türü vardır (NAREIT, 1995):

- ❑ Büyük miktarda yatırım yapan kurumsal yatırımcıları hedefleyen özel GYO'lar,

²⁹ "OTC-over the counter market: Borsadışı piyasa, tezgah üstü piyasa; bir borsa gibi merkezi bulunmayan, farklı coğrafi alanlar arasında elektronik iletişim araçlarıyla işleyen menkul değer piyasası" (Seyidoğlu, 1999).

- ❑ Bir mali danışman tarafından sunulan hizmet paketinin parçası olarak yatırımcı temsilcisi olan GYO'lar,
- ❑ İleride halka açılmak üzere gelişecek GYO beklentisi ile risk sermayedarları tarafından satılan korumacı GYO'lar (incubator REITs).

Yatırım yaptıkları gayrimenkullere dayalı olarak yapılan sınıflandırmaya göre (NAREIT, 2000):

- ❑ Alışveriş merkezi, apartman, depo, ofis binası, otel gibi çeşitli gayrimenkullere yatırım yapan GYO'lar,
- ❑ Tek bir gayrimenkul türü üzerine uzmanlaşan GYO'lar (alışveriş merkezi GYO'su, fabrika satış mağazası GYO'su gibi),
- ❑ Sağlık hizmetlerinde uzmanlaşan GYO'lar (akut tedavisi, rehabilitasyon ve psikiatriyi de içerebilen hastaneler, tıbbi ofis binaları, bakım evleri, toplu ve yardımcı yaşam merkezleri gibi).

Coğrafi dağılımlarına göre de GYO'lar farklı bir sınıflandırmaya sokulmaktadır (NAREIT, 2000):

- ❑ Ülke çapında yatırım yapan GYO'lar,
- ❑ Bulunduğu bölgede yatırım yapan GYO'lar,
- ❑ Bulunduğu metropoliten alan içerisinde yatırım yapan GYO'lar.

Türkiye'de ise GYO'ların türleri ilgili Tebliğ'in 5. maddesine göre şu şekilde sınıflandırılmıştır:

- ❑ Belirli bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla, süreli.
- ❑ Belirli alanlarda yatırım yapmak amacıyla süreli veya süresiz.
- ❑ Amaçlarında bir sınırlama olmaksızın süreli veya süresiz.

GYO'ların en genel anlamdaki sınıflaması ise aktiflerinde yer alan gayrimenkullerin mülkiyetine sahip olup olmamalarına bakılarak yapılmaktadır. Buna göre GYO'lar (Brueggeman, 1997):

- ❑ Öz varlığa dayalı GYO'lar (equity trusts),
- ❑ İpotek ortaklıkları (mortgage trusts) ve
- ❑ Karma ortaklıklar (hybrid trusts) olmak üzere üç grupta toplanmaktadır.

Özvarlığa dayalı ortaklıklar ile ipotek ortaklıklar tarafından tutulan aktifler arasındaki farklılıklar oldukça açıktır. İpotek ortaklıklar, ipotek yükümlülüklerini satın alıp, öncelikli olarak öz kaynağı elinde tutanlara verilen ipotek rehin hakları (mortgage liens) ile kreditor konumundayken; özvarlığa dayalı ortaklıklar, gayrimenkulün hisselerini elde etmektedir. İlerleyen zaman içinde, daha heterojen yatırım politikaları geliştirilmiş, yatırım araçlarına uygun olacak şekilde her iki tür ortaklığın (özvarlığa dayalı ve ipotekli ortaklıkların) avantajlı tarafları birleştirilerek karma ortaklıklar oluşturulmuştur. Bu ortaklıklara karma (melez-hybrid) ortaklıklar denmektedir.

Dünyada egemen olan özvarlığa dayalı GYO'lar, Türkiye'de de şimdiye kadar kurulan GYO'ların tamamının türü olarak ön plana çıkmışlardır. Aşağıda bu sınıflandırma içinde yer alan GYO'lardan özvarlığa ve ipoteye dayalı olanlar detaylı olarak açıklanacaktır:

4.2.6.1. Özvarlığa Dayalı GYO

Portföylerindeki varlığa göre değerlendirilen özvarlığa dayalı gayrimenkul yatırım ortaklıkları, yatırımcılara iki olanak sağlamaktadır (Brueggeman, 1997).

- ❑ Profesyonel yönetim altında, çeşitlendirilmiş bir gayrimenkul portföyündeki fonlara yatırım yapmak,
- ❑ Örgütlenmiş değişimlerde ticareti yapılan hisse senetlerine sahip olmak.

Bu durum, bir gayrimenkulü tümüyle elde ederken daha fazla likiditeye sahip olma imkanı yaratmaktadır. Çünkü, kaynaklar bir havuzda toplanarak, fonlar çok cazip getiri sağlayan oranda bir arazinin, binanın ya da alışveriş merkezinin satın alınmasına

imkan verecek şekilde biraraya getirilmektedir. Hissedarlara karşı sorumlu olan ve karar alımında profesyonel olan yeddiemin tarafından yatırımlar onaylanmakta ve yönetim faaliyetleri gözden geçirilmektedir. Ortaklık sertifikası genelde başlıca borsalarda ve tezgahüstü piyasalarda (over-the counter market) satılmaktadır.

Portföylerindeki gayrimenkulün mülkiyetine sahip olan özvarlığa dayalı gayrimenkul yatırım ortaklıkları dokuz grupta değerlendirilebilir (Kelley, 1989). Bunlar;

- ❑ Tam tanımlanmamış ortaklıklar (blank or blind pool check),
- ❑ Satınalma ortaklıkları veya tam tanımlanmış ortaklıklar (Purchasing or fully specified trusts)
- ❑ Karışık ortaklıklar (mixed trusts)
- ❑ Finansal kaldıraç oranı yüksek veya düşük olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları (Leveraged and Unleveraged trusts)
- ❑ Süreli veya süresiz gayrimenkul yatırım ortaklıkları (Finite-life and Non-finite life REITs)
- ❑ Kapalı uçlu ve açık uçlu gayrimenkul yatırım ortaklıkları (Closed-end and open-end REITs)
- ❑ Mübadele ortaklıkları (Exchange trusts)
- ❑ Gayrimenkul geliştirme amacıyla oluşturulan ortak teşebbüs ortaklıkları (Development-joint venture equity REITs)
- ❑ Sağlık sektöründe çalışan gayrimenkul yatırım ortaklıkları (Health Care REIT)

Tam tanımlanmamış ortaklıklar (blank or blind pool check): Özvarlığa dayalı gayrimenkul yatırım ortaklıkları genellikle, kapsamı tam tanımlanmamış ortaklıklar olarak örgütlenmişlerdir. Yani intifa hakkı sahipleri, belirsiz bir dönemde elde edilen, miktarı kesin olmayan çeşitli kira gelirleri ve belirsiz kar paylarına yatırım yapmak için

örgütlenmişlerdir. Bu ortaklıklar, yatırım hedeflerini karşılamak için yeddi emin (trustee)³⁰ tarafından belirlenen gayrimenkulleri satın alırlar.

Satınalma ortaklıkları veya tam tanımlanmış ortaklıklar (Purchasing or fully specified trusts): Satınalma ortaklıkları, belli bir gayrimenkulü veya gayrimenkulleri satın almak üzere organize edilen ortaklıklardır. Bu tür ortaklıkların avantajı yatırımcının satın alınacak mülk konusunda tam bilgi sahibi olmasıdır.

Karışık ortaklıklar (mixed trusts): Karışık ortaklıklar, açık çek (blank check)³¹ ilkelerine göre ve belli gayrimenkullere fonların bir kısmını yatırmak üzere örgütlenen ortaklıklardır.

Finansal kaldıraç oranı yüksek veya düşük olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları (Leveraged and Unleveraged trusts): Özvarlığa dayalı gayrimenkul yatırım ortaklıkları, finansal kaldıraç oranları yüksek ise, gayrimenkulleri elde ederken gayrimenkulün finansmanının bir kısmı için ipotekli finansman yolunu kullanabilirler. Satın alınan varlıkların değerinin %90'nına kadar dış finansman sağlanabilir. Finansal kaldıraç oranı düşük olan gayrimenkul yatırım ortaklıkları borçlu finansman yolunu seçmezler.

Sürelili veya süresiz gayrimenkul yatırım ortaklıkları (Finite-life and Non-finite life REITs): Sürelili ortaklıklar, belirli tarihte hissedarlarına elde edilen tüm gelirlerin dağıtılmasını sağlamayı ve GYO'ların aktiflerini elden çıkarmayı taahhüt ederler. Bu tür ortaklıklar gayrimenkul yatırımlarının değer artışlarını yatırımcılarına yansıtmada başarısız olan GYO hisse senetlerinin piyasa deneyimi sonucunda, tepki olarak popüler olmuştur. Sürelili ortaklıklar 4 yıldan 15 yıla kadar çeşitli vadelerde tutulmak üzere gayrimenkullere yatırım yaparlar. Bu tür ortaklıkların hisse senetleri, yatırımcılarının, ortaklığın vadesi içinde aktifinin ne kadar değer kazanacağını tahmin etmesine göre satılmaktadır.

Kapalı uçlu ve açık uçlu gayrimenkul yatırım ortaklıkları (Closed-end and open-end REITs): Kapalı uçlu GYO'lar, ortaklığın yapacağı maksimum yatırım düzeyini belirtir.

³⁰ Trustee: Yeddiemin. Kendisine mal veya para emanet edilen kimse. (Seyidoğlu, 1999).

³¹ Blank check: Açık çek. Ödenecek para miktarı daha sonra lehdar tarafından doldurulmak üzere boş bırakılarak keşide edilen çek (Seyidoğlu, 1999).

Böylece daha baştan ihraç edilecek hisse senetlerinin sayısı sınırlanmış olur. Açık uçlu GYO'lar ise yeni yatırım fırsatları ortaya çıktığında yeni hisse senetleri ihraç edebilmektedirler. Bu GYO'larda yönetim ve hissedarlar her hisse senedinin değerinin yapılacak yatırımlarla artacağını varsayarlar.

Mübadele³² ortaklıkları (Exchange trusts): Mübadele ortaklıkları kurulduktan hemen sonra, ortaklıktaki gayrimenkul hisselerinin mübadelesini gerektirir. Transfer vergiden muaftır.

Gayrimenkul geliştirme amacıyla oluşturulan ortak teşebbüs ortaklıkları (Development-joint venture equity REITs): Gayrimenkul yatırım ortaklıkları ortak girişim yoluyla gayrimenkul geliştirmeye katılabilir, developer rolü üstlenebilirler. Bu tür ortaklıklarda daha yüksek getiri, uzun vade nedeniyle daha yüksek risk pahasına elde edilir. GYO bir arazi satın alarak veya kiralarak da bir geliştirme projesine katılabilir. Geliştirici (developer) ile yapacağı anlaşma ile GYO geliştirilecek araziye satın alır ve aynı zamanda geliştiriciye bu araziye kiraya verebilir.

Sağlık sektöründe çalışan gayrimenkul yatırım ortaklıkları (Health Care REIT): Bu gayrimenkul yatırım ortaklıkları hastane mülkiyeti ve özel sağlık hizmeti sağlayanlara kiraladıkları sağlık hizmetleri konusunda uzmanlaşmış ortaklıklardır. Bu tür ortaklıklar GYO'ların oldukça ihtisaslaşmış türleridir ve pek çoğu gerçek gayrimenkule dayalı teminat olmaya önem vermezler.

4.2.6.2. İpotekli Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

İpotekli ortaklık, gayrimenkulün sahibi değildir ve bu yönüyle özvarlığa dayalı gayrimenkul yatırım ortaklıklarından ayrılır. Gayrimenkulün ipoteği ile teminat altına alınmış menkul kıymetlerin (tahvil, bono, hisse senedi vb.) sahibidir (Kargı, ?). Tahsil edilmemiş kredi fonlarının miktarı, elde edilen borçtan bildirim oranı ve ipotekli borç senetlerinin faizi, ipotek teminatlı menkul kıymetlerin yarattığı geliri etkilemektedir. Bu gelire karşılık ortaklığın harcamalarını, kredi ödemelerini yapacak fonlara ödenen faiz, yönetim şirketinin maliyetleri ve bu tür yatırım şirketinin faaliyetlerine ödenen nispeten daha az olan giderler oluşturmaktadır.

³² Mübadele: Mal ve hizmetlerin ekonomik birimler arasında transferi (Dünya Gazetesi Yayın Kurulu, 1999).

Dünyada 1960'lı yılların sonu ve 1970'li yılların başında ipotekli GYO'lar özellikle inşaat ve geliştirme projelerinin finansmanında yaygın olarak kullanılmıştır. Bankalar, tasarruf ve kredi birlikleri, sigorta şirketleri ve diğer gayrimenkul finansmanı sağlayan kurumlar bu tür GYO'ları desteklemişlerdir.

Ancak, 1974 yılında meydana gelen genel ekonomik resesyon³³ sonucu, birincil bankaların kredi faizleri beklenmeyen düzeyde yükselmiştir. Fonların maliyetindeki bu beklenmeyen artış, birçok GYO'nun zararına faaliyet göstermesine neden olmuştur. Çünkü ortaklıklar ödünç alanlara artan maliyetleri yeterince yansıtamamışlardır (Kelley, 1989; Brueggeman, 1997). Buna ilaveten, birçok avanslı ipotek taahhütünün (advance mortgage commitments) oranı, yükseltilmesine imkan vermeyen rijitlikleri dolayısı ile düşük düzeyde kalmıştır. Faiz oranlarının yükseldiği bu dönem boyunca, pek çok geliştirici (developer) tamamlanmış olan inşaatlarını bile satamamış ya da enflasyonist baskı ile hızla artan inşaat maliyetleri dolayısıyla projelerini tamamlayamamışlardır. Sonuçta, kullandıkları inşaat kredilerini ödeyemez hale gelmişlerdir. Böylece ipotek GYO'larının hisse senetlerinin değerleri önemli ölçüde gerilemiş ve fon sağlamak için halka hisse senedi ihraç edebilme şansları da azalmıştır. Kredi borçlarının alacaklılara geri ödenemeyeceğine yönelik beklentiler, GYO'ların finansman bonusu piyasasında da sıkıntıya düşmelerine ve tükenmelerine, dolayısıyla bankalara bağımlı hale gelmelerine neden olmuştur. 1975 yılı boyunca artmaya devam eden geri ödenmeyen borçların miktarı karşısında, döner kredi anlaşması (revolving credit agreement)³⁴ ile birleşen bankalar kredi limitlerini yükseltmişler ve satılan menkul kıymetlerin vadelerini uzatmaya çalışmışlardır. Ancak bunu yaparken çok zorlamışlardır. Eğer bu ciddi resesyon döneminde, GYO'lar iflas ettirilerek, gayrimenkullerini mahkeme yoluyla satışlarını (foreclosures) gerçekleştirmeye zorlansaydılar, tüm finansal sistem büyük ölçüde etkilenebilirdi. Bundan kaçınmak için vade uzatılması tercih edilmiştir. Sponsoru banka olan çok sayıda gayrimenkul ortaklığının borçlarının azaltılması amacıyla, ortaklıkların portföyünde bulunan büyük miktardaki gayrimenkulleri sponsor bankalar almışlardır. Bu faaliyetler tüm ticari

³³ Resesyon (Recession): Ekonomik durgunluk, düşük üretim, çalışma, ücret ve yatırım düzeyi biçiminde kendine gösteren ekonomik daralma aşaması (Seyidoğlu, 1999).

³⁴ Döner Kredi Anlaşması (Revolving Credit Agreement): Döner nitelikte kredi anlaşması, belli bir sınırı olan ve kullanıldığında kendiliğinden yenilenen çerçeve kredisi (Seyidoğlu, 1999).

bankaların likidite yapısını etkilemiş ve gelecekte fon arzıcısı olacak ipotekli GYO'ların kredi piyasalarından uzaklaştırılmasına neden olmuştur.

Özvarlığa dayalı GYO'larda var olan faiz karmaşası ipotekli GYO'larda da mevcuttu. İpotek GYO'ların sponsorları ve yatırımcıları, ipotekli şirketler, tasarruf kurumları ve ticari bankalar gibi ipotekli kredilerin kaynağı oldukları zaman, çıkar karmaşası oluşmaktadır.

4.2.7. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Avantaj ve Dezavantajları

Yatırım araçlarının enflasyona karşı getirileri açısından bir kıyaslama yapılacak olursa gayrimenkul yatırımlarının uzun dönemde enflasyonun üzerinde getiri sağladığı görülmektedir. Bu getiri GYO'lara gösterilen ilgiyle de kolaylıkla ilişkilendirilebilir. GYO'ların faaliyetleri arasında yer alan gayrimenkul kiralamaalarının genellikle fiyat endeksleri ve yeni inşaat maliyetleri değerlendirmeye alınarak yapılması bu ilişkiyi kuvvetlendirir.

Yatırımcılar açısından gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı yatırımlar psikolojik bir güven unsurudur. GYO'lar kolektif hareket sonucu yatırım riskini azaltmakta, tasarrufların birikimlerini bir havuzda toplayarak büyük projelerin gerçekleşmesini olası kılmakta, kazançlı alanlara yönlendirerek getiriyi daha geniş kitlelere yaymaktadır (Oral, 2000). Ayrıca, bu enstrüman sermayenin tabana yayılmasını, küçük tasarruf sahiplerinin tasarruflarını değerlendirmesini de sağlamaktadır.

Bir gayrimenkulün ya da bir gayrimenkul projesinin ne şekilde finanse edileceği kararı, projenin ya da gayrimenkulün büyüklüğüne, kullanım ve inşaat haklarına, şirketin ve projenin karlılık potansiyeline, genel finansman maliyetine, projenin nakit akımlarına, genel vergi düzenlemelerine, projenin vergi karşısındaki durumuna ve yatırımcının yönetim gücüne bağlıdır. Devletin konut ve gayrimenkul sorununu kamusal bir olgu olarak algılaması neticesinde uygulanan vergi teşvikleri, diğer faktörler ele alındığında sağlanan kolaylıklarla da birleştiğinde gayrimenkul finansmanında GYO'ları çok avantajlı hale getirmektedir.

Türkiye'de yürürlükteki vergi mevzuatı, halka açık bir şirketin gayrimenkul yatırımı yapmasını vergisel açıdan destekleyerek, yüksek gayrimenkul getirilerinden küçük

yatırımcıların temettü olarak yararlanmalarını temin etmek istemiş, halkın sermaye piyasası yoluyla gayrimenkullerin getirilerinden yararlanmasını vergisel teşviklerle sağlamaya çalışmıştır. Özellikle 1998’de vergi kanunlarında yapılan revizyon yeni GYO’ların önünü de açmış, 1999 yılında 3 yeni GYO kurulmuştur. Buradaki en önemli teşvik GYO kazançlarının çifte vergilendirmeden kurtarılmasıdır. GYO’lar kurumlar vergisi ödemezler, yalnızca hissedarlar GYO’lar üzerinden kazançları oranında vergi öderler. Buna göre:

- a) Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliği kazançları kurumlar vergisinden³⁵ istisnadır (Kurumlar Vergisi Kanunu 8/4-d).
- b) Gelir Vergisi Kanunu³⁶ çerçevesinde; gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliği kazançları için stopaj³⁷ oranı %0’dır.

1.1.1999 yılından itibaren gayrimenkul yatırım ortaklıklarından kar payı elde eden gerçek kişiler, bu gelirlerinin üzerinden 1/3 oranında vergi alacağı hesaplayacaklar, ayrıca elde edilen gelirlerini enflasyondan arınmak amacıyla kar paylarına Maliye Bakanlığı’nca tesbit edilen indirim oranını uygulayacaklardır. 1.1.2000 tarihinden itibaren yukarıda belirtilen vergi alacağı 1/5 olarak hesaplanmaya başlanmıştır. Daha sonra hesaplanan kar payları, Gelir Vergisi Kanunu çerçevesinde belirlenen vergi oranları çerçevesinde vergilendirilecektir. Buna göre, kar paylarına vergi alacağı ve indirim oranı uygulandıktan sonra kalan tutarın 1999 yılı gelirleri için 3 milyar 500 milyon TL’yi aşması halinde beyanname verilecektir. Ancak, gerçek kişilerin vergi alacağı, beyanname üzerinden hesaplanan gelir vergisine mahsup edilecektir³⁸.

GYO’lar diğer yandan alım ve satımlarda ödenen KDV’ler ile tapu harçlarından muaf tutulmamışlardır. Genel olarak GYO yetkilileri bu uygulamadan şikayet ederek kayıt

³⁵ Kurumlar Vergisi: Sermaye şirketleri, kooperatif şirketler, iktisadi kamu kuruluşları, dernek ve tesislerle, vakıflara ait iktisadi işletmeleri kapsayan kurumsal kazançlar üzerinden alınan vergidir. 5422 sayılı “Kurumlar Vergisi” Kanunu çerçevesinde çalışır (Dünya Gazetesi Yayın Kurulu, 1999).

³⁶ Gelir Vergisi Kanunu: Gerçek kişilerin belirli bir dönemde (genellikle bir yıl) elde ettikleri gelirlerin net tutarı üzerinden alınan vergidir. gelir vergisi artan oranlı tarifeye göre alınan subjektif, doğrudan bir vergidir (Dünya Gazetesi Yayın Kurulu, 1999).

³⁷ Stopaj: Gelir vergisinde, vergi borcunun mükellef tarafından değil de, aracı ödeyici olarak tanımlanan bir üçüncü kişi tarafından ödenmesini ifade eder. Örneğin, bir işyerinde çalışan kişilerin vergileri, işveren tarafından, bu kişilerin aylık ücretlerinden kesilerek vergi dairesine yatırılır (Dünya Gazetesi Yayın Kurulu, 1999).

³⁸ Bu düzenleme, borsada işlem gören tüm hisse senetleri için getirilmiştir.

dışının hakim olduğu gayrimenkul sektöründe bu uygulamanın GYO'ları haksız rekabet ile karşı karşıya bıraktığını iddia etmektedirler. En azından KDV oranlarının finansal kiralama işlemlerinde olduğu gibi düşük tespit edilmesini talep etmektedirler (Osmanlı GYO A.Ş., 2000).

Yatırımcılar açısından GYO'ların avantajları şöyle sıralanabilir:

- ❑ Bireysel tasarrufluların kendi kaynakları ile ulaşamayacakları büyüklük ve yüksek getirili gayrimenkul portföyüne ortak olması,
- ❑ Ortakların hisseleri oranında kar payı alması,
- ❑ Gayrimenkul yatırımlarının likidite kazanması,
- ❑ Yatırımların profesyoneller tarafından yönetilmesi,
- ❑ Çok ve çeşitli gayrimenkule aynı anda yatırım imkanı sağlayarak portföy çeşitliliği olanağı yaratması,
- ❑ Yatırım risklerini azaltması,
- ❑ Periyodik performans izleme olanağı yaratması.

Tüm bunların yanısıra gayrimenkulün kendisi ele alınacak olursa yatırımın elden kolay çıkarılmaması sorunu gayrimenkulün değerinin enflasyon kadar artmaması riski ve fiziksel tahribat olasılığı GYO'lara yatırım yapmanın dezavantajları olarak belirtilebilir. Ayrıca borsaya kote olan hisse senetlerinde spekülatif düşüşler yaşanabilir.

Diğer yandan GYO'ları Türkiye yatırım ve gayrimenkul piyasalarında avantajlı hale getirecek bazı saptamalarda bulunulmuş ve gelişmeler tespit edilmiştir (GYODER, 2000):

- ❑ Gayrimenkulün Türkiye'de sağlam ve popüler bir yatırım aracı olması,
- ❑ Enflasyonun düşmesiyle beklenen uzun vadeli finansman modellerinden olumlu etkilenecek olması,

- ❑ Hayat sigortası, emeklilik fonları gibi fonların ülkede gelişmekte olmasının gelecekteki olası olumlu etkileri,
- ❑ Kurumlar vergisi ve gelir vergisinden muaf olmaları,
- ❑ Alım satımlardaki KDV oranlarında indirimine gidilmesi ihtimali,
- ❑ Deprem sonrasında sigortalı ve yüksek kaliteli gayrimenkullere olan talepteki artış,
- ❑ Hazine arazilerinin GYO modeli çerçevesinde değerlendirmeye yönelik çalışmalar.

4.2.8. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Makro Faydaları

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, iş merkezleri, alışveriş merkezleri, uydu kentler 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 varlıkları yetersiz olan şirketler için kredi yoluyla finansman, bir başka ifade ile faiz yükü demektir. Özkaynakları yeterli olsa bile şirket için bir özkaynak maliyetidir. Bu tür projeler, halktan gayrimenkul yatırım ortaklığı hisse senetleri karşılığında toplanacak fonlarla finanse edilebilir ve böylece finansman yükü inşaatçı şirketin üzerinden alınmış olur.

GYO'ların diğer makro faydaları gayrimenkul sektöründe kurumsallaşmaya ivme kazandırmaları ve sektörün kayıt altına alınmasına yardımcı olmaları olarak sayılabilir.

Diğer yandan GYO'lar uzun vadeli konut kredileri ile desteklenmeleri halinde konut açığının kapatılmasında kullanılabilirler. Mülakatlarda beliren ağırlıklı bir eğilim de şöyledir: GYO'ların sosyal konut yapmak gibi bir misyonları bugün için olmasa da, önümüzdeki 10 yıl içerisinde ülkedeki toplu konut açığını, belediyelerin kurduğu ve özel olarak çalışan GYO'lar kapatacaktır (Özer, 2000).

Genel anlamda GYO'ların yarattığı makro faydalar şöyle sıralanabilir (Varış, 2000):

- ❑ Halka açılma suretiyle fon temini,
- ❑ Gayrimenkul projelerine finansman sağlanması,
- ❑ Altyapı yatırımlarının hızlandırılması,

- ❑ Atıl kalan arazilerin değerlendirilmesi,
- ❑ Yüksek rant sağlayan işletmelerin oluşumu,
- ❑ İnşaat, sağlık, turizm gibi diğer sektörlerin gelişmesi,
- ❑ Modern yaşam merkezlerinin oluşturulması,
- ❑ Çağdaş gelişmiş ülke olma görüntüsünün sağlanması,
- ❑ Sermaye piyasası ve IMKB'nin gelişimine katkı sağlaması.

4.2.9. GYO'ların Gayrimenkul Sektörüne Katkısı

GYO'lar ne emlak şirketleri, ne de inşaat şirketleri olarak tanımlanabilirler. İnşaat sektörünün ülkenin lokomotif sektörü olduğu, yarattığı büyük istihdamdan ve yerli sanayi tarafından en çok desteklenen sektör olmasından açıkça görülmektedir. Türkiye'deki yıllık konut açığı da gözönünde tutulduğunda gayrimenkul sektörünün ve bu işi en şeffaf şekilde, kanunlar çerçevesinde yapan GYO'ların ne denli önemli olduğu anlaşılabacaktır. İnşaat sektörü, sektörde çalışanların tamamının kayıtlı olmaması, alım-satımlarda faturaların kesilmemesi ve gayrimenkulün gerçek değerinin gösterilmemesi gibi sebeplerle sürekli olarak çok büyük ekonomik kayıplara neden olmuştur. Sonuç olarak gayrimenkul sektörü, ülkenin en önemli, fakat neredeyse en çok ekonomik açığı olan sektörü olarak tanımlanabilir. GYO'ların SPK denetiminde olması, bu sektördeki ekonomik kayıpların azalmasında oldukça faydalı olacaktır (Akkum, 2000).

Gayrimenkul sektörünün en önemli sorunlarından biri de şüphesiz finansmandır. GYO'lar büyük finansman bulma misyonuna ve yeteneğine sahiptirler:

- 1- Genellikle büyük şirketler grubuna dahildirler ve herhangi bir inşaat şirketine göre çok daha fazla finansman bulabilirler,
- 2- Yaptıkları iyi projeleri, yurtdışında da satarak, yurtdışından kaynak sağlama şansları vardır,
- 3- Sermayelerini artırıp, halka arz ederek, kaynaklarını artırabilirler.

4.2.10. GYODER

8'i SPK'ya kayıtlı olan toplam 12 adet GYO bir araya gelerek Ağustos 1999 tarihi itibarıyla GYODER'i (Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği) oluşturmuşlardır³⁹. GYODER'in misyonları şöyle özetlenmiştir (GYODER, 2000):

- “Gayrimenkul sektörünün sağlıklı gelişmesi için çözümler üretmek,
- Gayrimenkul sektörünün kurumsallaşmasını hızlandırmak,
- Şehirleşme sürecinde çağdaş ve uygar kent unsurlarını (alışveriş merkezleri, ticari alanlar, uydu kentler vb.) oluşmasına katkıda bulunmak,
- Özellikle metropollerde yerel yönetimler ve ilgili devlet kuruluşları ile birlikte hareket ederek kent içi rehabilitasyon ve dönüşüm planlarına yer vermek,
- Sektörde kalite kontrol, değerlendirme, finansman ve pazarlama konularında standart oluşturmak,
- Gayrimenkul yatırım ortaklığı kavramını tanıtıcı ve yaygınlaştıran etkinlikler düzenlemek,
- Dış piyasalarda etkinliğimizin artırılması için ihtiyaç duyulan koordinasyonu sağlamak,
- Yerli ve yabancı özel ve resmi kuruluşlar, ticaret ve sanayi odaları, borsalar, meslek kuruluşları, vakıf, dernek, birlik ve benzerleri ile işbirliği yapmak,
- Toplantı, seminer, sempozyum ve paneller düzenlemek,
- Sektör içindeki iletişimi ve bilgi alışverişini artırmak ve koordinasyonu sağlamak”.

2001 yılı içerisinde düzenlenecek seminerler arasında arazi geliştirme ve imar uygulamaları, turizm sektörü ve GYO'lar gibi şehircilik ve planlama ile doğrudan ilişkilendirilebilecek konular belirlenmiştir.

³⁹ Bu derneğin en önemli ve çok üyeli bir benzeri ABD'deki GYO'ları bir araya getiren NAREIT'tir (National Association of Real Estate Investment Trusts). İngiltere'de GRI (Global Real Estate Institute), yine ABD'de ama bu kez ipotek GYO'lar üzerine kurulmuş FANNIE MAE diğer örnekler olarak sıralanabilir.

4.2.11. Dünyada GYO Uygulamaları

GYO'ların dünyadaki ilk örnekleri 1900'lerin başlarına kadar gitse de, bugünkü halleriyle kuruluş izni almaları 1960'da ABD Kongresi'nde alınan kararla gerçekleşmiştir. Bu tarihte kongre, küçük yatırımcıların gelir yaratıcı büyük projelerde yer alabilmeleri için GYO'ları kurmuştur. Kongre, küçük yatırımcıların büyük ticari gayrimenkullere yatırım yapabilmelerinin tek yolunun, fonları bir havuzda toplamak gerektiğini belirlemiştir. Başlangıçta GYO'lar oldukça sınırlı bir alanda faaliyet gösterebilmişlerdir. Kongre'nin aldığı karara göre faaliyet alanları gayrimenkule yatırım yapmakla sınırlandırılmış, söz konusu gayrimenkullerin işletilmesi ya da yönetilmesi yasaklanmıştır. 1986'da çıkartılan yeni yasa ile GYO'ların faaliyet konusu daha çok yatırım yapılan gayrimenkulün yönetilmesi ya da işletilmesine kaymıştır. Eskinin gayrimenkul havuzları yaratan GYO'ları, günden güne uzmanlaşan gayrimenkul işletme şirketlerine dönüşmektedir.

Günümüzde yalnızca ABD'de 300'den fazla GYO faaliyet göstermektedir. Aktif toplamaları 250 milyar \$, toplam gayrimenkul portföyleri 350 milyar \$ olan GYO'ların yaklaşık 2/3'ü ulusal borsalarda işlem görmektedir (NAREIT, 2000). 2000 yılının ilk yarısı itibariyle kesin rakamlar halka açık 192 GYO ve toplam varlıklar 324 milyar dolardır (GYODER, 2000). Bazı büyük borsalarda özel GYO pazarları bulunmaktadır. ABD'de günümüz itibariyle yapılan gayrimenkul yatırımlarının % 20'si GYO'lar tarafından gerçekleştirilmektedir (Maya, 2000).

ABD yasalarına göre GYO'lar en basit anlamda apartman, alışveriş merkezi, ofis ve depo gibi gelir yaratıcı gayrimenkullere yatırım yapan ve çoğu zaman bunların işletmesini de üstlenen kurumlardır. Bazı GYO'lar geliştirici (developer) rolünü de üstlenebilirler. Fakat GYO'ların diğer kurumlardan en ayırt edici özellikleri vergilendirilebilir gelirlerinin % 95'ini hissedarlarına kar payı olarak dağıtmak zorunda olmalarıdır.

ABD'de GYO'lar yatırım yaptıkları alanlarda yaşayan yerel halka, ödedikleri gayrimenkul ve diğer vergiler ile doğrudan bir katkıda bulundukları gibi yaşam çevrelerini güzelleştiren kalite ve estetikte tasarımlar ile yarattıkları dışsal ekonomilerle dolaylı olarak da katkıda bulunmaktadır.

GYO'lar küçük yatırımcılara 3 önemli avantaj sunmuşlardır. Bunlar likidite, güvenlik ve performans olarak sıralanabilir. Gayrimenkul yatırımlarının en büyük dezavantajı olan istendiği anda nakite çevrilememesi (likit olmama) sorunu GYO'lar sayesinde aşılmıştır. Diğer yandan gayrimenkul yatırımları her zaman güvenilir yatırımlar olarak kabul edilmiş GYO'lar buna bir de bilgi boyutunu eklemiştir. Yatırımcılar yasal mevzuata ve yaşanan bilgi devrimine uygun olarak şirket ve gayrimenkulleri, yönetimi ve iş planı ve gayrimenkul piyasaları ve beklentiler konusunda çok daha fazla bilgi sahibi olabilmektedir. Son olarak da profesyonellerin elinde gayrimenkul yatırımlarının performansı artırılmıştır. Küçük yatırımcılar da bu avantajlar karşısında GYO'lara büyük ilgi göstermiş ve GYO'ların sayısı hızla artmıştır. GYO'ların bir diğer avantajı her sezon düşünülecek yatırımlar olmalarıdır.

GYO olmaya hak kazanan bir anonim şirket ya da tröst⁴⁰ ABD'de Internal Revenue Service (IRS – İç Gelir Servisi) tarafından toplanan kurumsal gelir vergisinden muaf tutulmuştur. ABD eyaletlerinin çoğu da bu uygulamaya destek vermiş ve GYO'ları eyalet gelir vergisinden de muaf tutmuşlardır. Bu teşvik, gelirin neredeyse tamamının hissedarlara dağıtılabileceği ve çift-vergilemeden⁴¹ kaçınılabileceği anlamına gelmektedir. Vergi teşviklerine ilaveten 1993'de çıkartılan bir yasa ile emeklilik fonlarının belli bir oranının GYO'lara yatırılması şartı getirilmiştir. Bu yasanın etkisiyle emeklilik fonları ile birlikte eğitim ve sağlık fonları sigorta şirketleri, bankaların tröst birimleri ve ortak fonlar giderek daha büyük oranlarda GYO'lara yatırım yapmaya başlamışlardır. 1997'de yapılan yeni düzenlemelerle GYO operasyonları için birçok kolaylık getirilmiştir.

ABD'de bir GYO haline gelebilmek için gerekli şartlar şunlardır:

- ❑ Anonim şirket, iş tröstü ya da benzer bir kurum olmak,
- ❑ Bir yönetim kurulu ya da yeddieminler (trustee) tarafından yönetiliyor olmak,

⁴⁰ Trust: Tröst. “Birden fazla işletmenin iktisadi, mali ve teknik güçlerini biraraya getirerek tek bir işletme halinde birleşmeleri ile ortaya çıkan iktisadi kuruluş. Tröstler yatay veya dikey tröstler olarak ikiye ayrılır. Yatay tröstler, tröstü oluşturan işletmelerin faaliyet sahalarının aynı veya birbirine yakın olması halinde söz konusu olur. Faaliyet sahaları birbirini tamamlayan şirketlerden oluşan tröstler ise dikey tröstler olarak adlandırılır” (Dünya Gazetesi Yayın Kurulu, 1999).

⁴¹ Double taxation: Çifte vergileme. “(1) aynı dolaysız yabancı sermaye kazançlarının hem yabancı ev sahibi ülkede, hem de ana ülkede vergilendirilmesi. (2) Kurum kazançları vergilendirildikten

- ❑ Tamamen transfer edilebilir hisselerle sahip olmak,
- ❑ En az 100 hissedara sahip olmak,
- ❑ Beş ya da daha az hissedar tarafından her vergi dönemi öncesi hesaplanmak üzere hisselerin % 50'sinden fazlasına sahip olunmaması,
- ❑ Toplam varlıklarının en az % 75'ini gayrimenkul varlıklarına yatırmak,
- ❑ Brüt gelirinin en az % 75'ini gayrimenkul kirası ya da gayrimenkul ipotek faizlerinden elde ediyor olmak,
- ❑ Her yıl hissedarlarına vergilendirilebilir gelirinin en az % 95'ini dağıtmak.

Türkiye'deki şartlarda genel olarak yukarıdaki örneğe uygundur. Bir önemli fark hissedarlara vergilendirilebilir gelirin neredeyse tamamının dağıtılma zorunluluğudur. Türkiye'de yasal mevzuat, henüz GYO'ların yeni gelişiyor olmaları göz önünde bulundurularak bu zorunluluğu bünyesine almamıştır. Bu şekilde GYO'ların kazandıkları fonları şirketlerinde tutarak daha hızlı büyüyecekleri düşünülmüştür. Gelecekte benzer bir zorunluluğun ülkemizdeki GYO mevzuatına da eklenmesi beklenmektedir.

Türkiye'deki ve ABD'deki GYO'lar türleri ve kar dağıtımları itibariyle birbirlerinden ayrılmaktadırlar. ABD'deki GYO'ların % 96'sı özvarlığa dayalı, % 2'si ipotek ve % 2'si karma GYO'lardır. Oysa Türkiye'deki GYO'ların tamamı henüz özvarlığa dayalıdır.

Diğer yandan "Türkiye'deki GYO'lar ABD'deki Real Estate Investment Trust'lara (REIT) birçok yönden benzemektedir. GYO'lar gayrimenkul sektörüne finansman sağlamak ve piyasalarda likiditeyi geliştirmektedir. Başarılı halka arzlar sonucu ve finansal ve finansal kuruluşlardan alınan kredilerden (maksimum kullanılabilir kredi miktarı öz sermayenin 2 katıdır) temin edilen fonlar, gayrimenkul endüstrisine aktarılmaktadır. Ayrıca GYO'lar aracılığı ile gayrimenkul sektörünün finansmanı küçük çaplı yatırımcılara da büyük projelerin karlarına ortak olma şansı vermektedir.

sonra bunların temettü biçiminde dağıtıldıklarında bir kez de kişisel gelir vergisi ile vergilendirilmeleri" (Seyidoğlu, 1999). Burada 2. anlamında kullanılmaktadır.

GYO'lar en şeffaf ve en verimli gayrimenkul finansmanı modelidir" (GYODER, 2000).

ABD'deki GYO'ların yatırım yaptıkları sektörler aşağıdaki tabloda oranlarıyla birlikte verilmiştir.

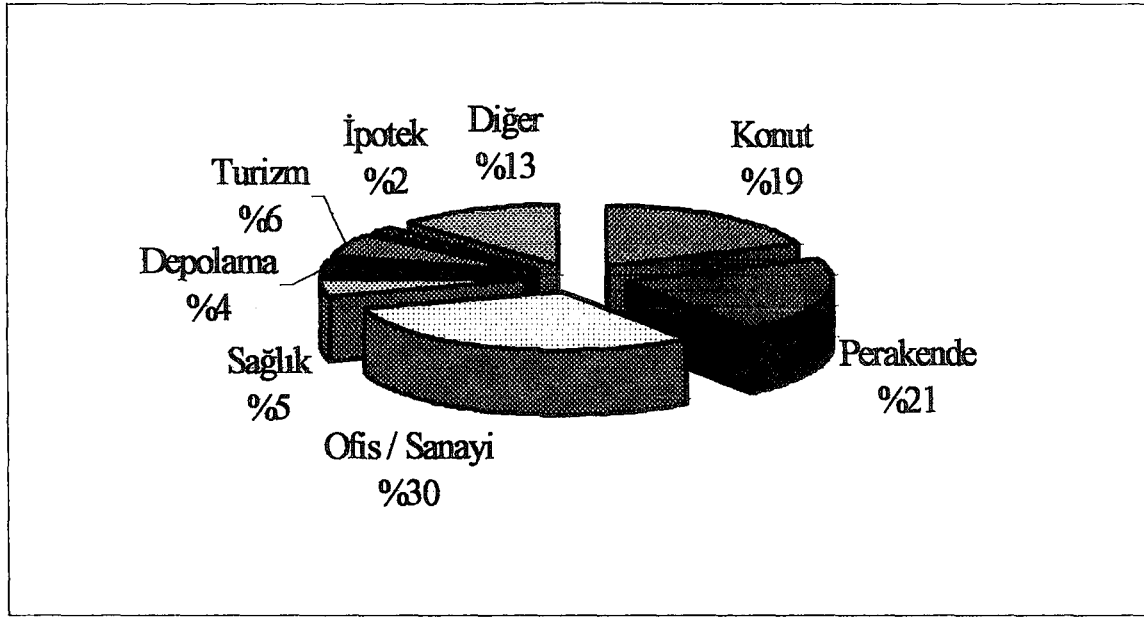
Tablo 4.1. ABD'deki GYO'ların Yatırım Yaptıkları Sektörler

SEKTÖR	%
Konut	19
Parekende	21
Ofis / Sanayi	31
Sağlık	5
Depolama	4
Turizm	6
İpotek	2
Diğer	13

Görüldüğü gibi ABD'de GYO'lar özellikle konut ile ticari yapılar üzerinde yoğunlaşmaktadır. Daha sonra Türkiye'de GYO'lar bölümünde Türk GYO'ların faaliyet alanları detaylı olarak ele alınacaktır. Ancak şimdiden söylenebilir ki sağlık, sanayi ve depolama Türk GYO'ların konusu henüz olamamış, konut daha ağırlıklı bir oran üstlenmiştir.

Avrupa'da GYO'ların gelişmesi daha geç tarihlerde olmuştur ve ABD'deki kadar yaygınlık kazanmamıştır. Bunda ABD'de uygulanan vergi teşviklerinin Avrupa'da uygulanmıyor olması oldukça etkilidir.

Grafik 4.1. ABD'deki GYO'ların Yatırım Yaptıkları Sektörler



5. TÜRKİYE'DEKİ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI

5.1. Sermaye Piyasası Kurulu'na Kayıtlı GYO'lar

2000 yılı itibariyle SPK'ya kayıtlı GYO sayısı sekizdir. Aşağıda bu şirketlere ait bilgiler, elde edilen 1999 yılı faaliyet raporlarına ve yapılan mülakatlara göre detaylı olarak incelenecek ve konuyla ilişkilendirilmeye çalışılacaktır.

5.1.1. İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, faaliyetlerini ayrı ayrı sürdüren iki şirketten, Merkez Gayrimenkul Yatırım ve Proje Değerleme A.Ş.'nin tüm aktif ve pasiflerini İş Gayrimenkul Yatırım ve Proje Değerleme A.Ş.'ye devretmesi sonucu GYO'ya dönüştürülmek suretiyle kurulmuştur. Her iki şirket de 1998 yılında, gayrimenkullere ve gayrimenkul projelerine yatırım yapmak amacıyla Türkiye İş Bankası A.Ş.'nin iştirakleri ile kurulmuştur. Birleşme sırasında şirketlerin portföyündeki varlıklar GYO portföyüne aktarılmıştır. Kuruluş aşamasında söz konusu iki şirketin de olduğu gibi, İş GYO'nun da en büyük ortağı Türkiye İş Bankası A.Ş. olmuştur. İş Bankası finans sektöründeki 75 yıllık deneyimini gayrimenkul sektörüne de taşımak amaçındadır. Dolayısıyla İş GYO kurucusu itibariyle finans sektöründen gelen bir şirkettir.

İş GYO, 6 Ağustos 1999 tarihinde 63,5 trilyon TL ödenmiş sermaye ile faaliyete başlamıştır. 2000 yılı itibariyle kayıtlı sermayesi¹ 500 trilyon TL'ye, ödenmiş (çıkarılmış) sermayesi² ise 70 trilyon TL'ye ulaşmıştır. Kayıtlı ve ödenmiş sermaye açısından piyasanın en büyük GYO'sudur. 1-3 Aralık 1999'da 1400 TL birim fiyat

Tablo 5.1. SPK'ya Kayıtlı GYO'lar ve Gayrimenkul Portföyleri

¹ Kayıtlı Sermaye (registered, authorized capital): Anonim şirketlerde, ana sözleşme hükümlerine göre, sayısı ve her birinin nominal değeri belirlenmiş olarak ihraç edilebilecek hisse senetlerinin tutarı

² Ödenmiş Sermaye (paid in capital, subscribed capital): 1. Şirket ana sözleşmesinde belirtilmiş sermayenin fiilen ödenmiş kısmı. Çıkarılmış Sermaye. (Dünya Gazetesi Yayın Kurulu, 1999).

Tablo 5.1. SPK'ya Kayıtlı GYO'lar ve Gayrimenkul Portföyleri

GYO	Proje Adı	Yerleşim Yeri	Ekspertiz Değeri (milyon TL)	Grubunun Portföyü İçindeki Oran (%)	Toplam Portföy İçindeki Oran (%)
ALARKO	Alarko İş Merkezi	İstanbul	436500	2,00	0,081
ALARKO	Alarko İş Merkezi	İstanbul	519839	3,00	0,096
ALARKO	Alarko İş Merkezi	Ankara	785565	4,00	0,146
ALARKO	Alkent 2000	İstanbul	15672854	81,00	2,909
ALARKO	4		17414758	90,00	3,233
EGS	EGS Park Mavişehir Moda ve Alışveriş Merkezi	İzmir	33939000	11,00	6,300
EGS	EGS Park Denizli	Denizli	50337180	15,50	9,344
EGS	EGS Business Park	İstanbul	108000000	34,00	20,048
EGS	EGS Basmane Business and World Trade Centre	İzmir	121446000	39,00	22,544
EGS	4		313722180	99,50	58,237
İHLAS	Çamlıca projesi	İstanbul	683100	4,00	0,127
İHLAS	Bornova'da eski bisiklet fabrikası	İzmir	1366200	7,00	0,254
İHLAS	Tarabya Villaları	İstanbul	1822500	9,00	0,338
İHLAS	Armuthu Tatil köyü	Bursa	3245400	17,00	0,602
İHLAS	İhlas Marmara Evleri 2. Etap	İstanbul	3557520	18,00	0,660
İHLAS	Marmara 2 Alışveriş Merkezi	İstanbul	3987900	20,00	0,740
İHLAS	İhlas Marmara Evleri 1. Etap	İstanbul	4881060	25,00	0,906
İHLAS	7		19543680	100,00	3,628
İŞ GYO	İstanbul İş Kuleleri Alışveriş Merkezi	İstanbul	6423372	6,50	1,192
İŞ GYO	Ankara İş Kulesi	Ankara	28960000	28,50	5,376
İŞ GYO	İstanbul İş Kuleleri	İstanbul	56167266	57,00	10,426
İŞ GYO	3		91550638	92,00	16,995
NUROL	Uskumruköy Villaları	İstanbul	675000	3,50	0,125
NUROL	Bodrum Oasis	Bodrum	820000	4,50	0,152
NUROL	Nurol Plaza	İstanbul	3600000	20,00	0,668
NUROL	Nurol Konakları	Ankara	13340000	72,00	2,476
NUROL	4		18435000	100,00	3,422
OSMANLI	İzm/Çamdibi Şube Binası	İzmir	142000	2,00	0,026
OSMANLI	İstanbul /Levent Şube Binası	İstanbul	493500	7,00	0,092
OSMANLI	Bursa/Osmangazi Şube Binası	Bursa	568500	8,00	0,106
OSMANLI	İst/ Şişli Şube Binası	İstanbul	686000	9,00	0,127
OSMANLI	İst/Nişantaşı Şube Binası	İstanbul	775000	10,50	0,144
OSMANLI	Ank/Yenişehir Şube Binası	Ankara	789000	16,00	0,146
OSMANLI	İst/Taksim Şube Binası	İstanbul	1500000	20,00	0,278
OSMANLI	7		4954000	72,50	0,920
VAKIF	Finans Market	Ankara	722000	11,00	0,134
VAKIF	Park Maya	İstanbul	1850000	28,00	0,343
VAKIF	2		2572000	39,00	0,477
YKK	Elit Residence	İstanbul	3520800	7,00	0,654
YKK	Yapı Kredi Plaza	İstanbul	14310000	25,00	2,656
YKK	İstanbul İstanbul	İstanbul	16336080	29,00	3,033
YKK	Kemer Country - Yalikonaklar	İstanbul	22380194	39,00	4,154
YKK	4		56547074	100,00	10,497
	TOPLAM		992931586		184,320

karşılığında şirketin 21 trilyon TL'ye karşılık gelen % 30'u halka açılmıştır. Halka açıklık oranı en düşük olan GYO'dur. 22 Aralık 2000 tarihi itibarıyla IMKB'de 1950 TL'den işlem görmektedir. 2000 yılı içinde % 15 bedelli, % 15 bedelsiz sermaye artırımını ile ödenmiş sermayesini 91 trilyona çıkarmıştır. Türkiye'nin piyasa değeri ve net aktif değer³ itibarıyla önde gelen GYO'ları arasında yer almaktadır.

İş GYO'nun 1999 yılı sonu itibarıyla hisselerinin dağılımı şöyledir: Türkiye İş Bankası A.Ş. %58,7 (2000 yılı başında % 53,7), halka açık kısım %30, diğer ortaklar (Çayırova Cam Sanayi, Cam Pazarlama A.Ş., İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş., Anadolu Hayat Sigorta A.Ş., Anadolu Anonim Türk Sigorta Şirketi A.Ş., Soda Sanayi A.Ş., Camış Madencilik A.Ş., Camış Sigorta Hizmetleri A.Ş., Camtaş Düzcamlar Pazarlama A.Ş., Nemtaş Nemrut Liman İşletmeleri A.Ş.) %11,3. İş GYO'nun toplam 65.000 ortağı vardır. Halka açılan hisselerin % 1,8'i yabancı kurumsal aktörler tarafından alınmıştır. Bu toplam hisselerin yaklaşık olarak % 0,6'sına karşılık gelmektedir.

İş GYO'nun kuruluş amaç ve hedefleri şöyle sıralanmaktadır:

- Aktif büyüme sağlamak,
- Karlılığı artırmak,
- Yatırımcısına düzenli bir gelir sağlamak,
- Gayrimenkul sektörünü kurumsallaştırmak,
- Yeni projelerde yer almak,
- Konut ihtiyacının giderilmesine katkıda bulunmak,
- Uzun vadeli yatırımlara yönelmek,

Bu amaç ve hedefleri gerçekleştirmek için sıralanan stratejiler ise şunlardır:

- Güçlü ortaklık yapısı ve finansman gücü ile orta vadede önemli bir *aktif büyüme sağlamak*.

³ Net Aktif Değeri: Toplam Portföy Değeri + Hazır Değerler + Alacaklar – Borçlar + Diğer Aktifler

- ❑ Mevcut nitelikli portföyünden elde edeceği yüksek kazancın önemli bir kısmını ortaklarına *kar payı olarak dağıtmak*.
- ❑ İş Bankası'nın güvenilir ismini ve deneyimini gayrimenkul sektörüne taşımak ve tamamlanma aşamasına gelmiş projelerinden elde ettiği dolar bazındaki gelirle *yeni projelerde yer almak*.
- ❑ Temettü dağıtmak ile büyümenin birbiri ile çelişmesine rağmen, dengeli davranarak, oluşturulacak gayrimenkul portföyü ile *gayrimenkul sektörünü kurumsallaştırmak* ve güdük olmayan işletmeler yaratmak.
- ❑ Mevcut ve nitelikli portföyünden elde edeceği gelirle yeni projelerde yer alarak portföyünü değişen tercih ve ihtiyaçlara yanıt verecek şekilde yüksek verimli ticari gayrimenkul ve konut yönünde geliştirmek, çeşitlendirmek suretiyle *karlılığı artırmak*.
- ❑ İnsanların değişen ihtiyaçlarına, zevklerine ve mevcut konut ihtiyacına göre şekil alacak projelerle *konut ihtiyacının giderilmesine katkıda bulunmak*.
- ❑ *Uzun vadeli yatırımlardan yararlanma* amacı güden yatırımcılarla işbirliği geliştirmek.

İş GYO'nun 1999 yılı net karı yaklaşık olarak 700 milyar TL olarak belirlenmiştir. Bu karın tamamı bilançodaki "yurt içi satışlar" ve "faaliyet ile ilgili diğer gelir ve karlar" kalemlerinden elde edilmiştir. Giderleri genel yönetim giderleri ile ödenecek vergi ve diğer yasal yükümlülüklerle sınırlıdır. 1999 yılı için araştırma ve geliştirme gideri bilançoğa göre bulunmamaktadır.

Portföyde yer alan Ankara İş Kulesi'nin 1 Ocak 1999 itibariyle İş Bankası'na kiraya verilmesiyle yıl içinde 3.960.000 \$ (Aralık 1999 itibariyle 2.138.400 milyon TL) kira geliri elde edilmiştir. Diğer yandan bu dönem içerisinde portföydeki diğer gayrimenkullerden İstanbul İş Kuleleri ile Alışveriş Merkezi'nin kiralama stratejilerinin tespitine yönelik bir rapor hazırlanmıştır. Elde edilen tespitlere göre kiralama faaliyeti çalışmaları sürdürülmektedir. Alışveriş merkezinde yer alacak firmaların belirlenmesi için "shop mix" çalışması esas alınmış ve bu doğrultuda firmalarla görüşmeler

yapılmıştır. 1999 yılı sonu itibariyle birçoğu belirlenen kiracılarla kontrat aşamasına gelinmiştir.

1999 yılı Aralık ayı itibariyle toplam portföy değeri⁴ yaklaşık olarak 91 trilyon TL'dir. Buna karşılık elinde bulunan gayrimenkul portföyünün ekspertiz değeri 100 trilyon TL'ye ulaşmıştır. Toplam portföy değeri ve gayrimenkullerinin toplam ekspertiz değeri, piyasadaki GYO'lar arasında EGS GYO'dan sonra ikinci en büyük değerlerdir. İş GYO'nun portföyünde yer alan gayrimenkuller detaylı olarak sonraki bölümde ele alınacağından burada kısaca şirket açısından değerlendirilecektir:

Tablo 5.2. İş GYO Gayrimenkul Portföyü Yapısı

GAYRİMENKUL	YER	İNŞAAT YA DA PARSEL ALANI (M2)	EKSPERTİZ DEĞERİ (MİLYON TL)	PORTFÖY İÇİNDEKİ ORANI (%)
Arsa	İstanbul - Rumelihisarı	7.613	3.425.850	3,45
İş Bankası Genel Müdürlük Binası	Ankara	26.488	28.960.000	29,15
İstanbul İş Kuleleri (kompleks % 49'u)	İstanbul- Levent	85.959	56.167.266	56,52
Alışveriş Merkezi	İstanbul- Levent	9.755	6.423.372	6,46
Otopark	İstanbul - Levent	14.160	4.388.256	4,42
TOPLAM		Arsa ve otopark 21.773 Bina ve bina kompleksi 136.362	99.364.744	100,00

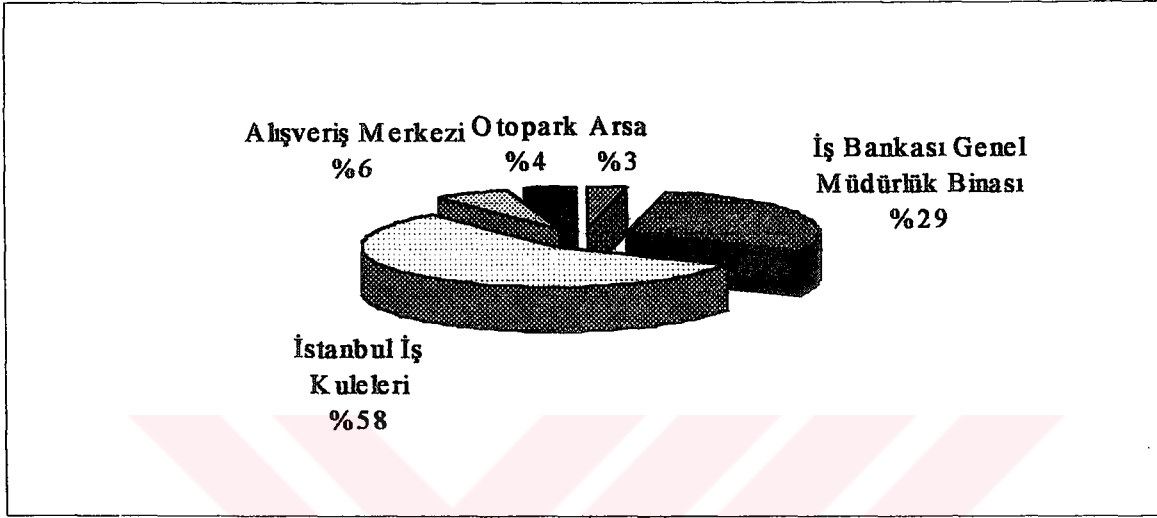
Kaynak: İş GYO 1999 Yılı Faaliyet Raporu

Yukarıdaki tablodan da anlaşılacağı üzere İş GYO portföy tercihlerinin önemli bir bölümünü, kaynağı olan İş Bankası'nın muhtemel etki ve yönlendirmesiyle (ki portföy varlıklarının önemli bir kısmı İş Bankası'ndan satın alınmıştır.) finans sektörünün kendisine Türkiye'de merkez seçtiği İstanbul Zincirlikuyu - Maslak hattı üzerindeki Levent'e yapmıştır. Yatırımların % 29'u Ankara'da, geri kalan % 71'lik bölümü ise

⁴ Toplam Portföy Değeri: Gayrimenkuller + Mülkiyete Geçirilmemiş Varlıklar + Menkul Kıymetler

İstanbul'da sözü edilen bölgede yer almaktadır. Öne çıkan bir diğer özellik bina ve bina komplekslerinin tamamının ticari yapılar kategorisinde olmasıdır. İş GYO'nun konut projesi yoktur. Toplam portföyün yaklaşık olarak % 8'ini arsalar, geri kalan % 92'sini ticari yapılar oluşturmaktadır.

Grafik 5.1. İş GYO Portföy Yapısının Ekspertiz Değerlerine Göre Dağılımı



İş GYO'da çalışan personel sayısı; 1 Genel Müdür, 1 Mali ve İdari İşler Müdürü, 1 Pazarlama Müdürü, 1 Finans ve SPK Mevzuatı Uzmanı, 1 Proje Geliştirme ve Yatırım Uzmanı, 2 Büro Elemanı olmak üzere toplam 7 kişidir. Çalışan personelin yanı sıra İş GYO'nun danışmanları da şöyle sıralanabilir: Özel bir hukuk danışmanı (profesör) ile vergi danışmanı (DRT Denetim Revizyon Tastik Yeminli Müşavirlik). Diğer yandan mevzuata göre, bağımsız denetleme kuruluşu olarak DRT Denetim Revizyon Tastik Yeminli Müşavirlik, Bağımsız Ekspertiz Kuruluşları olarak Vakıf Gayrimenkul Ekspertiz ve Değerleme A.Ş. ile Çelen Gayrimenkul Değerleme ve Yatırım Danışmanlığı Ltd. Şirketi ile işbirliği içerisinde çalışmaktadır.

5.1.2. Nurol Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

Nurol Holding inşaat, ticaret, makine sanayi, turizm, finans, dış ticaret, matbaacılık, sigortacılık, madencilik, çelik imalat montaj sanayi, sağlık, havacılık, silah ve enerji sektörlerinde faaliyet gösteren şirketlerden oluşan bir topluluktur. Kuruluş tarihi 1966 olan Nurol İnşaat A.Ş.'nin çalışan sayısı 4500 kişidir. Nurol İnşaat'ın bugüne kadar imza attığı önemli projeler arasında; Salıma Tatil Köyü - Antalya, Karum İş Merkezi -

Ankara, Oasis Tatil Köyü - Bodrum, Asena Tatil Köyü - Kuşadası, Sheraton Otel ve Towers - Ankara, Kürtün Barajı ve Hidro Elektrik Santrali Tesisleri İnşaatı - Kürtün, Bahçeşehir 2. etap 2. kısım inşaatı - İstanbul, Ayaş Tüneli - Ayaş, Toprakkale - İskenderun Otoyolu, Karadeniz Sahilyolu kapsamında Bolaman - Perşembe bölünmüş karayolu inşaatı, İstanbul metrosu (ortak girişim) sıralanabilir.

Nurol GYO'nun bu anlamda yaşadığı bir sorun, Ankara merkezli bir kuruluş olması ve dahil olduğu şirketler grubu genellikle baraj, yol vb. büyük ülkesel projelerle ilgilendiği için İstanbul'da yerel yönetimle olan ilişkilerinin, İstanbul merkezli GYO'lar kadar kuvvetli olmamasıdır. İstanbul merkezli olan GYO'ların özellikle beraber çalıştıkları inşaat şirketlerinin belediyelerle olan ilişkilerinin kuvvetli olduğu söylenebilir (Özer, 2000).

Nurol GYO'nun ortaklık yapısı 1999 yılı sonu itibariyle, % 0.03 Çarmıklı Ailesi, % 50.97 Nurol İnşaat A.Ş. ve % 49 halktır. 3 Eylül 1999'da 1 trilyon kuruluş sermayesi ile kurulan şirketin Aralık 1999 itibariyle ödenmiş sermayesi 5 trilyon, kayıtlı sermayesi ise 10 trilyon TL'dir. Ödenmiş sermaye 1 trilyondan 5 trilyona çıkartılırken, 4 trilyonluk artışın 2,450 trilyonu halka arz yöntemiyle karşılanmıştır. Şirket, sermaye artırımını yoluyla 7,765 trilyon TL nakit kaynak sağlanmıştır. Sağlanan kaynak mevcut projelerin finansmanı ile potansiyel projelerde kullanılacaktır. Hisseler 8-9 Aralık 1999 tarihlerinde 2500 TL'den halka arz edilmiştir.

Nurol GYO'nun kuruluş amaçları şöyle sıralanabilir:

- Yatırımcılarına güvenli ve istikrarlı getiriler sağlamak,
- Gayrimenkul sektöründe IMKB'de işlem gören şirketler arasında lider kuruluş olmak.

Bu amaçları gerçekleştirmek için izlenecek stratejiler de şunlardır:

- Değişen piyasa koşullarında grup yatırımlarına halka arz yolu ile finansman temini,
- İş imkanlarında çeşitlilik yaratmak,
- Nurol İnşaat ile işbirliği yapmak,

- Sahip olunan arazi ve gayrimenkullerin değerlendirilmesine yönelik projeler geliştirmek.

1999 yılı karı 866 milyar TL olarak açıklanmıştır. Gelirlerin önemli bir kısmı “yurt içi satışlar”, “faiz ve diğer temettü gelirleri” ve “diğer faaliyetlerden gelirler ve karlar” kalemlerinden kaynaklanmaktadır.

1999 yılı Aralık ayı itibariyle toplam portföy değeri yaklaşık olarak 14 trilyon TL’dir. Buna karşılık elinde bulunan gayrimenkul portföyünün ekspertiz değeri 18,5 trilyon TL’ye ulaşmıştır. Bu bölümde şirketin portföyü kısaca değerlendirilecektir:

Tablo 5.3. Nurol GYO Gayrimenkul Portföyü Yapısı

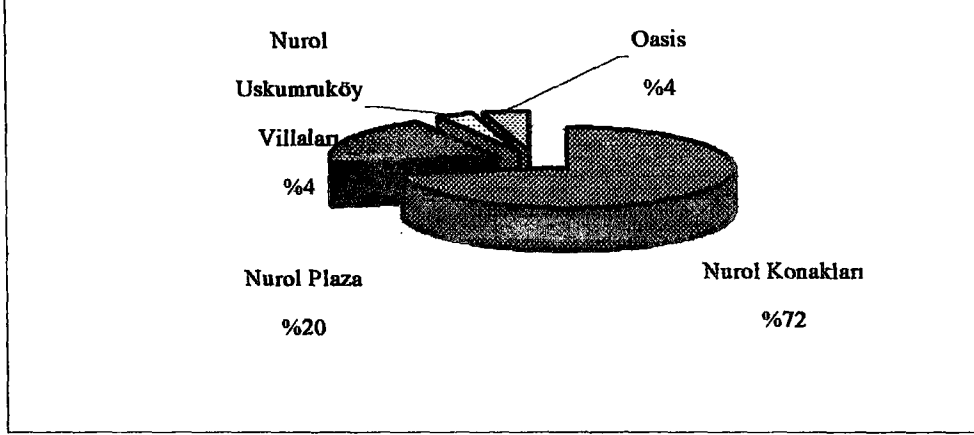
GAYRİMENKUL	YER	İNŞAAT ALANI (M2)	EKSPERTİZ DEĞERİ (MİLYON TL)	PORTFÖY İÇİNDEKİ ORANI (%)
Nurol Konakları	Ankara - Gaziosmanpaşa	20000	13.340.000	72,36
Nurol Plaza	İstanbul - Ayazağa	31240	3.600.000	19,53
Nurol Uskumruköy Villaları	İstanbul – Sarıyer-Zekeriyaköy	11484	675.000	3,66
Oasis	Bodrum	1280	820.000	4,45
TOPLAM		64004	18.435.000	100,00

Kaynak: Nurol GYO 1999 Yılı Faaliyet Raporu

Nurol GYO’nun portföy yapısı incelendiğinde yaklaşık olarak portföyün $\frac{3}{4}$ ’ünün tek bir proje –Nurol Konakları- üzerinde kaldığı görülmektedir. Alışveriş, iş ve konut sektörlerinde yatırımlar yapıyor olması sektörel bir çeşitlilik sunuyor görünse de, portföyün % 76’sı konut sektörü üzerine kurulmuştur. İş GYO gibi, finans sektörünün kendisine Türkiye’de merkez seçtiği İstanbul Zincirlikuyu - Maslak hattı üzerinde Ayazağa’da iş merkezi olarak Nurol Plaza’ya yatırım yapmıştır. Ayrıca turizm ve alışveriş merkezi olan Oasis Bodrum’a da yapılmış bir yatırımları bulunmaktadır. Yatırımların yalnızca % 23’ü İstanbul’da bulunmaktadır. Portföyün merkezini oluşturan Nurol Konakları’nın Ankara’da olması yer seçiminde de Ankara’nın öne

çıkmasına neden olmuştur. Bunun sürekli bir eğilim olup olmadığını gelecek yıllarda yapılacak yatırımlar belirleyecektir. Toplam portföyün tamamı bina ve bina komplekslerinden oluşmaktadır.

Grafik 5.2. Nurol GYO Portföy Yapısının Ekspertiz Değerlerine Göre Dağılımı



Şirket, gayrimenkul yatırım ortaklığı kurma çabasında olan Mesa ve Süzer gruplarıyla ortak olarak, Büyükçekmece bölgesinde yeni bir konut projesine önümüzdeki dönemde başlamayı planlamaktadır (Özer, 2000).

Şirket genellikle, yeni bir projeye başlamak yerine, içinde yer aldığı şirketler grubunun bir elemanı olan Nurol İnşaat tarafından başlatılmış olan projelerden, uygun bulduklarını portföyüne almayı tercih etmektedir.

Şirket genel olarak yatırım kararlarını, beraber çalıştığı danışman şirketlerin belirlenen projeye ilişkin hazırladıkları fizibilite kararlarını gözönüne alarak vermektedir. Hazırlanan bu raporlarda üzerinde en çok durulan etken ise şirketin belirlediği zaman diliminde istediği karı elde edebilme olasılığının yüksekliğidir. Şirketin, danışmanlık şirketlerinin hazırladığı bu raporlarda mutlak incelenmesi istediği konular arasında, sözkonusu arsaya imar planında hangi fonksiyonun yüklendiğinin belirlenmesi de gelmektedir. Belirlenen bölge planda ticaret bölgesi olarak görülüyor ise, çevresindeki ticaret bölgelerinin tespiti, yapılan yatırımın olabilirliği, hedef kitlesi vb. hesapların da raporda yer alması istenmektedir. Bu raporların yanısıra, son kararın verilmesinde özellikle beraber çalışılan Nurol İnşaat A.Ş. ve genellikle Nurol Grubunun üst düzey yetkililerinden oluşan yönetim kurulu etkili olmaktadır (Özer, 2000).

Yapılacak yatırımın büyüklüğünün, içerisinde yer alacak birimlerin dağılımı gibi konularda ise, yine karlılık gözönüne alınan temel kriterdir. Gerçekleştirilecek olan projeler, merkez dışında ise yerseçimi kriterleri gözönüne alınmaktadır, ancak merkezde arazi bulma sorunu yaşandığı için, bu kriterler gözardı edilebilmektedir (Özer, 2000).

Nurol GYO'nun bünyesinde 12 personel çalışmaktadır. Personelin uzmanlık alanları ekonomi, şehir planlama, inşaat mühendisliği, pazarlama, uluslararası ilişkiler ve muhasebedir. Personelin yanı sıra danışmanlık hizmeti alınan kurumlar şunlardır: Çelen Değerleme, Emlak Bankası Değerleme ve Nurol Holding. Çeşitli konularda işbirliği halinde çalışılan şirketler; Nurol İnşaat, Nurol Bank, Nurol Menkul Değerler ve Denver olarak sıralanabilir.

5.1.3. Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

Vakıf GYO, Vakıflar Bankası ve Arsa Ofisi ortak girişimiyle kurulmuş bir şirkettir. Vakıflar Bankası'nın mali sektördeki tecrübesi ile Arsa Ofisi'nin gayrimenkul geliştirme amaçlı arsa düzenleme faaliyetlerinin birlikte değerlendirilmesi ile olumlu sonuç alınacağı düşünülmüştür.

Vakıf GYO'nun hisseleri Aralık 1999 itibariyle çeşitli ortaklar arasında şu şekilde paylaşılmaktadır: T.C. Vakıflar Bankası T.A.O. %27,7, T.C. Maliye Bakanlığı Arsa Ofisi Genel Müdür %16,7, Vakıfbank personeli özel sosyal güvenlik hizmetleri vakfi %6,6, Güneş Sigorta A.Ş. %1,6, Vakıf Deniz Finans Kiralama A.Ş. %1,6, Halk %42,4. (Vakıfbank personeli özel sosyal güvenlik hizmetleri vakfi ile halka arz edilen toplam, mevzuata uygun olarak %49'u bulmaktadır.)

Vakıf GYO, Türkiye'nin ilk GYO'sudur. 16 Ocak 1996 tarihinde, 250 milyar sermaye ile kurulmuştur. Aralık 1999 itibariyle kayıtlı sermayesi 5 trilyon, ödenmiş sermayesi de 2 trilyon 450 milyon TL'dir. Ödenmiş sermaye itibariyle Türkiye'nin en küçük GYO'sudur. Hisseleri de, Türkiye'de ilk olarak 26 Aralık 1996 tarihinde 2000 TL'den halka arz edilmiştir.

1999 yılı karı 312,5 milyar TL olarak açıklanmıştır. Bu, SPK'ya kayıtlı GYO'lar arasındaki en düşük karlardan birisidir.

Vakıf GYO amaçlarını ve faaliyet konusunu SPK Tebliği'ne uygun olarak sunmaktadır. Amacını gerçekleştirmek için izleyeceği stratejiler de şöyle sıralanmaktadır:

- ❑ SPK tarafından izin verildiği şekliyle gayrimenkul, mülkiyet hakları, tefrişat, swap, forward, ortaklık yatırımları yapabilir ve bu yatırımlardan kar getirici ya da koruyucu faaliyetler yürütebilir.
- ❑ Gayrimenkul portföyünü oluştururken yatırım riskini azaltır.
- ❑ Gayrimenkul portföyünü çeşitlendirir.
- ❑ Portföye alınan gayrimenkullerin tamamının fizibilite çalışmalarını yapar ya da yaptırır. Satın alma ve kiralamalarda bu çalışmalar esas alınır.
- ❑ Portföyünde sürekli, sağlam, verimli, gelir getirici risk unsuru taşımayan gayrimenkullere yer verir.
- ❑ Sürekli olarak gayrimenkul piyasası ve yeni yatırım alanlarını takip eder.

Vakıf GYO'nun toplam portföyü 8 trilyon, gayrimenkullerinin toplam ekspertiz değeri ise 6,5 trilyon TL civarındadır. Bu bölümde şirketin portföyü kısaca değerlendirilecektir:

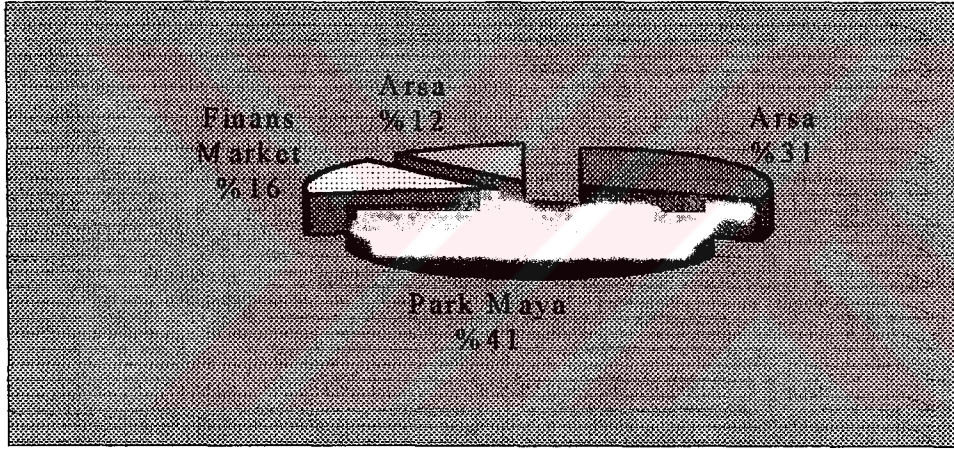
Tablo 5.4. Vakıf GYO Gayrimenkul Portföyü Yapısı

GAYRİMENKUL	YER	İNŞAAT ALANI (M2)	EKSPERTİZ DEĞERİ (MİLYON TL)	PORTFÖY İÇİNDEKİ ORANI (%)
Arsa	Binnaz Sokak - Ankara	1190	2,100,000	32,00
Arsa	Eskişehir Yolu - Ankara	28065	1.400.000	20,00
Park Maya	İstanbul – Etiler	2047,44	1.850.000	28,00
Finans Market	Kavaklıdere - Ankara	1079	722.000	11,00
Arsa	Üsküp Caddesi - Ankara	551	528.500	8,00
TOPLAM			18.435.000	100,00

Kaynak: Vakıf GYO 1999 Yılı Faaliyet Raporu

Vakıf GYO'nun portföy yapısı incelendiğinde ilk olarak göze çarpan yatırımların Ankara'da yoğunlaşıyor olmasıdır. Vakıflar Bankası ve Arsa Ofisi Genel Müdürlükleri'nin bu kentimizde olması bu yoğunlaşmaya neden olarak gösterilebilir. Yatırımların % 72'si Ankara'ya giderken, İstanbul % 28 pay almaktadır. Diğer bir özellik portföy yapısı içerisinde konut görünmemektedir. Gerçi varolan arsalardan bir kısmı konut olarak kullanılabilir ancak getiri oranları düşünüldüğünde bunların da ofis olabileceği akla gelmektedir. Dolayısıyla şu anda % 39 ofis, % 61 arsa şeklinde dağılan portföyün yakın zamanda tamamının ofis olması beklenebilir. Diğer GYO'larda da gözlediğimiz gibi İstanbul'un finans merkezi Zincirlikuyu - Maslak hattı üzerinde Etiler'de ofis yatırımı yapılmıştır.

Grafik 5.3. Vakıf GYO Portföy Yapısının Ekspertiz Değerlerine Göre Dağılımı



Park Maya ve Finans Market'te bulunan ofislerden 1999 yılı boyunca her ay ortalama 9 milyar kira geliri elde edilmiştir. Kira ederleri belirlenen ekspertiz değerlerine göre belirlenmiştir. Finans Market binası komple 1996 yılında Vakıfbank'a, Park Maya Ofis Binası da 1997'de Vakıf Yatırım A.Ş.'ye kiralanmıştır.

Üsküp Caddesi üzerindeki arsa kat karşılığı inşa edilmek üzere bir firmaya verilmiştir. İnşaat bitiminde satıştan elde edilen kar yarı yarıya paylaşılacaktır. Bütün izinleri alınmış, mimari projesi de onaylanmış olan arsa üzerine 1870 m2'lik bir ofis binası inşa edilecektir. Binnaz Sokak üzerindeki arsada da ofis projesi düşünülmektedir. Eskişehir Yolu üzerindeki arsanın nasıl değerlendirileceği üzerinde çalışmalar sürdürülmektedir. Buna göre bölgenin gelişme eğilimleri çıkarılmakta, pazarlanabilirliği ve kullanım miksleri etüd edilmektedir.

5.1.4. Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

Yapı Kredi Koray GYO, Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. (%26) ile Koray Yapı Endüstrisi ve Ticaret A.Ş. (% 25) ortaklığı olarak kurulmuştur. Şirket, Türkiye'nin en büyük özel bankası olan Yapı Kredi Bankası'nın mali uzmanlığından, Koray'ın da gayrimenkul sektörü ve inşaat konusundaki know-how'ından faydalanmak amacındadır. Koray İnşaat, Türkiye'nin önde gelen inşaat şirketlerinden bir tanesidir. 1956 yılında kurulmuştur. Bugüne kadar banka merkez binaları ile kamu ve özel prestij binalarını da içeren birçok projeye imza atmıştır. Güçlü ve dengeli ortaklık yapısı, finans ve gayrimenkul alanlarındaki deneyimini yansıtmaktadır. Sektördeki yeni yatırım fırsatlarının belirlenmesi ve doğru projelerin seçimi için ideal bir yapı olduğu söylenebilir.

26 Aralık 1996'da 2,6 trilyon TL kuruluş sermayesi ile kurulan şirket, Aralık 1999 itibariyle ödenmiş sermayesini 10 trilyon TL'ye, kayıtlı sermayesini ise 25 trilyon TL'ye yükseltmiştir. 1 Haziran 1998'de birim fiyatı 3500 TL'den hisselerin % 49'u halka arz edilmiştir. Haziran 1999'da ortaklara temettü dağıtmak suretiyle hisse senedi sayısı 5 milyardan 10 milyara, kayıtlı sermayesini de 31,9 milyon dolardan, 50,4 milyon dolara yükseltmiştir. 31 Aralık 1999 itibariyle nakit pozisyonu 34.3 milyon dolar olan şirketin alacaklarıyla birlikte toplam likit aktifleri net aktiflerinin % 58'i oluşturmaktadır. Yapmayı düşündüğü yatırımlar, güçlü sermaye yapısı ve hedeflediği dış kaynak kullanımıyla şirket büyüme potansiyeli taşımaktadır. Nitekim 1999 yılı karı 8 trilyon TL'nin üzerinde açıklanmıştır.

Yapı Kredi Koray GYO'nun amaç ve hedefleri şöyle sıralanmaktadır:

- ☐ Aktif büyüme sağlamak,
- ☐ Düzenli kira getirisi sağlayacak ticari gayrimenkullerle yüksek getirili konut projelerinden dengeli bir portföy oluşturmak,
- ☐ Toplam aktiflerini ve hisselerinin değerini artırmak,
- ☐ Yeni proje yatırımlarını yaratıcı, girişimci, aynı zamanda finansal yatırımcı bakış açısıyla değerlendirmek,

- ❑ Hissedarlara katma değer yaratmak.

Bu amaçları gerçekleştirmek için şirketin belirlediği ana strateji; gayrimenkul sektöründeki kurumsal sermaye ve uzun vadeli dış kaynak ihtiyacına cevap verebilmek ve bu kapsamda gayrimenkul sektöründeki çağdaş ve yüksek getirili gayrimenkul projelerine yatırım yapmak olarak belirlenmiştir.

Bu anlamda yatırım stratejisinin temeli, projenin pazardaki talebe ve rekabete göre konumu, ticari tasarımının doğruluğu ve özgünlüğü, karlılık ve riskliliğinin portföylere uygunluğu üzerine kuruludur. Bu anlamda belirlenen stratejiler aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- ❑ Dengeli bir yatırım portföyü oluşturmak esastır. Yüksek getirili gayrimenkul alt sektörleri olan konut, ofis ve alışveriş merkezlerine yatırımlar dengeli olarak dağıtılacaktır.
- ❑ Projelerde en ileri dizayn, mühendislik ve inşaat teknikleri kullanılacaktır.
- ❑ Jeoteknik, deprem ve sel felaketlerine karşı proje geliştirme aşamasında yapılaşma koşulları ve ürün yelpazesi arazi ve jeolojik etüdler yapılarak belirlenecektir.
- ❑ Yalnızca ortaklarının ve onlara yönelik projelerin değil, doğru ve getirisi yüksek tüm projelere yatırım yapılacaktır.
- ❑ Konut ve ticari gayrimenkul pazarındaki gelişmeleri izlemek, yeni yatırım fırsatlarını araştırmak ve rekabet avantajlarını değerlendirmek üzere Araştırma Geliştirme ayrı bir birim olarak çalışacaktır.
- ❑ Araştırma temelli proje geliştirilecektir.
- ❑ Optimal fon yönetimi ve doğru pazarlama büyüme için en önemli faktörlerdir.
- ❑ Yatırımcılara yönelik sosyal etkinlikler düzenlenecektir.
- ❑ Yatırımcılar için periyodik yayın organı Gazete Gazete çıkarılacaktır.
- ❑ Yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla yıllık Analist toplantısı düzenlenecektir.

- Yurtdışı yatırımcılar periyodik olarak ziyaret edilecektir.
- Sık sık bilgilendirme amaçlı basın toplantıları düzenlenecektir.

Toplam portföy değeri yaklaşık 51,5 trilyon TL olan şirketin elindeki gayrimenkullerin ekspertiz değeri de 36,5 trilyon TL'ye ulaşmış durumdadır. Burada şirketin portföyü kısaca değerlendirilecektir:

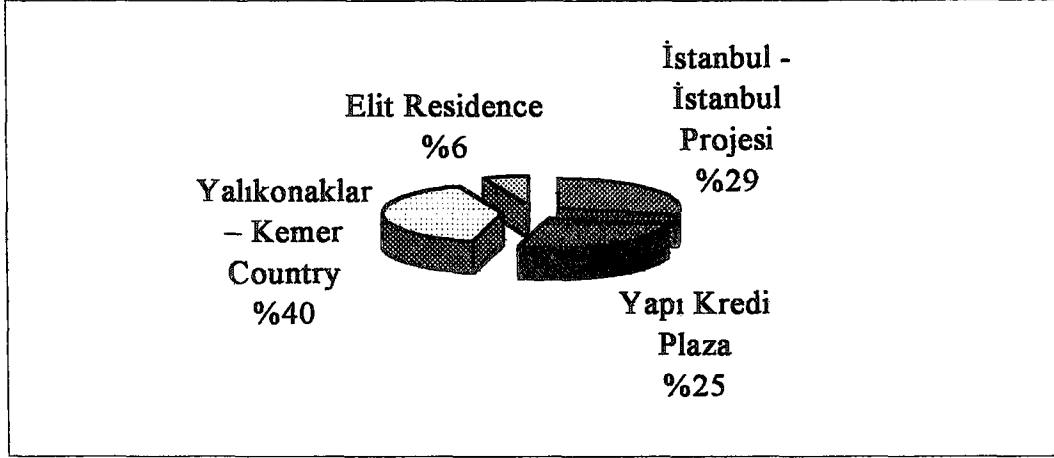
Tablo 5.5. Yapı Kredi Koray GYO Gayrimenkul Portföyü Yapısı

GAYRİMENKUL	YER	İNŞAAT ALANI (M2)	EKSPERTİZ DEĞERİ (MİLYON TL)	PORTFÖY İÇİNDEKİ ORANI (%)
İstanbul - İstanbul Projesi	Göktürk – İstanbul	31629	16.336.080	29,00
Yapı Kredi Plaza	Levend -İstanbul	93000	14.310.000	25,00
Yalıkonaklar – Kemer Country	Göktürk - İstanbul	322500	22.380.194	39,00
Elit Residence	Şişli - İstanbul	40000	3.520.800	7,00
TOPLAM		İnşaat alanı 487129	18.435.000	100,00

Kaynak: Yapı Kredi Koray GYO 1999 Yılı Faaliyet Raporu

Yapı Kredi Koray GYO'nun portföy yapısı incelendiğinde yatırımların tamamının İstanbul'da olması dikkat çekicidir. Diğer bir özellik, portföy yapısının % 75'ini konut projelerinin oluşturuyor olmasıdır. Söz konusu konut projelerinin büyük bir bölümü İstanbul Göktürk beldesinde lüks villalar şeklinde geliştirilmiştir. Ayrıca son yıllarda beliren gereksinime karşı düşünülen kent içi rezidans tipi konut yapılarının İstanbul'daki ilk örneklerinden biri de Yapı Kredi Koray tarafından gerçekleştirilmektedir. Diğer GYO'larda da gözlediğimiz gibi, İstanbul'un finans merkezi Zincirlikuyu - Maslak hattı üzerinde Levent'te iş merkezi portföye dahil edilmiştir.

Grafik 5.4. Yapı Kredi Koray GYO Portföy Yapısının Ekspertiz Değerlerine Göre Dağılımı



Bu portföy dağılımında, şirketin aldığı bazı yatırım kararlarının etkisi olduğu gibi, son yıllarda gayrimenkul piyasasının ülke içerisindeki durumu da etkili olmuştur. Şirket yatırım kararlarına göre, portföyde sadece konut, alışveriş merkezi ve ofis yatırımlarına yer vermektedir. Sanayi, ticaret, sağlık ve eğitim tesisleri gibi projelerin, mülkiyeti ve kirasından çok, işletmesinin başarısı ile değer kazanacağı düşüncesi ve işletme konusunda da yeterli uzmanlığa sahip olmadıkları inancı, yönetim kurulunun bu tür projelerin portföyde yer almamasını benimsemesine neden olmuştur (Özkan, 2000).

Son yıllarda, İstanbul'da ofis binalarında boşluk oranının yüksek olması, kiralanmalarının riskli olması ve A tipi ofis binası inşaatlarının maliyetinin yüksek olması gibi etkenlerden dolayı, şirket bir süre için ofis binası projelerini ertelemiş durumdadır. Tamamlamış olduğu en prestijli proje olarak tanıtılan 1. Etap İstanbul-İstanbul Evleri'nin şirkete kazandırdığı tecrübe ve altyapı ile son dönemde Riva'da alınan 234000 m²'lik arazi üzerinde bu projenin yaklaşık 10 katı büyüklüğünde yeni bir konut projesine başlanmıştır. Bu projeye bölgede yeni bir kent yaratmak amaçlanmaktadır (Gülsün, 2000). Diğer yandan İstanbul İstanbul projesinin 100 ünitelik 2. Fazının gerçekleştirilmesi için çalışmalar yapılmaktadır.

Ancak Yapı Kredi Koray GYO, bu projeden sonra, yeni bir konut projesi yerine, alışveriş merkezi projelerini portföyüne eklemeyi düşünmektedir. Bu kararda, konut projelerinin portföyde kısa süre tutulabilir olması en önemli etkindir. Halka açık şirketler olan GYO'ların portföy değerlerinin yüksek olması büyük bir avantajdır.

Alışveriş merkezi ve ofis binalarının portföyde bulunması, onların sürekli kira geliri sağlaması ve portföy değerinin yüksek olması anlamına gelmektedir. Oysa konut projeleri belirli sürelerle şirket portföyünde kalmakta ve portföy değeri az görünmektedir (Özkan, 2000).

YKK GYO’da yatırım kararları alınırken şu süreçler izlenmektedir: Şirketin bedelini ödeyerek veya kat karşılığı olarak elde ettiği araziler, öncelikle arazinin incelenmesi, imar durumunun ve inşaat izninin tespit edilmesi, rakip pazarların araştırılması aşamaları için AR-GE’de ele alınmaktadır. Gerekli olan ilk fizibilite raporları hazırlandıktan sonra, bağımlı, bağımsız danışmanlardan ve şirketin üst düzey yetkililerinden oluşan Yönetim Kuruluna giren öneri halindeki proje, onaylandığı takdirde daha ayrıntılı çalışmalar yapılması için tekrar AR-GE’ye dönmektedir. Zemin etüdü vb. etüdler, yüksek maliyetli oldukları için projenin kesin kararı alındıktan çıktıktan sonra yapılmaktadır. Ardından Pazarlama ve Tasarım-Koordinasyon bölümünün beraber çalıştığı ürün tanımlaması ve proje geliştirilmesi aşaması başlamaktadır. Tasarım-Koordinasyon bölümünde proje geliştirilirken, daha önce AR-GE’de hazırlanan (arazi üzerinde yapılan analizler, topografya, yönlenme, rüzgar analizi vb.) şematize edilmiş çalışmalar kullanılmaktadır. Projelerde temel amaç araziden optimum düzeyde, ancak minimum maliyetle yararlanmak olarak belirlenmiştir (Gülsün, 2000).

Yatırım kararlarının alınmasında imar durumu, “arsa payı maliyetinin” (APM) değerlendirmeye alınması nedeniyle çok büyük önem taşımaktadır. Konut büyüklüğü ne kadar olursa, en yüksek oranlarda satışın yapılacağı gibi kriterler şirket için önemli olduğundan, APM fizibilite çalışmalarına doğrudan yansımakta ve projenin yapılıp yapılmamasına dair alınan son kararda da çok etkili bir rol oynamaktadır.

Projenin yatırım kararının alınması son aşamada çıkarılan fizibilite raporuna bağlıdır. Bu kararın olumlu olması fizibilitenin elemanları olan maliyet ile (arsa payı maliyeti ve inşaat payı maliyeti), gider ve gelirlerin birbirleri ile örtüşmeleri ile ilişkilidir. Örtüşme sağlanamazsa ve proje önemli bir prestij projesi değil ise, yapılması söz konusu değilken, eğer fizibilite elemanları örtüşüyor ise, proje gerçekleştirilir (Özkan, 2000).

Hedef kitlesini orta ve yüksek gelir grubundaki profesyoneller olarak belirleyen şirket bu gruba uygun fiyatlarla işlevsel konutlar sağlamak gibi bir misyonu üstlenmiştir. Bunu başardığını İstanbul İstanbul projesinin önemli başarısından anlamak mümkündür: 1999 sonu itibarıyla hedeflenen % 64 aşılarak 131 ünite satılmış ve 38.9 milyon dolar satış geliri elde edilmiştir. Bu başarı araştırma ve analiz temelli proje geliştirmekle birlikte Yapı Kredi Koray'ın adına duyulan güvenin sonucudur.

Profesyonel bir yönetici kadrosunun yanısıra araştırma ve iş geliştirme (research and business development) ile pazarlama ekipleri kurulmuş, bağımsız danışmanlara dayalı bir karar mekanizması geliştirilmiştir. Şirketin Araştırma–Geliştirme, Pazarlama–Satış, Finans–Muhasebe, Tasarım–İnşaat–Koordinasyon olmak üzere dört ana departmanı bulunmaktadır.

Bağımlı ve bağımsız danışmanların yanısıra, yabancı danışmanlar, özellikle yabancı mimarlık şirketleri tercih edilmektedir. İmar durumunun belirlenmesi, koruma alanlarının içinde bulunan arazilerle ilgili işlemler, imarsız alanların imarlarının alınması gibi durumlarda, genellikle belediye tecrübesi olan danışmanlarla çalışmaktadırlar. Özellikle 1/5000 planlar için yıllarca belediyelerde çalışmış, kadrolu bir personelleri bulunmaktadır (Gülsün, 2000).

Bu ana organizasyon yapısı dışında, her projeye göre kadrolarda değişiklik yapılmaktadır. Olabilecek en az kadro ile çalışmak bir ilke olarak benimsenmiştir. 2000 kasım ayı itibarıyla 35 kişinin çalıştığı şirkette ana departmanları; İnşaat–Tasarım–Koordinasyon: 4 kişi, AR–GE: (1 şehir plancısı ve 1 inşaat mühendisi olmak üzere) 4 kişi, pazarlama: 6 kişi, Finans: 6 kişi şeklinde dağılım göstermektedir.

5.1.5. EGS Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

EGS Grubu çok geniş bir alanda ekonomik faaliyet göstermektedir. Grubun özel bir işletim modeli bulunmaktadır ve bu model Harvard Üniversitesi İş İdaresi Okulu'nda ders olarak verilmektedir. Grup, 900 ortaklı bir ekonomik güçten oluşmaktadır. Faaliyetleri, özellikle tekstil üzerine olmak üzere uluslararası ticaret, finans hizmetleri, gayrimenkul geliştirme, ticaret, enerji dağıtımı ve elektronik ticaret olmak üzere çeşitlenmiştir. Bu faaliyetler gruba bağlı 23 şirket ile sürdürmektedir.

EGS GYO'nun ortaklık yapısı şöyledir: EGS Holding %40.36, Güçbirliği Holding %5.54, EGS Dış Ticaret %2.14, Vakıfbank %0.73, EGS Leasing %0.72, EGS Sigorta %0.29, diğerleri %1.52, halk %49.

EGS GYO, 18 Haziran 1996 tarihinde 100 milyar TL kuruluş sermayesi ile kurulmuştur. Aralık 1999 itibariyle ödenmiş sermayesi 10 trilyon TL, kayıtlı sermayesi ise 75 trilyon TL'dir. Şirketin % 49'u 5 Mart 1998 tarihinde halka arz edilmiştir. 1999 yılı karı 12,5 trilyon TL olarak açıklanmıştır. Bu rakam Türkiye'deki GYO'lar arasında en büyük 2. kara karşılık gelmektedir. İstanbul projesinin gerçekleşmesiyle 2000 yılında karına ayrıca 90 milyon dolar daha artış beklenmektedir. 1999 ilk 3 ay net karı geçen 1998'in aynı dönemine göre % 706.6 artmıştır. Net aktiflere bakıldığında Türkiye'de faaliyet gösteren GYO'ların toplam net aktiflerinin yaklaşık olarak yarısı EGS GYO'ya aittir.

Şirketin hedefleri aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- ❑ Yenilikçi ve yaratıcı yönetim kadrosuyla uluslararası alanda tanınan bir gayrimenkul geliştiricisi olmak,
- ❑ Başarılarının sürekliliğini sağlamak,
- ❑ Yeni projelere hazırlıklı olmak,

EGS GYO büyüme stratejisini net olarak şöyle ortaya koymaktadır:

- ❑ Profesyonel yönetim
- ❑ Güçlü ortaklık yapısı
- ❑ Çalışanların işbirliği

Daha detaylı olarak stratejileri şöyle sıralanabilir:

- ❑ Lüks konut yerine ticari değeri ağır basan yatırımlara odaklanmak.
- ❑ Kiraladığı ticari gayrimenkulleri elinde tutmak.

- ❑ Finanse ettiği alışveriş merkezlerinin isimlerini EGS Park koyar ve konumlandıkları alanda bir nirengi noktası oluşturmalarına dikkat eder.
- ❑ Profesyonel yönetim, güçlü ortaklık yapısı ve işbirliği çerçevesinde büyüme sağlar.
- ❑ Dünyada gayrimenkul sektörünün geçirdiği değişimlere ayak uydurur.
- ❑ Geri dönüşü 6 yıldan az olacak büyük ölçekte projelere yatırım yapar.
- ❑ Orta dönemde bazı kentlerdeki talep fazlası imkanını kullanmak.
- ❑ Farklı coğrafi bölgelerde ağırlıklı olarak toptancı siteleri ve alışveriş merkezleri olmak üzere katma değerli projeler üzerine odaklanmak.

Şirketin güçlü yanları ise şöyle sıralanmaktadır:

- ❑ Türkiye’de hızla büyüyen gayrimenkul sektörüne odaklanmış olması,
- ❑ Geri dönüşü 6 yıldan az olan büyük ölçekli gayrimenkul projelerine yatırım yapması,
- ❑ Kapasiteli ve yetenekli yöneticileri,
- ❑ EGS grubu.

Toplam portföy değerı ve gayrimenkullerinin ekspertiz değerleri incelendiğinde sektörün en büyük GYO’sudur. Aralık 1999 itibariyle yaklaşık 190 trilyon TL’lik portföy değerine karşılık, 290 trilyon TL’lik gayrimenkul ekspertiz değerine sahiptir. Aşağıda şirketin portföyü kısaca değerlendirilecektir:

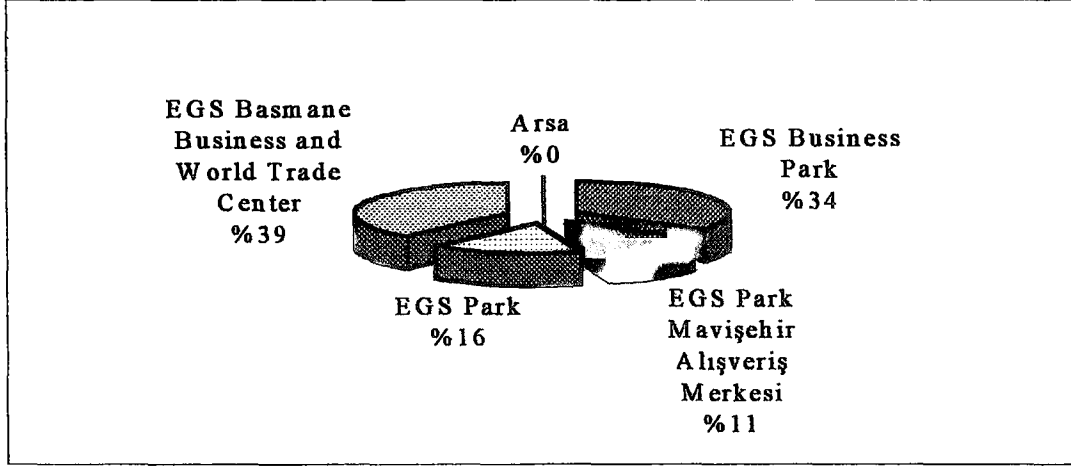
Tablo 5.6. EGS GYO Gayrimenkul Portföyü Yapısı

GAYRİMENKUL	YER	İNŞAAT ALANI (M2)	EKSPERTİZ DEĞERİ (MİLYON TL)	PORTFÖY İÇİNDEKİ ORANI (%)
EGS Business Park	Yeşilköy – İstanbul	96000	108.000.000	34,00
EGS Park Mavişehir Alışveriş Merkezi	İzmir	110587	33.939.000	11,00
EGS Park	Denizli	43775	50.337.180	15,50
EGS Basmane Business and World Trade Center	İzmir	163143	121.446.000	39,00
Arsa	İzmir	101051	135.540	0,50
TOPLAM		İnşaat alanı 413505 Parsel alanı 101051	313857720	100,00

Kaynak: EGS GYO 1999 Yılı Faaliyet Raporu

EGS GYO'nun portföy yapısı incelendiğinde İstanbul (% 34), İzmir (% 50,5) ve Denizli'ye (15,50) dengeli bir şekilde dağıldığı gözlenmektedir. Ege Bölgesi, yatırımların % 66'sına ev sahipliği yapmaktadır. Bunda şüphesiz EGS Holding'in ana faaliyet bölgesi olması etkilidir. Diğer bir özellik, portföy yapısının tamamının ticari komplekslere ayrılmış olmasıdır. Bu da EGS Grubu'yla doğrudan ilişkili bir tercihtir. EGS GYO'nun amaçları arasında grup iştirakçilerinin ticari faaliyetlerini artırabileceği olanakların sağlanacağı ticari yapıların inşa edilmesinden bahsedilmektedir. Şirketin Ege Bölgesi iş adamları tarafından kurulmuş olması ve bu ortakların pek çoğunun tekstil ağırlıklı çalışmalarının bulunması, yatırımların Ege Bölgesi'ne kaymasında etken olduğu gibi, mağaza ihtiyaçları da alışveriş merkezlerini gündeme getirmiştir. Yapmış oldukları İstanbul dışındaki yatırımlar, kentlerin sosyal yaşantılarına yeni boyutlar katarken, büyük ekonomik hareketlilik sağlamıştır (Hepgüldal, 2000).

Grafik 5.5. EGS GYO Portföy Yapısının Ekspertiz Değerlerine Göre Dağılımı



Diğer yandan EGS GYO'nun portföyünde yer alan gayrimenkullerin 4'ü, Türkiye'de GYO'ların finanse ettikleri en büyük ilk 5 gayrimenkul projesi arasında yer almaktadır. Diğer GYO'larda gözlediğimiz İstanbul'un finans merkezi Zincirlikuyu - Maslak hattı üzerinde proje geliştirme eğilimi EGS GYO için geçerli değildir. Aslen İstanbul 1/50000 Nazım Planı'na göre "gelişmesi dondurulacak bölge" olarak belirlenmiş bu alan yerine, yine Nazım Plan'ın "finans merkezi" olarak belirlediği İkitelli Bölgesi içinde yer alan Yeşilköy'de Türkiye'nin en büyük iş merkezi kompleksi tamamlanmak üzeredir. Şirketin faaliyet raporuna göre, EGS projeleri diğer GYO'lara göre daha iyi planlanmış, yerseçimleri daha iyi yapılmış ve daha organize yürütülmüş projelerdir.

Bunlara ilaveten 4 adet yeni proje geliştirilmektedir. Farklı coğrafi bölgelerde ağırlıklı olarak toptancı siteleri ve alışveriş merkezleri olmak üzere katma değerli projeler üzerinde durulmaktadır. Bu projelerden sonra konut üzerinde çalışmayı düşünmekte olan şirket, alışveriş ve iş merkezi talebinin bir süre için de olsa doyduğuna inanmaktadır.

EGS GYO kendisini profesyonelliğin gerektirdiği özelliklerin ve uygulanması gereken tekniklerin farkında bir şirket olarak tanıtmaktadır. Portföyün pazarlanması ve yönetimi konusunda uzman kadroların deneyiminden faydalanmak için Amerikan emlak yönetim firması olan Trammel Crow ile işbirliğine girmiş. EGS GYO bünyesinde çok farklı disiplinlerde uzmanlık sahibi toplam 70 personel çalışmaktadır. Bünyelerinde şehir plancısı çalışmamakta ancak özel bir şehircilik firması da danışman olarak kullanılmaktadır. Çok geniş bir kadrosu olmasına karşın, danışman şirketlerden

de destek alınmaktadır. Çalışanlar dönem içerisinde uygulanan projelere göre bölgelere dağılmaktadır.

5.1.6. Osmanlı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

Osmanlı Bankası ülkenin en eski bankası olarak önemli bir gayrimenkul portföyüne sahiptir. Bu portföyün en önemli özelliği oldukça geniş bir coğrafi alana ve niteliksel yelpazeye dağılıyor olmasıdır. Ülkenin çeşitli yerlerinde bankanın binaları, depoları, arsaları vb. bulunmaktadır. Dolayısıyla bankanın sürekli bir kira getirisi bulunmaktadır. Osmanlı GYO Osmanlı Bankası'nın öncülüğünde kurulmuş ve ilk etapta bankanın gayrimenkullerine yatırım yaparak yatırımcısını sürekli kira geliri ve hızlı değer kazanımı ikilisinin bir bileşkesinden yararlandırmayı düşünmüştür. Bu şekilde sağlam ve riskten uzak ancak piyasa koşullarında yatırımcının kazançlı olabileceği bir getiri imkanı amaçlanmıştır.

25 Temmuz 1997 tarihinde 250 milyar sermaye ile kurulan Osmanlı GYO'nun ortaklık yapısı, Osmanlı Bankası % 50.9796, Doğu Holding % 0.0051, Garanti Holding % 0.0051, Ana Yatırım % 0.0051, Doğu Yatırım ve Ticaret % 0.0051 ve halka arz % 49 şeklinde dağılım göstermektedir. Aralık 1999 itibariyle kayıtlı sermayesi 50 trilyon TL'ye, ödenmiş sermayesi ise 5 trilyon TL'ye ulaşmıştır. Halka arz 19-20 Mart 1998 tarihlerinde 1350 TL birim fiyat üzerinden yapılmıştır. Ocak 1999'da ödenmiş sermaye % 900 oranında artırılmış, hisse senetlerinin % 840'i bedelli dağıtılarak 4 trilyon 200 milyar gibi önemli bir fon toplanmıştır.

Osmanlı GYO'nun kuruluş amacı; gayrimenkul alanında iyi yönetilen, yatırımcısına sürdürülebilir ve iyi getiri sağlayan, riski en aza indirgeyen, kendi alanında uzman bir şirket olmak olarak açıklanmıştır.

Bu amacın gerçekleşmesi için geliştirilmiş stratejiler de şöyle sıralanabilir.

Şirket:

- ☐ Yatırımcılarına getiri sağlayacak,
- ☐ Riski muhafazakar yönetim prensipleri ölçüsünde mümkün olduğunca sınırlayacak ve dağıtacak,

- ❑ Banka gayrimenkulleri dışındaki gayrimenkullere de yatırım yapacak,
- ❑ Tamamlanmış,
- ❑ Değerli ve
- ❑ Büyük ölçekli gayrimenkullere yatırım yapılacaktır.

Osmanlı GYO'nun 1999 yılı karı yaklaşık 275 milyar TL olarak açıklanmıştır. Şirketin gelirleri kira gelirleri ile faiz gelirlerinden oluşmaktadır. 1999 yılı içerisinde toplanan kira getirisi 438 milyar TL'dir.

Toplam portföy değeri 7,5 milyar, portföyünün ekspertiz değeri ise 5 milyar civarındadır. Bu üç rakam açısından değerlendirildiğinde Osmanlı GYO Türkiye'nin en küçük gayrimenkul yatırım ortaklığı şirkettir. Aşağıda şirketin portföyü kısaca değerlendirilecektir:

Tablo 5.7. Osmanlı GYO Gayrimenkul Portföyü Yapısı

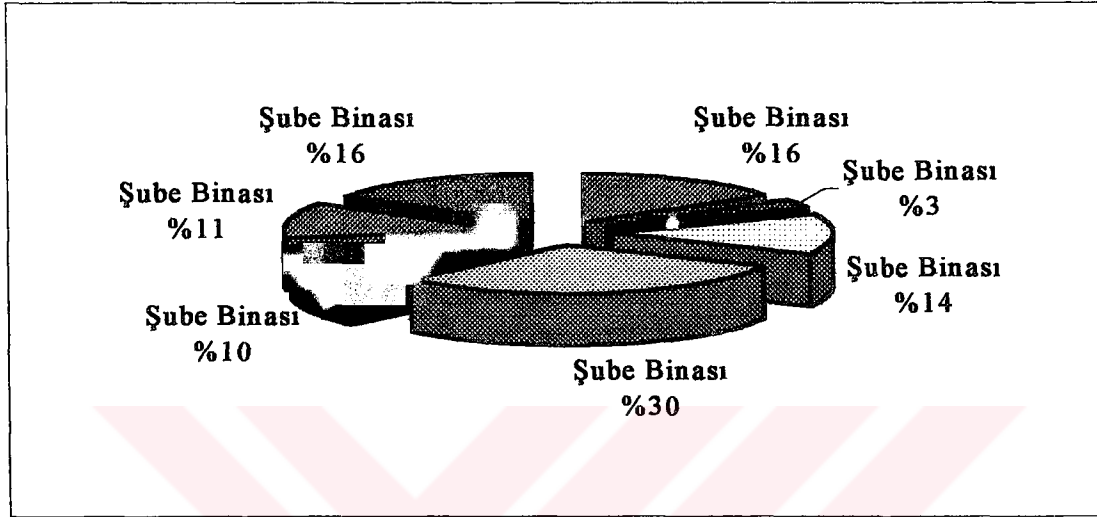
GAYRİMENKUL	YER	İNŞAAT ALANI (M2)	EKSPERTİZ DEĞERİ (MİLYON TL)	PORTFÖY İÇİNDEKİ ORANI (%)
Şube Binası	Nişantaşı – İstanbul	350	775.000	15,63
Şube Binası	Çamdibi - İzmir	285	142.000	2,87
Şube Binası	Şişli - İstanbul	1160	686.000	13,85
Şube Binası	Taksim - İstanbul	1350	1.500.000	30,28
Şube Binası	Levent - İstanbul	374	493.500	9,96
Şube Binası	Osmangazi - Bursa	645	568.500	11,48
Şube Binası	Yenişehir - Ankara	310	789.000	15,93
TOPLAM		İnşaat alanı 4474	4.954.000	100,00

Kaynak: Osmanlı GYO 1999 Yılı Faaliyet Raporu

Osmanlı GYO'nun portföy yapısı incelendiğinde İstanbul ağırlıklı olmak üzere çeşitli illere dağılmış şube binalarından oluştuğunu görmekteyiz. Dolayısıyla portföy yapısının tamamının ticari komplekslere ayrılmış olmasıdır. Bu da Osmanlı Bankası ile

doğrudan ilişkili bir tercihtir. 2000 yılı içerisinde portföye Antalya’da bir iş ve alışveriş merkezi katılmıştır. 9000 m2’lik inşaat alanına sahip 2000 yılı içinde tamamlanmış olan Antalya 2000’in % 58’i 4 milyon 700 bin dolara satın alınmıştır. Bu yatırım ile toplam portföy değeri de yaklaşık 7,5 trilyon olmuştur.

Grafik 5.6. Osmanlı GYO Portföy Yapısının Ekspertiz Değerlerine Göre Dağılımı



Nisan 2000 tarihinde Osmanlı GYO Yönetim Kurulu Pera Yapı Sanayi ve Ticaret A.Ş. ile birleşme kararı almıştır. Adı geçen şirketin bütün aktif ve pasifi bu birleşme sonucunda devir alınacaktır. Söz konusu aktif ve pasif içinde yer alan İstanbul Maslak'ta bulunan 44 dönümlük arsanın Osmanlı GYO'nun gayrimenkul portföyüne dahil olması hedeflenmektedir. Bu arsa 2000 yatırım planı içinde yer alacak ve yapılacak % 200 bedelli sermaye artışı ile finanse edilecektir. Bu arsa üzerinde yaklaşık 100000 m2 bir ticari alan düşünülmektedir.

Şirketlerin kurulma aşamasında kabul ettikleri yatırım stratejileri olsa da, bunlar, şirketteki gelişmelere, ekonomik süreçlere bağlı olarak zaman içerisinde değişebilmektedir. Bugün Osmanlı GYO'da izlenen şirket stratejisinin ilk aşaması olan, hazır gayrimenkullere yatırım yaparak, bunlardan sabit kira geliri elde etmek ve şirketin kuruluş giderlerini karşılamak, tamamlanmış durumdadır. Osmanlı Bankası'nın değeri yüksek olan şubeleri portföye alınmış ve bunlardan döviz bazında kira geliri elde edilmeye başlanmıştır. Şirketin bundan sonraki stratejisi, yüksek rant getiren projeler bazında yatırımlar yapmaktır. Bu aşamada şirket projeyi hazırlayacak, elde ettiği birimleri kiralayacak ya da satacak ve büyük kazançlar elde edecektir. Maslak'ta

alınan büyük bir arazi üzerine, ticaret merkezi projesi bu kapsamda düşünülebilir (Dağlı, 2000).

Şirket şimdiye dek sürekli bir proje çalışmasında yer almadığı için, kadrosunda uzmanlaşmaya yönelmemiştir. Proje geliştirme ile mali ve hukuksal konularda, danışmanlık şirketlerinden destek almaktadır. Yerseçimi kararlarında da bu şirketlerin raporları esas kabul edilmektedir. Aralık 1999 itibariyle şirkette çalışan sayısı 6'dır. Personel yapısı, Genel Müdür ile birlikte muhasebe uzmanı ve SPK ve benzeri ilişkileri yürüten uzman olmak üzere 3 ekonomist, AR-GE hizmetlerini yürüten 1 şehir plancısı ile 1 sekreter ve 1 hizmetliden oluşmaktadır. Danışmanlık hizmetleri için resmi anlamda sürekli bir kadro kurulmamıştır. Gerekliği takdirde ilişkiye geçilen 1 hukuk danışmanı, aylık sözleşmeli 1 vergi danışmanı ve yıllık anlaşmalı 1 mali danışman ile çalışılmaktadır. Bunlara ilaveten her türlü danışmanlık hizmeti gerektiğinde Osmanlı Bankası'ndan da alınabilmektedir (Dağlı, 2000).

5.1.7. İhlas Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

İhlas GYO, IMKB'de işlem gören 4 ayrı şirketi olan Türkiye'nin en büyük 10 holdingi arasına girmiş İhlas Holding şirketlerinden birisidir. İhlas Holding'in faaliyet gösterdiği çeşitli alanlardan bir tanesi de inşaat sektörüdür. İnşaat sektöründe grubu İhlas İnşaat ve İhlas Yapı adlı iki şirket temsil etmektedir. Bu iki şirketin 12 yıllık geçmişinde gerçekleştirdiği toplam değeri 650 milyon dolar, toplam inşaat alanı 1.250.000 m²'yi bulan projeler şunlardır: 6170 daire ve villadan oluşan 3 toplu konut projesi (İhlas Yuva Evleri, İhlas Marmara Evleri 1. ve 2. Etap), 2640 devre mülk dairesi Armutlu Tatil Köyü, Kuzuluk Kaplıca Evleri), eğitim ve sağlık binaları (Türkiye Gazetesi Hastanesi), TV stüdyoları (TGRT TV ve Radyo, Bahçelievler TV Stüdyoları) ile prestij binaları kapsamında sayılabilecek ticaret merkezleri ve oteller (İhlas Holding Merkez Binası).

İhlas GYO 23 Aralık 1997'de 10 milyon dolarlık gayrimenkul portföyü ile kurulmuştur. Aralık 1999 itibariyle ödenmiş sermayesi yaklaşık 6 trilyon, kayıtlı sermayesi de 10 trilyondur. Şirketin hisselerinin % 49'u 1 Aralık 1999 tarihinde 2050 TL birim fiyattan halka arz edilmiştir.

İhlas GYO Ağustos 1999'da NAREIT'e kurumsal olarak üye olan ilk ve tek Türk GYO ünvanını almıştır. Dolayısıyla ABD'ye kendini ve Türk gayrimenkul sektörünü tanıtmaya misyonu üstlenmiştir. NAREIT'ın eğitim ve bilgi alanından ve tecrübelerinden faydalanmaktadır. Buna ilaveten Şubat 2000'de ULI (Urban Land Institute) ve FIABCI (International Real Estate Federation - USA Chapter) üyelik işlemlerini tamamlamıştır. Global pazar koşullarında uluslararası yatırımcılarla çalışmak başarı için ana ilkesidir. Şirketin birer strateji olarak da benimsediği avantajları şöyle sıralanabilir:

- ❑ Güçlü ortaklık yapısı,
- ❑ Hızlı ve karlı satış performansına bağlı projeleri,
- ❑ Projelerin artan pazar değerleri,
- ❑ Profesyonel portföy yönetimi,
- ❑ İnşaat kalitesi,
- ❑ Dengeli ve çeşitlendirmiş portföy dağılımı.

İhlas GYO'nun kuruluş hedefleri aşağıdaki gibi açıklanmaktadır:

- ❑ Yeni projeler geliştirmek üzere yerli ve yabancı ortaklarla anlaşmalar yapmak,
- ❑ Depreme dayanıklı malzeme ve en son teknoloji kullanılarak yeni yerleşim merkezleri inşa etmek,
- ❑ Toplumun bütün kesimlerine hitap etmek,
- ❑ Karlılığını artırmak ve yatırımcıların riskini azaltmak amacıyla dengeli bir portföy yapısına sahip olmak,
- ❑ Gelişmiş pazarlarla bilgi transferi ve iletişim içerisinde bulunmak
- ❑ Türkiye'deki gayrimenkul sektöründeki potansiyel hakkında uluslararası yatırımcılara bilgi aktarmak.

Bu hedefleri gerçekleştirmek için geliştirilmiş stratejiler ve belirlenmiş faaliyet alanları şunlardır:

- ❑ Gayrimenkul sertifikaları, konut kredileri karşılığında ihraç edilen varlık dayalı menkul kıymetler gibi menkul kıymetleri ve diğer sermaye piyasası araçlarını alıp satar.
- ❑ Ofis, konut, iş merkezi, alışveriş merkezi, hastane, otel, ticari depo, ticari park gibi gayrimenkulleri alır satar.
- ❑ Alım satım karı elde etmek ya da proje geliştirmek amacıyla arsa ve araziler alır.
- ❑ Gayrimenkule dayalı projelere mülkiyetlerini edinmek ya da yapı hakkı kurmak suretiyle yatırım yapar.
- ❑ Yap-işlet-devret modeliyle oluşturulacak projeleri gerçekleştirir.
- ❑ Yurt dışındaki gayri menkulleri alır satar.
- ❑ Gayrimenkule dayalı yabancı menkul kıymetlere yatırım yapar.
- ❑ Uluslararası piyasada etkili, yerli ve yabancı REIT benzeri kurumlarla işbirliğine gider.

1999 yılı 685 milyar olarak açıklanan şirketin gayrimenkullerinin ekspertiz değeri 20 trilyon civarındadır. Aşağıda İhlas GYO'nun portföyü kısaca değerlendirilecektir:

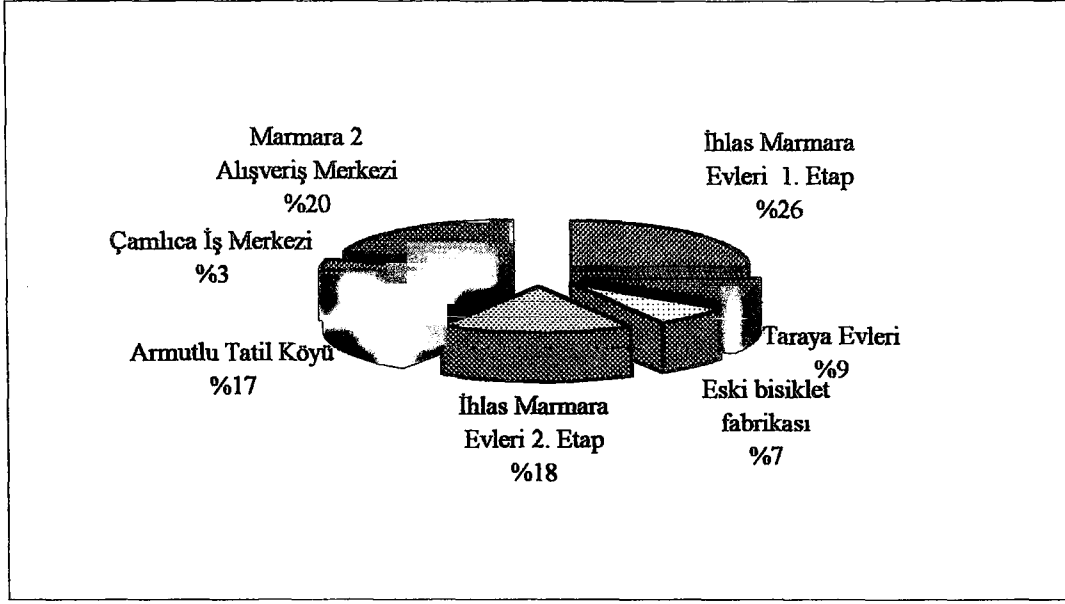
Tablo 5.8. İhlas GYO Gayrimenkul Portföyü Yapısı

GAYRİMENKUL	YER	İNŞAAT ALANI (M2)	EKSPERTİZ DEĞERİ (MİLYON TL)	PORTFÖY İÇİNDEKİ ORANI (%)
İhlas Marmara Evleri 1. Etap	Beylikdüzü – İstanbul	414030	4.881.060	25,00
Taraya Evleri	Tarabya - İstanbul	1112	1.822.500	9,00
Eski bisiklet fabrikası	Bornova - İzmir	?	1.366.200	7,00
İhlas Marmara Evleri 2. Etap	Beylikdüzü - İstanbul	262320	3.557.520	18,00
Armutlu Tatil Köyü	Armutlu - Bursa	132104	3.245.400	17,00
Çamlıca İş Merkezi	Çamlıca - İstanbul	6000	683.100	4,00
Marmara 2 Alışveriş Merkezi	Beylikdüzü - İstanbul	10000	3.987.900	20,00
TOPLAM		İnşaat alanı 825566	19.543.680	100,00

Kaynak: İhlas GYO 1999 Yılı Faaliyet Raporu

İhlas GYO'nun portföy yapısı incelendiğinde İstanbul kenti % 76 ile ağırlıklı yatırım tercihi olarak öne çıkmaktadır. Şirketin portföy yapısının dengeli bir şekilde çeşitlendirildiği görülmektedir. Bu çeşitlilik hem coğrafi, hem de fonksiyonel anlamda geçerlidir. Toplam inşaat alanına bakıldığında şirketin büyük projelere imza attığı düşünülebilir ancak, GYO payı bu projelerde oldukça düşüktür. Özellikle İhlas Holding'in elindeki Marmara Evleri'nin beklenen satış potansiyelini gerçekleştirememiş olması sonucu toplam 250 civarında konutun GYO'ya satıldığı belirtilmelidir. Bu tarz bir kullanım GYO'ları paravan şirketten öteye götüremeyecektir. Kısaca İhlas GYO hiç de karlı olmayan bir yatırım yapmış ve şu anda bu konutların cüzi kiralalarıyla yetinmek durumunda kalmıştır. Diğer yandan İhlas GYO'nun pozitif bir diğer yönü de Tarabya'da girişmiş olduğu restitüsyon çalışmasıdır. Bu anlamda koruma planlaması açısından GYO'ların bir finansal araç olabileceği kanıtlanmış olmaktadır.

Grafik 5.7. İhlas GYO Portföy Yapısının Ekspertiz Değerlerine Göre Dağılımı



2000 yılı itibariyle üzerinde çalıştıkları projeler arasında en önemlisi Güzel Şehir Projesidir. İstanbul'un Batı Marmara seridindeki TEM Otoyolu ile E5 Karayolu arasında yer alan Güzelce'de 700.000 m2 arazi üzerinde değişik büyüklük ve tasarımlarda townhouse'lar şeklinde düşünülmüştür. Proje şu anda planlama ve tasarım aşamasında bulunmaktadır. Projenin sahibi İhlas Holding'tir. İhlas GYO doğrudan satın alma yada öz sermayeye ortak olma yoluyla pay sahibi olacaktır. Proje 800 adet depreme dayanıklı konut ve sosyal tesislerden oluşmaktadır. Diğer bir proje de İstanbul Ümraniye, Çekmeköy'de gerçekleştirilmektedir. 26125 m2 alan üzerine 21 villadan oluşmaktadır. Proje planlama ve tasarım aşamasındadır.

İhlas GYO, Gayrimenkul Ekspertiz ve Değerleme A.Ş.'nin yanı sıra, finans, mimarlık, hukuk ve mühendislik dallarında uzman 4 ayrı danışmanla çalışmaktadır. Bunlara ilaveten sürekli olarak 3 muhasebe, 3 finans elemanı, 1 mimarlık ve teknoloji, 1 idari ve hukuk elemanı, 1 yönetici analist, 1 halkla ilişkiler uzmanı olmak üzere toplam 10 uzman, 1 genel müdür ve 1 genel müdür yardımcısı, toplam 12 kişiyi istihdam etmektedir.

5.1.8. Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı

Alarko şirketler topluluğu, 1954 yılında kurulmuş olan bir endüstri ve ticaret grubudur. Bünyesinde yaklaşık 3000 kişi çalışmaktadır. Başlıca faaliyet alanları,

taahhüt, arazi geliştirme ve inşaat, sanayi ve ticaret, enerji, turizm ve gıdadır. Arazi değerlendirme grubu içerisinde, Alsim Alarko Sanayi Tesisleri ve Ticaret A.Ş.'nin önemli projeleri arasında Alsit Vilları – Büyükdere, Alkent Uyduşehir – Etiler, Alkent 2000 – Büyükçekmece, Yıldız Sitesi – Çırağan, Naciye Sultan Sitesi – Ortaköy, Dört Mevsim Evleri – Sarıyer, Prenses Atiye Sultan Sitesi – Feneryolu, Albeach Golf Hotel – Belek, Hillside Beach Club – Fethiye, Maslak İş Merkezi – Maslak, Osmanlı Bankası Genel Müdürlüğü - Ayazağa yer almaktadır. Arazi değerlendirme grubunun bir önemli ayağı da GYO'dur. Alarko GYO, 1978 yılında kurulmuş bir Alarko şirketinin GYO'ya dönüştürülmesi ile kurulmuştur.

Alarko GYO 6 Ağustos 1999 tarihinde 2 milyar TL sermaye ile kurulmuştur. Aralık 1999 itibarıyla kayıtlı ve ödenmiş sermayeleri 2,5 trilyon TL'dir. Ödenmiş sermayesi 2 trilyondan 2.5 trilyona 1999 yılında artırılmıştır. 19-20 Aralık 1996 tarihlerinde Türkiye'de ikinci şirket olarak 4100 TL hisse başına birim fiyat ile % 49'u halka arz edilmiştir. 1999 yılındaki kayıtlı sermayesi ile sektörün en küçük şirketidir.

Alarko GYO amacını; fonları yeni yatırımlara sevk ederek, hem karlılığı sağlamak, hem de şirketin net varlık değerini artırmak şeklinde belirlemiştir.

Bu amacı gerçekleştirmede kullanacağı stratejiler de aşağıdaki gibidir:

- ❑ Alarko topluluğunun geliştirdiği projelere yatırım yaparak ya da topluluk şirketlerinin elindeki gayrimenkulleri satın alarak kira geliri elde etmek.
- ❑ Gelişen yörelerde artış potansiyeli bulunan proje ve gayrimenkullere yönelmek.
- ❑ Alarko arazi geliştirme grubunun Alkent 2000 benzeri projelerine öncelik vermek.
- ❑ Projeler çeşitlendirilerek, dengeli ve riski düşük bir gayrimenkul portföyü oluşturmak.
- ❑ Gayrimenkullerin değer artışından yararlanmak öncelikli amaç olacak, kira geliri elde etmek ikincil olarak düşünülecektir.
- ❑ Geliştirilmekte olan gayrimenkul projelerine ilk aşamalarda yatırım yaparak, projelerdeki yüksek getiriden yatırımcısını vergiden muaf olarak yararlandırmak.

- ❑ Projelerin gelişiminde Alarko şirketler topluluğu ile olan yakın ilişkileri sürdürmek.
- ❑ Portföydeki birimlerin satış stratejisi ve zamanlamasını en uygun şekilde yapmak.
- ❑ Karlılığı ön planda tutmak.
- ❑ Başarılı nakit yönetimi ile fonların artırılması ile yeni yatırımlara kaynak yaratmak.

1999 yılı net karı yaklaşık olarak 17 trilyon TL'dir. 1999 yılında bir önceki yıla göre net karı TL bazında %156, dolar bazında % 48 artmıştır. Bu dönemde şirketin değerini gösteren net aktif değeri de dolar bazında % 39 artmıştır. Bunlara ilaveten 1999 yılı net kar bakımından sektörün en karlı şirketi olmuştur.

Şirketin toplam portföy değeri 40 trilyon TL, gayrimenkullerinin ekspertiz değeri ise yaklaşık 20 trilyon TL'dir. Bu rakamlardan da anlaşılabileceği gibi şirketin elinde çeşitli projelerde kullanılabilecek önemli bir fon bulunmaktadır. Aşağıda Alarko GYO'nun portföyü kısaca değerlendirilecektir:

Tablo 5.9. Alarko GYO Gayrimenkul Portföyü Yapısı

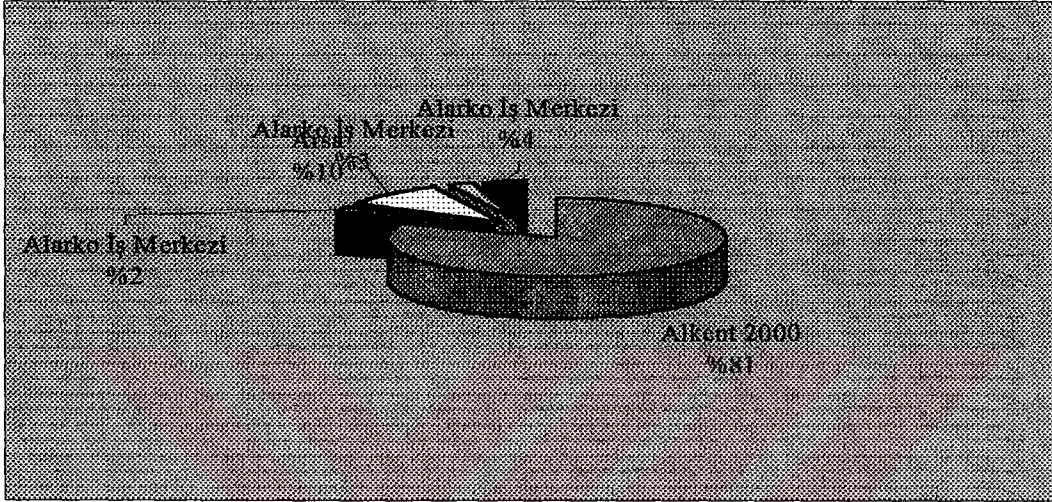
GAYRİMENKUL	YER	İNŞAAT ALANI (M2)	EKSPERTİZ DEĞERİ (MİLYON TL)	PORTFÖY İÇİNDEKİ ORANI (%)
Alkent 2000	B. Çekmece – İstanbul	?	15.672.874	81,00
Alarko İş Merkezi	Beyoğlu - İstanbul	2000	436500	2,00
Arsa	Güzelbahçe - İzmir	121586	1980990	10,00
Alarko İş Merkezi	Karaköy - İstanbul	3000	519839	3,00
Alarko İş Merkezi	Ankara	1887	785565	4,00
TOPLAM		İnşaat alanı ? Parsel alanı 121586	19.395.708	100,00

Kaynak: Alarko GYO 1999 Yılı Faaliyet Raporu

Alarko GYO'nun portföy yapısı incelendiğinde Alkent 2000'in çok ağırlıklı bir pay aldığı görülmektedir. Alarko'nun ofis binaları ile de birleştirilince portföy toplamının % 90'i Alarko Holding'e bağımlılığı simgelemektedir. İhlas GYO'da yaşanan sorunun

bir benzeri burada da geçerli olabilir. Unutulmamalıdır ki GYO'lar yatırımcılarından topladıkları fonları en iyi şekilde değerlendirmekle yükümlüdürler. Gerçi Alarko 2000'in satışları gerçekten başarılıdır ancak bu bir alışkanlık haline dönüşür ise başarısız projelerin yatırımcıyı zor durumda bırakacağı, bunun da uzun vadede GYO'nun zararına olacağı unutulmamalıdır.

Grafik 5.8. Alarko GYO Portföy Yapısının Ekspertiz Değerlerine Göre Dağılımı



Alarko 2000 projesinin mimarları ABD'lidir. Bağımsız denetleme kuruluşu Denge Denetim Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş.'dir.

5.2. SPK'ya Kayıtlı GYO'ların Kaynağı Oldukları Gruplara Ve Kuruluşlarına Göre Değerlendirilmesi

SPK'ya kayıtlı 8 GYO'nun 4'ü holdinglerden, 4'ü ise bankalardan türeyen anonim şirketler olarak kurulmuşlardır. Bu bölümde bunlar banka kökenli ve holding kökenli GYO'lar olarak ele alınacaklar. Bunların bir kısmı varolan şirketlerin birleşmesi ve/ya da dönüşmesi, bir kısmı da yeni kuruluş olarak karşımıza çıkmaktadır.

Banka kökenli GYO'ların kayıtlı sermayesi, holding kökenlilerin yaklaşık olarak 6 katıdır. Ödenmiş sermayelere bakıldığında da benzer bir portre ile karşılaşılır; oran bu kez 1'e 4'tür. Bu anlamda fon açısından bakıldığında banka kökenli GYO'ların holding kökenli GYO'lara göre daha büyük oldukları söylenebilir.

1999 yılı açıklanmış karları baz alınarak karlılık oranlarına bakıldığında önceki sütunda elde ettiğimiz bulgular tersine döner. Buna göre holding kökenli GYO'lar 1999 yılında banka kökenli GYO'lara göre 3 kat daha karlı işletilmişlerdir. 1'e 3'lük oran yaklaşık olarak portföy değeri ve gayrimenkullerin toplam ekspertiz değerleri açısından da sürmektedir. Bu bağlamda 1999 yılı ve portföy tabloları itibariyle holding kökenli GYO'lar banka kökenlilerden daha büyük ve karlı işletilen şirketler olarak öne çıkmaktadırlar. Ancak bu karlılığın holdinglerin bünyelerinde barındırdıkları inşaat şirketlerinin mevcut projelerinden de etkilendiğinin altı çizilmelidir.

Diğer yandan yukarıda şirket bilgileri içerisinde detaylı olarak incelenen portföy yapılarının ilişkileri de şirketin kaynağı olan gruplara göre değerlendirilebilir. Buna göre Yapı Kredi Koray GYO dışında banka kaynaklı GYO'ların gayrimenkul portföylerinin neredeyse tamamının ticari yapı statüsünde olduğu görülmektedir. Bu grupta bulunan Yapı Kredi Koray GYO ise üst gelir gruplarına hitap eden lüks konut projelerine portföyünde % 75 gibi bir yer açmıştır. Toplam rakamlar ele alındığında holding kaynaklı GYO'ların portföylerini çeşitlendirdikleri söylenebilir. Ancak kendi aralarında bir uzmanlaşmaya doğru yönelme eğiliminde oldukları da belirtilmelidir. Öyle ki EGS GYO –ki GYO'ların toplam portföy değerlerinin neredeyse yarısına sahiptir- tamamiyle ticari yapılar üzerine yönelirken, Alarko ve Nuro'l'un konut üzerinde yoğunlaştıkları gözlenmektedir. Bu anlamda en dengeli ve çeşitlendirilmiş portföy tablosu İhlas GYO'da görülmektedir.

Portföylerin yer seçimleri incelendiğinde beklendiği gibi ağırlığın İstanbul'da bulunduğu gözlenmektedir. Ancak İzmir ve Ankara'daki yatırımlar da önemli değerlerdedir. Bu illerin dışında Denizli, Antalya, Bursa ve Bodrum yatırım yapılan diğer yerleşmeler olarak göze çarpmaktadır. Banka kaynaklı GYO'ların genel olarak İstanbul eğilimi daha kuvvetliken, özellikle EGS GYO'nun etkisiyle holding kaynaklı GYO'ların portföylerini coğrafi anlamda daha geniş bir alana yaydıkları gözlenmektedir. Bunda bağlı bulundukları grubun faaliyet gösterdiği alanlara yatırım yapma eğilimi belirleyici olmaktadır.

[illegible]

5.3. SPK'ya Kayıtlı GYO'ların Amaç, Hedef ve Stratejiler Bazında Değerlendirilmesi

Şirketler bazında yaptığımız değerlendirmede her bir şirketin amaç, hedef ve stratejilerini kendilerini tanıttıkları dökümanlardan ve yapılan mülakatlarla destekleyerek açıklamıştık. Ayrıca SPK Tebliği çerçevesinde GYO'ların Türkiye'de hangi amaçlarla kurulabileceği ve bu amaçlara ulaşabilmek için belirlenmiş faaliyet alanları açıklanmıştı. Bu bölümde GYO'ların amaç, hedef ve stratejileri toplu halde irdelenmek ve SPK Tebliği ile gerektiğinde karşılaştırılmak üzere değerlendirilecektir. Bu sayede GYO'ların amaç, hedef ve stratejilerinin şehirleşme, planlama ve kente etkileri tartışılacaktır.

GYO'ların faaliyet raporlarında ve çeşitli tanıtım araçları ile belirttikleri, SPK Tebliği'nde yazılanlara ilave olarak değerlendirilebilecek amaç ve hedefler farklı üst başlıklar altında aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Karlılık:
 - Ortaklarına güvenli ve istikrarlı (sürdürülebilir) getiri sağlamak,
 - Karlılığı, toplam aktifleri, net varlık değerini ve hisselerin değerini artırmak suretiyle büyümek ve katma değer yaratmak,
 - Faaliyetlerindeki riski sınırlamak ve dağıtmak,
- Gayrimenkul Sektörü:
 - Sektördeki kurumsal sermaye gereksinimini karşılamak,
 - Sektörde uzmanlaşmak,
 - Sektördeki uzun vadeli dış kaynak gereksinimi sağlamak,
 - Sektörü kurumsallaştırmak,
 - IMKB'de işlem gören şirketler arasında lider kuruluş olmak,
- Uluslararası İlişkiler ve Yabancı Yatırımcılar

- ❑ Uluslararası alanda tanınan gayrimenkul şirketleri arasına girmek,
- ❑ Yabancı yatırımcılarla ortaklıklar kurmak,
- ❑ Kentleşme ve Kentsel Sorunlar:
 - ❑ Yeni yerleşim alanları inşa etmek,
 - ❑ Konut açığını gidermek,
 - ❑ Toplumun bütün kesimlerine hitap etmek,

Yine aynı yöntemle, GYO'ların faaliyet raporlarının ve çeşitli tanıtım araçlarının taranması ile elde edilen stratejiler ise farklı üst başlıklar altında aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- ❑ Karlılık:
 - ❑ Elde edeceği yüksek kazancın önemli bir kısmını ortaklarına kar payı (temettü) olarak dağıtmak.
 - ❑ Riski muhafazakar yönetim prensipleri ölçüsünde mümkün olduğunca sınırlamak ve dağıtmak.
 - ❑ Başarılı nakit yönetimi ile fonları artırmak.
 - ❑ Şirket sabit giderlerine kaynak yaratabilmek için portföyü, ana portföy ve destek portföyü olarak ikiye ayırmak.
 - ❑ Halka arz yolu ile toplanan fonları ve karları yeni yatırımlara sevk etmek.
 - ❑ Hedef kitle olarak uzun vadeli yatırımcılara yönelmek.
 - ❑ Yeni proje yatırımlarını yenilikçi, yaratıcı, girişimci, aynı zamanda finansal yatırımcı yönetim ve bakış açısıyla değerlendirmek.
 - ❑ Sürekli olarak gayrimenkul piyasasını ve yeni yatırım alanlarını takip etmek.

- ❑ Portföyü konusal, sektörel, coğrafi, gelir tipi ve gelir zamanlaması açısından çok boyutlu ele almak.
- ❑ Portföye alınacak projenin konumunu, pazardaki talebe ve rekabete göre belirlemek.
- ❑ Portföye alınacak projenin ticari tasarımının doğruluğuna ve özgünlüğüne dikkat etmek.
- ❑ Düzenli getiri sağlayacak ticari gayrimenkullerle yüksek getirili konut projelerinden dengeli bir portföy oluşturmak.
- ❑ Geliştirme projelerinin getirilerinin yeni geliştirme projelerine doğrudan aktarmak.
- ❑ Bağlı bulunulan grup ya da banka ile işbirliği içinde çalışmak.
- ❑ Bağlı olduğu grup ya da bankanın geliştirdiği projelere yatırım yapmak ya da topluluk şirketlerinin elindeki gayrimenkulleri satın almak.
- ❑ Portföye alınan gayrimenkullerin tamamının fizibilite çalışmalarını eksiksiz yapmak. Satın alma ve kiralamada bu çalışmaları esas almak.
- ❑ Gayrimenkul portföyünü oluştururken, yatırım riskinin azaltılmış ve portföyün çeşitlendirilmiş olmasına önem vermek.
- ❑ Portföyde sürekli, sağlam, verimli, gelir getirici ve risk unsuru taşımayan gayrimenkullere yer vermek.
- ❑ Geri dönüşü 6 yıldan az olacak büyük ölçekte projelere yatırım yapmak.
- ❑ Orta dönemde bazı kentlerdeki talep fazlası imkanını kullanmak.
- ❑ Gelişen yörelerde artış potansiyeli bulunan proje ve gayrimenkullere yönelmek.
- ❑ Portföydeki birimlerin satış stratejisi ve zamanlamasını en uygun şekilde yapmak.

- ❑ Yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla yıllık Analist ve basın toplantıları düzenlemek.
- ❑ Müşteri memnuniyetini en üst seviyede tutmak. Müşteriler ile sosyal etkinliklere girmek. Periyodik yayın organları çıkartmak.
- ❑ Gayrimenkul Sektörü:
 - ❑ Konut ve ticari gayrimenkul pazarındaki gelişmeleri izlemek, yeni yatırım fırsatlarını araştırmak ve rekabet avantajlarını değerlendirmek üzere Ar-Ge kurmak.
 - ❑ Gelişmiş pazarlarla bilgi transferi ve iletişim içerisinde bulunmak.
 - ❑ Dünyada gayrimenkul sektörünün geçirdiği değişimlere ayak uydurmak.
 - ❑ Sektördeki yeniliklere imza atmak.
- ❑ Uluslararası İlişkiler ve Yabancı Yatırımcılar:
 - ❑ Türkiye'deki gayrimenkul sektöründeki potansiyel hakkında uluslararası yatırımcılara bilgi aktarmak.
 - ❑ Yurtdışı yatırımcıları periyodik olarak ziyaret etmek.
- ❑ Kentleşme ve Kentsel Sorunlar:
 - ❑ Seçkin projeler geliştirmek.
 - ❑ Orta ve üst gelir grubunun birinci ve ikinci konut ihtiyacına hitap eden kaliteli, belirli bir mimari tarzı olan, site konsepti içinde az katlı villa tipi konutlara yatırım yapmak.
 - ❑ Ekonomik aktivitenin canlı olduğu büyük şehirlerde belirli bir ölçeğe erişen şirketlerin büyümeden ve yenilenmeden dolayı ihtiyaç duyacağı A sınıfı modern ofislere yatırım yapmak.
 - ❑ Turizm sektörünün Türkiye'deki gelişimini yakalamaya yönelik olarak orta üst sınıfa hitap eden otel ve tatil köyü gibi turistik tesislere yatırım yapmak.

- ❑ İnsanların değişen ihtiyaçlarına, zevklerine ve mevcut konut ihtiyacına göre şekil alacak projelerle konut ihtiyacının giderilmesine katkıda bulunmak.
- ❑ Jeoteknik, deprem ve sel felaketlerine karşı proje geliştirme aşamasında yapılaşma koşulları, arazi ve jeolojik etüdler yaptırmak.
- ❑ Çevre koruma anlayışı ile bütünleşen konseptler yaratmak.
- ❑ Yeni projelerde depreme dayanıklı malzeme kullanmak.
- ❑ En ileri dizayn, mühendislik ve inşaat tekniklerini kullanmak.
- ❑ Değişen ve gelişen kullanıcı gereksinimlerini gidermek.
- ❑ İddialı mimari tarzla işlevselliğin sentezlendiği yalın çözümler yakalamak.

5.4. SPK'ya Bağlı GYO'ların Finansal Bilgileri İtibariyle Değerlendirilmesi

Aşağıda SPK'ya kayıtlı GYO'lar kuruluş, kayıtlı ve çıkarılmış sermayelerine; toplam portföy değerleri, toplam ekspertiz değerleri ve 1999 yılı net karlarına göre değerlendirilecek ve aralarındaki ilişkiler kurulmaya çalışılacaktır.

5.4.1. Kuruluş Sermayesi, Kayıtlı Sermaye ve Çıkarılmış Sermaye

Çıkartılan ilk Tebliğ'de, ani usulde kurulan GYO'lar için asgari 250 milyar TL ve esas sözleşme tadili yoluyla GYO'ya dönüştürülen ortaklıklarda asgari 100 milyar TL olarak belirlenmiş olan başlangıç sermayesi, yeni Tebliğ ile hem ani usulde kurulan hem de dönüştürülen GYO'nda asgari 1 trilyon TL'ye yükseltilmiştir.

Buna göre ilk Tebliğ döneminde kurulan GYO'lardan Osmanlı GYO ile Vakıf GYO belirtilen minimum kuruluş sermayesi olan 250 milyar TL ile faaliyete başlarken, tedrici usulde, yani dönüştürülmek suretiyle kurulan EGS GYO'da yine minimum sermaye olarak belirtilen 100 milyar TL ile faaliyete geçmiştir. Aynı dönemlerde kurulan Yapı Kredi Koray 2,6 trilyon, Alarko GYO ise 2 trilyon sermaye ile, Tebliğ'de belirtilenin oldukça üzerinde bir başlangıç sermayesi ile faaliyete başlamışlardır. Yeni Tebliğ'e göre açılan Nurol GYO'da minimum sermaye olarak

belirlenen 1 trilyonla, İş GYO ise sektördeki en yüksek sermaye olan 63,5 trilyon ile kurulmuştur.

Kayıtlı sermaye, daha önceki bölümlerde açıklandığı üzere, GYO'ların yönetim kurulu kararı ile Türk Ticaret Kanunu'nun sermayenin artırılmasına dair hükümlerine tabi olmaksızın çıkarabilecekleri azami hisse senedi miktarını gösteren, Ticaret Siciline tescil edilmiş sermayeye karşılık gelmektedir. Tabi bu rakam şirketin büyüklüğü ile doğrudan ilişkilidir. SPK'ya kayıtlı GYO'ların kayıtlı sermayeleri incelendiğinde en büyük rakam 500 trilyon ile kuruluş sermayesinde olduğu gibi İş GYO'nundur. Buna karşılık en düşük kayıtlı sermaye ise 2,5 trilyon ile Alarko GYO'nundur. Ortalama rakam yaklaşık olarak 85 trilyondur ki bu rakamın üzerine yalnızca İş GYO çıkabilmektedir. Büyüklük açısından ikinci sırada 75 trilyon TL kayıtlı sermaye ile EGS GYO ve üçüncü sırada ise 50 trilyon TL ile Osmanlı GYO bulunmaktadır.

Tablo 5.11. Şirketlerin Kuruluş ve Mali Bilgileri

ŞİRKET ADI	EN BÜYÜK ORTAĞI	KURULUŞ TARİHİ	KURULUŞ SERMAYESİ (MİLYON TL)	KAYITLI SERMAYESİ (MİLYON TL)	ÇIKARILMIŞ (ÖDENMİŞ) SERMAYE (MİLYON TL)	HALKA AÇIKLIK ORANI	HALKA ARZ TARİHİ	HALKA ARZ FİYATI
İŞ	Türkiye İş Bankası AŞ % 58.7	6-Ağu-99	63.500.000 TL	500.000.000 TL	70.000.000	%30	1-3 Aralık 1999	1400
NUROL	Nurol İnşaat AŞ % 50.97	3-Eylül-99	1.000.000 TL	10.000.000 TL	5.000.000	%49	8-9 Aralık 1999	2500
VAKIF	Vakıflar Bankası TAO % 27.7	16-Ocak-96	250.000 TL	5.000.000 TL	2.000.452.50	%42	26-Aralık-96	2000
YAPI KREDİ KORAY GYO	Yapı ve Kredi Bankası AŞ % 26 - Koray Yapı Endüstrisi ve Ticaret AŞ % 25	26-Ara-96	2.600.000 TL	25.000.000 TL	10.000.000	%49	1-Haz-98	3500
EGS GYO	EGS Holding % 40.36	18-Haz-96	100.000 TL	75.000.000 TL	10.000.000	%50	5-Mart-98	
OSMANLI	Osmanlı Bankası % 50.98	25-Tem-97	250.000 TL	50.000.000 TL	5.000.000	%49	19-20 Mart-98	1350
İHLAS	İhlas Holding	23-Ara-97		10.000.000 TL	5.833.000	%49	1-Aralık-99	2050
ALARKO	Alarko Holding	6-Ağu-96	2.000.000 TL	2.500.000 TL	2.500.000	%49	19-20 Aralık-96	4100
TOPLAM								
ORTALAMA			9.957.143 TL	84.687.500 TL	13.791.682	%46		2.414

Kaynak: Şirketlerin 1999 Yılı Faaliyet Raporları

Başlangıç sermayesi, Türk Ticaret Kanunu'na tabi anonim ortaklıklarının kayıtlı sermaye sistemine geçebilmek için sahip olmaları gereken asgari çıkarılmış sermaye tutarıyken, kayıtlı sermaye ise azamiyi ifade etmektedir. Son Tebliğ ile GYO'ların ani usulde kuruluşu için gerekli olan asgari başlangıç sermayesi ve dönüşümün uygun görülebilmesi için gereken asgari ödenmiş veya çıkarılmış sermaye tutarı sabit tutulmayarak, her yıl yeniden belirlenmesi hükme bağlanmıştır. Buna göre, bu tutar Maliye Bakanlığı'nca ilan edilen yeniden değerlendirme oranını %80'inin altında olmamak şartıyla her yıl Sermaye Piyasası Kurulu'nca yeniden belirlenerek ilan edilecektir. Yeniden değerlendirme değer artış oranına endekslenmiş tutarlar 01.01.2000 tarihinden itibaren uygulanmaya başlanmıştır. Çıkarılmış sermayenin asgari %49'u oranındaki hisse senetleri halka arz edilmek üzere Kurul kaydına alınmak için başvurulması zorunludur.

Bu bilgilere göre SPK'ya kayıtlı GYO'ların çıkarılmış sermayeleri, başlangıç ve kayıtlı sermayeleri ile birlikte değerlendirildiğinde, kayıtlı sermayesinin tamamını çıkarılmış sermaye haline bir tek Alarko GYO'nun dönüştürdüğü görülmektedir. Oransal olarak bakıldığında azami sınıra yakın hisse senedi çıkartan diğer GYO'lar sırasıyla İhlas ve Nurol GYO'lardır. Bunların oranları % 50 ve üzeridir. Bunlara karşılık kayıtlı sermayelerinin % 15 ve daha azını hisse senedi şeklinde çıkartan GYO'lar ise sırasıyla İş GYO, EGS GYO ve Osmanlı GYO'dur. Çıkarılmış sermayeyi minimum seviyede, yani başlangıç sermayesine en yakın seviyede tutan GYO'lar İş GYO ve Alarko GYO olarak öne çıkmaktadır. Buna karşılık EGS GYO (100 katı) ve Osmanlı GYO (20 katı) başlangıç sermayelerinin çok üzerinde çıkarılmış sermayelere sahiptirler.

5.4.2. Toplam Portföy Değeri, Portföyün Ekspertiz Değeri ve 1999 Yılı Karı

Toplam portföy değerleri incelendiğinde EGS GYO ile İş GYO en büyük değerlerle öne çıkmaktadırlar. Aslında iki grubun oluştuğu söylenebilir. EGS, İş, YKK ve Alarko GYO'lar 40 trilyon üzerindeki portföy varlıkları ile üst grubu, diğerleri ise 10 trilyon TL civarındaki varlıkları ile alt grubu oluştururlar. Ortalama portföy değeri 1999 yılı itibariyle yaklaşık olarak 57 trilyon TL iken, toplam değer yaklaşık 400 trilyon TL'dir. Gayrimenkul portföyünün ekspertiz değeri incelendiğinde de Alarko GYO'nun alt gruba geçmesi dışında benzer bir gruplaşma eğilimi dikkat çekmektedir. Toplam gayrimenkul ekspertiz değerlerinin ortalaması 1999 yılı itibariyle yaklaşık olarak 67

trilyon TL iken, toplam değer yaklaşık 540 trilyon TL olarak hesaplanmıştır. Üst grupta yer alan GYO'ların ekspertiz değerleri toplamı portföy değerlerinden yüksektir. Bu durum kredi kullanımının üst grupta daha fazla olduğunu gösterirken, aksi bulgu alt grupta yer alan GYO'ların fonlarının önemli bir kısmını gayrimenkul sektörü dışında değerlendirdiklerini göstermektedir.

Tablo 5.12. şirketlerin Portföy Değerlerinin İrdelenmesi

şİRKET ADI	1999 YILI KARI (MİLYON TL)	TOPLAM PORTFÖY DEğERİ (MİLYON TL)	PORTFÖYÜN EKSPERTİZ DEğERİ (MİLYON TL)
İş	687,743	91,632,955	99,364,744
NUROL	866,000	13,834,069	18,435,000
VAKİF	3,125,321	8,041,815	6,600,500
YKK	8,210,344	51,408,000	56,547,074
EGS	12,448,226	189,159,300	313,857,720
OSMANLI	275,801	7,368,904	4,954,000
İHLAS	684,156		19,543,680
ALARKO	16,838,762	39,847,752	19,395,708
TOPLAM	43,136,353	401,292,795	538,698,426
ORTALAMA	5,392,044 TL	57,327,542 TL	67,337,303 TL

Kaynak: şirketlerin 1999 Yılı Faaliyet Raporları

şirketlerin 1999 yılı karları ele alındığında Alarko GYO ile EGS GYO en karlı iki şirket olarak ön plana çıkarken, Osmanlı GYO, İhlas GYO ve İş GYO en az kar eden şirketlerdir. Zarar eden şirket olmamıştır. 1999 yılı itibariyle ortalama kar 5,4 trilyon TL iken, şirketlerin toplam karı yaklaşık 43 trilyon TL'dir.

5.4.3. Finansal Bilgilerin İlişkilendirilmesi

Burada bazı ilişkilere bakmak yerinde olacaktır. Öncelikle İş GYO'nun genel olarak EGS GYO ile birlikte en büyük GYO'lar sıralamasında öne çıkmasına karşın EGS GYO'nun karlılığı, İş GYO için geçerli olmamıştır. Ellerindeki portföyün yüksek değerine ve projelerinin tamamının tamamlanmış olmasına bakılarak fonların verimli

kullanıldığını söylemek zordur. Yine de kesin yargıya varmadan önce yeni kurulmuş bir şirket olduğundan 2000 karını beklemek daha doğru olacaktır. Kuruluş sermayesi, kayıtlı sermaye ve çıkarılmış sermayeler açısından en büyük şirket görünümündeki İş GYO'nun daha karlı olması beklenir. Önümüzdeki birkaç yıl içinde olmaması durumunda bu değişkenlerin kar ile ilişkisi yoktur argümanını sunmak doğru olacaktır.

Bir başka ilginç saptama sektörün ilk kurulan GYO'su olan Vakıf GYO'nun çıkarılmış sermaye, toplam portföy değeri ve gayrimenkullerinin ekspertiz değerleri açısından en son sıralarda yer almasıdır. Bu anlamda sektörde bulunduğu yıla göre büyüme yaşandığı yönünde bir argüman yanıtıcı olacaktır.

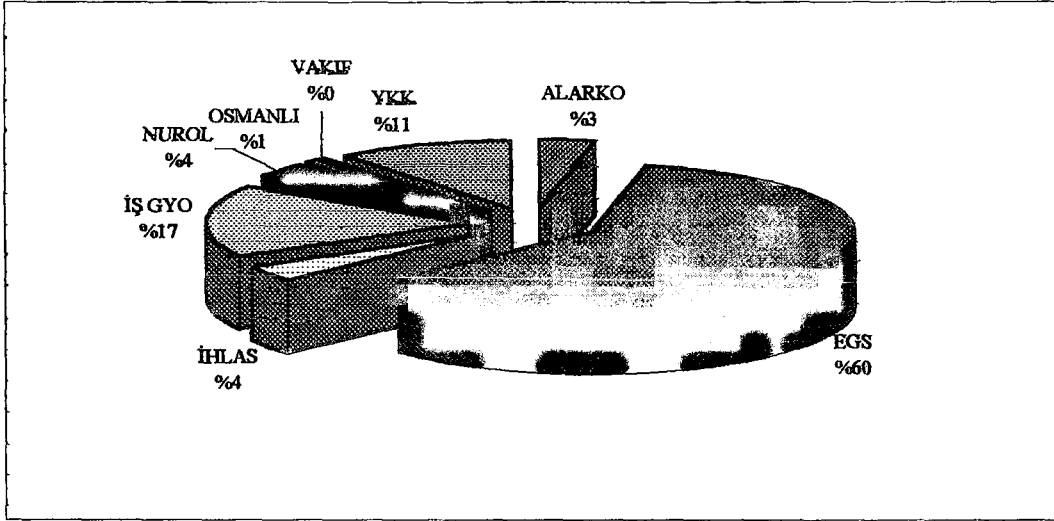
Kayıtlı sermayesi en düşük görünen Alarko GYO'nun 1999 yılının en karlı GYO'su olması da üzerinde durulması gereken bir diğer bulgudur. Karlılık yapılan yatırımların ve bunların değerlendirilme yöntemlerinin doğrudan bir sonucu olarak karşımıza çıkmaktadır.

5.5. SPK'ya Kayıtlı Şirketlerin Portföy Yapıları İtibariyle Değerlendirilmesi

Şirketlerin gayrimenkul portföylerini fonksiyon ve yerleşmeler ile yerleşmelerin içindeki bölgelere nasıl dağıttıkları ve karlılığın bu dağıtımla ilişkisi de önemli sonuçlar verebilecek bir değişkenler dizisi olarak belirlemektedir.

İş GYO yatırımlarının neredeyse tamamını (% 96,5) ticari yapılara yöneltmiş (muhtemelen ticari yapı olarak değerlendirilecek olan bir arsa dışında) ve yine yatırımlarının % 71,5 gibi yüksek bir oranı İstanbul'da konumlanmıştır. İlk bakışta ticari yapı – İstanbul ikilisinin karlı bir yatırım portföy bileşeni olduğu düşünülebilir. Ancak İş GYO'nun 1999 yılı itibariyle sektörde yer alan şirketler arasında en düşük ikinci karlılığa sahip olduğu bilindiğine göre bu ön düşünce ortadan kalkmaktadır. Açıktır ki, karlılık için diğer faktörlerin etkisi bu ikiliden daha büyüktür.

Grafik 5.9. Portföylerin Ekspertiz Değerlerine Göre Dağılımı



Nurol GYO'nun portföyü incelendiğinde bu kez konut ağırlıklı bir yatırım gözlenmektedir (% 75,5). Buna ilaveten yatırım konumlanması çeşitlenmiş ve Ankara ilk sırayı almıştır (% 72). İstanbul'un yanısıra Bodrum da yatırımların konumlandığı yerleşmeler arasında yer almaktadır. Bu tam da zıt bileşkenleri yansıtan yatırım portföyünün verdiği karlılık da sektördeki düşük düzeydeki karlardan biri olarak belirmektedir. Ancak diğer yandan Nurol GYO'nun kayıtlı sermaye, çıkarılmış sermaye ve toplam portföy değerleri açısından İş GYO'nun çok altında değerlere sahip olduğu da gözden kaçırılmamalıdır.

Piyasanın en küçük GYO'larından birisi olan Vakıf GYO'nun portföyünün önemli bir kısmını arsalar (% 61), geri kalanını da ticari yapılar oluşturmaktadır. Yatırımların % 72'si Ankara'da, geri kalanı ise İstanbul'da konumlanmıştır. Karlılık oranı diğer faktörler de göz önüne alındığında yüksek sayılabilir. Arsalarının değer artışları ve ticari yapıların kira gelirleri karlılığı yüksek tutabilmiş görünmektedir.

YKK GYO, piyasanın büyük GYO'larından birisi olarak belirmektedir. Yatırımlarının tamamı İstanbul'da yer almakta, konut projeleri ağırlıklı olarak öne çıkmaktadır (% 75). Karlılık açısından 1999 itibariyle en yüksek üçüncü değere sahiptir. Buna göre İstanbul'da lüks konut üretimi karlı bir yatırım olarak belirmektedir.

EGS GYO yatırımları ve yarattığı istidam itibariyle değerlendirildiğinde piyasanın en büyük GYO'sudur. Yatırımlarının yaklaşık olarak tamamı (% 99,5) ticari yapılara

yöneliktir. Yatırımların konumlanması yarısı İzmir olmak üzere, Denizli ve İstanbul'a da çeşitlendirilmiştir. İkinci en yüksek karlılık oranına sahip olan şirketin diğer değerler açısından açık farkla birinci sırada olması, bu karlılığın önemini azaltmaktadır. Yine de tekli korelasyona göre değerlendirildiğinde çeşitlendirilmiş yatırım konumlanması ve ticari yapı ikilisi karlı bir portföy bileşeni oluşturmaktadır denilebilir.

Osmanlı GYO piyasanın en küçük şirketlerinden birisidir. Portföyü tamamen farklı yerleşmelerdeki şube binalarından oluşan şirketin karı 1999 yılı itibariyle sektördeki en düşük rakamdır. Buna göre böyle bir bileşenin düşük kar getirdiği söylenebilir.

İhlas GYO da 1999 yılında karlılığı en düşük ikinci şirket olmuştur. Çeşitlendirilmiş (% 52 konut, % 48 ticari yapı) ve İstanbul ağırlıklı bir portföy yapısına karşın karlılığın düşük olması ilginç bir sonuç olarak karşımıza çıkmaktadır. Bunda İhlas GYO'nun orta gelir gruplarına da yönelik proje geliştirmesinin ya da projelere yatırım yapmasının etkileri göz ardı edilmemelidir.

Son olarak ele alacağımız Alarko GYO, karlılığı 1999 yılı itibariyle en yüksek şirkettir. Portföyünün % 81'i Alkent 2000 projelerine yatırılmıştır. Ticari yapıların oranı % 9, arsaların oranı % 10'dur. İstanbul % 90 ile yatırımların konumlanışında başatır. İyi tasarlanmış, pazarlama aşamasında doğru tercihler kullanılmış, yüksek gelir gruplarına hitap eden ve büyük bir proje olan Alkent 2000'e yapılan yatırımlar, ana şirket konumundaki Alarko'nun da garantisi ile yüksek karlılığı beraberinde getirmiştir.

5.6. SPK'ya Bağlı GYO'ların Personel Yapıları İtibariyle Değerlendirilmesi

SPK'ya kayıtlı GYO'ların personel yapıları incelendiğinde sektörde ağırlıklı olarak ekonomistlerin yer aldığı görülmektedir. Genellikle az sayıda personel tarafından işletilen GYO'larda çalışan şehir plancısı sayısı oldukça düşüktür. İnşaat mühendisi ve mimarların sektöre şehir plancılarından daha yoğun olarak eklemlendiği gözlenmektedir. Bu üç formasyona sahip profesyonellerin çoğu araştırma departmanlarında çalışmaktadır. İdari işler genel olarak ekonomistlere devredilmiştir. Bu genellemeyi aslen inşaat mühendisi olup yüksek lisansını ekonomi ya da işletme üzerine yapmış olan birkaç inşaat mühendisi kırmaktadır.

Şirketlerin personel yapıları incelendiğinde ortaya çıkan uzmanlık alanları gereksinim duyulan formasyonları da oluşturmaktadır. Buna göre, mali ve idari işler, muhasebe, pazarlama, halkla ilişkiler, finans, SPK ilişkileri, proje geliştirme, yatırım, şehircilik, mimarlık, teknoloji, araştırma ve uluslararası ilişkiler GYO'ların gereksinim duydukları uzmanlık alanları olarak belirlenmiştir.

Yine şirketlerin çalıştığı özel danışmanlar incelendiğinde, hukuk, vergi, mali işler, mimarlık ve mühendislik alanlarında danışmanlık hizmeti alındığı belirlenmiştir. SPK'ya bağlı GYO'ların hiçbirisinin şehircilik konusunda danışmanlık hizmeti almıyor olması önemli bir tespit olarak belirmektedir.

GYO'lar SPK Tebliğine de uygun olarak bağımsız denetleme ve ekspertiz kuruluşları ile çalışmaktadırlar. Yapılan anket çalışmasında tercih edilen şirketler; DRT Denetim Revizyon Tastik Yeminli Müşavirlik, Vakıf Gayrimenkul Ekspertiz ve Değerleme A.Ş., Emlak Bankası Değerleme A.Ş., Çelen Gayrimenkul Değerleme ve Yatırım Danışmanlığı Ltd. Şirketi., Denge Denetim Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş. ve Gayrimenkul Ekspertiz ve Değerleme A.Ş. olarak belirtilmiştir.

6. PORTFÖY BİLGİLERİ

6.1. Genel Portföy Bilgileri

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının, portföyleri içerisinde bulunan gayrimenkul projelerinin irdeleneceği bu bölümde, öncelikle ülke genelinde yapılan yatırımlar ele alınacak, daha sonra çalışma alanı olarak seçilen İstanbul özelindeki yatırımlar ayrıntıları ile açıklanacaktır.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerini; alışveriş merkezlerini, fabrikaları, iş merkezlerini ve otelleri kapsayan ticari yatırımlar ve konut yatırımları olarak iki ana başlık altında toplamak mümkün görünmektedir.

Fonksiyonlarına göre ülke genelindeki yatırımların ele alındığı aşağıdaki tabloda da görüldüğü gibi, ülke genelinde gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerinde; 3 alışveriş merkezi, 1 fabrika, 20 iş merkezi, 2 turizm tesisi ve 9 konut projesi olmak üzere 35 gayrimenkul projesi yer almaktadır.

Ülke genelinde, alışveriş merkezi projelerinin ekspertiz değerleri toplamı yaklaşık 45 trilyon TL iken, bulunana tek fabrikanın değeri 1.3 trilyon TL dir. Turizm yatırımlarının portföy değeri 4 trilyon TL ve ticari yatırımlar arasında en yüksek değere sahip olan iş merkezi projelerinin değeri de yaklaşık 400 trilyon TL olarak belirlenmiştir. Sonuç olarak tüm ticari yatırımların ekspertiz değerleri toplamı yaklaşık 450 trilyon TL dir. Konut projelerinin değeri ise 82 trilyon TL dir. Bu ekspertiz değerlerinin, tüm portföy değerleri içerisindeki oranları, grafikte de görüldüğü gibi,

Alışveriş Merkezi : %8

Fabrika : %0

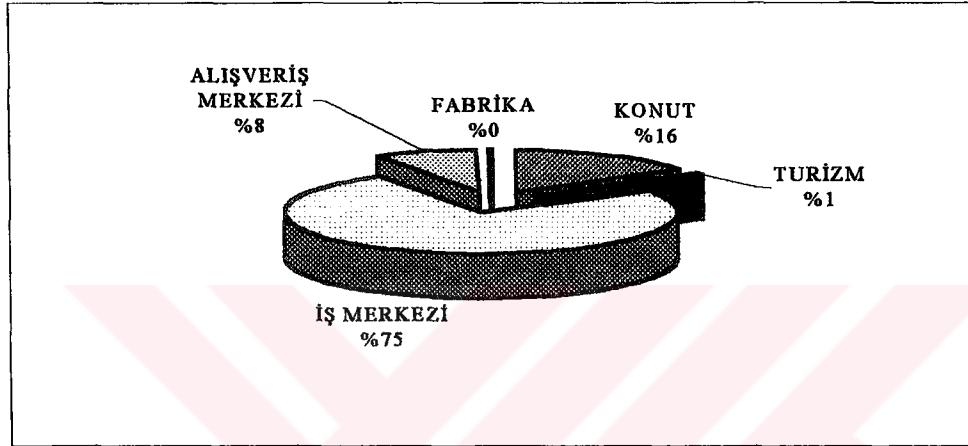
İş Merkezi : %75

Turizm Tesisleri : %1

Konut Projeleri: %16 şeklinde bir dağılım göstermektedir.

Ülke genelindeki yatırımları genel olarak ele aldığımızda, toplam portföy değeri içerisinde, ticaret yatırımlarının oranı % 84, konut yatırımlarının oranı ise %16'dır.

Grafik 6.1. Fonksiyonlarına Göre Yatırımlar (Türkiye)



Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, sürekli kira geliri elde etme şansına sahip olabilmek için, iş merkezlerini portföylerine almayı büyük oranda tercih etmişlerdir. Konut projelerinin tamamlandıktan sonra satılarak portföyden çıkarılıyor olması, konut projelerinin bu dağılım içerisindeki oranını düşürmüştü olsa da, önümüzdeki dönemlerde GYO'ların konut projelerine ağırlık vermeleri beklenen bir gelişmedir. Bu karar sürecinde, yeni gelişen merkezi iş alanında yaşanan arsa sorunu, fiyatların yüksek olması, ofislerin doluluk oranlarının düşük olması, ofis binalarının doygunluk düzeyine ulaşması yönlendirici iken, deprem sonrası güvenilir konut talebi de o denli etkili bir faktördür.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerinde yer alan gayrimenkul projeleri, yatırım büyüklüklerine göre ele alındığında ise, tabloda da görüldüğü gibi, en büyük yatırım payına iş merkezi projeleri sahiptir. Portföy değerleri en büyük olan ilk 5 proje, iş merkezlerine aittir ve onları büyük konut projeleri ile daha küçük kapsamlı iş

merkezi projeleri izlemektedir. Bu durum, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının sahip oldukları portföy değerinin %84'ünü ticari yatırımların oluşturması ile doğru orantılı bir sonuçtur.

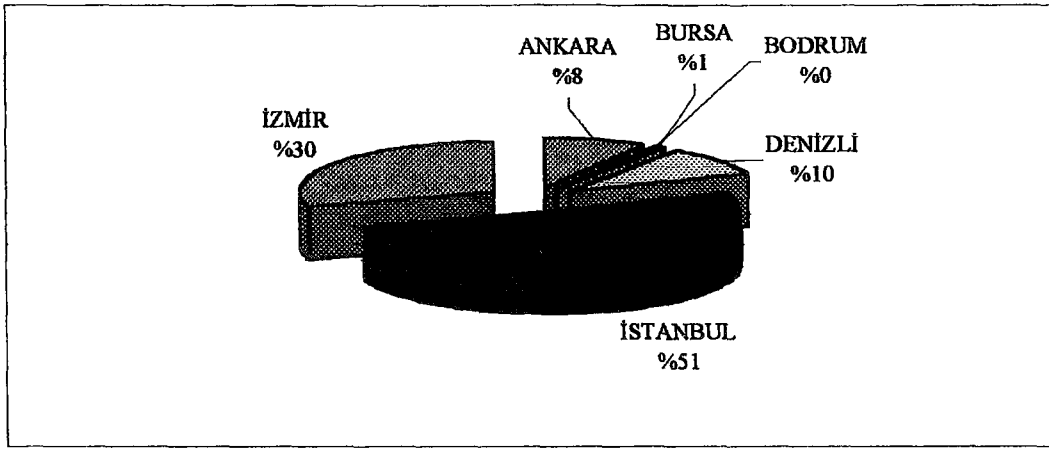
Tabloda da görüldüğü gibi, ilk sıralarda yer alan iş merkezi projelerinin, şirketlerinin portföylerindeki oranları da oldukça büyüktür. İlk iki sırada yer alan EGS Basmane Business and World Park ve EGS Business Park Yeşilköy yatırımları, portföyde yer alan gayrimenkul projelerinin toplam ekspertiz değerinin yaklaşık %73'ünü oluştururken, tüm GYO portföylerinin de yaklaşık %42'sini kapsamaktadırlar.

Görüldüğü gibi, en yüksek ekspertiz değerine sahip olan yatırımlar, İstanbul'un sahip olduğu tüm yatırımlar düşünüldüğünde, beklenen sonucu vermemektedir. Düşünülen aksine en yüksek değere sahip olan ilk 6 projeden, sadece 2'si İstanbul'da bulunmaktadır.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföy varlıklarının , kentlere göre dağılımını ele aldığımızda ise, yatırımların sayısal çoğunluk ve dolayısıyla alansal toplam bakımından en büyük değerlerine İstanbul'da sahip olduğu gözlenmektedir. Ardından ise, diğer yatırımların yer aldığı kentler olan İzmir, Denizli, Ankara, Bursa ve Bodrum gelmektedir. Toplam 35 yatırım, 22'si İstanbul'da, 5 tanesi Ankara'da, 4'ü İzmir'de, 2 tanesi Bursa'da, Bodrum ve Denizli'de de 1'er tane olmak üzere dağılmış durumdadırlar.

Yatırımların ekspertiz değerlerine göre dağılımlarında da, sayısal çoğunluğun bulunduğu İstanbul yine ilk sırayı almaktadır. Grafikte de görüldüğü gibi, tüm yatırımların %51'i İstanbul'da yer alırken, %30'u İzmir'de yer almaktadır. Tek bir yatırıma sahip olmasına karşın, Denizli'nin bu dağılımdan aldığı pay %10 düzeylerindedir. Yatırımların %8'i Ankara'da yer alırken, %1'i de Bursa'da bulunmaktadır.

Grafik 6.2. Yatırımların Kentlere Dağılımı

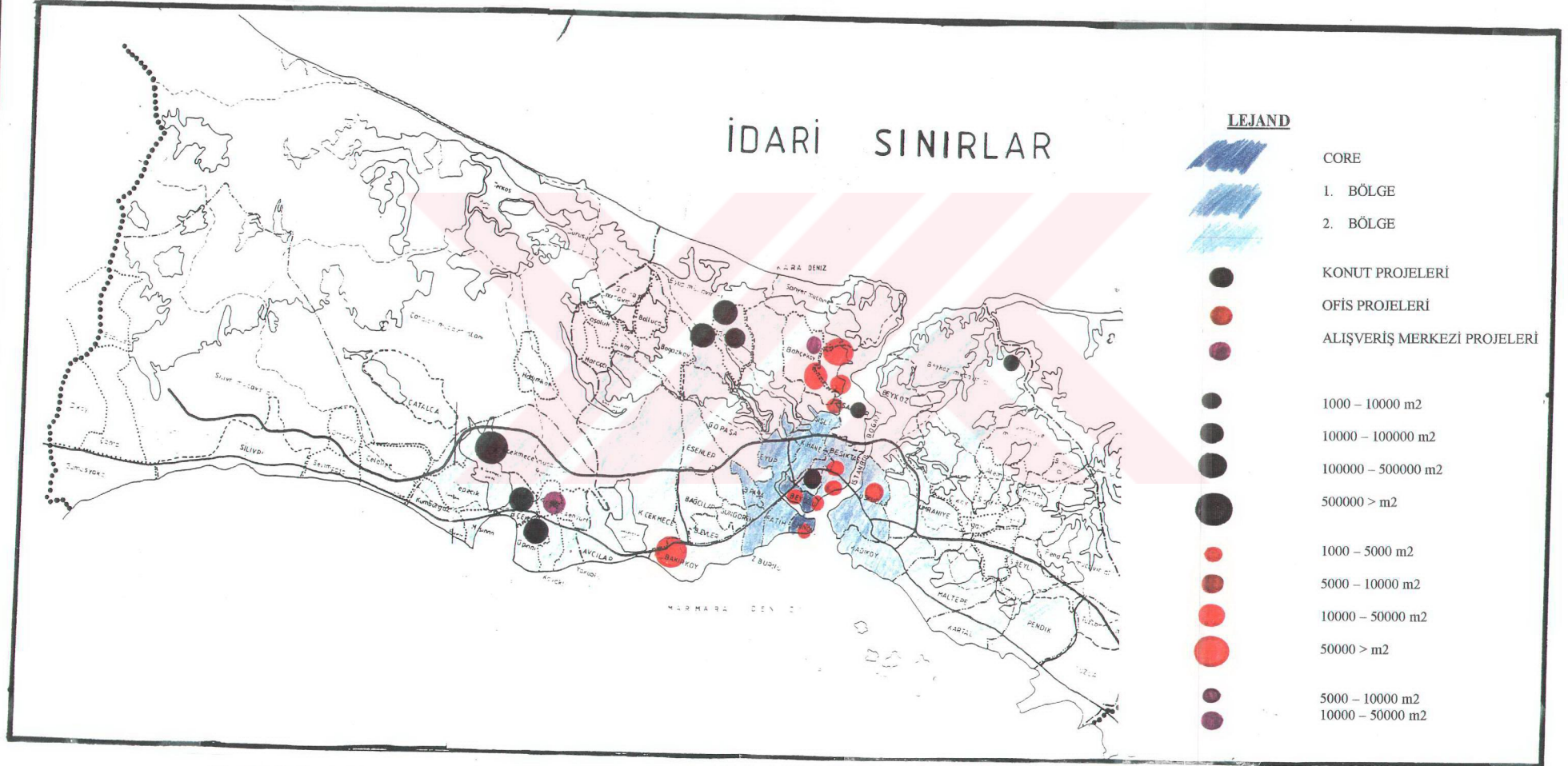


Yatırımlar tahmin edildiği gibi üç ana merkezde toplanmamıştır. Özellikle şirket kökeni Ege Bölgesi'ne dayanan EGS GYO'nun yaptığı iş merkezi projelerinin değerlerinin çok yüksek olmasından dolayı, sayıları az da olsa, yatırımların kentlere olan dağılımını çok büyük oranda etkilemiştir. İzmir, Denizli ve İstanbul'daki yatırımlarda bu projelerin payları yüksektir.

İstanbul özelinde tüm GYO portföylerinin dağılımı genel olarak ele alındığında, sayısal olarak ve ekspertiz değerleri bakımından, iş merkezleri projelerinin önemli bir payı olduğu görülmektedir. Konut ve alışveriş merkezi projeleri ise daha az bir paya sahiptirler,. Yatırımların sektörlere göre dağılımında, dönemin ekonomik koşullarının, piyasanın mevcut durumunun etkisi yadsınamaz etkenlerdir. İstanbul'da özellikle yeni merkezi iş alanı olarak tanımlanan Maslak – Etiler hattının, yerli ve yabancı büyük banka ve şirketler tarafından tercih ediliyor olması, bölgede yapılan yatırımlarda çok büyük bir artış sağlamıştır. Bölgenin prestij bölgesi haline gelmesi, yapılan yatırımların değerlerini de yükseltmiş, zaten yüksek maliyete sahip olan ofis binalarının değerleri, dolayısı ile kira getirileri daha da artmış ve bu sebepler pek çok şirketi olduğu gibi, GYO'ları da bölgeye çekmiştir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföyleri içerisinde yer alan diğer ticari yatırımlar ise, genellikle içinde yer aldıkları şirketler grubunun diğer ortaklarına kiraya verilen ofisler, banka şubeleri, ticaret merkezlerinden oluşmaktadır. Bu tip ofis binaları ise genellikle eski ticaret merkezi ve çevresinde yer almaktadır.

Harita 6.1. GYO Portföyünde Bulunan Projelerin İnşaat alanı Büyüklüklerine Göre Dağılımı (İstanbul)

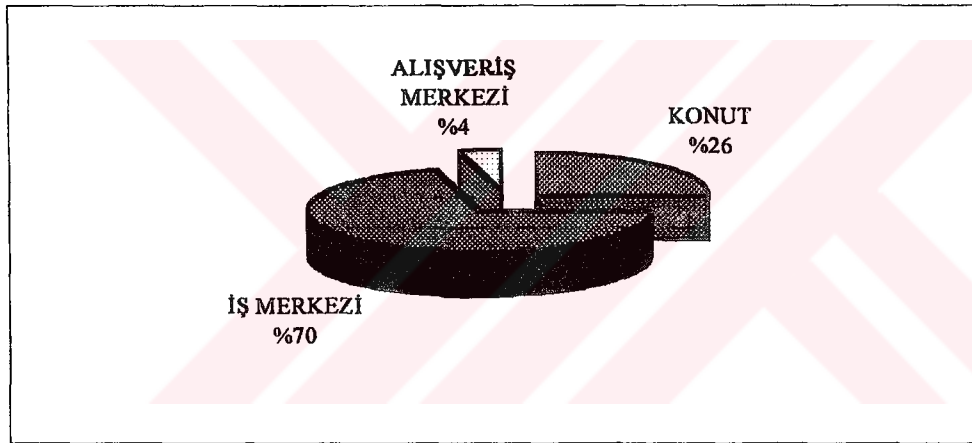


Kaynak: Şirketlerin 1999 Yılı Faaliyet Raporları

İstanbul'da yer alan ofis binası projelerinin sayısı 12 olup, bunların toplam ekspertiz değerleri yaklaşık 190 trilyon TL dir. Tüm projeler içerisinde en büyük yatırım değerlerinin sahibi olan ofis binalarının, kentteki tüm yatırımların %70'ine sahip olduğu gözlenmektedir.

Tabloda görüldüğü gibi, İstanbul'da 2 tane alışveriş merkezi projesi bulunmaktadır, bu projeler diğer bir alışveriş merkezi projesi olan EGS Park Mavişehir Moda ve Alışveriş Merkezi'nden fonksiyon olarak farklılık göstermektedirler. İçlerinde yer aldıkları konut ve iş merkezlerinin ihtiyaçlarını karşılamak için oluşturulmuş olan bu alışveriş merkezlerinin toplam ekspertiz değerleri 10,5 trilyon TL dir. İstanbul'da yapılan yatırımlar içerisinde, alışveriş merkezlerinin payı %4 olarak belirlenmiştir.

Grafik 6.3. Fonksiyonlarına Göre Yatırımlar (İstanbul)



Yapılan toplam yatırımlar içerisinde payı %26 olan konut projeleri için genellikle, şehir dışında yer seçildiği gözlenmektedir. Tüm ihtiyaçları kendi içerisinde çözümlenmeye çalışılan bu konut projeleri, yüksek gelir grubu hedeflenerek yapılmaktadır. Konut projelerinin toplam ekspertiz değeri 67 trilyon TL dir. Önümüzdeki dönemde, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının konut projelerine ağırlık verecekleri, deprem sonrası talep edilen güvenlik koşullarının şirketlerin yapıları ile uyuşmasından dolayı görülen bir olasılıktır. Daha önceleri şehrin dışında olması, ucuz arsa olması gibi özellikler ön planda iken bugün, deprem sonrası güvenli olduğu belirlenen bölgelere doğru yerseçimlerinin de değiştiği, yeni başlayan yatırımlarından açıkça görülmektedir.

6.2. Konut Projeleri

Türkiye, ekonomik yapı, hızlı nüfus artışı, genç nüfus ve hızlı şehirleşme gibi faktörler nedeniyle, her yıl çok sayıda konut üretmek durumundadır. İstanbul'un Türkiye içerisindeki nüfus payını aşağıdaki tablo yıllara göre göstermektedir (www.gyoder.org.tr). Tabloda da görüldüğü gibi, İstanbul nüfusunun, tüm sayım yıllarında ülke nüfusu içerisindeki oranı %10-15 arası değişen, oldukça yüksek bir değerdir.

Tablo 6.5. Türkiye ve İstanbul Nüfusunun Yıllara Göre Değişimi (1985 – 2000)

YIL	İSTANBUL (MİLYON NÜFUS)	TÜRKİYE (MİLYON NÜFUS)
1985	5,7	50,6
1990	7,2	56,5
1995	8,5	60,6
2000	10	65,0

Kaynak: CB Richard Ellis Değerleme Şirketi

Diğer yandan ülke bazında, sosyo-ekonomik yapı ve tüketim alışkanlıklarının belirlenmesi amacıyla yapılan bir araştırmada⁵, Türkiye’de kentsel alan, kırsal alan ve metropoliten kentler bazında eğitim süresi ve meslek gruplarının eşleştirilmesi ile “Sosyo-Ekonomik Statü” grupları elde edilmiştir. Oluşturulan altı farklı statü grubunun, baz alınan bölgelere göre dağılımı Tablo 6.6’da görülmektedir.

Tabloya göre; araştırmada en yüksek gelir grubu olarak tanımlanan A grubunun hane oranı, Türkiye’de toplam nüfusun %4,7’si iken, İstanbul’da bu oran %11,4’e yükselmiştir. 2010 yılında ülke nüfusunun 80 milyon dolaylarında olacağı tahmini ile, tüm ülkede konut ihtiyacının yıllık yaklaşık 500.000, nüfusun %17,5’inin yaşadığı İstanbul’da ise bu sayının 70.000 dolaylarında olması beklenmektedir Dolayısıyla,

⁵ Bu araştırma, 1994 yılında ACNielsen ZET Araştırma Şirketi tarafından, Türkiye çapında 10 bin hane baz alınarak yapılmıştır.

sadece nüfus artışı dikkate alındığında, genelde Türkiye’de, özelde İstanbul’da konut talebinin çok yüksek olacağı söylenebilir.

Tablo 6.6. Sosyo – Ekonomik Statü Gruplarının Dağılımı (Türkiye-İstanbul-Kent-Kır)

	A	B	C1	C2	D	E
Türkiye	4,7	10,3	16,9	13,8	36,5	17,8
Kent	7,5	13,1	24,1	16,6	31,2	7,5
Kır	1,1	6,4	7,3	10	43,7	31,5
İstanbul	11,4	10,8	28,3	15,1	30,4	4

Kaynak: CB Richard Ellis Değerleme Şirketi

Yüksek şehirleşme hızı, yoğun nüfus yapısı ve Türk ekonomisinin kalbi olma özelliklerini taşıyan İstanbul, konut piyasası ile ilgili gelişmelerin de erken ve yoğun yaşanmasına tanık olmaktadır. Metropolitan alanda yaşanan imarlı arazi eksikliği, artan konut talebiyle birleştiğinde gayrimenkul fiyatlarında hızlı artışa neden olmaktadır. Büyük ölçekli projelerde ortaya çıkan yüksek finansman ihtiyacı, özel sektörün daha etkin olmasını gerektirmektedir.

Daha önce göç, plansız ve çarpık kentleşme, altyapı eksikleri gibi ihtiyaçlardan doğan, kendi içinde çağdaş yaşam standartlarını sağlayan özgün projelere olan talep, özellikle 1999 yılında yaşanan deprem felaketiyle hissedilir düzeyde artmıştır. Deprem, konut piyasasının dinamiklerini etkilemiş, değişen pazar koşullarına uygun yeni konseptlerin oluşumunu hızlandırmıştır. Depremi ardından, proje ve inşaat şirketlerinin güvenilirliği ön plana çıkmış, büyük ve saygın inşaat şirketleri ve gayrimenkul yatırım ortaklıklarının yaptığı projelere talep artmıştır. Bugün İstanbul konut piyasası değerlendirildiğinde genellikle tercih edilen, rezidans olarak adlandırılan ve çeşitli servisleri bünyesinde barındıran konut kuleleri, şehir dışı az katlı ve bahçeli konut tipleri ile şehir içinde mimari ve konum olarak özel konseptli projeleridir. İstanbul’un kuzey kısımlarında yer alan düşük yoğunluklu konut yerleşimlerine talep artmış, yüksek kaliteli ve güvenilir projeler prim yapmaya başlamıştır.

Bu koşullar altında, İstanbul konut piyasasında, tercih edilen konut tipleri incelediğinde, şöyle bir sınıflama yapılabilir (www.ihlasgyo.com.tr):

Müstakil Evler: Deprem öncesinde, temiz hava, yeşil alan, açık hava etkinlikleri ve geniş mesken ihtiyacı, şehir dışında yer alan müstakil evlere olan talebi artırmıştır. Ancak bu konutlarda gözlenen altyapı yetersizliği, özellikle yaşanan ulaşım sorunları, 1990'ların ikinci yarısında eğilimin yön değiştirerek merkeze yönelmesine neden olmuştur. Son 5 yıl içinde bu grup içerisinde talep, 350 m²'den büyük konutlara yönelmiş, 1999 yılında ise 250-350 m² olan konutlarda yoğunlaşmıştır. Depremden sonra yaşanan yoğun talep sonucu, değerleri dikkat çeken ölçülerde artan müstakil konutların fiyatları 900-3000 \$/m² arasında değişmektedir.

Lüks Konut: İstanbul'da genellikle Asya yakasında ve Avrupa yakasında Marmara Denizi kıyılarında, Etiler-Ulus, Yeşilköy-Yeşilyurt, Bağdat Caddesi çevresinde yer alan lüks konutların, yeni lüks konut projelerine bakarak, Etiler-Ulus, Moda-Kalamış-Fenerbahçe bölgelerinde de yoğunluk kazanabileceği söylenebilir. Bu konutlara olan talebin artmasında, evlerin yıpranmasının, nüfusun ve gelir seviyesinin artmasının etkilerinin yanısıra, yüksek kalite, iyi planlama, tam teşekküllü proje talep eden komplike bir alıcı grubunun bulunması da çok önemli bir etkidir. Varolan konutlarda fiyatlar 1200-2500 \$/m² iken yeni projeler için belirlenen fiyat 2000-4300 \$/m² arasında değişmektedir. Bu konutlarda ortalama büyüklük 150-200 m²'dir.

Apartman Dairesi: İstanbul'un doğu ucu olan Kurtköy ve batı ucu olan Beylikdüzü çevresinde apartman dairelerinden oluşan konut projeleri ağırlık kazanmıştır. Hedef kitlesi yüksek gelir grubundan çok, orta ve düşük gelir grubu olarak belirlenmiştir. Bu bölgede bulunan konutlara olan talep düşük olmasına rağmen arz oldukça yüksektir. Konut büyüklüğü ortalama 125-160 m² iken, fiyatları yaklaşık 250 \$/m²'dir.

Önümüzdeki dönemde, İstanbul konut piyasasının genel eğilimin, kısa vadede, orta ve üst düzey gelir grubu için şehrin uydu bölgelerinde az katlı konutlar ile iyi planlanmış, kalite kontrolü sağlanmış, yüksek katlı şehir içi konut projelerine ağırlık vermek; uzun vadede ise şehir içi, çok katlı, kaliteli, yeniden geliştirme projeleri olacağı söylenebilir.

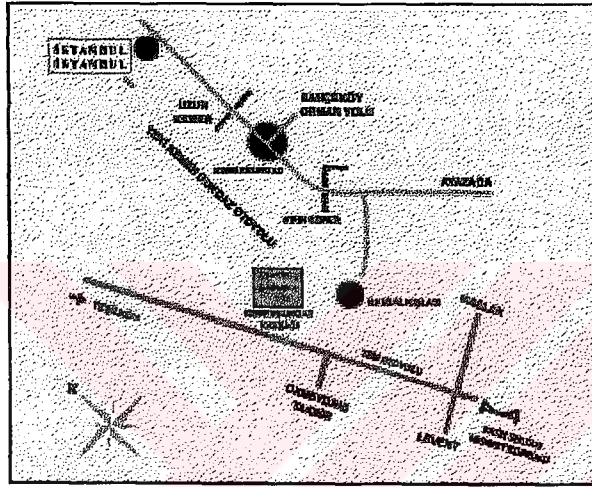
Aşağıda SPK'ya kayıtlı GYO'ların portföylerinde yer alan konut projeleri detaylı olarak incelenmiştir. Bu anlamda yukarıda sunulan mevcut konut sektörü benzerlikleri ve zıtlıkları belirlenmeye çalışılacak, bu şekilde kente olan etkileri de belirlenecektir.

6.2.1. GYO'ların Portföylerinde Bulunan Konut Projeleri

6.2.1.1. İstanbul İstanbul / 1.Faz

Yapı Kredi Koray GYO tarafından, bilinçli ve sağlıklı gelişmeye örnek olarak gösterilen proje 1999 yılında başlamış olup, tümünün 2001 yılında bitirilmesi planlanmaktadır. Tamamı bir gayrimenkul yatırım ortaklığı tarafından geliştirilen ve pazarlanan ilk konut projesi olma özelliğine sahiptir.

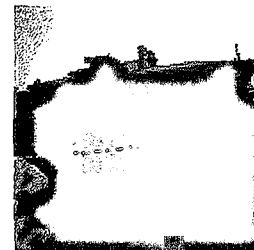
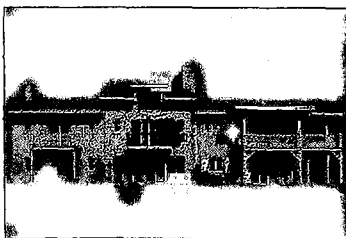
Resim 6.1. İstanbul – İstanbul Projesinin Konumu



İstanbul'un finans merkezi olan Levent-Maslak aksına 15 dakikalık mesafedeki Göktürk Beldesi'nde bulunan projenin yerseçiminde, doğru konumlanma ve doğru strateji esasları gözönüne alınmıştır. 2000 sonu itibariyle %90'ı tamamlanmış durumda olan, TEM'in Hasdal Kavşağı'ndan Kemerburgaz'a uzanan 2x2=4 şeritli yolun faaliyete geçmesi ile Levent-Maslak hattına olan uzaklık daha da azalacaktır.

Yaklaşık 100.000 m²'lik bir arsa üzerinde konumlanan proje, 1. fazda brüt büyüklükleri 188 m² ile 274 m² arasında değişen 117 adet townhouse ve brüt büyüklükleri 79 m² ile 158 m² arasında değişen 39 tane apartman dairesinden oluşmaktadır.

Resim 6.2. İstanbul – İstanbul Konutlarından Örnekler



Konut ve turizm yerleşimleri konusunda uluslararası deneyime sahip CMLA Architects and Planners tarafından hazırlanan projenin tasarım konsepti mimaride ve renklerde hareketlilik ve uyum dikkate alınarak, modern Akdeniz mimarisinin geleneksel Türk mimarisi ile sentezi olarak tanımlanabilir. Toplam 8500 m²'lik sosyal kulüp ve rekreasyon alanı içerisinde, 9000 m²'lik yapay gölet, köprüler, kapalı ve açık yüzme havuzu, fitness center, sauna, buhar ve masaj odaları, tenis kortu, squash salonları ve restoran, bar, bilardo ve oyun odası, geniş yeşil alanlar (yürüyüş parkurları, çocuk oyun alanları, çeşmeler, göletlerin kenarında oturma alanları) kapalı garajlar ve market yer almaktadır. Bakım, onarım ve temizlik ihtiyaçları için profesyonel müşteri hizmetleri servisine, genel güvenlik sistemine, ortak kullanım alanları için jeneratör sistemine sahiptir.

Tamamı Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'na ait olan projenin Aralık 1999 tarihli ekspertiz raporuna göre değeri; 16,5 trilyon TL olarak belirlenmiş olup, proje değeri şirket portföyü içerisinde yer alan gayrimenkul projelerinin toplam ekspertiz değerinin %44,8'ini oluşturmaktadır. Proje değerinin şirket portföy değeri içindeki oranı ise %31,78'dir.

İstanbul - İstanbul projesinde, belirlenen hedef kitlenin ödeyebileceği fiyat aralığında minimumda mekan çözümleri sunularak, yepyeni bir konseptle çıkmıştır. Hedef kitle genç profesyoneller, banka müdürleri olarak belirlenmiştir. Çok uygun zamanda, çok uygun ödeme koşulları ile ortaya çıkan bir proje olması, projenin başarısı olarak kabul edilebilir. Şirketin yüzakı olarak nitelenen projenin tüm satışları bitmiş durumdadır (Gülsün, 2000). 1.Faz bünyesindeki 156 ünitenin finansmanı Kasım 1998'de gerçekleştirilmiş ve gayrimenkul sektörünün durgun olduğu bir dönemde 2 ayda 44 ünite satılmıştır. 72 aya kadar vadeli konut kredisi paketleri ile satışa sunulan projenin 1999 yılında toplam 90 ünitesinin satışı gerçekleştirilmiş ve 27,3 milyon dolar satış geliri elde edilmiştir. Bu rakamlarla 1999 yılı hedefinin % 64 üzerine çıkmıştır. 1 Mayıs 2000 itibarıyla 152 ünite satılmıştır. Konutların teslimi 2001 yılı başında başlayacaktır. Riva bölgesinde gerçekleştirilecek olan 97 ünitelik 2.Faz, 253 konuttan oluşmakta olup, tanıtımı 2000 yılının 2.yarısında yapılmıştır. Projenin gözlemlenen satış başarısı; pazar araştırması, sektör analizine dayalı proje geliştirme, hedef kitlenin doğru tanımlanması, profesyonel yönetim, dinamik satış ve pazarlama ekibi ve cazip finansman koşullarının ortak sonucu olarak açıklanabilir.

6.2.1.2. Kemer Country – Yalıkonaklar

Kemer Country – Yalıkavaklar projesi, Yapı Kredi Koray GYO tarafından Fatih Devlet Ormanı ile çevrili Göktürk beldesinde, 1998 yılında başlamış ve 2000 yılında projenin kaba inşaatı tamamlanmıştır. 1. Faz 2001 yılında teslim edilmek üzere anlaşmalar yapılmış, proje teslim aşamasına gelmiştir (Gülsün, 2000).

Proje toplam 3.200.000 m2 alan üzerinde konumlanmış olup, villa, townhouse ve daire tipi konutlardan oluşan 750 üniteden oluşmaktadır. Country tarzı yerleşim konsepti hakimdir.

Resim 6.3. Kemer Country – Yalıkonaklar Konutlarından Örnekler



Kemer Country projesinde, üst düzey gelir grubu hedeflenirken, projenin son 68 ünitesinin % 21.08'ine, Yapı Kredi Koray GYO tarafından gelir paylaşımı esasına göre yatırım yapılmıştır.

Kemer Golf ve Country Club, uluslararası standartlarda 18 delikli golf sahası, tenis kortları, yüzme havuzları vb. rekreatif aktiviteleri bünyesinde barındırmaktadır.

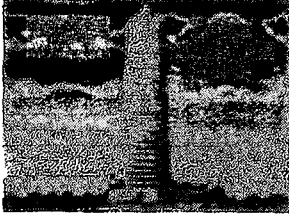
Projenin Aralık 1999 tarihi itibarıyla ekspertiz değeri yaklaşık 107 trilyondur. GYO portföyünde bulunan kısmın ekspertiz değeri 22,3 trilyon TL dir ve bu değer portföydeki gayrimenkul projeleri içindeki oranı %10,61, tüm şirketin portföy değeri içerisindeki oranı %4,41'dir.

1999 yılı sonu itibarıyla 24 ünite satılmış ve 2.15 milyon dolar gelir elde edilmiş. Aralık 1999'da tanınan ilave inşaat hakkı ile toplam yatırımın %5'i kadar artı değer yaratılmıştır.

6.2.1.3. Elit – Residence

Elit Residence projesine, Şişli'de, Yapı Kredi Koray GYO tarafından 1998 yılında başlanmıştır. Projenin 2001 yılı içerisinde bitirilmesi planlanmaktadır.

Resim 6.4. Elit Residence Projesi



Tamamı Boğaz ve İstanbul manzarasına sahip olan 4500 m2 arsa içinde, 33 katlı yüksek konut projesi olarak, BSB Architects of London tarafından tasarlanmıştır. 21. yüzyıl yaşam ve konfor standartlarına uygun olması en önemli tasarım kriteri olarak kabul edilmiştir. İçerisinde çeşitli sosyal ve sportif aktiviteler bulunmaktadır.

Resim 6.5. Elit Residence Konutlarından Örnek



Projenin 1999 yılı ekspertiz raporuna göre değeri yaklaşık olarak 70 trilyon TL. dir ve Yapı Kredi Koray GYO, projenin %5'ine sahip durumdadır. Projenin GYO sahipliğinde bulunan kısmının ekspertiz değeri 3,5 trilyon TL civarında olup, bu değer şirket gayrimenkul varlıkları portföy değerinin %16,41'ini, tüm şirket portföy değerinin %6,83'ünü oluşturmaktadır.

Üst düzey gelir grupları ve çokuluslu şirketler hedeflenerek hazırlanan projenin, 1999 yılı sonu itibariyle 18 ünitesi 10,2 milyon dolar karşılığında satılmıştır.

6.2.1.4. Uskumruköy Vilları

Nurol GYO tarafından Sarıyer Zekeriyaköy çevresinde gerçekleştirilmekte olan proje 15.660 m2 alan üzerinde konumlanmıştır.

13 adedi 1. kısımda ve 16 adedi 2. kısımda olmak üzere, her biri net 396 m2 alana sahip toplam 29 adet lüks villadan oluşmaktadır.

Her bir villada havuz, Japon havuzu, bahçe, kış bahçesi, sulama sistemi, sauna, spor odası, jakuzi, hizmetli katı, 2 araçlık özel otopark, yerden ısıtma sistemi, güvenlik

sistemi bulunmaktadır. Villaların inşasında ekstra kaliteli malzeme ve ileri işçilik teknikleri kullanılmıştır.

1999 yılı ekspertiz değeri yaklaşık 9 trilyon TL. olup, Nurol GYO bu projenin %10,5'e karşılık gelen 3 villayı portföyünde bulundurmaktadır. GYO portföyünde bulunan kısmın ekspertiz değeri yaklaşık olarak 1 trilyon TL. olup, tüm GYO portföyündeki gayrimenkul projelerinin değerlerine oranı %3,66 ve tüm GYO portföyüne oranı %6,71 olarak belirlenmiştir.

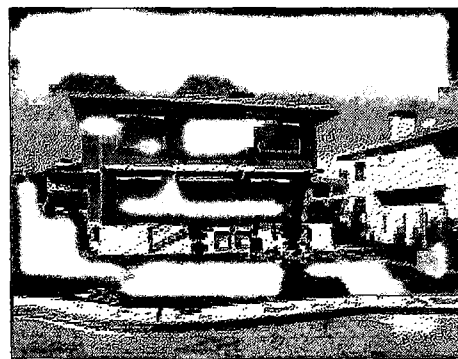
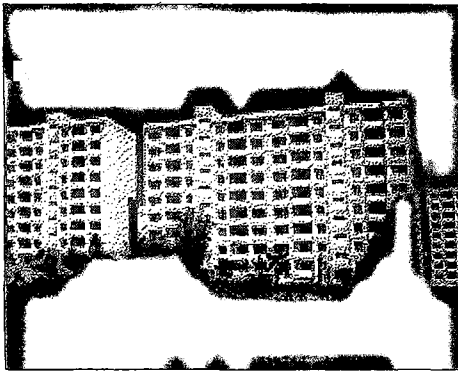
6.2.1.5. Marmara Evleri / 1.Etap

İstanbul'un batısında Yakuplu – Büyükçekmece - Beylikdüzü bölgesinde İhlas GYO tarafından gerçekleştirilen proje, 1994 yılında başlamış olup, 1997 yılında tamamlanmıştır.

Şehir merkezine yakınlığı, çevresinde geniş çaplı projeler geliştirmeye uygun alanların çokluğu, TEM Otoyolu'na doğrudan bağlantısının olması, gecekondulaşmanın olmaması bölgenin avantajları ve şirketin yatırım yaparken gözönünde tuttuğu yerseçimi kriterleri olarak sıralanabilir. Konut bölgesinden İstanbul merkeze erişim hem E-5, hem de TEM Otoyolu'ndan sağlanabilmektedir. Atatürk Havalimanı'na 15 km. olan yerleşim, Otobüs Terminaline 20 km. ve en yakın liman olan Avcılar'a 4 km. uzaklıktadır.

Yakuplu çevresinde 700.000 m2 arsa üzerinde, 2704 daire ve 133 villadan oluşan projede, daire büyüklükleri 110, 130 ve 150 m2 arasında değişirken, villalar 675, 950 ve 1350 m2'lik arsalar üzerinde 300, 500 ve 600 m2 arasında büyüklüklere sahiptir.

Resim 6.6. Marmara Evleri 1. Etap Konutlarından Örnekler

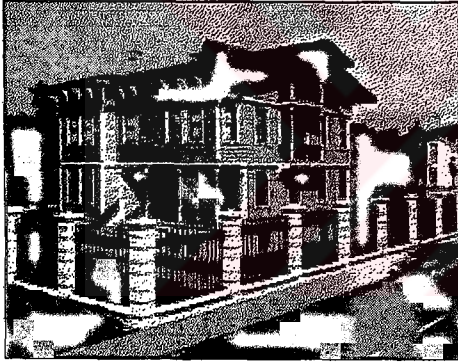


İnşaatı ve mimari tasarımı İhlas İnşaat tarafından gerçekleştirilen projenin 1999 ekspertiz raporuna göre değeri yaklaşık olarak 135 trilyon TL dir. İhlas GYO, bu projenin %3,5'ini, bir başka deyişle 85 daire ve 10 villasını portföyüne dahil etmiştir. GYO mülkiyetinde bulunan kısmın ekspertiz değeri 5 trilyon TL civarında olup, bu değer GYO portföyünde bulunan gayrimenkul projelerinin değerinin %24,98'ini oluşturmaktadır.

6.2.1.6. Tarabya Villaları

İhlas GYO tarafından Boğaziçi sahilinde 3970 m2 arsa üzerinde gerçekleştirilen Tarabya Villaları projesinin oturduğu arsalar, restorasyon ve restitüsyon dışında yapılaşmanın kesinlikle yasak olduğu Boğaziçi Koruma Alanı sınırları içinde yer almaktadır. Tarihi binaların restorasyonu kapsamında 3. gruba dahil edilen 2 villa üzerinde çalışmalar halen devam etmektedir.

Resim 6.7. Tarabya Vilları'ndan Örnek



Deniz ve koru manzarasına sahip olan villalardan biri 563 m2, diğeri ise 549 m2'dir. Şehir merkezine yakınlık, güçlü altyapı, seçkin çevre ve yeni inşaat çalışmalarının yasaklanmış olması ve bölgenin jeolojik olarak kuvvetli altyapısı villaların değerini artırmıştır. 1999 tarihli ekspertiz raporuna göre değeri yaklaşık olarak 2 trilyon TL olup, tüm proje İhlas GYO portföyünde yer almaktadır. Proje değerinin GYO'nun sahip olduğu gayrimenkul varlıklarının ekspertiz değerleri içindeki oranı %9,32'dir.

6.2.1.7. Marmara Evleri / 2. Etap

Yakuplu - Büyükçekmece bölgesinde, 1. Etap kompleksinin yaklaşık 2 km. batısında 170.000 m2 alan üzerinde İhlas GYO tarafından gerçekleştirilen proje, 1997 yılında başlamış olup, 2001 yılında bitmesi planlanmaktadır.

1.Etabın sahip olduğu, şehir merkezine yakınlık, çevresinde geniş çaplı projeler geliştirmeye uygun alanların çokluğu, TEM Otoyolu'na doğrudan bağlantı, gecekondulaşmanın olmaması gibi avantajlar bu yerleşim alanı için de geçerlidir.

Büyükölükleri 80,115,130, 150 m2 arasında değişen 2186 apartman dairesinden oluşan bu projenin de inşaatı ve mimari tasarımı İhlas İnşaat tarafından yapılmıştır. 1.Etaptan farklı olarak, arsası İhlas Holding'e ait değildir ve konutların %35'i arsa sahiplerine devredilmek üzere anlaşma yapılmıştır.

Resim 6.8. Marmara Evleri 2. Etap Konutları



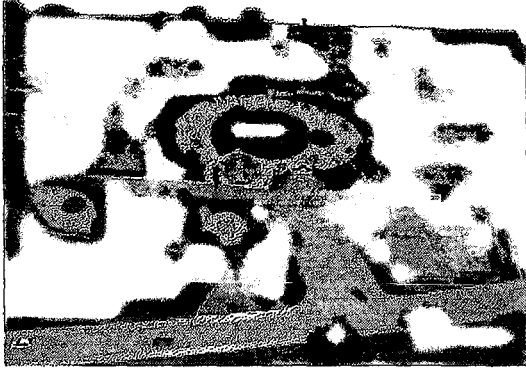
Projenin 1999 ekspertiz raporuna göre değeri yaklaşık 54 trilyon TL olup, İhlas GYO bu projenin %6,5'ini, yani 144 daireyi portföyüne dahil etmiştir. GYO mülkiyetinde bulunan kısmın ekspertiz değeri de yaklaşık olarak 3,5 trilyon TL dir. Bu değerin, GYO portföyündeki gayrimenkul varlıklarının ekspertiz değerine oranı %18,12'dir.

6.2.1.8. Çekmeköy Projesi

İhlas GYO tarafından, Ümraniye ilçe merkezine yaklaşık 10 km. uzaklıkta bulunan Çekmeköy bölgesinde gerçekteştirilen proje 1999 yılında başlamış olup, 2002 yılında bitmesi planlanmaktadır.

26.125 m2 alan üzerine 470 m2'lik 21 bahçeli villadan oluşan proje, henüz planlama ve tasarım aşamasındadır. Orman manzarasına sahip olan proje, deprem sonrası dayanıklı bahçeli evlere olan yoğun talep üzerine geliştirilmiştir.

Resim 6.9. Çekmeköy Projesi

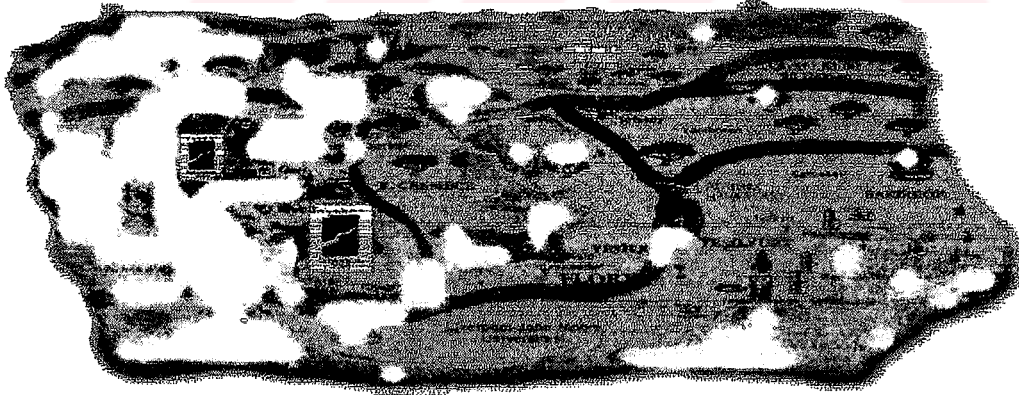


Sosyal tesisler, spor alanları ve yüzme havuzunu içinde bulunduran projenin tamamı İhlas GYO mülkiyetinde bulunmaktadır.

6.2.1.9. Alkent 2000

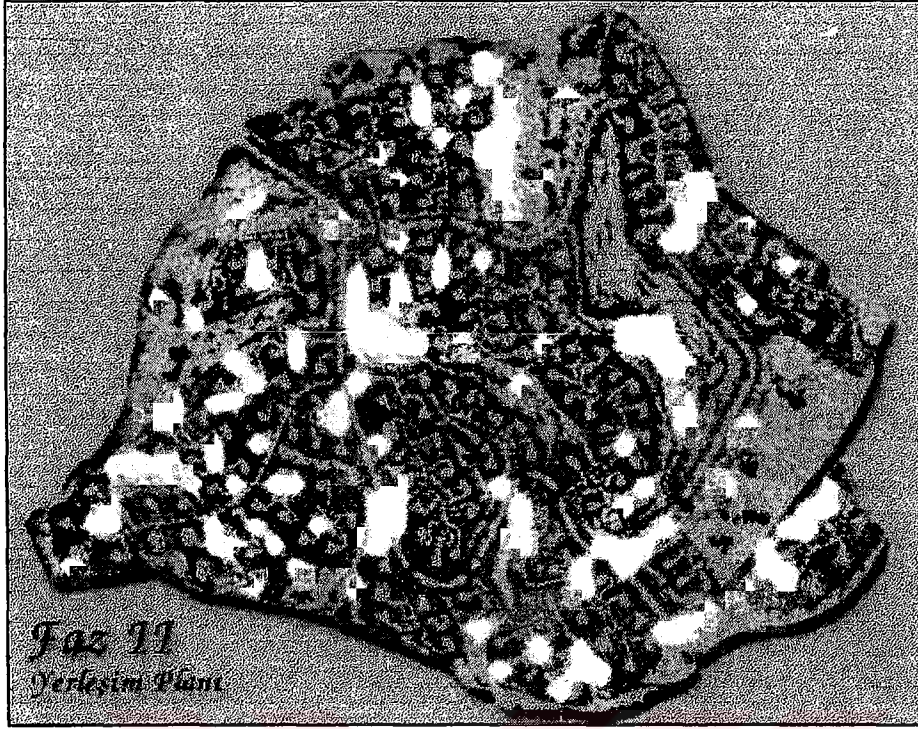
Alarko GYO portföyünde yer alan Alkent 2000 projesi tamamiyle tamamlanmak üzeredir. Büyükçekmece Gölü'nün doğu kıyısında yer alan yerleşmeye E-5'den ve TEM'den erişim imkanı bulunmaktadır. Yerleşme İstanbul'un ana arterlerinin yanısıra, bazı alışveriş merkezleri, eğlence merkezleri, sağlık merkezleri ve havalimanından düzenli olarak servislerle ulaşım imkanı bulunmaktadır.

Resim 6.10. Alarko 2000 Projesinin Konumu

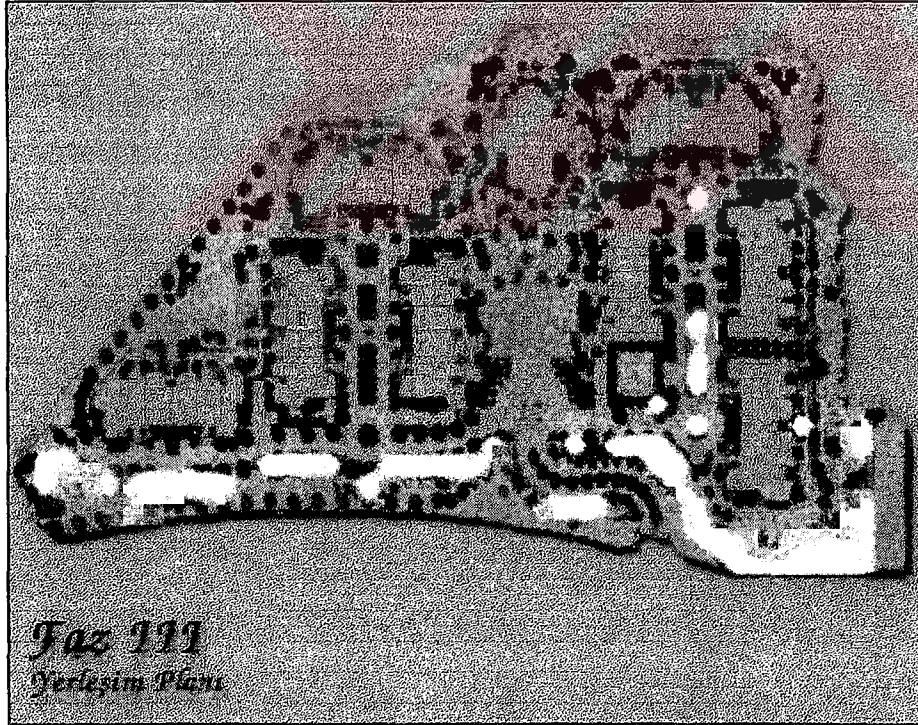


Toplam 7200000 m2 arazi üzerinde geliştirilen proje içerisinde 5 farklı tipte 1221 villa ve 608 apartman dairesi ünitesinden oluşmaktadır. Proje, uluslararası yarışmalarda kazandığı ödüllerle özel yaşam alanları tasarımında başarısını kanıtlamıştır. Proje 3 faz-3 mahalleden oluşmaktadır. 1. Fazı oluşturan Yeditepe Mahallesi 495 ünitelerden oluşmaktadır. 2. Fazı oluşturan Çamlıca Mahallesi 350 dönüm üzerine 98 villa ünitesini barındırmaktadır. Göksu Mahallesi de projenin 3. Fazını oluşturmaktadır.

Resim 6.11. Alkent 2000 Konutları 2. Faz Yerleşim Planı



Resim 6.12. Alkent 2000 Konutları 3. Faz Yerleşim Planı



Projenin 1999 ekspertiz raporuna göre yaklaşık değeri 184 trilyon TL olup, Alarko GYO projenin yaklaşık olarak % 8'ini portföyünde bulundurmaktadır. Projenin GYO mülkiyetinde bulunan kısmının ekspertiz değeri 15 trilyon TL olup, bu değer tüm

şirket portföyünün yaklaşık olarak % 22'sini ve şirketin gayrimenkul portföyünün % 81'ini oluşturmaktadır.

Alkent 2000'de bulunan her fazın girişi güvenlik birimlerince kontrol edilirken, fazlar içinde bulunan her ünite de duman, yangın ve darbeye karşı gelişmiş alarm sistemleriyle donatılmıştır.

Alkent 2000 Shopping Mall olarak adlandırılan alışveriş merkezi yabancı yatırımcıların işbirliği ile elde edilen 78 dönümlük bir alan üzerine oturmaktadır. 3000 araç kapasiteli otopark, çocuk eğlence merkezleri, 7 adet cep sineması, dünyaca ünlü restoranlar ve yeni franchise zincirleri ile mağazaları da içerisinde bulundurmaktadır.

Alkent 2000'de rekreasyona büyük önem verilmiştir. Büyükçekmece Gölü'nün sunmuş olduğu olanaklardan faydalanılarak kıyısında oluşturulan park içerisinde kano, rüzgar sörfü ve yelken gibi aktiviteler yer almaktadır. Ayrıca binicilik, balıkçılık ve golf özel eğitim olanaklarıyla birlikte kullanıcılara sunulan diğer aktivitelerdir. Her faz için ayrı ayrı oluşturulan rekreasyon alanlarındaki sosyal ve sportif tesisler içerisinde, açık ve kapalı yüzme havuzları, aletli jimnastik, aerobik salonu, tenis kortları, squash, raketball, hobi odaları, oyun odaları, çocuk kulüpleri, sauna, masaj odası, buhar banyosu, restoran-bar ve sinema bulunmaktadır. Bu alanlar ayrıca alışverişten bankacılığa kadar her türlü günlük ihtiyaca cevap verebilecek hizmetleri barındıran birer semt merkezi görünümüne de kavuşmuşlardır.

Projenin içinde ayrılan eğitim kampüslerinde ilköğretim, lise ve anaokulun yanı sıra kapalı spor salonu, oditoryum ve özel aktivite salonları bulunmaktadır.

6.2.2. Konum

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının yaptıkları konut projelerinin konumları bakımından irdelenmesinde, iki farklı bölgeleme yöntemi kullanılarak, yerseçimi eğilimleri belirlenmeye çalışılacaktır.

Birinci yöntemde İstanbul eski merkezi iş alanı merkez kabul edilerek, çevresine yayılan çemberler şeklinde bölgeleme yapılmış ve toplam üç ana bölge elde edilmiştir. Bu bölgelerin kapsamındaki ilçeler şunlardır:

- Core :Beyoğlu, Eminönü
- 1.Bölge :Bayrampaşa, Beşiktaş, Eyüp, Fatih, Kadıköy, Kağıthane, Şişli, Üsküdar, Zeytinburnu
- 2.Bölge :Adalar, Avcılar, Bakırköy, Bahçelievler, Beykoz, Büyükçekmece, Küçükçekmece, Esenler, Gaziosmanpaşa, Güngören, Kartal, Maltepe, Pendik, Sarıyer, Silivri, Şile, Yalova

Tablo 6.7. 1.Bölgelemeye Göre Konut Projelerinin Bölgelere Dağılımı

	PROJE ADI	KONUM
1. BÖLGE	Elit Residence	Şişli
	İstanbul-İstanbul	Göktürk-Kemerburgaz
	Kemer Country – Yalıkonaklar	Göktürk
	Uskumruköy Vilları	Sarıyer Zekeriyaköy
2.BÖLGE	İhlas Marmara Evleri 1. Etap	Yakuplu – Büyükçekmece - Beylikdüzü
	Tarabya Villaları	Tarabya
	İhlas Marmara Evleri 2. Etap	Yakuplu - Büyükçekmece
	Çekmeköy Projesi	Çekmeköy
	Alkent 2000	Büyükçekmece

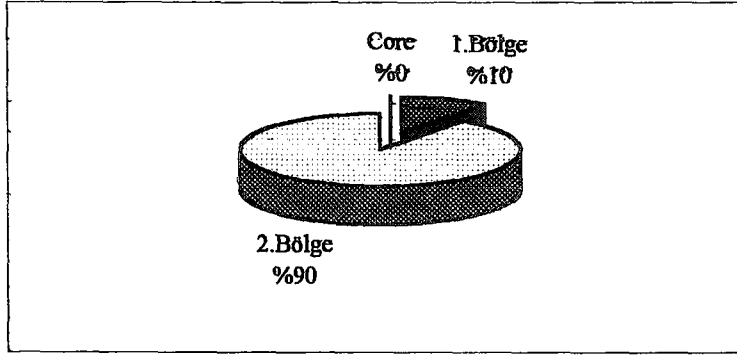
1.bölgelemeye göre yapılan konum gruplamasına göre, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının yaptıkları konut projelerinin dağılımını şöyle açıklayabiliriz; Core’da gerçekleştirilen bir konut projesi yoktur, 1. Bölgede sadece 1 konut projesi gözlenirken, yapılan konut yatırımlarının 2. Bölge’de yoğunlaştığı görülmektedir. Konut projelerinin sayılarına göre bölgelere dağılımına bakarsak;

Core : %0

Bölge : %11.1

Bölge : %98.9 sonuçları ortaya çıkmaktadır ve bu sonuçların grafikteki yansıması aşağıdaki gibidir.

Grafik 6.4. 1. Bölgelemeye Göre Konut Projelerinin Bölgelere Dağılımı



Eski merkezi iş alanını kapsayan Core Bölgesinde, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının tercih ettiği konut projelerine cevap verebilecek büyüklükte arsanın olmaması, bölgede konut yatırımının bulunmamasının ana sebebidir. 1. Bölge içerisinde yer alan konut projesi ise – Elit Residence- genelde gözlenen villa tarzından farklı olarak, yer aldığı Şişli bölgesinin genel yerleşim yapısına uygun olarak hazırlanmış yüksek katlı bir konut projesidir. Bu bölgelerde yapılan yatırımların yok denecek kadar az olmasının bir başka sebebi, genelde lüks konut projelerine yatırım yapan gayrimenkul yatırım ortaklıklarının, hedef kitlesi olan yüksek gelir grubunun kent merkezinin kargaşasından uzak olma talepleridir.

İkinci yöntemde, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının konut projelerinde ağırlıklı seçtikleri bölgeler baz alınarak sınıflama yapılmaya çalışılmış ve dört ana bölge elde edilmiştir:

1. Bölge :İstanbul'un kuzey bölgeleri, Kemerburgaz, Terkos Gölü çevresi
2. Bölge :Büyükçekmece - Beylikdüzü
3. Bölge :Boğaz öngörünüm bölgesi
4. Bölge :Eski merkezi iş alanı, Şişli

Tablo 6.8. 2.Bölgelemeye Göre Konut Projelerinin Bölgelere Dağılımı

	PROJE ADI	KONUM
	İstanbul-İstanbul	Göktürk-Kemerburgaz
1. BÖLGE	Kemer Country – Yalikonaklar	Göktürk
	Uskumruköy Vilları	Sarıyer Zekeriyaköy
	Çekmeköy Projesi	Çekmeköy
2.BÖLGE	İhlas Marmara Evleri 1. Etap	Yakuplu, Büyükçekmece, Beylikdüzü
	İhlas Marmara Evleri 2. Etap	Yakuplu- Büyükçekmece
	Alkent 2000	Büyükçekmece
3.BÖLGE	Tarabya Villaları	Tarabya
4.BÖLGE	Elit Residence	Şişli

2.bölgelemeye göre yapılan gruptamada ise, konut projelerinin 1. ve 2. Bölgelerde yoğunlaştığı gözlenmektedir. Konut projelerinin sayılarına göre bölgelere dağılımı ise;

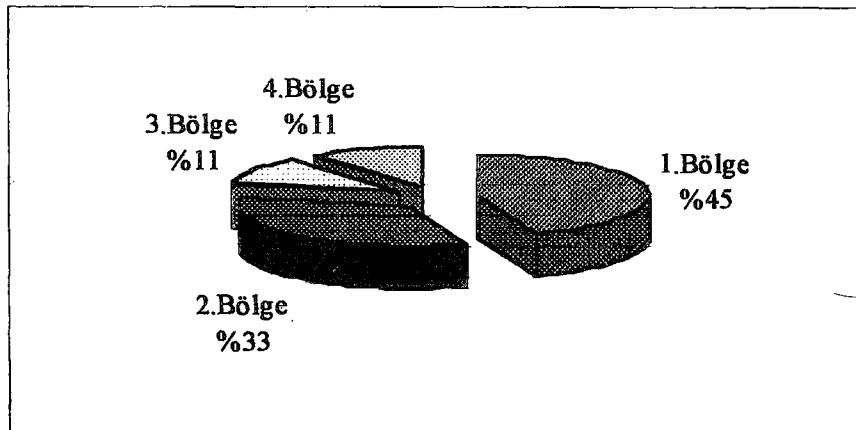
1.Bölge : %44,5

2.Bölge : %33,3

3.Bölge : %11,1

4.Bölge : %11,1 sonuçlarını vermektedir. Bu bölgelemeye göre de konut projelerinin bölgelere dağılım oranları grafikte gösterilmiştir.

Grafik 6.5. 2. Bölgelemeye Göre Konut Projelerinin Bölgelere Dağılımı



Burada da, geniş arsa talebine cevap veren İstanbul'un kuzey bölgeleri ve Büyükçekmece çevresinde konut projelerinin yoğunluk kazandığı görülmektedir. Boğaz Öngörünüm bölgesi ve eski merkezi iş alanı olan Şişli bölgesinde birer tane konut projesi gözlenmektedir. 6.2.3. Arazi Büyüklüğü

Tablo 6.9. Konut Projelerinin Bölgelerdeki Dağılımının Alan Bazında İncelenmesi

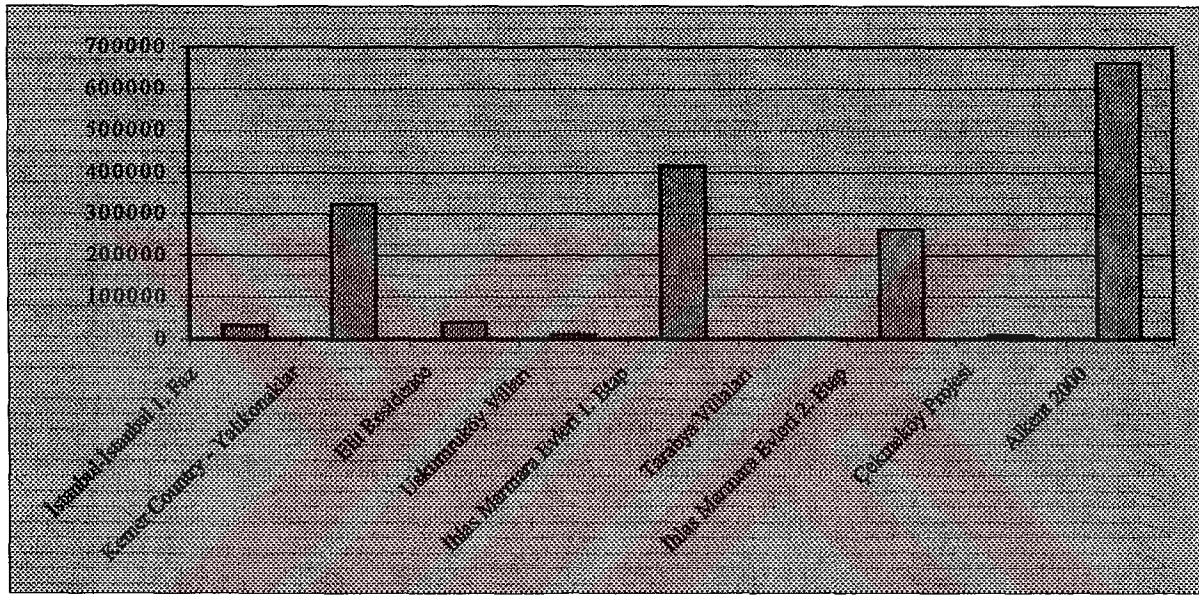
PROJE ADI	BÖLGE (1.Bölgelemeye Göre)	BÖLGE (2.Bölgelemeye Göre)	PARSEL YA DA ARAZİ ALANI	TOPLAM İNŞAAT ALANI M2	YAKLAŞIK EMSAL
İstanbul- İstanbul 1. Faz	2	1	100000	31629	0,32
Kemer Country - Yalıkonaklar	2	1	3200000	322500	0,10
Elit Residence	1	4	4500	40000	8,89
Uskumruköy Vilları	2	1	15660	11484	0,73
İhlas Marmara Evleri 1. Etap	2	2	700000	414030	0,53
Tarabya Villaları	2	3	3970	1112	0,28
İhlas Marmara Evleri 2. Etap	2	2	170000	262320	1,54
Çekmeköy Projesi	2	1	26125	9870	0,38
Alkent 2000	2	2	7200000	661705	0,09
TOPLAM			11420255	1754650	0,15

Projeleri parsel yada arazi büyüklüğüne göre gruplandırdığımızda, 3 grup oluşmaktadır. Buna göre 1-100 dönüm parsel alanı olan projeler Elit Residence, Uskumruköy, Çekmeköy ve Tarabya Villaları projeleridir. Bunlar ya kent merkezinde yer alan, yada merkez dışında ama küçük çaplı lüks konut projeleridir. 2. Grubu oluşturan 100-500 dönümlük araziler, kent dışındaki orta ve üst gelir grubuna hitap eden konut projeleridir ki, İhlas Marmara 2. Etap ve İstanbul İstanbul projeleri bu grup içerisinde. 3. Grup 500 dönümden büyük, dolayısı ile kente etkileri de fazla

olan projelerden oluşmaktadır. Bu grup içerisinde Kemer Country Yalıkavaklar, İhlas Marmara 1. Etap ve Alkent 2000 projeleri yer almaktadır.

İnşaat alanları da aynı şekilde üçe ayrıldığında, yaklaşık olarak benzer bir görüntü oluşmaktadır. Gruplamayı 0-10000, 10000-50000 ve 50000 m²'den büyük olanlar şeklinde yaptığımızda Elit Residence ile Uskumruköy Vilları'nın daha yüksek emsalleri nedeniyle 2. Grupta yer aldıkları görülmektedir. Yine aynı sebeple İhlas Marmara 2. Etap Evleri de 3. Grup içerisine girmektedir.

Grafik 6.6. Konut Projelerinin İnşaat Alanları Büyüklükleri



Yaklaşık emsallere göre gruplama yapıldığında, 0-0,5 arası emsal kullanılan projeler İstanbul-İstanbul, Kemer Country, Tarabya Villaları, İhlas Marmara 1. Etap, Çekmeköy ve Alkent 2000 projeleridir. 0,5-2 arası emsal kullanılan projeler ise, Uskumruköy Vilları ile İhlas Marmara 2. Etap konutlarıdır. Bu projelerin kent dışında villa türü yapılardan oluştukları için oldukça yüksek emsal değerleri kullandıkları söylenebilir. Elit Residence, kent içi kule tipi bir konut projesi olduğu için yaklaşık 9 emsal kullanılmıştır.

Nazım plan kararları ve yapılaşma şartları açısından bakıldığında, Kemer Country, Tarabya Vilları ve Alkent 2000 dışında, emsal değerleri açısından uygun yerleşme görünmemektedir. Genellikle su havzalarında ve orman alanlarında yer alan bu

projeler yapılaşma yasaklarını çeşitli yasal boşluklarla delmiş, yapılaşma sınırlarını da genellikle belde belediyelerinin yaptıkları yüksek emsal değerli planlarla aşmışlardır.

6.2.4. Üniteler

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının yaptıkları konut projeleri kapsamında, iki temel konut tipi gözlenmektedir. Bunlardan ilki az katlı, bahçeli, şehir merkezinden uzak olan villa tipi konutlar iken, ikincisi yüksek katlı apartman bloklarında yer alan apartman daireleridir.

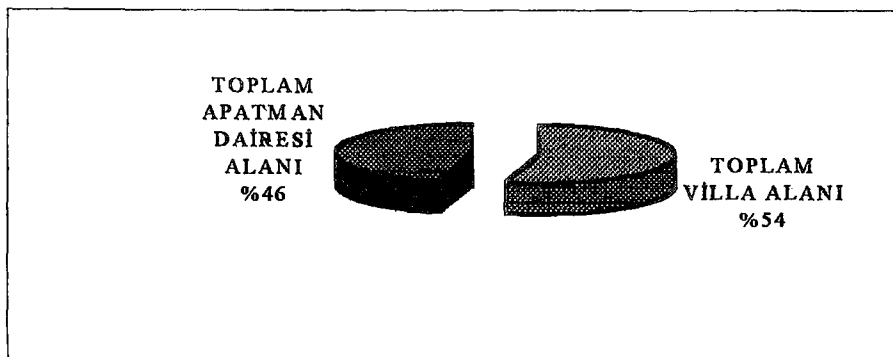
Yapılan konut projelerinde yer alan villa tipi konutların toplam inşaat alanı; 929.008 m2, apartman dairelerinin toplam inşaat alanı ise 794.222 m2'dir. Bu inşaat alanlarının tüm konut projelerinin inşaat alanları içerisindeki dağılımı villa tipi konutlar için %53,91 ve apartman daireleri için %46,09'dur. Bu veriler aşağıdaki tabloda görülmektedir.

Tablo 6.10. Konut Birimlerin Alanları Bakımından Dağılımı

	M2	%
TOPLAM VİLLA ALANI	929008	53,91
TOPLAM APATMAN DAİRESİ ALANI	794222	46,09
TOPLAM	1723230	100

Konut projeleri alansal büyüklükleri bakımından dengeli bir dağılım göze çarpmaktadır. Bunda son dönemde üst gelir gruplarının kente yeniden dönerek, rezidanslara yönelmesi etkilidir.

Grafik 6.7. Konut Tiplerinin Alansal Dağılımı



6.2.4.1. Villa Tipi Konutlar

Villa tipi konutları içeren konut projeleri ele alındığında, arazi büyüklüklerinin incelendiği tablodan da görülebileceği gibi, toplam 11.245.755 m2 arazi üzerinde, 1.452.330 m2 inşaat alanının bulunduğunu görülmektedir. Bu konut projelerinin her birinde ortalama inşaat alanı 20 hektarın üzerindedir. Bu konutlar için toplam villa inşaat alanı 929.008 m2, proje başına düşen ortalama villa inşaat alanı büyüklüğü 132.715 m2 ve toplam villa sayısı 2273 olup, proje başına düşen ortalama villa sayısı ise 325 villa birimidir. Ortalama villa büyüklüğü 423 m2'dir.

Tablo 6.11. Villa Tipi Konut Projelerinin Bölgelere Dağılımının Alansal Verilerle İrdelenmesi

PROJE ADI	BÖLGE (1.Bölgelemeye Göre)	BÖLGE (2.Bölgelemeye Göre)	TOPLAM İNŞAAT ALANI (M2)	VİLLA SAYISI	ORT. VİLLA ALANI (M2)	TOPLAM VİLLA İNŞAAT ALANI (M2)	VİLLA İNŞAAT ALANI/ TOPLAM İNŞAAT ALANI
İstanbul- İstanbul 1. Faz	2	1	31629	117	231	27027	0,85
Kemer Country - Yalıkavaklar:	2	1	322500	750	430	322500	1,00
Uskumruköy Villaları	2	1	11484	29	396	11484	1,00
İhlas Marmara Evleri 1. Etap	2	2	414030	133	470	62.510	0,15
Tarabya Villaları	2	3	1112	2	556	1112	1,00
Çekmeköy Projesi	2	1	9870	21	470	9.870	1,00
Alkent 2000	2	2	661705	1221	405	494505	0,75
TOPLAM			1452330	2273	409	929008	0,53
ORTALAMA			207.475	325	423	132.715	0,68

Yukarıda görülen konut projelerinden özellikle Yapı Kredi Koray GYO tarafından gerçekleştirilen Kemer Country – Yalıkavaklar ve Alarko GYO'ya ait olan Alarko 2000, diğer konut projelerine göre çok daha büyük alana sahip olan projelerdir. Kendi

içlerinde farklı villa tiplerini ve büyüklüklerini barındıran bu konut projelerindeki villa birimi sayısı da diğer projelere oranla çok fazladır.

6.2.4.2. Apartman Dairesi Tipi Konutlar

Daire tipi konutları içeren konut projelerine ve her iki tip konuta da sahip olan projelerin daire tipi konutlara sahip olan kısımlarına bakıldığında, toplam 8.174.500 m2 arazi üzerinde, 1.409.684 m2 inşaat alanının bulunduğunu görülmektedir. Bu konut projelerinin her biri için ortalama inşaat alanı 281.876 m2'dir. Bu konutlar için toplam daire tipi konut inşaat alanı 794.222 m2, proje başına düşen ortalama daire inşaat alanı büyüklüğü 158.844 m2 ve toplam daire sayısı 5570 olup, proje başına düşen ortalama daire sayısı ise 1114 daire birimidir. Ortalama daire büyüklüğü 181 m2 dir.

Tablo 6.12. Apartman Tipi Konut Projelerinin Bölgelere Dağılımının Alansal Verilerle İrdelenmesi

PROJE ADI	BÖLGE (1.Bölgelemeye Göre)	BÖLGE (2.Bölgelemeye Göre)	TOPLAM İNŞAAT ALANI (M2)	AP. DAİRESİ SAYISI	ORT.DAİRE BÜYÜKLÜĞÜ (M2)	DAİRE İNŞAAT ALANI (M2)	DAİRE İNŞAAT ALANI/ TOPLAM İNŞAAT ALANI
İstanbul- İstanbul 1. Faz	2	1	31629	39	118	4602	0,15
Elit Residence:	1	4	40000	33	260	8580	0.21
İhlas Marmara Evleri 1. Etap	2	2	414030	2704	130	351520	0.85
İhlas Marmara Evleri 2. Etap:	2	2	262320	2186	120	262320	1.00
Alkent 200	2	2	661705	608	275	167200	0.25
TOPLAM			1409684	5570		794222	
ORTALAMA			281936	1114	181	158,844	

Yapılan konut projeleri içerisinde sadece apartman dairesi tipi konutlardan oluşan projeler, Yapı Kredi Koray GYO tarafından gerçekleştirilen Elit Residence ve İhlas GYO tarafından yapılan Marmara Evleri projesinin 2. Etabıdır. Diğer konut projelerin

tümü, hem villa hem de daire tipi konutlardan oluşmaktadır. Daire tipi konutları bünyesinde barındıran Marmara Evleri projesinin 1. ve 2. Etaplarında ve Alkent 2000 projesinde, daire tipi konutlar ve sahip oldukları inşaat alanları diğer projelere göre daha fazladır.

Villa ve daire tipi konutlardan oluşan bu projeler, yapılan iki bölgeleme yöntemine göre ele alındığında, konut sayılarının bölgelere dağılımı aşağıdaki tablodaki gibi olacaktır.

Tablo 6.13. 1. Bölgelemeye Göre Konut Sayılarının Bölgelere Dağılımı

	VİLLA SAYISI	%	DAİRE SAYISI	%
C.BÖLGESİ	0	0	0	0
1.BÖLGE	0	0	33	0,6
2.BÖLGE	2273	100	5537	99,4
TOPLAM	2273	100	5570	100

Yapılan 1. bölgelemeye göre, eski merkezi iş alanında gerçekleştirilen bir konut projesi bulunmamaktadır. 1. Bölge içerisinde sadece dairelerden oluşan tek bir proje yer almaktadır ve tüm daire sayısı içerisindeki oranı %0.6'dır. 2. Bölge, konut projelerinin tamamına yakınının bulunduğu bölge olma özelliğine sahiptir. Villa tipi konutların %100'ü ve daire tipi konutların %99,4'ü bu bölgede bulunmaktadır.

Tablo 6.14. 2. Bölgelemeye Göre Konut Sayılarının Bölgelere Dağılımı

	VİLLA SAYISI	%	DAİRE SAYISI	%
1.BÖLGE	917	40,34	39	0,7
2.BÖLGE	1354	59,58	5498	98,7
3.BÖLGE	2	0,08	0	0
4.BÖLGE	0	0	33	0,6
TOPLAM	2273	100	5570	100

Yapılan 2. bölgelemeye göre, villa tipi konutların %40.34'ü 1. Bölgede yer alırken, %59.58'i 2. Bölgede bulunmaktadır. Boğaz öngörünüm bölgesinde bulunan villa tipi

konutların oranı %0.08 iken, 4. Bölgede villa tipi konut yerleşimi bulunmamaktadır. Daire sayılarının dağılımı aynı bölgelemeye göre ele alındığında, dairelerin 2. Bölgede yoğunlaştığı görülmektedir. Bu bölgede daire tipi konutların %98.7'si bulunmaktadır. 3. Bölgede ise daire tipi konutlardan oluşan bir konut proje bulunmamaktadır.

Bölgelemeler baz alınarak, konut inşaat alanlarının dağılımı ele alındığında aşağıdaki tablolar ortaya çıkmaktadır.

Tablo 6.15. 1. Bölgelemeye Göre Konut İnşaat Alanlarının Bölgelere Dağılımı

	VİLLA İNŞAAT ALANI (M2)	%	DAİRE İNŞAAT ALANI (M2)	%
C.BÖLGESİ	0	0	0	0
1.BÖLGE	0	0	8580	1,08
2.BÖLGE	929008	100	785642	98,92
TOPLAM	929008	100	794222	100

1. bölgelemeye göre, merkezi iş alanında ve 1. Bölgede villa bulunmamaktadır. Villaların tamamı 2. Bölgede bulunmakta ve dolayısı ile villa konut alanlarının %100'ü bu bölgede yer almaktadır. Merkezi iş alanında daire tipi konutlar da bulunmamaktadır. Daire inşaat alanlarının %1,08'i 1. Bölgede yer alırken, tamamına yakın olan %98,92'lik kısmı 2. Bölgede bulunmaktadır.

2. bölgelemeye göre ise, villa konut alanlarının %39,9'luk kısmı 1. Bölgede yer alırken, en büyük oran olan %60'lık bölümü 2. Bölgededir. 3. Bölgede yer alan villa inşaat alanının oranı %0,1 iken 4. Bölgede villa bulunmamaktadır. Bu bölgelemede daireler ise şöyle bir dağılım göstermektedir, çok büyük bir kısmı olan %98.3'lük oran 2. Bölgede, 0.6'lık kısım 1. Bölgede ve 1.1'i ise 4. Bölgede bulunurken, 3. Bölgede daire tipi konut bulunmamaktadır.

Tablo 6.16. 2. Bölgelemeye Göre Konut İnşaat alanlarının Dağılımı

	VİLLA İNŞAAT ALANI (M2)	%	DAİRE İNŞAAT ALANI (M2)	%
1.BÖLGE	370881	39,9	4602	0,6
2.BÖLGE	557015	60	781040	98,3
3.BÖLGE	1112	0,1	0	0
4.BÖLGE	0	0	8580	1,1
TOPLAM	929008	100	794222	100

Konut tipleri, inşaat alanlarına, birim sayılarına ve ortalama birim büyüklüklerine göre bölgeler bazında incelendiğinde ise şu sonuçlara ulaşılmaktadır.

Tablo 6.17. 1. Bölgelemeye Göre Ünitelerin Genel İrdelemesi

	VİLLA İNŞAAT ALANI (M2)	VİLLA SAYISI	ORTALAMA VİLLA BÜYÜKLÜĞÜ (M2)	DAİRE İNŞAAT ALANI (M2)	DAİRE SAYISI	ORT. DAİRE BÜYÜKLÜĞÜ (M2)
C.BÖLGESİ	0	0		0	0	
1.BÖLGE	0	0		8580	33	260
2.BÖLGE	929008	2273	408	785642	5537	142
TOPLAM	929008	2273	408	794222	5570	142,5

1. bölgelemeye göre C Bölgesinde ve 1. Bölgede villa tipi konutlar bulunmamaktadır. Bu bölgelemede tüm villa tipi konut yerleşimleri 2. Bölgede yer almaktadır. Bu bölgedeki ortalama villa büyüklüğü 408 m2'dir. Daire tipi konutların büyük kısmının yer aldığı 2. bölgede ortalama daire büyüklüğü 142 m2 iken, 1.Bölgede 260 m2 olup, tümü birlikte değerlendirildiğinde çıkan ortalama daire büyüklüğü 142.5 m2'dir.

Tablo 6.18. 2. Bölgelemeye Göre Ünitelerin Genel İrdelemesi

	VİLLA İNŞAAT ALANI (M2)	VİLLA SAYISI	ORTALAMA VİLLA BÜYÜKLÜĞÜ (M2)	DAİRE İNŞAAT ALANI (M2)	DAİRE SAYISI	ORTALAMA DAİRE BÜYÜKLÜĞÜ (M2)
1.BÖLGE	370881	917	404,5	4602	39	118
2.BÖLGE	557015	1354	411,4	781040	5498	142
3.BÖLGE	1112	2	556	0	0	
4.BÖLGE	0	0		8580	33	260
TOPLAM	929008	2273	408,7	794222	5570	142,6

2. bölgelemeye göre villa tipi konutların en yoğun olduğu 2. Bölgedeki ortalama villa büyüklüğü 411,4 m2 iken ardından gelen 1. Bölgede bu büyüklük 404,5 m2 olmuştur. Boğaz öngörünüm bölgesinde bulunan villalar en büyük ortalama villa büyüklüğüne sahiptir ve büyüklükleri ortalama 556 m2'dir. 4. Bölgede villa tipi konutlar bulunmamaktadır. Tüm veriler doğrultusunda ortalama villa büyüklüğü 408,7 m2 bulunmuştur. Daire tipi konutlar da yine villa tipi konutlar gibi 2. Bölgede yoğunlaşmış durumdadır. 2. Bölgede yer alan dairelerin ortalama büyüklükleri 142 m2, 1. Bölgede yer alanların 118 m2 ve 4. Bölgede yer alanların 260 m2'dir. Tüm daireler ele alındığında ortaya çıkan ortalama daire büyüklüğü ise 142,6 m2'dir.

6.2.5. Değer

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının yaptıkları konut projelerinin 1999 yılı ekspertiz değerleri toplamı yaklaşık olarak 577 trilyon TL dir. Bu projelerin gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerinde bulunan kısmının toplam değeri ise 69 trilyon TL dir. Tüm projelerin ortalama değeri, 72 trilyon TL civarındayken, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının mülkiyetinde bulunan kısımların ortalama ekspertiz değeri ise yaklaşık olarak 8,5 trilyon TL dir.

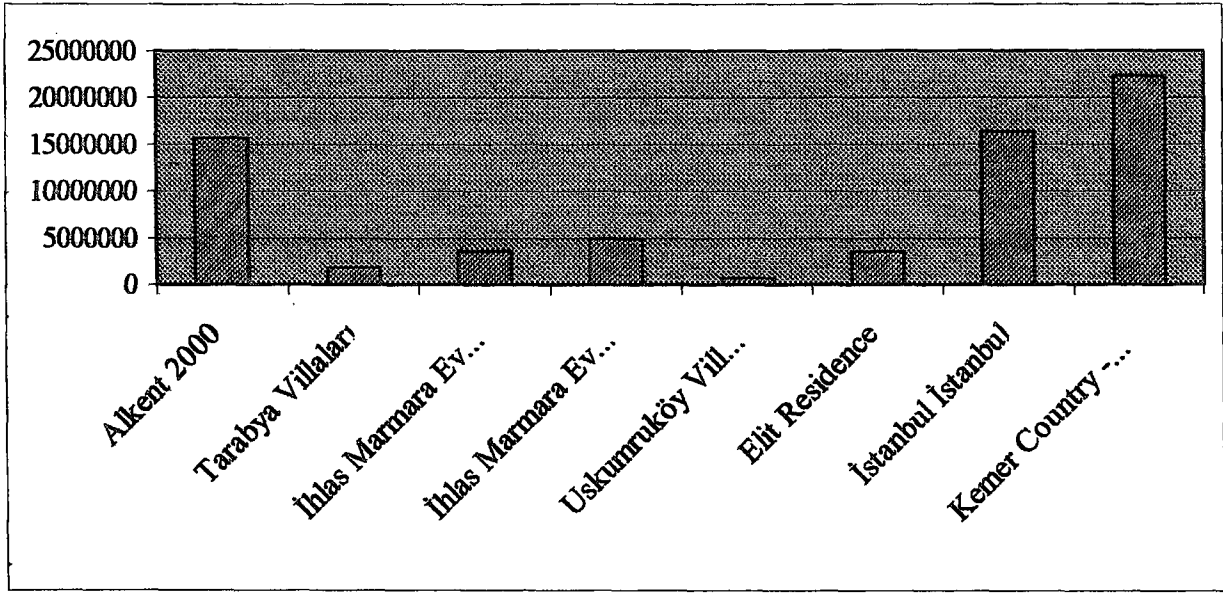
Tüm projelerin inşaat alanları toplamı 1.754.650 m2 olup, Aralık 1999 itibariyle m2 birim fiyatı ortalama olarak 728 milyon TL dir.

Tablo 6.19. Projelerin Değerleri

PROJE ADI	BÖLGE (1.BÖLGE LEMEYE GÖRE)	2.BÖLGE (2.BÖLGE LEMEYE GÖRE)	TOPLAM İNŞAAT ALANI (M2)	GYO'NUN PAYI (%)	GYO'NUN PAYININ EKSPERTİZ DEĞERİ (MİLYON TL-1999)	BÜTÜN PROJENİN EKSPERTİZ DEĞERİ (MİLYON TL-1999)	M2 FİYATI MİLYON TL -1999	GYO SAHİPLİĞİNİN TOPLAM GAYRİMENKUL PORTFÖYÜ İÇİNDEKİ ORANI (%)	GYO SAHİPLİĞİNİN PORTFÖY VARLIKLARI İÇİNDE ORANI (%)
İstanbul-İstanbul	2	1	31629	100	16336080	16336080	516	44.8	31.78
Kemer Country	2	1	322500	21	22380194	106572352	330	10.61	4.41
Elit Residence	1	4	40000	5	3520800	70416000	1760	16.41	6.83
Uskumruköy Vilları	2	1	11484	10,5	928969	8847324	770	3.66	6.71
İhlas Marm Ev 1. Etap	2	2	414030	3,5	4881060	134458857	325	24.98	
Tarabya Villaları	2	3	1112	100	1822500	1822500	1639	9.32	
İhlas Marm Ev 2. Etap:	2	2	262320	6,5	3557520	54005130	206	18.12	
Çekmeköy Projesi	2	1	9870	100					
Alkent 2000	2	2	661705	8,5	15672854	184386519	279	70.23	22.04
TOPLAM			1754650		69099977	576844762			
ORT			194.961		8.637.497	72.105.595	728	25	14

Konut projeleri, GYO'ların portföylerinin gayrimenkule dayalı varlıklarının %70,23'ünü oluşturmaktadır. Söz konusu projelerdeki ortalama GYO sahipliği oranı %14'tür.

Grafik 6.8. Konut Projelerinin Ekspertiz Değerleri



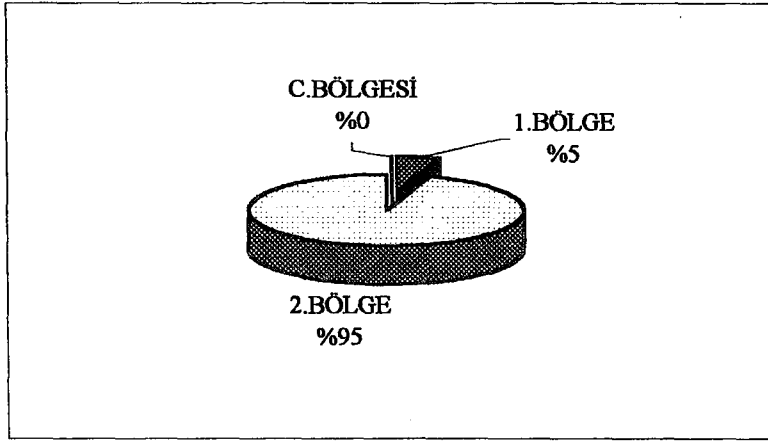
Konut projelerinin bölgeler bazında ekspertiz değerlerine göre değerlendirilmesi aşağıdaki tabloyu ortaya çıkarmaktadır.

Tablo 6.20. Ekspertiz Değerine Göre Konut Projelerinin Bölgelere Dağılımı

	Ekspertiz Değeri (Milyon TL)	%	Toplam İnşaat Alanı (M2)	M2 Fiyatı (Milyon TL)
C.BÖLGESİ	0		0	0
1.BÖLGE	3520800	6,16	8580	410
2.BÖLGE	65579177	93,84	1714650	38
TOPLAM	69099977	100	1723230	40

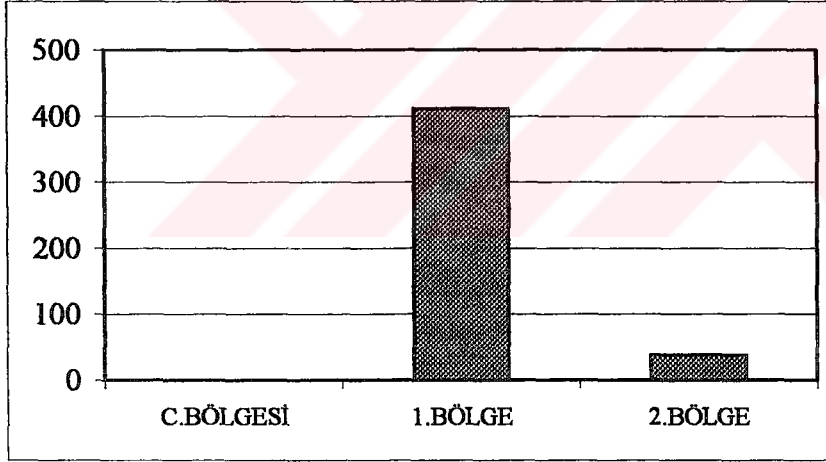
1. bölgelemeye göre, konut projelerin ekspertiz değerlerinin dağılımında, 1. Bölgede ekspertiz değerleri toplamı yaklaşık 3,5 trilyon TL dir ve bu değer tüm ekspertiz değerleri içerisindeki oranı %6,16'dır. 2. Bölge toplam ekspertiz değerlerinin %93,84'ünü toplamıştır ve bölgedeki konut projelerinin ekspertiz değeri yaklaşık olarak 65,5 trilyonTL dir.

Grafik 6.9. 1.Bölgelemeye Göre Konut Projelerinin Ekspertiz Değerleri Dağılımı



1. Bölgedeki toplam inşaat alanı 8580 m2 olup, m2 fiyatı ortalama 410 milyon TL dir.
2. Bölgede bu değerler 1.714.650 m2 ve 38 milyon TL olarak değişmektedir. Genel olarak ele alındığında toplam inşaat alanı 1.723.230 m2 ve ortalama m2 fiyatı ise 40 milyon TL olarak bulunmuştur.

Grafik 6.10. 1.Bölgelemeye Göre Konut Projelerinin Ortalama m2 Fiyatları

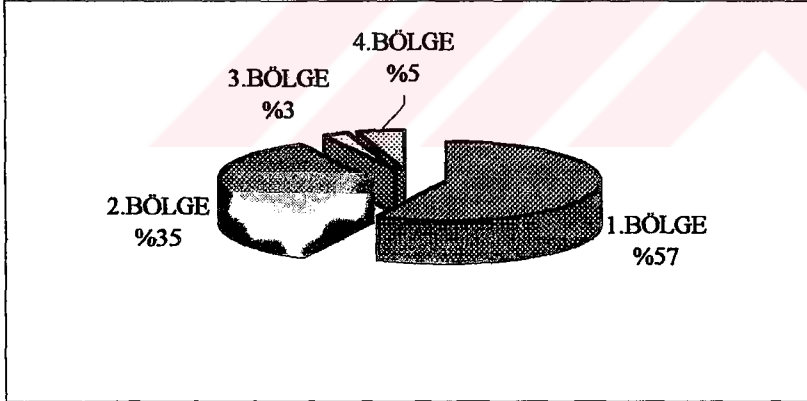


Tablo 6.21. Ekspertiz Değerlerine Göre Projelerin Bölgelere Dağılımı

BÖLGE	TOPLAM EKSPERTİZ DEĞERİ (MİLYON TL)	%	TOPLAM İNŞAAT ALANI (M2)	M2 FİYATI (MİLYON TL)
1.BÖLGE	39645243	57	375483	105
2.BÖLGE	24111434	35	1338055	18
3.BÖLGE	1822500	3	1112	1638
4.BÖLGE	3520800	5	8580	410
TOPLAM	69099977	100	1723230	40

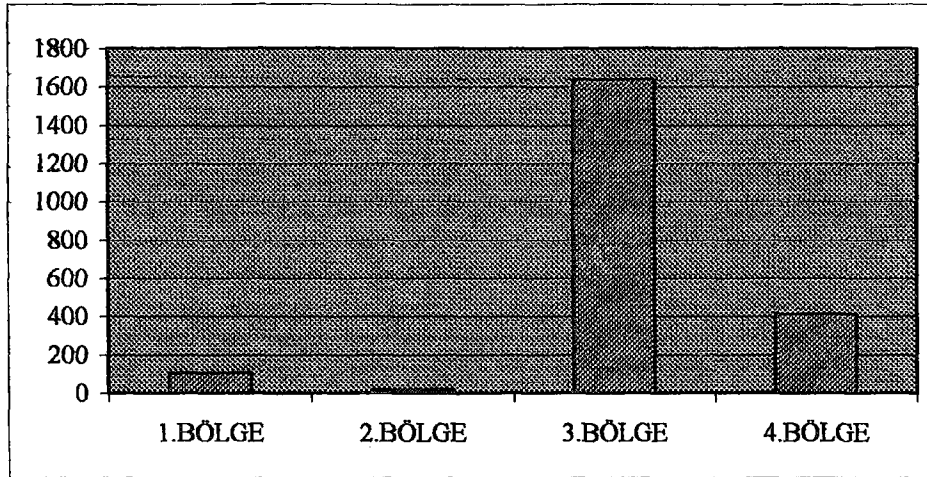
2. bölgelemeye göre ise, 1. Bölgenin toplam ekspertiz değeri yaklaşık 40 trilyon TL dir ve tüm ekspertiz değerleri toplamının %57'sini oluşturmaktadır. 2. bölgede bulunan konut projelerinin ekspertiz değerinin, tüm ekspertiz değerine oranı %35 olup değeri yaklaşık 24 trilyon TL dir. Bu oranlar 3. Bölge için yaklaşık 18,5 trilyon TL ile %3 ve 4. bölge için yaklaşık 3,5 trilyon TL ile %5 oranlarına ulaşmıştır.

Grafik 6.11. 2.Bölgelemeye Göre Konut Projelerinin Ekspertiz Değerleri Dağılımı



İnşaat alanlarında ise, 1. Bölgede bulunan inşaat alanı 375.483 m2 olup, ortalama m2 fiyatı 105 milyon TL dir. İnşaat alanları 2. Bölgede 1.338.055 m2'dir, ortalama m2 fiyatı ise 18 milyon TL olarak hesaplanmıştır. 3. Bölgedeki ortalama m2 fiyatı 410 milyon TL iken toplam inşaat alanı 8580 m2'dir. Son olarak 4. Bölgedeki inşaat alanı 1.723.230 m2 ve ortalama m2 fiyatı ise 40 milyon TL olarak bulunmuştur.

Grafik 6.12. 2.Bölgelemeye Göre Konut Projelerinin Ortalama m2 Fiyatları



6.3. Ticari Gayrimenkul Projeleri

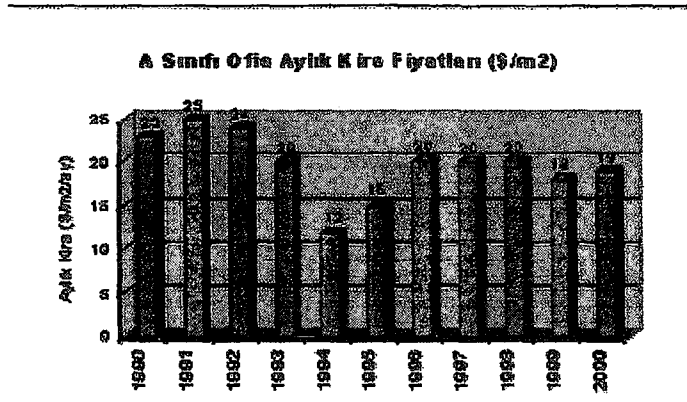
6.3.1. Ofis Binaları

Türkiye ekonomisinin büyümesine paralel olarak değişen ofis talebinin büyük bir bölümü İstanbul'da yoğunlaşmış olup, İstanbul dışında sınırlı da olsa Ankara, İzmir, Denizli, Gaziantep gibi büyük şehirlerde ofis talebi bulunmaktadır.

1999 yılında yaşanan ekonomik durgunluk ve yüksek faiz oranları, ofis piyasasını yılın çok büyük bir kısmında olumsuz etkilemiş, 1998 yılına göre talepte bir değişiklik gözlenmemiştir. Depremin ardından, gayrimenkul sektörü, 1999 yılının sonlarında faiz oranlarının düşmesine paralel olarak canlanmaya başlamış ve 2000 yılının ikinci yarısında A sınıfı ofis binalarına olan talep ivme kazanmıştır.

İstanbul, diğer Avrupa merkezleri arasında, ofis kira oranlarına göre 9., ofis satış fiyatlarına göre ise 10. sırada yer almaktadır (EGS GYO 1999 Faaliyet Raporu). Avrupa yakasında Levent, Maslak, Zincirlikuyu-Şişli, Güneşli-İkitelli, Anadolu yakasında ise Kozyatağı, Kavacık ve Altunizade bölgeleri, A sınıfı ofis alanlarının yoğun olarak konumlandığı lokasyonlar olarak gelişim göstermektedir. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföyünde yer alan ofis projelerinin de genelde, çokuluslu şirketlerin yer aldığı Levent, Maslak, Zincirlikuyu-Şişli hattında olduğu gözlemlenmektedir. Bu bölgelerde ofis aylık kira fiyatlarının gelişimi aşağıdaki grafikte görülmektedir (www.gyoder.org.tr).

Grafik 6.13. A Sınıfı Ofis Aylık Kira Fiyatları (İstanbul)



Kaynak: www.ihlasgyo.com.tr

Avrupa yakasında 553.005 m2 (%71), Anadolu yakasında ise 174.514 m2 (%29) olmak üzere, İstanbul'da bulunan A tipi ofis binalarının toplam alanı 728.424 m2'dir. Bu ofis alanlarının 116.573 m2'sini 1998 Temmuz ayından sonra inşa edilmiş olanlar, 364.110 m2'sini halen inşa halinde olanlar ve 250.000 m2'sini dönüşüm halinde olan ofis binaları oluşturmaktadır. Avrupa yakasında bulunan ofis binalarının boşluk oranı %30,1 iken, Anadolu yakasında bu oran %43,5'dir. Yüksek katlı ofis binaları nedeniyle talep arzdan düşük kalmıştır, ancak emme potansiyelinin varolması, önümüzdeki dönemlerde bu binalardaki boşluk oranının azalacağına bir işaret kabul edilebilir. 1990-98 döneminde işyeri talebi 980.000 m2 iken, bu oranın 2000-02 döneminde 750.000 m2/yıl, toplam ofis arzının ise 1.624.330 m2 olması beklenmektedir (www.ihlasgyo.com.tr).

6.3.2. Alışveriş Merkezleri

Dağınık ve küçük çaplı mağazalardan oluşan perakende sektöründe, uluslararası büyük mağaza zincirlerinin Türkiye piyasasına girişi ile birlikte hızlı bir değişim süreci yaşanmıştır. Başta İstanbul olmak üzere, büyük şehirlerde uluslararası standartlarda inşa edilen ve işletilen alışveriş merkezlerinin sayısı giderek artmakta olup, yaşanan bu değişim yerli markaları satan küçük bir sektörden, uluslararası katılımın olduğu ve çeşitli markaların satıldığı büyük bir sektöre dönüşüm olarak algılanabilir.

Tüketici ihtiyaçlarına cevap vermenin yanı sıra, tüketim ve rekreasyon alışkanlıklarında gözlenen değişiklikler de alışveriş merkezlerinin sayısının hızlı artışının sebepleri

arasındadır. Düzenli kira getirisinin olması, konumları, ulaşım kolaylıkları ve otopark imkanları, mimari ve ticari konsepti, yönetimi, kiracılarının niteliği gibi birçok avantajları ile, alışveriş merkezleri yatırımcılar için de büyük önem kazanmıştır. Günümüzde İstanbul'da GYO'ların yatırım portföylerinde, yukarıda bahsedilen anlamda büyük bir alışveriş merkezi ya da hipermarket zinciri bulunmamaktadır. Varolan yatırımlar arasında bu tip alışveriş merkezleri İstanbul dışında, Denizli ve İzmir çevresinde yer almaktadır. İstanbul'da yapılmış olan yatırımlar ise, portföyde bulunan konut ya da işyeri projeleri içerisinde yer alan, oluşturulan yerleşimin ihtiyacını karşılama amacı taşıyan projelerdir. Ancak, yapılan görüşmelerde Avrupa'da, 1 milyon kişi başına yaklaşık 9 m2, Türkiye'de ise sadece 1,72 m2 hipermarket alanı düştüğü, dolayısıyla Türkiye'de büyük bir potansiyel olduğundan hareketle, GYO'ların önemli hedeflerinden birinin bu projeleri gerçekleştirmek olması gerektiği belirlenmiştir (Hepgüldal, 2000).

İlk olarak 1998 yılında Ataköy'de Galeria ile birlikte başlayan alışveriş merkezlerinden önce, zemin katta ticaret, üst katlarda ise ofis ya da konut işlevlerinin olduğu binalar hakim durumda iken, bugün genelde şehir merkezinden uzakta olmayı en belirgin yer seçimi kriteri haline getirmiş olan büyük mağaza zincirlerini içeren alışveriş merkezleri ağırlık kazanmış durumdadır.

Galleria'nın açılması beraber, Türkiye'de insanların bakış açısı bazı değişikliklere uğramıştır. Tek mağazalardan alışveriş yapmak yerine, kapalı mekanlar içerisinde, pekçok aktiviteyi içinde barındıran alışveriş merkezleri çekim merkezleri haline gelmeye başlamıştır. Alternatifleri çoğalan alışveriş merkezleri, daha sonra İstanbul dışında da açılmaya başlamış, sonuç olarak insanların yaşantılarına da etkileri gözlenmeye başlamıştır. Zamanla alışveriş merkezleri, şehrin dışında, eskiden ulaşılmaz görünen noktalarda konumlanmaya başlamışlardır. Bu noktada yatırım kararları ele alınacak olursa, toplumun zaman içerisinde değişen ihtiyaçları yatırım kararlarını belirlemektedir. Ekonomik düzeyi yüksek olan kısmın talepleri, bu kararları daha çok etkilemektedir. Mevcut ihtiyacının kentin neresinde çözülürse, şirkete en büyük kar sağlayacağını belirlenmesi gerekmektedir. Zaten kentin hangi bölgelerinde boş arazilerin bulunduğu da belli durumdadır. Dolayısı yerseçimi kriterlerini değerlendirebilecek toprak kısıtlıdır (Hepgüldal, 2000).

İstanbul'da kısa sürede sayıca büyük artış gösteren alışveriş merkezleri aşağıdaki tabloda gözlenmektedir.

Tablo 6.22. İstanbul'daki Mevcut Alışveriş Merkezleri

PROJE ADI	KONUMU	AÇILIŞ TARİHİ	ALAN (M2)	DÜKKAN SAYISI	OTOPARK KAPASİTESİ	ORTALAMA KİRA (\$/M2)
Akmerkez	Etiler	1993	33696	241	1500	90-1000
Carousel	Bakırköy	1995	23515	77	800	780-900
Capitol	Altunizade	1993	25000	112	900	540-780
Carrefour	Kozyatağı	1996	19500	110	3000	720-840
Galleria	Ataköy	1998	41575	141	2200	600-750
Grandhouse	Maltepe	1997	30000	102	250	-
Migros	Beylikdüzü	1997	-	90	1800	-
Mass	G.Osmanpaşa	1998	-	90	250	-
Maxi	Silivri	1998	-	10	1200	-
Profilo	Mecidiyeköy	1998	22000	94	1200	600-720

Kaynak: www.gyoder.org.tr

Tablo 6.23. İstanbul'da Yeni Alışveriş Merkezi Projeleri

PROJE ADI	KONUMU	AÇILIŞ TARİHİ	ALAN (M2)	DÜKKAN SAYISI	OTOPARK KAPASİTESİ
Metrocity	1.Levent	2000	52000	230	2500
Carrefour	Ümraniye	2000	22500	90	3000
Tatko	Gayrettepe	2002	11000	33	-
Beta	Bostancı	2000	-	198	2000
Ata	Kozyatağı	2000	-	255	2500
Tat Towers	Zincirlikuyu	2000	63800	80	-

Kaynak: www.gyoder.org.tr

Yapılan bir araştırmaya göre alışveriş merkezlerindeki ortalama net kira bedeli; butiklerde 25-150 \$ m2/ay, food court bölümünde ise 25-300 \$ m2/ay olarak belirlenmiştir (www.gyoder.org.tr).

Avrupa ülkelerinde olduğu gibi Türkiye’de de hipermarket ve yapımarketlerin bulunduğu alışveriş merkezleri her geçen gün ağırlık kazanmaktadır.

6.3.3. Oteller

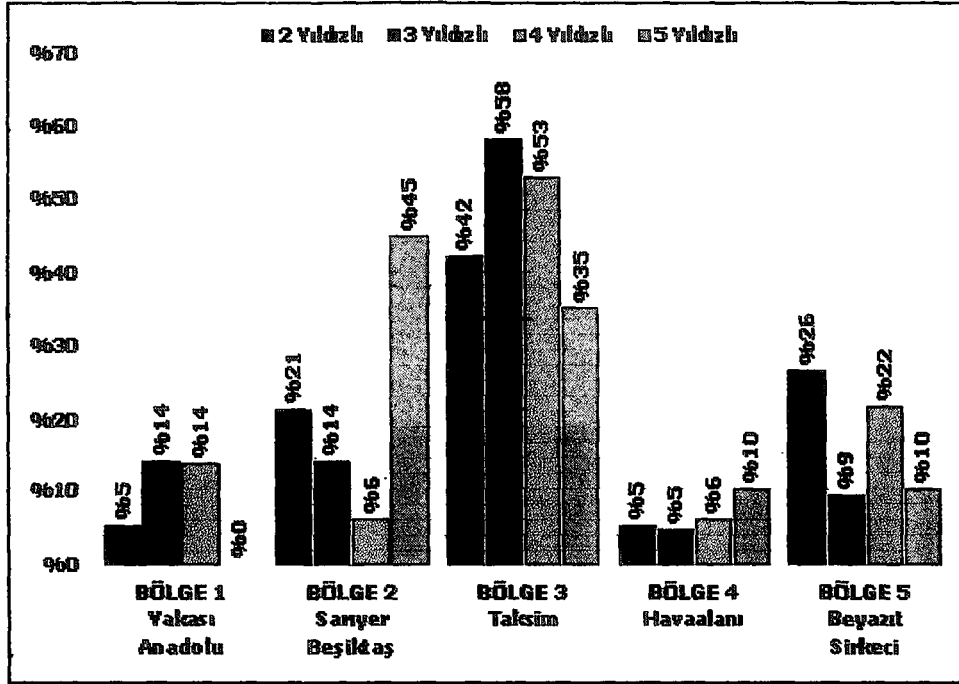
Türkiye’ye gelen turist sayısı, 1980’lerin sonundan 1990’ların sonuna, 3 milyondan 8 milyona çıkarken, aynı dönemde elde edilen gelir de 2 milyon dolardan 8 milyon dolara çıkmıştır. Ancak, son dönemde ülke düzeyinde yaşanan siyasi ve ekonomik sorunlardan dolayı, turizm sektörünün durgun bir süreç geçirdiği bir gerçektir.

İstanbul’da oteller konumlarına göre incelendiğinde Sirkeci-Beyazıt, Taksim, Sarıyer-Beşiktaş, Havaalanı, Asya bölgesi olarak beş ana bölge ortaya çıkmaktadır. Beş yıldızlı otellerin %45’i Sarıyer-Beşiktaş hattında, %35’i Taksim bölgesinde, %10’u havaalanı çevresinde ve %10’u Sirkeci-Beyazıt çevresinde bulunurken, Anadolu yakasında beş yıldızlı otel bulunmamaktadır.

İstanbul’da 1996 yılından itibaren yeni otel inşaatında gözlenen yavaşlama, İstanbul’un bir konferans ve iş merkezi kimliği kazanmasına paralel olarak artmaya başlamıştır. Aynı süreçte varolan otellerde de doluluk oranlarının ve oda fiyatlarının istikrarlı bir şekilde artmaya başladığı gözlenmektedir (www.ihlasgyo.com.tr). Bu gelişmeye paralel olarak hedef kitleleri de Avrupalı ve Rusyalı turistlerle, işadamları olarak belirlenmiştir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerinin turizm sektörü kısmını otellerden çok, tatil köyleri oluşturmaktadır. Bodrum ve Erdek bölgesinde yapılan 2 tatil köyü projesi, bu çalışmanın alanı olarak İstanbul belirlendiği için ele alınmamıştır. Ancak İstanbul’da son yıllarda yaşanan beş yıldızlı otellerdeki sayısal artış ve İstanbul’un uluslararası düzeyde kazandığı konferans ve iş merkezi kimliği gözönüne alındığında, önümüzdeki yıllarda, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının bu büyük projelerde yer alacağı söylenebilir.

Grafik 6.14. Otellerin Dağılımı (İstanbul)



Kaynak: Colliers International –www.ihlasgyo.com.tr

6.3.4. GYO'ların Portföylerinde Yer Alan Alışveriş Merkezi Projeleri

6.3.4.1. İstanbul İş Kuleleri Alışveriş Merkezi

İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı tarafından gerçekleştirilen İş Kuleleri projesinin bir parçası olan, İstanbul İş Kuleleri Alışveriş Merkezi, Kule 2 ve Kule 3'ün girişinde, iki kuleyi birbirine bağlayan bir konumdadır.

2 kattan oluşan alışveriş merkezi, toplam brüt 6675 m2 ve net 3639 m2 kullanım alanına sahiptir. Çarşıda 1. kat olan gıda katında brüt 3006 m2 ve net 1487 m2 alan üzerinde 20 adet, 2. kat olan alışveriş merkezi katında brüt 3669 m2 ve net 2078 m2 alan üzerinde 27 adet olmak üzere, toplam 47 adet mağaza bulunmaktadır.

Alışveriş merkezinin hedef kitlesi olarak İş Kulelerinde ve çevrede çalışan profesyoneller ile konut alanlarında yaşayanlar belirlenmiştir.

1999 tarihli ekspertiz raporuna göre değeri yaklaşık 6,5 trilyon TL olan alışveriş merkezinin tamamı kiralanmış durumdadır.

6.3.4.2. Marmara Evleri 2. Etap Alışveriş Merkezi

İhlas GYO tarafından, Marmara Evleri 2. Etap konut projesi içerisinde yer alan, Marmara 2 Alışveriş Merkezi, konut projesinin bulunduğu Büyükçekmece – Yakuplu bölgesindedir.

Toplam kullanılabilir 10.000 m2 alana sahip olan alışveriş merkezinin hedef kitlesi, Marmara Evleri 2. Etapta oturan 20.000 kişi ve çevresinde yaşayanlardır.

Mağazalar, restoranlar ve eğlence merkezini içinde bulunduran alışveriş merkezinin 1999 tarihli ekspertiz raporuna göre değeri yaklaşık olarak 4 trilyon TL dir.

6.3.5. Gyo'ların Portföyünde Yer Alan Çok Katlı Ofis Binası Projeleri

6.3.5.1. İstanbul İş Kuleleri

İş GYO tarafından gerçekleştirilen İş Kuleleri, İstanbul'un en önemli merkezi iş bölgesi olan ve gittikçe bir finans merkezine dönüşen Mecidiyeköy-Maslak aksında, 4. Levent mevkiinde bulunmaktadır. Bu mevkinin ana arteri olan Büyükdere Caddesi üzerinde birçok büyük bankanın genel müdürlük binaları, büyük yerli ve uluslararası firmaların merkezleri, varolan veya yapımı devam etmekte olan iş merkezleri bulunmaktadır.

Kulelerin her biri toplam 34 ve kiralanabilir 27'şer kattan oluşur. Toplam kiralanabilir kullanılabilir net alan 44.528 m2'dir. Toplam 56.649 m2 brüt kiralanabilir ofis alanının yer aldığı Kule 2 ve Kule 3 İş GYO'nun portföyünde yer almaktadır. Kule 1, İş Bankası Genel Müdürlük binasıdır.

Resim 6.13. İstanbul İş Kuleleri



İş kulelerinin mimari, makine, elektrik tesisat projeleri Amerikan standartlarına ve teknik şartnamelerine göre planlanmış ve uygulaması da yine bu şartnamelere göre yapılmıştır. Proje ve inşaat kontrolü, Weideleplan GmbH ile birlikte yürütülmüştür. Tasarımda konfor şartlarından fedakarlık edilmeksizin özellikle işletme giderlerinde

maksimum tasarrufun sağlanmasına önem verilmiştir. Uzun ömür ve işletme kolaylığı da tasarım ilkeleri arasında yer almıştır.

1999 tarihli ekspertiz değeri yaklaşık olarak 98 trilyon TL olan İş Kulelerinde, ofis katlarının büyük bir kısmı kiralanmış durumdadır.

6.3.5.2. Nurol Plaza

Nurol GYO portföyünde bulunan Nurol Plaza, Levent - Maslak hattındaki Büyükdere Caddesi üzerinde yer almaktadır. Büyük holding merkezlerinin, bankaların ve finans kuruluşlarının genel merkezleri için bu bölgeyi tercih etmeleri, IMKB binasının aksın ucunda konumlanması, prestijli yer arayışında olan birçok uluslararası şirketin bu bölgedeki A sınıfı iş merkezlerine yönelmesi şirketin bu yatırımı gerçekleştirirken kullandığı yer seçimi kriterleri olarak özetlenebilir.

22 katlı iki bitişik bloktan oluşan plazada, 710 m2'lik 19 ofis katı bulunmaktadır. Isıtma ve soğutma sistemlerine, havalandırma sistemine, özel güvenlik sistemi departmanına ve 3 katlı otoparka sahip olan plazanın 1999 tarihli ekspertiz değeri yaklaşık olarak 26 trilyon TL dir. Plazayı oluşturan iki bloktan biri tamamiyle kiralanmıştır.

6.3.5.3. Yapı Kredi Plaza

Yapı Kredi Koray GYO portföyünde yer alan Yapı Kredi Plaza, Levent-Maslak aksında konumlanmıştır. Türkiye'de uluslararası inşaat kalitesi ve güvenlik standartlarına uygun inşa edilen ilk ofis kompleksi olma özelliğini taşımaktadır.

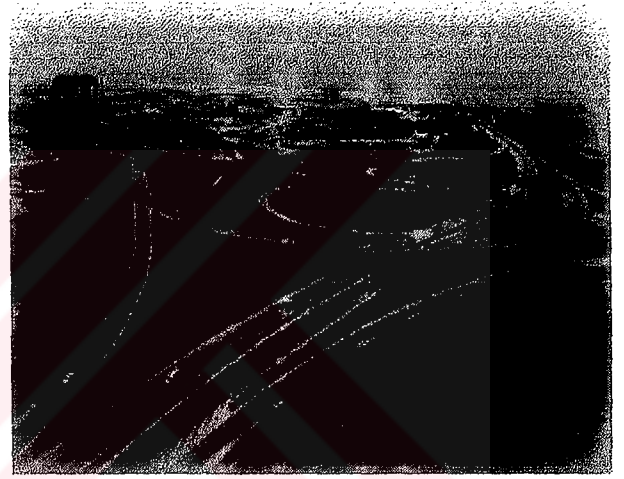
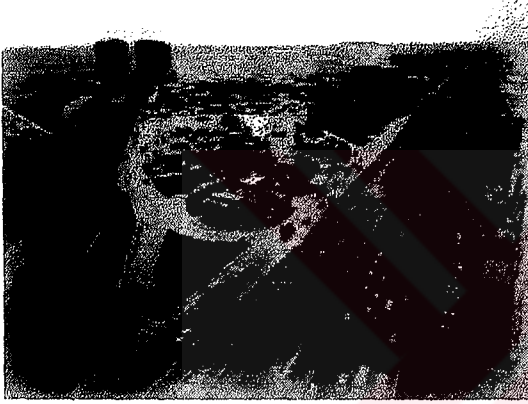
93.000 m2 inşaat alanına sahip olan kompleks, kat sayıları 23 ve 28 arasında değişen 4 kuleden oluşmaktadır. Bina içerisinde, IBM, Intel, Mitsubishi, Commerzbank gibi saygın kuruluşlar yer almaktadır.

Kompleksin 1999 yılı ekspertiz değeri yaklaşık olarak 137 trilyon TL dir. Yapı Kredi Plaza'da bulunan ofislerin tamamı 3 - 10 yıl süreli anlaşmalar ile kiralanmıştır.

6.3.5.4. Business Park

İstanbul Dünya Ticaret Merkezi'nin içerisinde, 100000 m2 parsel üzerinde konumlanmış olan EGS Yeşilköy Business Park, EGS GYO portföyü içerisinde yer almaktadır. İstanbul Havalimanı'na ve Serbest Bölge'ye yürüme mesafesi uzaklığında olan kompleks, İstanbul'un üç ana aksı sayılan E-5, TEM ve Sahil Yolu'na bağlantılı bir şekilde konumlanmıştır. Proje içerisinde metro istasyonu yer almaktadır, ayrıca deniz otobüsü iskelesine de çok yakındır. Ayanmama Deresi ıslah çalışmaları kapsamında olan 4 şeritli otoyolun hizmete girmesi ile ulaşılabilirliği daha da artacaktır.

Resim 6.14. EGS Business Park Projesinin Konumu



Günümüz mimarisi ile yüksek teknolojinin birleştirilmesi ile bir prestij mekanı yaratılması amaçlanmıştır. Dünya Ticaret Merkezi içerisinde yer alıyor olması, bu merkezin sergi salonlarına, toplantı odalarına, lüks otellere ve helikopter pisti gibi mekanlara sahip olmasını sağlamıştır. Elektronik bilgi ve iletişim hizmetleri için özel teknoloji ile donatılmıştır. Bina içerisinde yer alan standart teknoloji içerisinde merkezi bilgisayar sistemi, merkezi havalandırma, güvenlik, yangın ve güç kaynağı sistemleri ile sürekli iletişim hizmetleri sistemi bulunmaktadır.

Kompleks içerisinde düşünülen iş sonrası aktiviteleri arasında, sinemalar, hipermarket ve dünyaca ünlü mağazaların yer aldığı bir alışveriş merkezinin yanı sıra, banka şubeleri, kargo firmaları, sağlık merkezleri ile seyahat acentaları da bulunacaktır. Seçkin restoranlar, spor alanları ve diğer servis hizmetleri de yer almaktadır.

Her biri 19 katlı, 3 ofis bloğundan oluşan merkezin toplam inşaat alanı 96000 m²'dir. Blokların ilk üç katı birbiri ile bağlanarak, bir alışveriş merkezi oluşturulmuştur. Bloklarda yer alan ofislerin büyüklükleri minimum 180 m² olup, 346 tane ofis bulunmaktadır. Proje içerisinde, 87500 m²'lik yeşil alan ve 3500 araçlık otopark bulunmaktadır.

Resim 6.15. EGS Business Park



Projenin 1999 yılı ekspertiz değeri 108 trilyon olup, tüm proje GYO'nun portföyünde yer almaktadır. EGS GYO'nun toplam gayrimenkul portföyü içerisindeki oranı %37, tüm portföyü içerisindeki oranı %57'dir.

6.3.5.5. İstanbul Nişantaşı Şube Binası

Osmanlı GYO'nun portföyü içerisinde yer alan Nişantaşı Şube Binası, Nişantaşı semtinde Teşvikiye Caddesi üzerinde bulunmaktadır ve halen Osmanlı Bankası Nişantaşı şubesi olarak kullanılmaktadır. Vali Konağı Caddesi ile Rumeli Caddesi'nin kesiştiği kavşağa 50 m. mesafededir. Yakın çevresinde mağazalar ve banka şubeleri bulunmaktadır. Yer aldığı bölge kentin önemli bir alışveriş merkezi olduğundan, kentsel rantın en yüksek olduğu bölgelerden biridir.

Parsel alanı 667 m² olan 8 katlı binanın bodrum, zemin ve 1. katında konumlanmıştır. Binanın 1999 yılı ekspertiz değeri yaklaşık olarak 2 trilyon TL dir ve bina 1 Ocak 1999 tarihi itibarıyla aylık net 16.500\$ üzerinden dolar bazında 5 yıl süreli kira sözleşmesi ile Osmanlı Bankası'na kiralanmıştır.

6.3.5.6. İstanbul Şişli Şube Binası

İstanbul Şişli Şube Binası, Osmanlı GYO portföyünde yer almaktadır ve Büyükdere Caddesi ile Balçık Tarlası Sokağı'nın kesiştiği 475 m²'lik köşe parsel üzerinde konumlanmıştır. Arkasında çok katlı bir iş merkezi olan Nova Baran Center bulunmaktadır. Bölge çok önemli bir iş merkezi olduğundan gayrimenkul ihtiyacı ile birlikte çevredeki gayrimenkullerin rantı da sürekli artmaktadır.

1999 yılı ekspertiz değeri 686 milyar TL dir. Osmanlı Bankası ile 1 Ocak 1999 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere 15.000\$ üzerinden 5 yıl süre ile kira sözleşmesi yapılmıştır.

6.3.5.7. İstanbul Taksim Şube Binası

İstanbul Taksim Şube Binası, Osmanlı GYO'nun portföyünde bulunmaktadır. Marmara Otel'i'nin zemin katında yer alan banka şubesi Taksim Meydanı'na cephelidir. Atatürk Kültür Merkezi'ne 50 m, Taksim Gezi Parkı'na 50 m, Sıraselviler Caddesi ve İstiklal Caddesine 30m. mesafededir. Bina'nın parsel alanı, 4.085 m² dir.

1999 yılı ekspertiz değeri 6 trilyon TL dir. Osmanlı Bankası ile 1 Ocak 1999'dan geçerli olmak üzere aylık net 37.800\$ üzerinden 5 yıl süreli kira sözleşmesi yapılmıştır.

6.3.5.8. Vakıf Ofis

İstanbul'un seçkin bölgeleri içinde yer alan ve gayrimenkul değerleri açısından son yıllarda sürekli enflasyonun üzerinde gerçek değer artışı gösteren Levent-Akatlar-Etiler aksında, Ebula Caddesi üzerinde yer alan ofis Vakıf GYO portföyünde bulunmaktadır.

Bulunduğu caddenin önemli ulaşım avantajları arasında, ana ulaşım arterleri olan Nispetiye, Levent ve Çilekçi Caddeleri'ne giriş çıkış kolaylığı, 2. Boğaz Köprüsü'ne ve Çevre Yolları'na araç ile ulaşımın kısa sürmesi, trafik sorunun bu bölgede tüm İstanbul'a göre az olması şirketin önemli yerseçimi kriterleri arasında belirtilmiştir. Ofis Binasının yakın çevresinde yer alan Park Maya gibi lüks konut yerleşimleri ve işyerlerinin yanısıra, Akmerkez gibi büyük bir alışveriş merkezinde bulunması değerini artırmaktadır.

Üst düzey ofislerden oluşan kompleksin genel konumu, müşteri çekme gücü, reklam kabiliyeti ekspertiz raporunda da belirtilmiştir.

Yaklaşık 2047 m2 ofis alanına ve 6.217 m2 parsel alanına sahip olan ofis binası, 10 bağımsız bölümden oluşmaktadır. Ofis olarak kat bazında yada bütün olarak kiralanabilecek şekilde inşa edilmiştir. 10 araçlık kapalı otoparkı bulunmaktadır.

Aralık 1999 yılı itibariyle ekspertiz değeri yaklaşık 1 trilyon TL dir ve Vakıf Yatırım A.Ş. tarafından kiralanmıştır.

6.3.5.9. Alarko İş Merkezi – Beyoğlu

Alarko GYO portföyünde yer alan Alarko İş Merkezi, Beyoğlu (Şişhane) bölgesindedir ve 730 m2 parsel alanına sahiptir. 1999 yılı ekspertiz değeri yaklaşık olarak 436 milyar TL dir. Topluluk şirketlerine kiralanarak düzenli kira geliri sağlanmıştır.

6.3.5.10. Alarko İş Merkezi – Karaköy

Karaköy’de 1730 m2 parsel üzerinde bulunan Alarko İş Merkezi, Alarko GYO portföyündedir. 1999 yılı ekspertiz değeri yaklaşık olarak 520 milyar TL.’dir. Topluluk şirketlerine kiralanarak düzenli kira geliri sağlanmıştır.

6.3.5.11. Çamlıca Projesi

Üsküdar’da Boğaz Köprüsü Çevre Yolu’na 2.5 km mesafede, 2043 m2 arsa üzerinde 6000 m2’lik bir işyeri projesi olan Çamlıca Projesi, İhlas GYO portföyünde yer almaktadır. Ulaşım imkanlarının kolaylığı, çevresinin son yıllarda artan ticari cazibesi ve reklam kabiliyeti ile değerinin önümüzdeki dönemlerde artacağı düşüncesi, yatırımın yerseçiminde etkili olmuştur. 1999 yılı ekspertiz değeri yaklaşık olarak 1,3 trilyon TL dir ve hızla artması beklenmektedir.

Resim 6.16. Çamlıca Projesi



6.3.6. Konum

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerinde bulunan ticari yapı projeleri, alışveriş merkezleri, çok katlı ofis binaları ve az katlı ofis binaları olmak üzere üç ana grupta değerlendirilebilir. Ticari yapı projelerinin konumlarının incelenmesinde iki farklı bölgeleme yapılarak çeşitli sonuçlara ulaşılmaya çalışılacaktır.

Yapılan birinci bölgeleme, konut projelerinin konumları kısmında ele alınan bölgelemedir. Eski MIA merkez kabul edilmiş ve çevresinde oluşan iki ana halka diğer iki bölgeyi oluşturmuştur. İstanbul ilçeleri bu bölgelemeye göre şöyle ayrılmıştır:

Core :Beyoğlu, Eminönü

1.Bölge :Bayrampaşa, Beşiktaş, Eyüp, Fatih, Kadıköy, Kağıthane, Şişli, Üsküdar, Zeytinburnu

2.Bölge :Adalar, Avcılar, Bakırköy, Bahçelievler, Beykoz, Büyükçekmece, Küçükçekmece, Esenler, Gaziosmanpaşa, Güngören, Kartal, Maltepe, Pendik, Sarıyer, Silivri, Şile, Yalova

Yapılan ikinci bölgelemede, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerindeki ticari yapıların yerleri belirlenerek, mevcut yerleşimi eğilimi gözönünde tutulmuş ve aşağıdaki gibi bir gruptama yapılmıştır.

1. Bölge : Yeni merkezi iş alanı, Levent - Etiler

2. Bölge : Eski merkezi iş alanı, Nişantaşı – Şişli, Beyoğlu - Karaköy

3. Bölge : Yeşilköy

4. Bölge : Üsküdar

5. Bölge : Büyükçekmece

Bu farklı bölgelemelere göre, ticari yapı projelerinin dağılımı aşağıdaki tablolarda görülmektedir.

Tablo 6.24. 1. Bölgelemeye Göre Ticari Yapıların Dağılımı

FAALİYET	ŞİRKET ADI	PROJE ADI	KONUM	BÖLGE
ALİŞVERİŞ MERKEZİ	İŞ	İstanbul İş kuleleri Alışveriş Merkezi	4.Levent	1
	İHLAS	Marmara 2 Alışveriş Merkezi	Yakuplu- Büyükkçekmece	2
ÇOK KATLI OFİS BİNALARI	İŞ	İstanbul İş Kuleleri	4.Levent	1
	NUROL	Nurol Plaza	Levent-Maslak	1
	YKK	Yapı Kredi Plaza	Levent-Maslak	1
	EGS	Business park	Yeşilköy	2
AZ KATLI OFİS BİNALARI	OSMANLI	İst/Nişantaşı Şube Binası	Nişantaşı	1
	OSMANLI	İst/ Şişli Şube Binası	Şişli	1
	OSMANLI	İst/Taksim Şubesi - Marmara Etapın girişi	Taksim	C
	VAKIF	Ofis	Etiler	1
	ALARKO	Alarko İş Merkezi	Beyoğlu (Şişhane)	C
	ALARKO	Alarko İş Merkezi	Karaköy	C
	İHLAS	Çamlıca projesi	Üsküdar	1

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının, portföylerinde bulunan alışveriş merkezleri, çok katlı ve az katlı ofis binaları genel olarak sayılarına göre ele alınırsa, kullanılan 1. bölgelemeye göre, bölgelere dağılım sonuçları şöyledir:

Core : %15,4

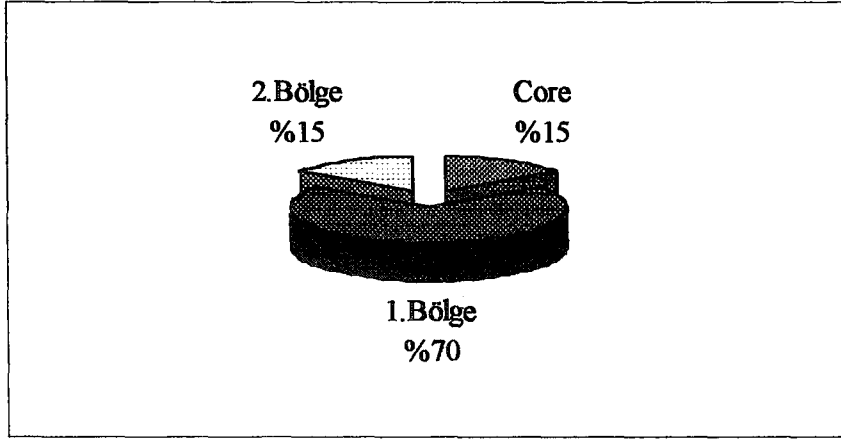
1. Bölge : %69,2

2. Bölge : %15,4

Herhangi bir ayırım yapmadan, sadece sayılarına göre değerlendirildiğinde, 1. Bölge olarak belirlenen eski merkezi iş alanının çevresindeki halkada yoğunlaştıkları gözlenmektedir. Bu bölge içerisinde bugünkü yeni MIA, Zincirlikuyu – Maslak

hattında bulunmaktadır. Eski MIA'nın bulunduğu Beyoğlu ve Eminönü çevresinde ticari yapıların %15,4'ü bulunurken, bu oran son halka olan 2. Bölgede de aynı kalmıştır.

Grafik 6.15. 1.Bölgelemeye Göre Ticari Yapı Projelerinin Bölgelere Dağılımı



Ticari binaları yapılan grup ayırımına göre bölgelere sayısal dağılımları bakımından ele aldığımızda aşağıdaki tablo oluşmaktadır.

Tablo 6.25. Sayılarına Göre Ticari Yapı Grupların Bölgelere Dağılımı

ALİŞVERİŞ MERKEZİ			OFİS (Y)			OFİS (A)		
C	1	2	C	1	2	C	1	2
0	50	20	0	75	25	42,9	57,1	0

Yapılan bu gruplamaya göre, sayıca az olan alışveriş merkezlerinin Core Bölgesinde yer almadıkları ve 1. ve 2. Bölgelere eşit olarak dağıldıkları gözlenmektedir. Yüksek katlı ofis binalarının % 75'i Zincirlikuyu – Maslak hattını kapsayan 1. Bölgededir. 2. Bölgede bu oran %25 olarak belirlenmiştir. Alçak katlı ofis binaları ise, eski ve yeni merkezi iş alanında yoğunlaşmıştır ve bu tip ofis binalarının %42,9'u Core Bölgesinde, %57,1'i ise 1. Bölgede bulunmaktadır. 2. Bölgede alçak katlı ticari yapıları içeren bir gayrimenkul yatırım ortaklığı projesi bulunmamaktadır.

Tablo 6.26. 2. Bölgelemeye Göre Ticari Yapıların Dağılımı

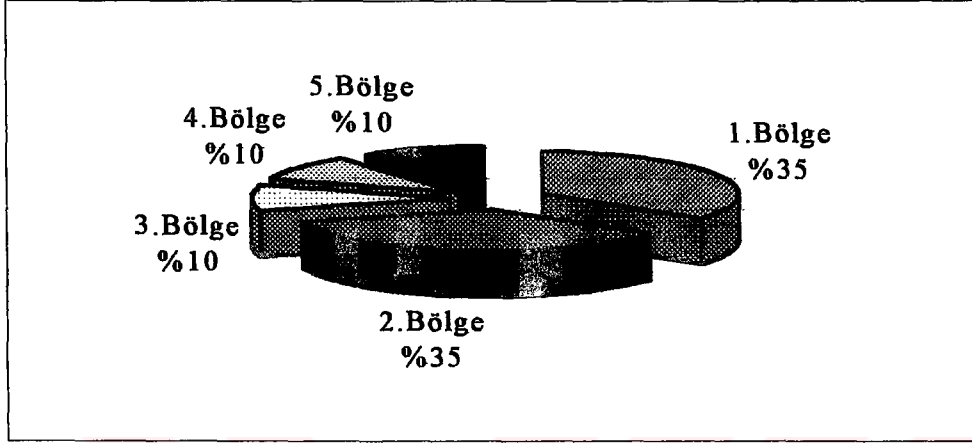
FAALİYET	ŞİRKET ADI	PROJE ADI	KONUM	BÖLGE
ALİŞVERİŞ MERKEZİ	İŞ	İstanbul İş kuleleri Alışveriş Merkezi	4.Levent	1
	İHLAS	Marmara 2 Alışveriş Merkezi	Yakuplu- Büyükkçekmece	5
ÇOK KATLI OFİS BİNALARI	İŞ	İstanbul İş Kuleleri	4.Levent	1
	NUROL	Nurol Plaza	Levent-Maslak	1
	YKK	Yapı Kredi Plaza	Levent-Maslak	1
	EGS	Business Park	Yeşilköy	3
AZ KATLI OFİS BİNALARI	OSMANLI	İst/Nişantaşı Şube Binası	Nişantaşı	2
	OSMANLI	İst/ Şişli Şube Binası	Şişli	2
	OSMANLI	İst/Taksim Şubesi - Marmara Etapın girişi	Taksim	2
	VAKIF	Ofis	Etiler	1
	ALARKO	Alarko İş Merkezi	Beyoğlu (Şişhane)	2
	ALARKO	Alarko İş Merkezi	Karaköy	2
	İHLAS	Çamlıca Projesi	Üsküdar	4

Yapılan 2. bölgelemeye göre, ticari yapıların bölgelere göre sayıları baz alındığında dağılım şöyledir:

1. Bölge : %38.5
2. Bölge : %38.5
3. Bölge : %11
4. Bölge : %11
5. Bölge : %11

Ticari yapıların büyük oranda Levent – Maslak hattı olarak belirlenen 1. Bölgede ve eski merkezi iş alanı çevresi olarak tanımlanan 2. Bölgede yoğunlaştığı görülmektedir. Bu bölgeler için oran %38.5 olarak bulunmuştur. Diğer üç bölgede ise, sayılarına göre ticari yapıların dağılım oranları eşit olup, %11 civarındadır.

Grafik 6.16. 2.Bölgelemeye Göre Ticari Yapı Projelerinin Bölgelere Dağılımı



Grup ayrımı gözönünde tutularak, ticari yapıların bölgelere dağılımı ise aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Tablo 6.27. Sayılarına Göre Ticari Yapı Gruplar Bazında Bölgelere Dağılımı

	ALİŞ.MER	OFİS (Y)	OFİS (A)
1.BÖLGE	50	75	14,3
2.BÖLGE	0	0	71,4
3.BÖLGE	0	25	0
4.BÖLGE	0	0	14,3
5.BÖLGE	50	0	0
TOPLAM	100	100	100

Bu veriler doğrultusunda, alışveriş merkezlerinin 1. ve 5. Bölgelere eşit olarak dağıldığı gözlenmektedir. Yüksek katlı ofis binaları ise 1. Bölgede yoğunlaşmıştır ve sayısal olarak bakıldığında mevcut binalardan %75'i bu bölgededir. Bu gruptaki binaların %25'i ise 3. Bölgede yer almaktadır. 2, 4 ve 5. Bölgelerde yüksek katlı ofis binası bulunmamaktadır. Alçak katlı ofis binalarının %71.4'ü eski MIA olarak belirlenen 2. Bölgede yer almaktadır. 1 ve 4. Bölgelerde bu oran %14.3 olurken, 3 ve 5. Bölgelerde alçak katlı ofis binası bulunmamaktadır.

6.3.7. Büyüklük

Tablo 6.28. Ticari Projelerin Büyüklükleri

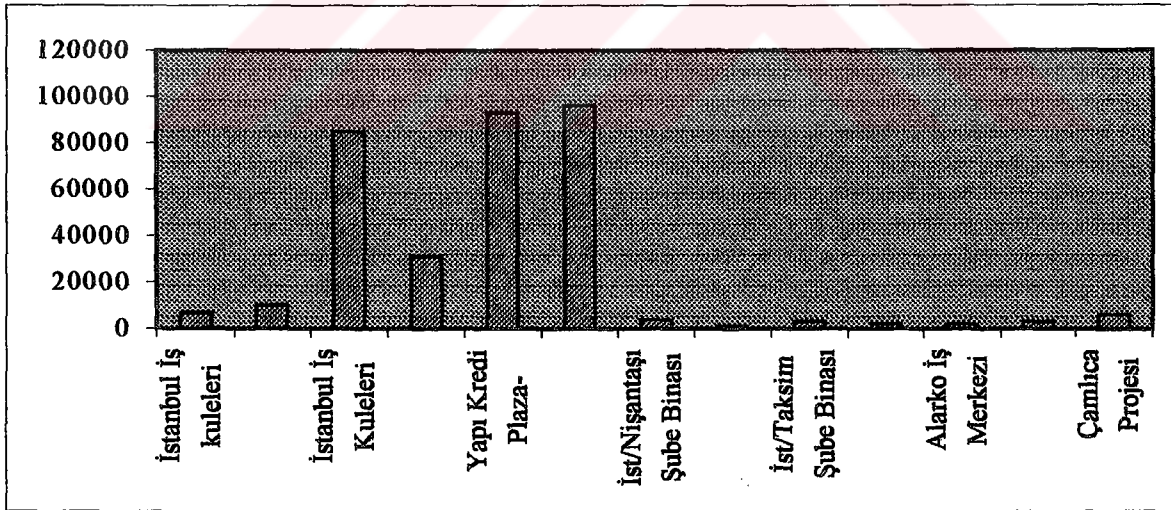
PROJE ADI	KONUM	BÖLGE (1.Bölgele meye Göre)	BÖLGE (2.Bölgele meye Göre)	KULE SAYISI	PARSEL ALANI	İNŞAAT ALANI (M2)	KOMPLEKSİN YAKLAŞIK EMSAL	BİNA SAYISI	BÜTÜN BİNALARDAKİ KAT SAYISI
İstanbul İş Kuleleri Alışveriş Merkezi	4.Levent	1	1		9755	6675	0.68	1	2
Marmara 2 Alışveriş Merkezi	Yakuplu- Büyükdere	2	5		10000	10000	1.00	1	
İstanbul İş Kuleleri	4.Levent	1	1	3	85959	85000	0.99	3	81
Nurol Plaza	Levent-Maslak	1	1	2	4265	31240	7.32	2	44
Yapı Kredi Plaza-	Levent-Maslak	1	1	4	9720	93000	9.57	4	112
Business Park	Yeşilköy	2	3	3	100000	96000	0.96	3	57
İst/Nişantaşı Şube Binası	Nişantaşı	1	2		667	4000	6.00	1	8
İst/ Şişli Şube Binası	Şişli	1	2		475	1000	2.11	1	8
İst/Taksim Şube Binası	Taksim	C	2		4085	3000	9.79	1	20
Ofis	Etiler	1	1		6217	2047	0.30	1	7
Alarko İş Merkezi	Beyoğlu (Şişhane)	C	2		730	2000	2.74	1	8
Alarko İş Merkezi	Karaköy	C	2		1730	3000	1.73	1	8
Çamlıca Projesi	Üsküdar	1	4		2043	6000	2.94	1	8
TOPLAM					291604	342962	1.30	21	363
ORTALAMA					22431	26381	3.53	1.62	30

Ticari yapıların parsel alanları toplamı 291.604 m2 ve inşaat alanları toplamı 342.962 m2'dir. Ticari bina sayısı baz alındığında, ortalama parsel alanı 22.431 m2 ve ortalama inşaat büyüklüğü 26.381 m2 olarak hesaplanmıştır.

Ticaret yapılarının toplam blok sayısı 21 olup, proje başına yaklaşık 1.62 blok düştüğü hesaplanmıştır. Yine tüm yapıların sahip olduğu kat sayısı toplamı 363 olup, yapı başına düşen kat sayısının 30 olduğu belirlenmiştir.

Konut projelerindeki gibi parsel, inşaat alanları ile emsal değerlerini grupladığımızda şu sonuçlar elde edilmektedir: 0-5 dönüm parsel alanına sahip olan projelerden oluşan ilk grup, banka şube binaları ve az katlı iş merkezleridir. Bu grupta yer alan ofisler - Nurol Plaza hariç- eski merkezi iş alanı olarak tanımlanan Beyoğlu, Karaköy, Üsküdar bölgesinde bulunmaktadır. 2. Grup, genelde çok katlı ofis binaları ile İş Alışveriş Merkezi'ni kapsamaktadır ve 5-10 dönüm parsel alanına sahiptirler. Marmara 2. Etap Alışveriş Merkezi dışında, bu grupta yer alan ofis binalarının tümü yeni merkezi iş alanında bulunmaktadır. EGS Business Park ile İş Kuleleri 85 dönümü aşan parsel alanları üzerinde inşa edilmişlerdir.

Grafik 6.17. Ticari Yapı Projelerinin İnşaat Büyüklükleri



İnşaat alanları itibariyle gruplandırıldığında, kendi içlerinde yapılan ayrışmaya da çok uygun bir görüntü oluşmaktadır. Buna göre 1. Grup, 0-5000 m2 inşaat alanı olanlardır ve bunların tamamı az katlı ofis binalarıdır. Az katlı ofis binalarından yalnızca Çamlıca Projesi, 2. Grubu oluşturan 5000-10000 m2'lik ofislere dahil olmuştur. Bu grubun diğer elemanları alışveriş merkezleridir. 10000 m2'den büyük inşaat alanlarına sahip

olanların oluşturduğu 3. Grup, tabloda çok katlı ofis yapıları olarak görünen; İş Kuleleri, Yapı Kredi Plaza, Nurol Plaza ve EGS Business Park'tan oluşmaktadır.

Emsal değerleri çok daha düzensiz bir gruplaşmayı getirmektedir. Buna göre 0-1 emsal grubuna Vakıf ofisle birlikte, büyük bir arazide konumlanmış olan İş Kuleleri ile alışveriş merkezleri girmektedir. 1-5 emsal grubunun tamamı az katlı ofis binalarından oluşmaktadır ve tümü eski merkezi iş alanında yer almaktadırlar. Emsal değeri 5'den büyük olan grupta ise Nişantaşı ve Taksim'deki az katlı ofis binaları, Yapı Kredi Plaza ve Nurol Plaza bulunmaktadır. Yapılanma koşulları değerlendirildiğinde yeni merkezi iş alanındaki yapıların tamamına yakınının, bazı özel yasalar ile emsal değerlerini yüksek kullanmanın yollarının bulunmuş olduğu söylenebilir.

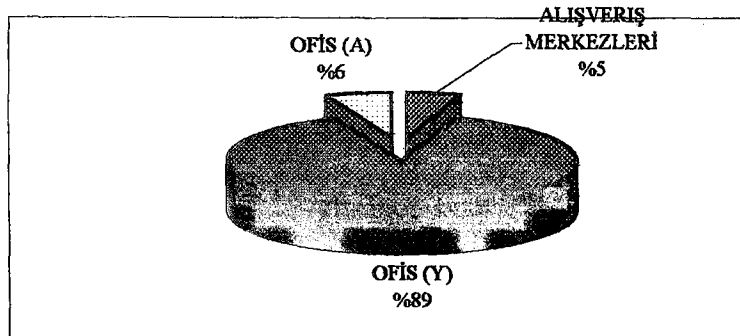
Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının yaptıkları ticaret yapılarının inşaat alanlarının, ele alınan üç grup içerisindeki dağılımı ise şöyledir:

Tablo 6.29. İnşaat Alanlarının Ticari Yapı Gruplarına Göre Dağılımı

	M2	%
ALIŞVERİŞ MERKEZLERİ	16675	4.9
OFİS (Y)	305240	89
OFİS (A)	21047	6.1
TOPLAM	342962	100

Toplam 342.962 m2 olan inşaat alanı içerisinde alışveriş merkezlerinin payı %4,9, yani 16.675 m2, yüksek katlı ofis binalarının payı %89 yani 305.240 m2 ve alçak katlı ofis binalarının payı ise 21.047 m2 ile %6,1 olarak belirlenmiştir.

Grafik 6.18. İnşaat Alanlarının Ticari Yapı Gruplarına Göre Dağılımı



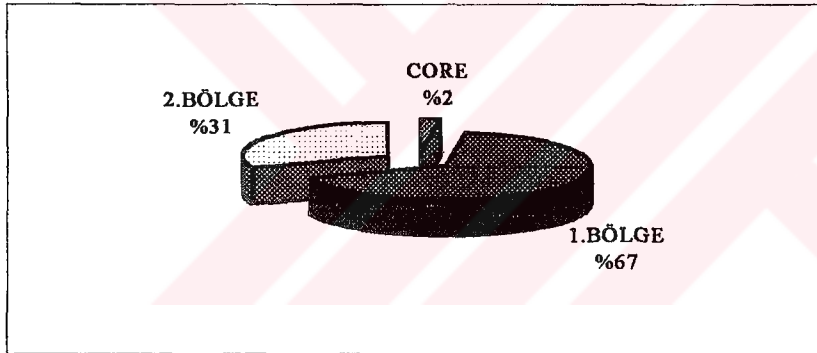
Yapılan iki farklı bölgeleme için, ticaret yapılarının toplam inşaat alanlarının dağılımı ele alındığında aşağıdaki tablolar elde edilmektedir.

Tablo 6.30. 1. Bölgelemeye Göre Ticari Yapıların İnşaat Alanlarına Bazında Bölgelere Dağılımı

	ALAN (M2)	%
CORE	8000	2.3
1.BÖLGE	228962	66.8
2.BÖLGE	106000	30.9
TOPLAM	342962	100

1. bölgelemeye göre, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının yatırım yaptıkları ticari yapıların toplam inşaat alanı 342.962 m2'dir ve bunun %2,3'ü Core Bölgesinde, %66,8'i 1. Bölgede, %30,9'u 2. Bölgede yer almaktadır.

Grafik 6.19. 1. Bölgelemeye Göre Ticari Yapıların İnşaat Alanlarına Bazında Bölgelere Dağılımı

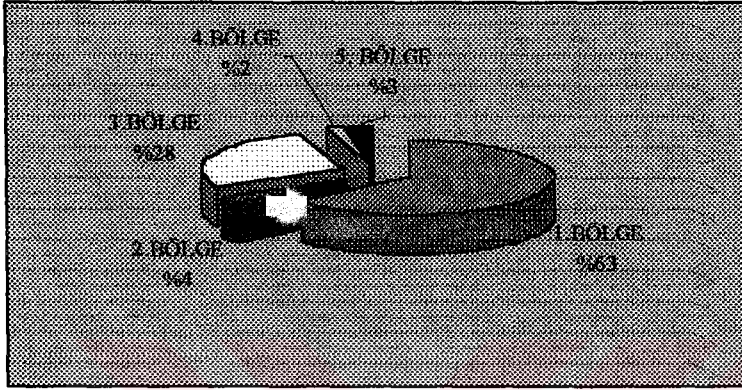


Tablo 6.31. 2. Bölgelemeye Göre Ticari Yapıların İnşaat Alanlarına Bazında Bölgelere Dağılımı

	ALAN M2	%
1.BÖLGE	217962	64
2.BÖLGE	13000	4
3.BÖLGE	96000	28
4.BÖLGE	6000	2
5. BÖLGE	10000	3
TOPLAM	342962	100

2. bölgelemeye göre ise, ticari yapıların inşaat alanlarının %64 gibi büyük bir kısmı 1. Bölgede bulunmaktadır. 3. Bölgede ise inşaat alanlarının %28'i bulunmaktadır. Bu bölgede sadece EGS Business Park projesi yer almasına karşın, projenin boyutları gözönüne alındığında bu sonuç şaşırtıcı değildir. İnşaat alanlarının %4'ü 2. Bölgede, %3'ü 5. Bölgede ve %2'si 4. Bölgede yer almaktadır.

Grafik 6.20. 2. Bölgelemeye Göre Ticari Yapıların İnşaat Alanlarına Bazında Bölgelere Dağılımı



Yapılmış olan iki farklı bölgeleme için, ticaret yapılarını gruplar halinde inşaat alanlarına göre ele aldığımızda, aşağıdaki tablo oluşmaktadır.

Tablo 6.32. 1. Bölgelemeye Göre Ticaret Yapılarının İnşaat Alanlarına ve Türlerine Göre Bölgelere Dağılımı –

	ALİŞ.MER		OFİS (Y)		OFİS (A)	
	ALAN M2	%	ALAN M2	%	ALAN M2	%
CORE BÖLGESİ	0	0	0	0	8000	38
1.BÖLGE	6675	40	209240	68	13047	62
2.BÖLGE	10000	60	96000	32	0	0
TOPLAM	16675	100	305240	100	21047	100

Yapılan ilk bölgelemeye göre, inşaat alanlarının bölgeler ve ticaret yapılarının grupları esas alınarak oluşturulan yukarıdaki tabloda, toplam alışveriş merkezi inşaat alanının %40'ı 1. Bölgede, %60'ı ise 2. Bölgede yer almaktadır. Core Bölgesinde alışveriş merkezi bulunmamaktadır. Yüksek katlı ofis binaları inşaat alanının büyük kısmı %68 oranıyla 1. Bölgede bulunurken, 2. Bölgede bu oran %32 olmuştur. Core Bölgesinde

yüksek katlı ofis binası da bulunmamaktadır. Alçak katlı ofis binalarına bakıldığında ise, inşaat alanlarının %38'lik bölümünün Core bölgesinde, %62'lik bölümünün ise 1. Bölgede bulunduğu görülmektedir.

Tablo 6.33. 2. Bölgelemeye göre Ticaret Yapılarının İnşaat Alanlarına Ve Türlerine Göre Bölgelere Dağılımı

	ALİŞ.MER		OFİS (Y)		OFİS (A)	
	ALAN M2	%	ALAN M2	%	ALAN M2	%
1.BÖLGE	6675	40	209240	69	2047	10
2.BÖLGE	0	0	0	0	8000	62
3.BÖLGE	0	0	96000	31	0	0
4.BÖLGE	0	0	0	0	6000	28
5.BÖLGE	10000	60	0	0	0	0
TOPLAM	16675	100	305240	100	16047	100

İkinci bölgeleme için aynı veriler kullanıldığında ise, alışveriş merkezi inşaat alanlarının %40'ının 1. Bölgede, %60'ının ise 5. Bölgede bulunduğu ortaya çıkmaktadır. Yüksek katlı ofis binaları inşaat alanları, %69'luk payla 1. Bölge ve %31'lik payla 3. bölge arasında paylaşılmıştır. 2, 4 ve 5. Bölgelerde yüksek katlı ofis binası yoktur. Alçak katlı ofis binaları inşaat alanı ise 1. Bölgede %10, 2. Bölgede %62 ve 4. Bölgede %28'lik paylarla dağılmıştır.

6.3.8. Değer

Yukarıdaki tabloda yer alan ticaret yapılarında GYO'ların sahipliği %68'dir. Portföylerinde bulunan bu ticaret yapılarının değerleri toplamı 1999 yılı ekspertiz raporlarına göre yaklaşık olarak 200 trilyon TL dir. Bahsedilen ticari yapı projelerinin tamamının ekspertiz değerleri toplamı ise, yaklaşık olarak 432 trilyon TL dir. Dolayısı ile tamamı yada bir kısmı gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföyünde bulunan projelerin ortalama ekspertiz değeri 33 trilyon TL civarındayken, bunların GYO portföyündeki kısmının ortalama ekspertiz değeri ise 15 trilyon TL civarındadır.

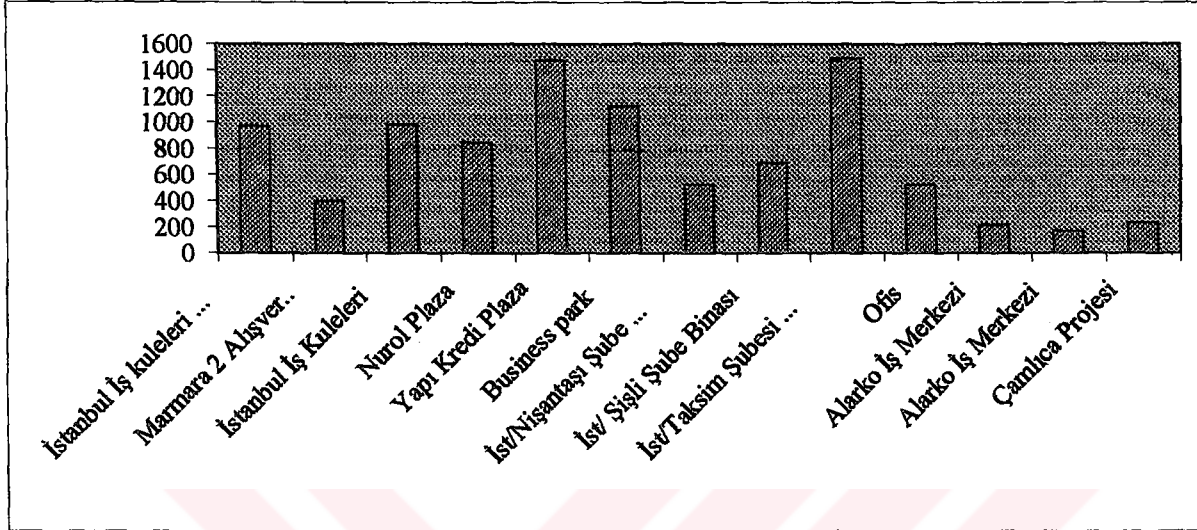
Tablo 6.34. Ticari Yapı Projelerinin Ekspertiz Değerlerine Göre İrdelenmesi

FAALİYET	PROJE ADI	BÖLGE (1.BÖLGEL EMEYE GÖRE)	BÖLGE (2.BÖLG ELEMİY E GÖRE)	İNŞAAT ALANI (M2)	GYONUN SAHİP OLDUĞU İNŞAAT ALANI (M2)	GYONUN PAYI	GYO PAYININ EKSPERTİZ DEĞERİ (MİLYON TL - 1999)	BÜTÜN PROJENİN EKSPERTİZ DEĞERİ (MİLYON TL - 1999)	M2 FİYATI (MİLYON TL - 1999)	ŞİRKETİN TOPLAM GAYRİMENK UL PORTFÖYÜ İÇİNDEKİ ORANI	GYO SAHİPLİĞİNİN ŞİRKETİN TOPLAM PORTFÖYÜ ORANI
ALİŞVERİŞ MERKEZİ	İstanbul İş kuleleri Alışveriş Merkezi	1	1	6.675	6.675	%100	6.423.372	6.423.372	962	%6	%7
	Marmara 2 Alışveriş Merkezi	2	2	10.000	10.000	%100	3.987.900	3.987.900	399	%20	
ÇOK KATLI OFİS BİNALARI	İstanbul İş Kuleleri	1	1	85.000	56.649	%67	56.167.266	84.277.174	991	%57	%61
	Nurol Plaza	1	1	31.240	4.260	%14	3.600.000	26.400.000	845	%20	%26
	Yapı Kredi Plaza	1	1	93.000	9.720	%10	14.310.000	136.916.667	1.472	%39	%28
	Business park	2	3	96.000	96.000	%100	108.000.000	108.000.000	1.125	%37	%57
AZ KATLI OFİS BİNALARI	İst/Nişantaşı Şube Binası	1	2	4.000	1.500	%38	775.000	2.066.667	517	%16	%11
	İst/ Şişli Şube Binası	1	2	1.000	1.000	%100	686.000	686.000	686	%14	%9
	İst/Taksim Şubesi - Marmara Etapın girişi	C	2	3000	1.000	%3	1.500.000	60.000.000	1.500	%30	%20
	Ofis	1	1	2.047	2.047	%100	1.085.000	1.085.000	530	%16	%13
	Alarko İş Merkezi	C	2	2.000	2.000	%100	436.500	436.500	218	%3	%1
	Alarko İş Merkezi	C	2	3.000	3.000	%100	519.839	519.839	173	%4	%1
	Çamlıca Projesi	1	4	6.000	3.000	%50	683.100	1.366.200	228	%3	
TOPLAM				342.962	196.851		198.173.977	432.165.318			
ORT.				29.228	15.142	%68	15.244.152	33.243.486	742	%21	%21

Ticaret yapılarının ekspertiz değerlerinin gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföyleri içindeki ortalama değeri %21 iken, bu oranın şirketlerin gayrimenkul varlıklarına ait portföyler değerleri içindeki oranla aynı olduğu saptanmıştır.

Ticaret yapılarının toplam inşaat alanı 342.962 m² olup, ortalama inşaat alanı ise 29.228 m²'dir. Ticaret yapılarında ortalama m² fiyatı yaklaşık olarak 742 milyon TL dir.

Grafik 6.21. Ticari Yapıların Ekspertiz Değerleri



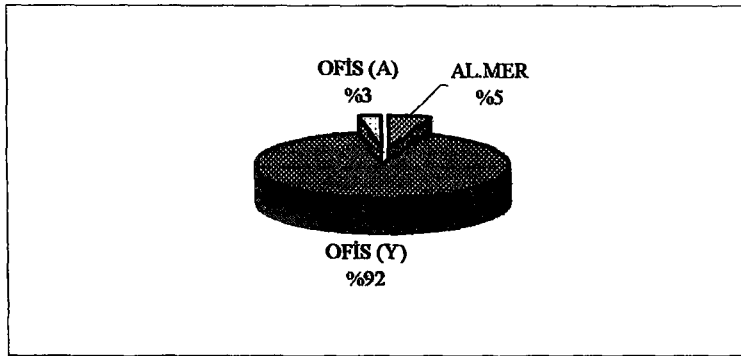
Ticaret yapılarının ekspertiz değerlerinin, içinde oluşturulan gruplara dağılımı aşağıdaki gibidir:

Tablo 6.35. Ekspertiz Değerlerinin Gruplara Göre Dağılımı

	DEĞER	%
AL.MER	10411272	5,25
OFİS (Y)	182077266	91,89
OFİS (A)	5685439	2,86
TOPLAM	198173977	100

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföylerinde bulunan ticaret yapılarının sahip oldukları yaklaşık 200 trilyon TL ekspertiz değerinin en büyük kısmını yaklaşık 182 trilyon TL değer ve toplam içinde %91,89 oran ile yüksek katlı ofis binaları oluşturmaktadır. Alışveriş merkezlerinin değeri yaklaşık 10 trilyon TL ve oranı %5,25'de kalırken, alçak katlı ofis binalarının payı %2,86 ve değerleri toplamı 5,5 trilyon TL dir.

Grafik 6.22. Ekspertiz Değerlerinin Gruplara Göre Dağılımı



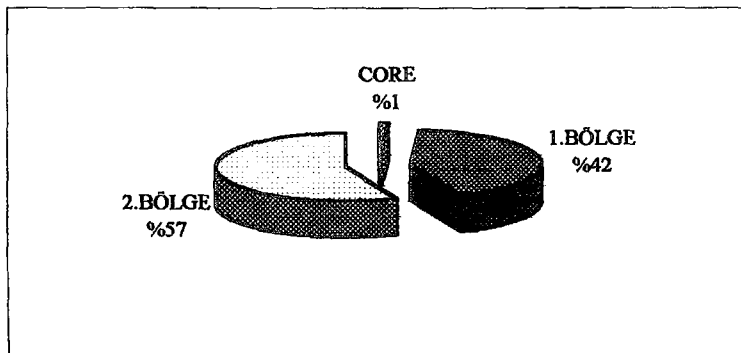
Ticaret yapılarının ekspertiz değerleri belirlenen bölgelere göre ele alınarak aşağıdaki tablolar oluşturulmuştur.

Tablo 6.36. 1. Bölgelemeye Göre Ekspertiz Değerlerinin Bölgelere Dağılımı

BÖLGE	EKSPERTİZ DEĞERİ MİLYON TL	%
CORE	2456339	1,23
1.BÖLGE	83729738	42,25
2.BÖLGE	111987900	56,52
TOPLAM	198173977	100

Ticaret yapılarının ekspertiz değerlerinin dağılımında en büyük payı, kapsadığı projelerin toplam ekspertiz değeri yaklaşık olarak 112 trilyon TL olan 2. Bölge almaktadır. Bu bölgenin sahip olduğu ekspertiz değerinin yaklaşık %98'ine EGS GYO portföyünde yer alan EGS Business Park projesi tek başına sahiptir. Dolayısı ile bu büyük projenin yüksek değerinden dolayı, yüksek katlı ofis yapılarının bulunduğu 1. Bölge ikinci sırayı almıştır. Bölgenin ekspertiz değeri yaklaşık 84 trilyon TL ve aldığı pay %42,25'dir. Eski MIA çevresinde ise ticari yapıların ekspertiz değerleri toplamı 2,5 trilyon TL olup, %1,23'lük bir paya sahiptir.

Grafik 6.23. 1. Bölgelemeye Göre Ekspertiz Değerlerinin Bölgelere Dağılımı

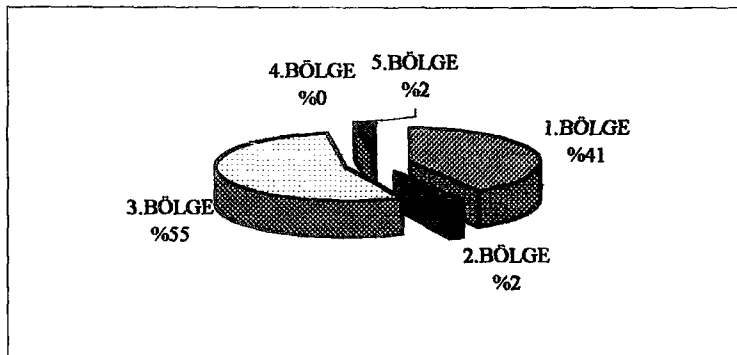


Tablo 6.37. 2. Bölgelemeye Göre Ekspertiz Değerlerinin Bölgelere Göre Dağılımı

BÖLGE	EKSPERTİZ DEĞERİ MİLYON TL	%
1.BÖLGE	81585638	41
2.BÖLGE	3917339	2
3.BÖLGE	108000000	54
4.BÖLGE	683100	1
5.BÖLGE	3987900	2
TOPLAM	198173977	100

Yapılan ikinci bölgelemeye göre ekspertiz değerlerinin dağılımında, 3. Bölge 108 trilyon TL değeri ile %54'lük bir paya sahiptir. Bu bölgede, bu değer tek sahibi yukarıdaki bölgesel dağılımda da belirtildiği gibi EGS Business Park projesidir. Yine yüksek katlı ofis binalarının bulunduğu Levent – Maslak hattını kapsayan 1. Bölge yaklaşık olarak 82 trilyon TL ekspertiz değerine ve %41'lik paya sahip olarak ikinci sırada yer almaktadır. 2. ve 5. Bölgelerin ekspertiz değerleri her biri için yaklaşık olarak 4'er trilyon TL'dir. 2. ve 5. Bölgelerin toplam ekspertiz değeri içerisindeki oranı %2 iken, 4. Bölgenin ekspertiz değeri yaklaşık 683 milyar TL ve payı da %1 olarak belirlenmiştir.

Grafik 6.24. 2. Bölgelemeye Göre Ekspertiz Değerlerinin Bölgelere Göre Dağılımı



Ticari yapıların ekspertiz değerlerine ve baz alınan gruplamalara göre ele alınması sonucundaysa aşağıdaki tablolar oluşturulmuştur.

Tablo 6.38. 1. Bölgelemeye Göre Ticari Yapıların Ekspertiz Değerlerine Ve Türlerine Göre Bölgelere Dağılımı

	ALİŞ MER		OFİS (Y)		OFİS (A)	
	DEĞER	%	DEĞER	%	DEĞER	%
CORE	0	0	0	0	2456339	43
1.BÖLGE	6423372	62	74077266	41	3229100	57
2.BÖLGE	3987900	38	108000000	59	0	0
TOPLAM	10411272	100	182077266	100	5685439	100

Yapılan birinci bölgelemeye göre, ticari yapıların ekspertiz değerlerinin dağılımı şu şekilde ortaya çıkmıştır; alışveriş merkezlerinin ekspertiz değerlerinin toplamının %62'lik bölümü 1. Bölgede, %38'lik bölümü ise 2.Bölgede yer alırken, eski merkezi iş alanında alışveriş merkezi bulunmamaktadır. Yüksek katlı ofis binalarının oluşturduğu ekspertiz değerini sırasıyla %41 ve %59'luk paylarla 1. ve 2. Bölgeler almıştır. Core Bölgesinde yüksek katlı ofis binası da bulunmamaktadır. Alçak katlı ofis binalarının ekspertiz değerlerinin dağılımında ilk sırayı %57 oranı ile 1. Bölge ve % 43 oranı ile Core Bölgesi alırken, 2. Bölgede alçak katlı ofis binası yer almamaktadır.

Tablo 6.39. 2. Bölgelemeye Göre Ticari Yapıların Ekspertiz Değerlerine Ve Türlerine Göre Bölgelere Dağılımı

	ALİŞ MER		OFİS (Y)		OFİS (A)	
	DEĞER	%	DEĞER	%	DEĞER	%
1.BÖLGE	6423372	62	74077266	41	1085000	19
2.BÖLGE	0	0	0	0	3917339	69
3.BÖLGE	0	0	108000000	59	0	0
4.BÖLGE	0	0	0	0	683100	12
5.BÖLGE	3987900	38	0	0	0	0
TOPLAM	10411272	100	182077266	100	5685439	100

Bu değerler kullanılan ikinci bölgeleme için ele alındığında, alışveriş merkezlerinin toplam sahip olduğu ekspertiz değerinin %38'lik kısmını 5. bölge, %62'lik kısmını ise 1. Bölgenin oluşturduğu ortaya çıkmaktadır. 2, 3 ve 4. Bölgelerde alışveriş merkezleri

bulunmamaktadır. Yüksek katlı ofis binalarının ekspertiz değerlerinin %59'u 3. bölgenin, %41'lik kısmı ise 1. Bölgenin kapsamındadır. Burada da 2, 4 ve 5. Bölgelerde yüksek katlı ofis binası bulunmamaktadır. 2. Bölge, alçak katlı ofis binalarının sahip olduğu ekspertiz değerinin %69 oranına sahip durumda iken, bu oran 1. Bölgede %19, 4. Bölgede ise %12 olarak değişmektedir. 3. ve 5. Bölgelerde alçak katlı ofis binası bulunmamaktadır.

6.4. GYO Portföyünde Yer Alan Projelerin İstanbul Planlamasıyla İlişkileri

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföyleri içerisinde yer alan projeler, İstanbul Nazım Planı ile ilişkilendirilebilmesi için aşağıdaki tablo oluşturulmuştur. GYO portföyünde yer alan projeler, tabloda da görüldüğü gibi nazım plana uygunluklarına ve mevzi plana sahip olup olmamalarına göre üç grupta yer almaktadırlar. Bu gruplar, nazım plana uygun olmayan ve mevzi planı da olmayan bir grup, nazım plana uygun olmayan ve mevzi planı olan ve son olarak nazım plana uygun ve mevzi planı olmayan projelerden oluşmaktadır.

İlk grupta yer alan projelerden Elit Residence dışında tümünün Maslak – Zincirlikuyu aksında yer aldığı ve tümünün ticari yapı projesi olduğu görülmektedir. Bu aksın İstanbul Metropolitan Alan Nazım İmar Planı'nda "Gelişmesi Dondurulmuş Alan" olarak belirlenmiş olmasından hareketle, bu grup içerisindeki projelerin Nazım Plana uygun olmadığı söylenebilir. Bu grup içerisindeki Elit Residence projesi ise, planda belirlenen fonksiyonla uygun özellik taşımasına rağmen, kat sayısının planda belirlenenden fazla olmasından dolayı nazım plana uygun olmayan projeler içerisinde yer almıştır. Bu gruptaki diğer projelerde de kat sayısına yönelik muhalefetler yaşanmıştır.

Tablo 6.40. GYO Portföyünde Yer alan Projeler (İstanbul)

PROJE	KONUM	PARSEL ALANI	İNŞAAT ALANI	NAZIM PLANA UYGUNLUK	MEVZİ PLAN DURUMU
İstanbul İş Kuleleri Alışveriş Merkezi	4.Levent	9755	6675	uygun değil	yok
İstanbul İş Kuleleri	4.Levent	85959	85000	uygun değil	yok
Nurol Plaza	Levent-Maslak	4265	31240	uygun değil	yok
Yapı Kredi Plaza-	Levent-Maslak	9720	93000	uygun değil	yok
Elit Residence	Şişli	4500	40000	uygun değil	yok
TOPLAM		114199	255915	uygun değil	yok
İstanbul-İstanbul 1. Faz	Göktürk	100000	31629	uygun değil	var
Kemer Country - Yalıkonaklar	Göktürk	3200000	322500	uygun değil	var
Marmara 2 Alışveriş Merkezi	Yakuplu-Büyükçekmece	10000	10000	uygun değil	var
Uskumruköy Vilları	Zekeriyaköy	15660	11484	uygun değil	var
İhlas Marmara Evleri 1. Etap	Yakuplu-Büyükçekmece	700000	414030	uygun değil	var
İhlas Marmara Evleri 2. Etap	Yakuplu-Büyükçekmece	170000	262320	uygun değil	var
Çekmeköy Projesi	Çekmeköy-Ümraniye	26125	9870	uygun değil	var
Alkent 2000	B.Çekmece	7200000	661705	uygun değil	var
TOPLAM		11421785	1723538	uygun değil	var
Business Park	Yeşilköy	100000	96000	uygun	yok
İst/Nişantaşı Şube Binası	Nişantaşı	667	4000	uygun	yok
İst/ Şişli Şube Binası	Şişli	475	1000	uygun	yok
İst/Taksim Şube Binası	Taksim	4085	3000	uygun	yok
Ofis	Etiler	6217	2047	uygun	yok
Alarko İş Merkezi	Beyoğlu (Şişhane)	730	2000	uygun	yok
Alarko İş Merkezi	Karaköy	1730	3000	uygun	yok
Çamlıca Projesi	Üsküdar	2043	6000	uygun	yok
Tarabya Villaları	Tarabya	3970	1112	uygun	yok
TOPLAM		119917	118159	uygun	yok

Kaynak: Şirketlerin 1999 Yılı Faaliyet Raporları

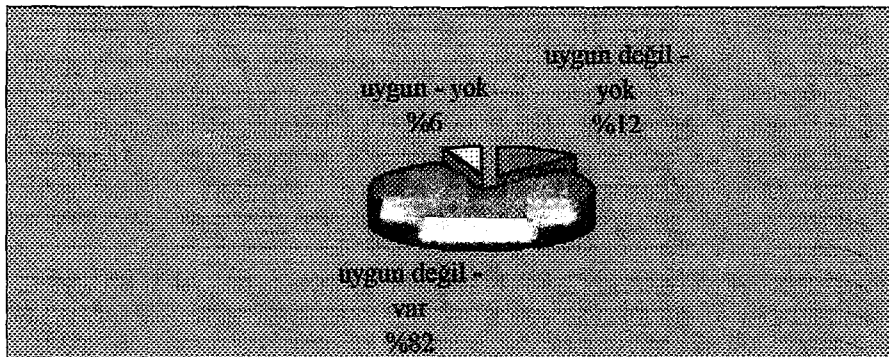
İkinci gruptaki projelerden bir bölümü yapılaşma yasağı olan, İstanbul'un orman alanları içerisinde kalan Göktürk ve Zekeriyaköy çevresinde yer almaktadır (İstanbul-İstanbul Evleri, Kemer Country-Yalıkonaklar, Uskumruköy Villaları). Diğer bir bölümü ise (Marmara Evler 1. ve 2. Etap, Çekmeköy Projesi, Alkent 2000), su

havzası olan Büyükçekmece bölgesinde yer almaktadır. Tümü, İstanbul Metropolitan Alan Nazım Planına göre yerleşimin sınırlı tutulduğu su havzaları yada orman alanlarında yer alan bu projeler konut projeleridir ve mevzi imar planları hazırlanarak gerçekleştirilmişlerdir. İmar planı ve ilgili yönetmeliklerin sahip olduğu standartların bulunmadığı, parsel ölçeği ile sınırlı kalan ve plan hiyerarşisine uymayan mevzi imar planlarının sağlıklı gelişmeye katkılarının olamayacağı açıktır.

Üçüncü grup içerisinde yer alan projeler ise, Nazım Plan kararlarına uygun olan ve doğal olarak mevzi planı olmayan projelerdir (Business Park, Nişantaşı Şube Binası, Şişli Şube Binası, Taksim Şube Binası, Alarko İş Merkezleri, Tarbya Villaları ve Çamlıca Projesi). Bu projelerden en önemli ve büyüğü olan EGS Business Park, Nazım Plan'a göre ofis gelişme bölgesi olarak belirlenen İkitelli aksında yer almaktadır. Dolayısı ile belediyenin hazırlamış olduğu planla ulaşmak istediği hedeflerin gerçekleşmesi doğru bir yatırım olduğu söylenebilir. Plana uygun yer seçiminin devamı olarak, ihtiyacı olan altyapı hizmetlerine, ulaşım kolaylıklarına da (metro istasyonu gibi) sahiptir. Tarabya Vilları dışında tümü ticari yapı projelerinden oluşan bu grupta, projelerin çoğunun eski kent merkezinde bulunduğu gözlenmektedir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları portföyleri içerisinde yer alan projelerin inşaat alanları, yukarıda yapılan gruplamaya göre incelendiğinde aşağıdaki grafik elde edilmektedir.

Grafik 6.25. İnşaat Alanlarına Göre Grupların Plana Göre Değerlendirilmesi



Grafikte de görüldüğü gibi İstanbul Metropolitan Alan Nazım İmar Planı'na uygun olmayan ve mevzi imar planına sahip olan projeler dikkat çekici bir orana (%82) sahiptirler. Plana uygun olmayan ve mevzi planı olmayan projeler bu dağılım

içerisinden %12'lik pay alırken, plana uygun olan projelerin oranı sadece %6'dır. Sonuç olarak plana uygun olmayan projeler toplamda %94 değerine ulaşmaktadırlar. Bu durumda, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının sahip oldukları projeleri, genellikle hazırlattıkları mevzi planlarla gerçekleştirdikleri ortaya çıkmaktadır. Genel olarak söylenebilir ki, İstanbul'daki GYO projeleri nazım plan ile olumlu ilişkiler içerisinde değildir ve nazım planın bütüncülük özelliğini yıpratıcı mevzi planlar ile gelişmelerini sürdürmektedirler.



7. SONUÇ

Giriş bölümünde detaylı olarak açıklandığı üzere araştırmanın ana hipotezi/sorusu şöyledir: “GYO’lar ile kent arasındaki ilişki, kentsel gelişme ve planlama çerçevesinde nasıl kurulabilir?” Bu ana sorunun yanıtlanabilmesi için gereken diğer yanıtlara ilişkin alt sorular da şöyle sıralanabilir: Türkiye’deki gayrimenkul sektörünün yapısı ve bu yapının içinde GYO’ların rolü nedir? GYO’ların şu an itibariyle ülkedeki işleyişi nasıldır ve bu işleyişin kentler için yarattığı potansiyel ve tehlikeler nelerdir? GYO’ların portföy seçimi ve proje kararları kenti şu ana kadar nasıl etkilemiştir ve planlamayla nasıl ilişkilendirilebilir? Kent yöneticileri ve GYO yöneticileri eşgüdüm içinde çalışabilirler mi? GYO’ların amacı nedir ve bu amaç son yıllarda gündemden düşmeyen kamu-özel ortaklığı çerçevesinde kamu yararına kullanılabilir mi?

Önceki altı bölümde, araştırmanın sorusu ortaya konduktan sonra elde edilen bilgilerle çeşitli saptamalar yapmak, sonuçlar çıkarmak, bunların yapılamadığı kısımlar için eğilimleri belirleyip kestirimlere yönelmek ve nihayet GYO’ların kentsel gelişme ve planlama ile ilişkilerini belirleyen kriterlere ulaşmak mümkün hale gelmiştir. Bu bölümde sonuç, saptama ve eğilim tespitleri farklı bölümler için farklı altbaşlıklar halinde yukarıdaki soruları yanıtlayacak şekilde sunulurken ana soruyu oluşturan kentsel gelişme ve planlamaya ilişkin kriterler de oluşturulmaya çalışılacaktır.

7.1. Gyo’ların Ulusal Ekonomiye ve Gayrimenkul Sektörüne Etkileri

Gayrimenkul sektörünün ülkenin lokomotif sektörü olduğu, yarattığı büyük istihdamdan ve yerli sanayi tarafından en çok desteklenen sektör olmasından açıkça görülmektedir. Diğer yandan gayrimenkul sektörü, ülkenin neredeyse en çok ekonomik açığı olan sektörü olarak da tanımlanabilir. GYO’ların makro faydaları arasında en önemlisi gayrimenkul sektöründe kurumsallaşmaya ivme kazandırmaları, dolayısıyla sektörün kayıt altına alınmasına yardımcı olmalarıdır. Özellikle metropoliten alanlarımızda

yaşanan gecekondulaşma ve kaçak yapılaşma birer süreç olarak değerlendirildiğinde konut üretiminde ağırlıklı olarak enformal sektörü kullandıkları görülür. Sigortasız işçi çalıştırmaktan, belgesiz malzeme alımına, dahası rüşvet ve haraç gibi ödemelerle yapılaşma izni almaya ya da gayrimenkulün gerçek değerini göstermemeye kadar farklı şekillerde kayıtsız ekonomi kapsamında faaliyet gösterirler. GYO'ların ve diğer inşaat şirketlerinin güçlenmesi ve sektörde ağırlık kazanmaları ile yasal yükümlülüklerle uyum artacak ve kayıtsız ekonomi dolayısıyla azalacaktır. GYO'ların SPK'nın sıkı denetiminde olması, bu sektördeki ekonomik kayıpların azalmasında oldukça faydalı olacaktır. SPK dışında hem yurtiçinde hem de yurtdışında tüm yatırımcılar, varolan bir proje için; projenin nasıl bir proje olduğunu, arazinin üzerinde ipotek olup olmadığını, jeolojik raporunun sağlam olup olmadığını, sit alanı, su havzası yada özel çevre koruma bölgesi içerisinde olup olmadığını, ruhsat ve imar durumunu GYO adı altında garantilemek istemektedirler. "Türkiye'de hiçbir GYO, bu kuralların dışında yatırım yapmamıştır" (Anık, 2000). Ekonomik faaliyetlerin kayıt altına alınması gecekondulaşma ve kaçak yapılaşma sorunlarının da çözümünde olmazsa olmaz bir koşuldur. Bu anlamda GYO'ların gelişmesiyle kentsel gelişmenin daha kontrollü ve yasal hale geleceği, dolayısıyla daha düzenli, sağlıklı ve rasyonel kentlere erişilebileceği söylenebilir.

Diğer yandan kurumsallaşmanın ekonomik anlamda daha rasyonel olduğu ve bunun da kentin işleyişine olumlu etkilerde bulunacağı bilinmektedir. Gayrimenkul sektörünün kurumsallaşması demek daha büyük, kapsamlı ve her yönüyle düşünülmüş projeler demektir. Örneğin büyük bir konut projesi için yalnızca konutlar düşünülmez, bu konutların altyapı ihtiyaçları ve donatıları da düşünülmek zorundadır. Yolu olmayan ya da en yakın okulun uzak mesafelerde olduğu bir konut alanına yönelik tüketici talebi yeterli düzeyde olmayacaktır. Dolayısıyla kurumsal geliştiriciler –developers- projenin tüm yönlerini düşünmek ve çözümler üretmek durumundadırlar. Bu da uzun vadede kentsel altyapı ve donatı olanakları sağlanmış, düzenli yerleşmeler anlamına gelmektedir. Son yıllarda bu tür gelişmelerin duvarlarla çevrilip kentten izole ediliyor olmaları, içinde bulunduğumuz dönemin genel sosyo-ekonomik unsurları ve buna bağlı gelişen tüketici tercihleri ile ilişkili olduğundan ve tez konusu dışında kaldığından bu haklı eleştiriye burada değinilmekle yetinilecektir.

GYO'lar, iş merkezleri, alışveriş merkezleri, uydu kentler gibi, kentsel gelişmeye doğrudan ve büyük etkileri olan gayrimenkul projelerinin finansmanına kaynak sağlar. Bu tür büyük projelerin kentsel ekonomiye doğrudan ve dışsal fayda sağlayacağına, hareketlilik getireceğine şüphe yoktur. Diğer yandan bu tür projelerin tehlikeli yönleri yerseçim kararlarında yaşanabilecek hatalardır. Büyük projelerin kentlere etkilerinin de büyük olacağı varsayımıyla alınacak yanlış bir yerseçimi kararının çeşitli kentsel altyapı ve donatı yetersizliklerine ya da çevresel sorunlara neden olabileceği söylenebilir. Buna ilaveten kentsel gelişmeyi kent yöneticilerinin istemediği yönlerde çekebilme potansiyelleri olduğu da açıktır ki 6. bölümde İstanbul'da Maslak bölgesinde ve kuzeyde gerçekleştirilen konut projelerinde bu potansiyelin gerçekleşmiş olduğu saptanmıştır. Bilindiği üzere 1995 İstanbul Metropolitan Alan Nazım Planında Maslak hattı gelişmesi dondurulacak alan olarak belirlenmiş iken, kuzey bölgelerde korunması gereken orman alanları olarak ayrılmıştır. GYO'ların en yoğun şekilde yatırımlarını ticari yapılar için Maslak hattında, konut projeleri için ise İstanbul kuzey bölgelerinde toplamış olmaları bu çelişkinin somut örneğidir.

GYO'ların bir diğer makro faydası, uzun vadeli konut kredileri ile desteklenmeleri halinde konut açığının kapatılmasında kullanılabilecek olmalarıdır. Yapılan mülakatlarda konut üretiminin artık devletin elinden çıkması, devletin sektöre doğrudan değil dolaylı yollardan etkide bulunması gerektiği belirtilmiştir. GYO'ların sosyal konut yapmak gibi bir misyonları yoktur ama yine mülakatlardan çıkan bir sonuca göre önümüzdeki 10 yıl içerisinde ülkedeki toplu konut açığını, belediyelerin kurduğu ve özel olarak çalışan GYO'lar kapatacaktır. Bir başka mülakatta çarpıcı ve iddialı savlar ortaya sürülmüştür: "Sosyal konut, toplu konut vb. konutların ülkede yapılması doğru değildir ama yapılması gerektiğinde en iyi yapacak olan yine GYO'lardır. Vatandaşlarına konut sağlamak devletin görevi olsa da, böyle projelerin yapılmasında ve konutların pazarlamasında GYO'ların, bazı kurumlara ve yatırımcılarına hesap vermek zorunda olmaları, onları kesin başarıya götürecektir. Bu yüzden toplu konut projeleri TOKİ'ye ya da belediyelerin kuracağı GYO'lara değil, tamamen şeffaf olan özel GYO'lara yaptırılmalıdır. Bu durumda konutların teslim edilememe riski de ortadan kalkmış olacaktır" (Akkum, 2000). Bu savların içinde sosyal ve toplu konutun gereksizliğinin ilanı küresel bir salgına dönüşen neo-liberal ekonomik düşüncenin bir sonucudur. Ancak gereksiz ilan

edilmelerine karşın GYO'ların bu sektöre girebileceklerine değinilmesi girecekleri izlenimini yaratmaktadır.

GYO'ların avantajları arasında, küçük yatırımcıların da büyük projelere hisse senedi yoluyla ortak olması özelliği sayılmasına rağmen, bugüne kadar hiçbir GYO'nun yaptığı projede orta ve düşük gelir grubuna yönelik konut projesi geliştirmemiş olması düşündürücüdür. Hedef kitle neredeyse tamamen yüksek gelir grubudur. Türkiye'deki aile büyüklüğünün ortalama 4 kişi olduğu düşünülürse, yaklaşık 110-120 m2 büyüklüğündeki konutlar, özellikle orta gelir grubu aileler için idealdir. Bir mülakatta orta gelirli için 110-120 m2'lik sosyal konut projeleri, uzun vadeli satış planları ile desteklenirse GYO'lar için oldukça karlıdır denmiştir (Gök, 2000). Çünkü bu konutlar 150 m2'den küçük olduklarında %17 oranındaki KDV'den muaf tutulmaktadır.

Bir diğer mülakattan da şu cümlelerin aktarılması geleceğe dair kestirimlerde bulunmak açısından faydalı olacaktır: "GYO'ların sosyal konut yapabilme olasılıkları var. Ancak lüks konut projelerinden sağladıkları karı, sosyal konut projelerinden de elde etme koşulunu arayacaklardır. Toplumu dışlamak mümkün olmadığına ve toplumun da konut ihtiyacı olduğuna göre, önümüzdeki yıllarda GYO'lar için en mantıklı projeler toplu konut projeleri olacaktır denebilir. GYO'ların tamamı aslında Emlak Bankası'nın konut sektöründe sağladığı başarıyı sağlamayı amaç edinmişlerdir ve portföylerinde bulunan küçük çaplı projeler yerine toplu konut projeleri yaparlarsa bu başarıyı sağlayabileceklerinin bilincindedirler. Sistem biraz daha oturduğunda, uzun vadeli borçlanmalar da şekillendikçe, GYO'lar lüks konut yerine, orta gelir grubunu da hedef kitle olarak seçeceklerdir" (Ergin, 2000).

Gayrimenkul sektörünün en önemli sorunlarından biri finansman olarak ortaya çıkmıştır. GYO'lar kuruluş amaçlarına da uygun olarak büyük miktarlarda fon sağlama olanağına sahiptirler. Bu da finansman sorunu nedeniyle gerçekleştirilemeyen uzun vadeli yatırımlar için yeni bir olanak anlamına gelmektedir. Bu yatırımlar henüz ülkemizde yüksek gelir gruplarını hedefleyen lüks konutlar ve ticari yapılarla sınırlı ise de, yakın gelecekte barajlar, otoyollar gibi altyapı yatırımlarına, fabrikalar, okul ve hastaneler,

parklar gibi üstyapı yatırımlarına çeşitlenecektir demek, dünyadaki GYO'lar değerlendirildiğinde hata payı düşük bir saptama olacaktır.

Diğer yandan GYO'lar gerek borç alarak, sermaye artırarak, portföylerine ortak alarak, gerekse hisse senetlerini satarak, uluslararası fonlardan kendilerini fonladıkları için, uluslararası piyasalarda kabul görebilecek projeler üretmek zorundadırlar. Estetikte, mimaride, planlamada, işlevsellikte, sağlamlıkta uluslararası kriterlere uygun projeler üretmelidirler. Dolayısı ile GYO'ların gayrimenkul sektöründe kaliteyi ve estetiği artıracakları söylenebilir.

7.2. Gyo'ların İşleyişi ve Kentsel Etkileri

Bu başlık altında üzerinde durulması gereken en önemli saptama şudur: GYO'lar tamamiyle kar amaçlı özel şirketlerdir. Kamusal yatırımlar için kullanılabilir olmaları onların kar elde etme zorunluluğunu ortadan kaldırmaz. Kuruluş ve faaliyet amaçlarının en belirginini olarak ortaya çıkan hissedarlarına gelir sağlamak GYO'ların varoluş nedeni olduğundan, karı gözetmeden hareket etmeleri, karar geliştirmeleri beklenemez. Zaten kar etmemeleri halinde borsalarda işlem gören hisse senetleri talep görmeyecek, değer kaybedecek ve iflaslar, kapanmalar yaşanacaktır. Mülakatlarda defalarca en iyi projenin en karlı proje olduğu söylenmiştir. Dolayısıyla GYO'lardan bir kamu kuruluşundan ya da bir yerel yönetimden beklenen hizmetleri karşılıksız sağlaması beklenmemelidir.

“GYO'lar kamu hizmeti misyonu taşımazlar, mesela bir müze yapmazlar. Yaptıkları bir kompleksin içinde müze olabilir, ancak bu proje kapsamında olduğu için, o projenin de şirkete kar sağlayacağına inanıldığı için yapılmıştır. Sosyal faydalar sağlamak zorunda değildirler” (Akkum, 2000).

Diğer yandan söz konusu kar amacı, denetimsiz bir piyasada büyük sorunlara neden olabilmektedir. Öyle ki, en fazla gelir elde edilebilecek olan merkezi alanlarda Akmerkez türü büyük yatırımlar yapmak, kentsel altyapı ve ulaşım açısından çözümsüz sorunlara neden olabilmektedir. Ya da piyasada talep o yönde gerekçesiyle İstanbul'un kuzey bölgelerini lüks konut alanlarıyla kuşatmak ileride telafi edilemeyecek çevresel sorunlar doğurabilmektedir. Kar amacı nedeniyle yerel yönetimlerle ortak çalışmalar yarım

kalabilmekte ya da başlayamamaktadır. Ancak SPK'nın sıkı denetimi altında faaliyetlerini sürdüren GYO'ların yine de birçok yönden yasalara uygun hareket etmeleri ve arazi, jeoloji vb. çeşitli etüdler yaptırmaları zorunludur. Oluşturulacak kamusal ve sivil toplumsal bir baskı mekanizmasıyla GYO yatırımlarının yürürlükteki planlara da uygunluğu SPK'ya kabul ettirilip GYO'lardan istenebilir. Böyle bir gelişme halinde GYO'lar hem plana uygun hareket etmek durumunda kalacak, hem de yerel yönetimler ile diyaloga gireceklerdir.

Bazı mülakatlarda GYO'ların personel yapılarından kaynaklanan bir sorun tespit edilmiştir. Bu sorun aslında piyasa mekanizmasının koşulsuz ve müdahalesiz olarak doğruyu ve rasyoneli bulabileceğine olan inançtan kaynaklanır. Örneğin bir mülakatta GYO'ların önümüzdeki dönemde kentsel planlara, disipline edici, doğru kararlar almaya zorlayıcı bir etkisinin olacağı iddia edilmektedir. Burada doğal olarak varsayım kentsel planların yanlış, disiplinsiz ve irrasyonel olduklarıdır. Örnek olarak Ömerli Barajı çevresinde çeşitli GYO'ların yaptıkları yatırımlar verilmiş ve imar planı olmayan bölgede GYO'ların proje alanlarını içeren imar planlarından esinlenilerek imar planı hazırlandığı söylenmiştir (Akkum, 2000). Su havzasını imara açmak, ne kadar ekonomik rasyonelliğe sahip olsa da, eğer kentte su sorunu yaşanıyor ve kentsel gelişme kontrol edilemiyorsa, planlama açısından hiçbir şekilde doğru, disiplinli ve rasyonel kabul edilemez. Burada GYO idarecilerinin çoğunluk ekonomist olmalarından kaynaklanan ekonomik rasyonel yaklaşım ile kamusal rasyonel yaklaşım arasındaki çatışmanın bir örneği görülmektedir. Bu çatışmanın önüne geçilebilmesinin tek yolu da bugün için SPK'nın GYO'ların yatırım kararlarını onaylarken üst plan kararlarına uygunluğu da bir kriter olarak kabul etmesidir.

GYO'lara danışmanlık hizmeti veren bir profesyonel ile yapılan mülakatta aynı konuda edinilen bilgiler yukarıdakiyle taban tabana zıttır. Bu anlamda profesyonellerin yaklaşımları ve düşünceleri yorumlarında ve dolayısıyla yatırım kararlarında farklılıklara neden olabilmektedir. "GYO'ların yaptıkları yatırımları, proje bazında düşünmeleri yeterli değildir, yaptıkları projenin çevresindeki bölgeleri de etkileyeceğini düşünerek hareket etmeleri doğru olacaktır. Mesela, Ömerli Barajı çevresinde, arazilerin tamamı GYO'lar ve büyük inşaat şirketleri tarafından alınmış durumdadır, ancak hiçbir şirket bölgedeki su rezervlerinin durumlarını, kaç yıl dayanabileceklerini araştırmamıştır.

Kemberburgaz bölgesinde tek bir konut projesi varken, kısa sürede pekçok konut projesi bölgede gerçekleştirilmiş, tamamı aynı kişiliksiz tarzda, tekdüze villa yığınları görüntüsü ortaya çıkmıştır. Pekçok GYO'nun Bodrum'da, tatil siteleri ve otel projesi bulunmaktadır, ancak Bodrum yaklaşık 10 yıl sonra su ve atık problemini nasıl çözebileceğini düşünmektedir. Dolayısıyla bu projelerin yer seçimlerinin ne denli doğru olduğu tartışmalıdır" (Anık, 2000).

Yine mülakatlardan beliren diğer bir tehlike şudur: GYO'lar yerseçimlerinde iyi planlı yerleri tercih ederler. Birçok belediye GYO'ların kendi bölgelerinde yatırım yapmasını sağlamak için, mevcut olan planlarında revizyonlar yapmaya başlamıştır. Çünkü GYO'ların bölgeye yapacakları yatırımlar, gayrimenkul değerini artıracak gibi, bölgeye istihdam, hareketlilik ve çok büyük ekonomik kaynak da sağlayacaktır (Akkum, 2000). Aynı saptamalar üzerinden bu olumlu bakışın tam tersinde duran bir de olumsuz bakış geliştirilebilir: Buna göre yerel yönetimler hiç de gereksinim duymadıkları arazi kullanım biçimlerini, gelip gelmeyeceği belli olmayan GYO'lar için planlarına sokmaya başlayabilirler. Diğer yandan korunması gereken orman, su havzası, tarihi değerler gibi sit alanlarını imara açan mevzi planlar geliştirebilirler. Analizlerden elde edilen sonuçlara göre GYO'ların geliştirdiği konut projelerinin çoğu mücavir alan içi ya da dışı sahalarda olduklarından mevzi imar planları ile geliştirilmiştir. Bu projelerin neredeyse tamamının kuzeyde yer alan orman alanları ile İstanbul'un su havzalarında oldukları ve bu alanların da İstanbul Metropoliten Alan nazım planında gelişmenin yasaklandığı alanlar olarak ayrılmış olmaları klasik mevzi plan – nazım plan çatışmasının bir diğer örneği olduğu gibi GYO'ların planlama ile olumlu ilişkiler içerisinde olmadıklarını gösterdiklerinden ayrı bir önem taşımaktadırlar.

Bir mülakatta GYO'ların çevresel sorun yaratacak bir projeye girmelerinin sözkonusu olmadığı söylenmiştir. Gerçekleştirmeyi düşündükleri proje çevreyi tehdit etme riski taşıyorsa, önlemini alacakları ya da projeden vazgeçecekleri de eklenmiştir (Akkum, 2000). Ancak su havzalarında ve kuzey ormanlarında geliştirilen lüks konut projelerinin çevreye etkileri lokal değil kentseldir. GYO'ların alabileceği önlemler lokal olacağından kentsel anlamda önemli olmayacakları açıktır.

7.3. Türkiye’de Gyo’lar, Portföy Yapıları ve Kentsel Gelişmeye Etkileri

Türkiye’de GYO’lar henüz hacimleri ve sayıları itibariyle kentleri çok yönlü etkileyecek kapasitede değildir. Ancak yakın gelecekte bunun gerçekleşebileceğini söylemek de gelişme ivmeleri göz önüne alındığında mümkündür. Bugün için etkileri çoğunlukla yatırım yaptıkları projelerin büyüklüğüyle orantılı olarak lokal bazda gerçekleşmektedir.

GYO’ların yatırım yaptıkları projeler konuları itibariyle incelendiğinde ve ekspertiz değerlerine göre yapılan hesaplama ile şöyle dağılmaktadırlar: İş merkezleri ve ofis binaları % 75, alışveriş merkezleri % 8, konut % 16, turizm ve sanayi yapıları % 1. Görüldüğü gibi ticari yapılar toplam yatırımların % 84’ünü oluştururken, konut yatırımları ancak % 16’sını oluşturmaktadır.

Diğer yandan yine ekspertiz değerlerine göre kentler bazında yatırımların dağılımı şöyledir: İstanbul % 51, İzmir % 30, Denizli % 10, Ankara % 8, Bursa ve Bodrum % 1. Aslında beklenen İstanbul’un daha yüksek bir oran almasıdır ve sonuçlar şaşırtıcıdır. Ancak burada yanıltıcı bir veri vardır ki piyasanın en büyük GYO’su olan EGS GYO yatırımlarını Ege Bölgesinde yoğunlaştırmaktadır. EGS GYO’nun yatırımları çıkartıldığında İstanbul’un payı yaklaşık olarak % 90’lara çıkmaktadır. Bu anlamda bir mülakatta vurgulanan saptamayı gözardı etmemek gerekir: “Yatırımların İstanbul üzerinde yoğunlaşmış olması, GYO’ların yaptıkları en büyük hatalardan biridir” (Anık, 2000).

GYO’ların portföylerini oluşturmalarına dair mülakatlardan alınan izlenim şöyledir: Şirketler, pazarda açık buldukları konularda, kar sağlayabilecekleri projelere yatırım yapmaktadırlar. Eski merkezi iş alanının, hanların yerini Amerikan tarzı alışveriş merkezlerinin ve lüks ofis binalarının almaktadır. Ticari yatırımlarda kararın verilmesinde altyapının, iletişim ağlarının kurulmuş olması, ulaşım sorunlarının da çözümlenmiş olması gerekmektedir. GYO’lar bu tür projeleri portföylerine alarak, yüksek kira geliri sağlamak istemektedirler.

Yine mülakatlara göre durum konut projelerinde oldukça farklıdır. Konut projeleri uzun süreli olduğu gibi, konut üretimi yapan çok farklı gruplar bulunmaktadır. Standartları

birbirine benzeyen konutları bir GYO yapabildiği gibi, bir inşaat şirketi yada müteahhit de yapabilmektedir. Bu projelerin pazarlama aşaması da, ticari projelere göre daha zordur. Konut projelerini gerçekleştirmek uzun vadeli olmasının yanısıra ciddi bir kaynak da gerektirmektedir. Bu nedenlerle GYO'lar konut projelerini tercih etmemektedir. Bugün için bu konuya getirilen çözüm, İş – Koray örneğinde de görüldüğü gibi, konut projelerinin büyük banka ya da GYO'ların kurdukları inşaat şirketleri tarafında gerçekleştirilmesidir. Bir GYO özelliği taşımayan İş – Koray, İş GYO ve Yapı Kredi Koray GYO destekli kurulmuş bir inşaat şirkettir.

Bir mülakata göre imar durumunun kısıtlı olup olmaması, analizler sonucu ortaya çıkan inşaat maliyetleri ve satış fiyatları ile piyasanın durumu GYO'ların yerseçimi kararlarını etkilemektedir. Yatırım kararının verilmesinde, şirketin söz konusu bölgede arsasının bulunması çok büyük etkidir. Ön çalışmalar ve detaylı fizibilite raporları hazırlanmaktadır. Bu raporlarda talebe göre konut büyüklükleri, her grup için satış fiyatı ve kar oranı belirlenmektedir. Bu raporlara göre proje karlı ise devam edilmektedir. (Ergin, 2000). Bir diğer mülakatta konut projelerinin baskın yerseçim kriterleri şöyle açıklanmaktadır: “Depremden önce Büyükçekmece, Beylikdüzü yönünde ilerleyen İstanbul, depremde ters yönde doğuya ve kuzeydoğuya doğru gelişmeye başlamıştır. Bu eğilimde deprem kadar etkili olan bir başka konu da, Büyükçekmece bölgesinde arsanın kalmaması, toprağın tükenmesidir. Oysa bugün Ömerli, Riva bölgesi deprem açısından daha güvenli olduğu gibi, daha bakir bir bölge olma özelliğine de sahiptir. Dolayısı ile yatırım kararlarında en önemli kriterler deprem durumu ve boş alanların nerede bulunabildiği olarak öne çıkmaktadırlar. Bugün Riva ve Ömerli bölgesinde birçok GYO ve büyük inşaat şirketi çalışmalarına başlamış durumdadır. (Alarko, YKK, Mesa, Kemer Country, Tepe, Yüksel İnşaat) Bu bölgedeki toprakların geniş olması, deprem sonrası ortaya çıkan bahçeli az katlı konut ihtiyacına da cevap verecektir. Bugüne kadar yapılmış olan bu tarz konut projelerinde, yoğunluk çok yüksektir. Bugün Casaba'da tek hedef, az katlı, bahçeli ve az yoğunluklu konutları, yüksek gelir grubuna satmak olarak belirlenmiştir. Bölgenin imar planı bulunmamakta iken, proje ortaya çıktığında imar planı çalışmaları hızlandırılmıştır. Ömerli'de yapılan yatırımlar sonucu, pekçok özel okul ve hastane, İstanbul içinden taşınarak, bu bölgeye yerleşmeye başlamıştır. Karadeniz Otobanı'nın da bu bölgeye ulaşması, önemli bir tercih

sebebidir. Tıpkı Alkent 2000’de yer alan konutların Tem Otoyolu açıldıktan sonra değerlerinin çok artması, pekçok şirketin yatırımlarını oraya yönlendirmesi ve bazı okulların taşınması örneğinde olduğu gibi” (Gök, 2000).

Yürütülen proje çalışmalarının sonlanmasına yakın bir zamanda yeni proje arayışları başlamaktadır. Şirketlerin ellerinde ön fizibilitesi hazırlanmış birçok proje bulunmaktadır. Bunların içinden şirket ekonomisine uygun olan bir ya da birkaçı seçilerek uygulanmaktadır. Belirlenen projeler ile ilgili olarak pazar araştırmaları, hedef kitleler, detaylı çalışmalar yapıldıktan sonra yönetim kurulunun son kararı ile proje başlatılmaktadır. Tasarım çalışmaları, satın alma gibi işlemler bu aşamadan sonra başlamaktadır (Ergin, 2000).

Ancak bir görüşe göre “Türkiye’de varolduğu iddia edilen ekspertiz şirketler ve danışmanlık şirketleri, yapmaları gerekenleri değil, yatırım kararını verme yetkisini elinde tutan kişinin, yani parası olan kişinin memnun olması için yapılması gerekeni içeren raporlar hazırlayan şirketlerdir” (Anık, 2000). Bu anlamda yukarıda sayılan raporların, fizibilite çalışmalarının doğrulukları ve geçerlilikleri zan altına girmektedir. Bu noktadan bakıldığında GYO’larda yatırım kararlarının şirket sahibi tarafından alındığı söylenebilir. Dolayısı ile, kişi iyi niyetli ve görüş alanı genişse gerçekleştirilen proje karlı ve çevreye olumlu etkileri olan bir proje olabilmektedir. Genellikle proje kararı olması gerekenin tersi şeklinde işlemektedir. Yani şu kadar para kazanmak için, bu bölgeye ne yapılmalı şeklinde bir düşünce hakimdir. Halbuki olması gereken şu yatırımı bu bölgeye getirirsek ne kadar gelir elde ederiz yaklaşımıdır (Anık, 2000).

“Türkiye’de trendi takip etmek yerine, trendi yaratmak daha karlı bir yöntem olabilir. Bugün trendin takip edilmesinden dolayı, insanlar şehrin dışında lüks konutlarda oturmak istiyorlar. Aslında bunu neden istediklerini yada gerçekten böyle bir konuta mı ihtiyacı olduğunu düşünmeden, son zamanlarda herkes villalarda yaşamayı tercih ediyor diye, o bölgelere taşınmaya başlıyorlar. Bu alışveriş merkezleri için de geçerlidir. Ülke henüz bakkaldan, markete geçememiş durumda iken, şehrin dışına alışveriş merkezleri yapılmaktadır” (Anık, 2000). Bu durum son yıllarda sık sık sözü edilen iki İstanbul, öteki İstanbul gibi kavramları keskinleştirmektedir.

Portföyünde en az üç proje bulundurmak zorunda olan GYO'ların aslında genelde tek projeleri ağırlıklıdır, diğerleri ufak projelerdir. Bu şirketlerin herbirine bir restorasyon projesinin ya da kamusal yapı projesinin zorunlu kılınması, GYO'ların çok eksik kalan sosyal boyutunu tamamlayabilecektir. Böyle bir yasal düzenlemeye gidilmese bile yakın gelecekte GYO'lar kar marjlarını artırdıklarında prestij amaçlı projelere girecekleri söylenebilir. Dünyada bunların çok sayıda örneği bulunmaktadır.

7.4. Kurumsal İlişkiler ve Ortaklık

Milli Emlak Genel Müdürlüğü'nün verilerine göre, bugün ülke topraklarının yaklaşık %56'sının devlet elinde bulunmaktadır. Gayrimenkul sektöründe yaşanan en büyük dar boğaz ise imarlı arsa bulmaktır. Var olan arazilerin, imarlarının alınması çok büyük zamanlar istemektedir. Bunun yanı sıra GYO'ların sürekli olarak lüks konut yapması da, eleştirilere sebep olmuştur. Ancak arsa bulmak için harcama zaman ve kaynaklar ile GYO'ların birer kar amaçlı şirket olduğu düşünülürse, GYO'lara da lüks konuttan başka seçenek kalmadığı ortaya çıkacaktır. Bu durumda en iyi çözümlerden bir, elinde arsa bulunduğu halde, kaynak sıkıntısından dolayı bunları değerlendiremeyen yerel ve merkezi yönetimle, kaynağı olan ancak onu değerlendirecek arsa bulmada zorlanan GYO'ların işbirliği yapması olacaktır. Böylece GYO'lar da orta gelir düzeyini hedef kitle kabul eden projeleri portföylerine alabileceklerdir. Bir başka çözümde, GYO modelini kullanarak, belediyelerin kendi bünyelerinde GYO'lar kurması yada kendisine uygun bulunduğu bir yada birkaç GYO ile ortak olmasıdır (Dağlı, 2000).

Hükümet belirli aralıklarla, hazine arazilerini GYO'lar aracılığı ile kullandırmak, bu arazilerdeki yapılaşmaları GYO'lara yaptırmak istediğini ifade eden demeçler vermektedir. Buradaki en büyük çelişki, GYO'ların yaşadıkları en büyük sıkıntı zaten imar durumu ile ilgilidir. Ancak hazine arazilerinin çoğunun da imarı bulunmamaktadır. Dolayısı ile GYO'lar böyle bir işbirliğine girmek istememektedirler. GYO'lar kurumsal yapılarıyla hazine arazilerinde çok başarılı yatırımlar yapabileceklerdir. Bu durumda, imar durumuna göre projenin fizibl olması, nakit akışının yüksek olması gibi şartlar arayacaklardır. Ancak bir mülakata göre "bazen verilen imar durumu GYO'lara

yetmeyecek, daha fazla kat yapmak isteyecekler ve alışlagelmiş çarpık sistem çalışmaya başlayacaktır” (Anık, 2000).

Depremden sonra hükümetin, parlamentonun çözüm önerileri içerisinde GYO’ların yer almıyor olmaları kurumsal ilişkiler açısından henüz istenen düzeye ulaşamadığını göstermektedir. Halbuki bu bölgedeki konut projeleri için, piyasada denetim mekanizmaları nedeniyle en güvenilir şirketler olan GYO’ların yer alması gerekliliktir (Anık, 2000).

GYO’lar şimdiye dek sosyal konut yapmamışlardır. Çünkü sosyal konut, Türkiye’de hızlı nakit akışı sağlayamamaktadır. Hedef kitlesinin gelir düzeyinin yüksek olmaması ve uzun vadede yapılan ödemeler, inşaatların bitebilecekleri süreden uzun sürede tamamlanmasına neden olmaktadır. GYO’ların misyonu finansman modelleri yaratmaksa ve ülkede sosyal konut ihtiyacı varsa, GYO’lar bu sektöre de girecek ve gereken finansmanı da sağlayacaklardır. Bunu devletle işbirliği içinde, uluslararası fonların yardımı ile yapmak GYO’lar için daha avantajlı olacaktır. Devletin girişimin içinde olması, uluslararası fonların sağlanmasında güvence olacak ve bu fonlar daha kolay elde edilebileceklerdir (Anık, 2000).

Gayrimenkul yatırımları çok uzun vadeli yatırımlar oldukları için, proje fizibilitelerinin doğru yapılması zorunludur. Bir mülakattan edinilen bilgilere göre projeler için hazırlanan ulaşım etüdleri yeterli düzeyde değildir. Sadece bugünü yansıtır verilere sahiptir. Oysa yatırım yapılan proje en az 50 yıllık bir ömüre sahiptir. Yanlış analizler, yatırımda ekonomik kayba sebep olacaktır. Ulaşım sorununun yaşandığı bir bölgeye, insanlar gelmek istemeyecek, dolayısı ile proje ulaşmak istediği kitleye ulaşamayacaktır. Gayrimenkul yatırımı, gelecek de planlanarak, organize edilerek yapılmalıdır. Türkiye’de bu organizasyonu, belediyeler hazırladıkları imar planları ile yapmaya çalışmaktadırlar. Ancak yine aynı mülakatta belediyelerin organizasyon güçleri ve personel yapıları da eleştirilerek yeterli görülmemektedir. Üniversitelerle beraber çalışmanın daha iyi sonuçlar vereceği belirtilmektedir.

Aynı mülakatta konut projeleri için kayda değer bir öneri getirilmiştir. Buna göre; “projeler gerçekleştirilirken, geliştirici, yatırımcı ve inşaatı yapan olmak üzere var olan

üç aktörün bir çatı altında toplanmaması, sürekli birbirlerinin yaptıklarını kontrol eden farklı tüzel kişiler olmaları gerekmektedir. Geçmiş dönemde oluşan Emlak Bankası modelinde, banka önceleri geliştirici iken, sonradan yatırımcı da olmaya başlamış ve kurmuş olduğu yeni model eskisi kadar başarılı sonuçlar vermemiştir. Bu durumda Emlak Bankası sadece proje geliştirerek, finans bilgilerini kullanarak ön fizibilite çalışmalarını yapar, belediyeler de Emlak Bankası'nın verdiği fikirlerle projeleri tüm bilimselliği ile ortaya koyarlarsa, yatırımcılar da –GYO'lar- projeleri hayata geçirebilirler. Burada yatırımcı –GYO-, inşaatı yapacak firma ile kendisini değil, geliştirici olan Emlak Bankasını muhatap edecek ve ilişkiler yıpranmayacaktır” (Anık, 2000).

Diğer yandan GYO'lar ekonomik durumları çok kuvvetlendiğinde, şehir içinde arsa bulamadıklarında, altyapı ve ulaşım yetersizlikleri söz konusu olduğunda belediyeler ile işbirliğine girme olasılığını düşünmektedirler (Ergin, 2000). Örneğin EGS GYO, EGS Business Park Projesini belediyenin belirlediği ofis gelişme alanında gerçekleştirmiş, karşılığında önemli altyapı ve ulaşım avantajları sağlamıştır.

Son yıllarda sıkça sözü edilen kamu sektörü ile özel sektörün ortaklığı kapsamında GYO'ların, diğer özel aktörlerle birlikte, merkezi ve yerel yönetimlerle giderek daha büyük orarlarda işbirliğine gidecekleri şimdiden söylenebilir. Bunda en önemli etkenler özel sektör aktörleri açısından imarlı arsa sıkıntısı, kamu sektörü aktörleri açısından ise finansman sıkıntısı olacaktır.

7.5. Gyo'ların Planlamaya Etkileri

6. bölümden alınan sonuçlar bu ilişki açısından çok olumsuz çağrışımlar yapmaktadır. Öyle ki GYO'ları gerçekleştirmiş olduğu projelerden İstanbul metropoliten alan planlama kararları ile olumlu ilişkiler içerisinde olan proje sayısı yok denecek kadar azdır. Bütün projelerin inşaat alanları üzerinden yapılan hesaplama göre yalnızca % 6'lık bir oran İstanbul metropoliten alan planlama kararlarına uygun gelişmiş ve mevzi imar planına gereksinim duymamıştır. % 12'lik bir grup planlama kararlarına uygun değildir ve plan sınırları içerisinde olduklarından mevzi plan mekanizmasını da kullanmamışlardır. Bu grup çoğunlukla nazım planın gelişmesi dondurulacak alan olarak ilan ettiği Zincirlikuyu

- Maslak hattında konumlanmış projelerden oluşmaktadır. Bu projelerin yerseçimleri olduğu kadar kat sayıları da kamuoyunda çokça tartışılmıştır. Geriye kalan % 82'lik oran ise planlama kararlarına uygun değildir ve mevzi planlarla İstanbul'a eklenmişlerdir. Bu grup tamamıyla orman alanları ve su havzaları üzerindeki gelişmelerdir. İstanbul Metropolitan Alan Nazım Planı bu alanlardaki gelişmeleri kesinlikle yasaklamış olsa da, bu alanların büyük bir kısmı İstanbul Büyükşehir Belediyesinin yetki sınırlarına girmediğinden plan uygulanamaz hale gelmiş durumdadır. Bu alanlar ekonomik anlamda gelişmek için fırsat kollayan belde belediyelerinin insafına bırakılmışlardır.

Burada kısaca mevzi plan ile nazım planlar arasında yaşanan çatışmaya da değinmek faydalı olacaktır. Bilindiği üzere mevzi plan "mevcut imar planı sınırları dışında olup, bu planla bütünleşmeyen konumda bulunan alanlar üzerinde hazırlanan sosyal ve teknik altyapı ihtiyaçlarını kendi bünyesinde sağlamış olan plandır". Üst düzey planlarla ilişkisinin kurulmuyor olması yoğun eleştiriler almaktadır (Ünal, ?). Doğal olarak bütüncül bir plan olma iddiasını taşıyan nazım planın bütünlüğünü gözetmeyen lokal bir plan özelliği taşır. İstanbul bu anlamda çelişkilerin arttığı bir metropoldür. Çünkü nazım plan bütüncüllük kaygısıyla büyükşehir yönetiminin yetki sınırlarının dışına da taşmak zorunda kalmaktadır. Bu anlamda alınan kararlar yalnızca ilkesel karar konumunda kalır. Nitekim yetkiyi ellerinde bulunduran belde belediyeleri kendi çıkarlarına uygun kararları kentsel bütünün çıkarlarını temsil eden söz konusu ilkesel kararları çiğnemekte bir sakınca görmezler.

Bir mülakata göre planlama kente yukarıdan bakarak, ticari alanların, konutların, yolların, nasıl dağıldığını ve bu oyunun hangi denge içerisinde oynandığını belirlemek olarak tanımlanırsa, GYO'ların bu süreci etkileyebilecek güce henüz erişemedikleri rahatlıkla söylenebilir (Anık, 2000). Bunun en önemli nedeni, Türkiye'de DİE'nin ruhsat alma sonuçlarına göre; GYO'ların bugünkü gücü, yani piyasadaki mal varlıkları yaklaşık 500 milyon dolar civarında iken inşaat sektörünün bu değerin 400 katı fazla bir güce –200 milyar dolar gibi- sahip olmasıdır. Yani GYO'lar gayrimenkul sektöründe henüz çok kısıtlı bir role sahiptirler. Kentsel gelişmeye ve planlamaya etkileri de o ölçüde sınırlıdır.

Diğer yandan GYO'ların planlamaya etkileri gerçekleştirdikleri projelere göre değişebilir. İmarsız bir bölgeyi alarak, üzerinde çalışarak, uzun vadeli yatırımlarını bu bölge üzerinde gerçekleştirdikleri takdirde, kente etkileri düşünülenenden fazla olabilmekte, yeni bir kentsel gelişme alanında öncü bir rol üstlenebilmektedirler. Ancak bir mülakata göre Türkiye'de GYO'lar bu tür uzun vadeli projelere yatırım yapmaktan kaçınılmaktadırlar, çünkü mevcut borsa yapısı çok kısa sürede sonuç alınması halinde şirketlerin karlı olmasına izin vermektedirler. Oysa gayrimenkul niteliği itibari ile, uzun vadeli bir yatırım aracıdır, en azından inşaat tamamlandığında gerçek değerini bulabilmektedir (Anık, 2000).

Başka bir mülakattan edinilen bilgiye göre “yatırım yapılan projenin bulunduğu bölgeye katkısı projeye direkt yansıdığı için, planlamaya etkisi gözönüne alınmamakta, bu konu yerel yönetime bırakılmaktadır” (Ergin, 2000). Burada söylenmek istenen, proje bölgeye ekonomik fayda sağladığından yerel yönetimin gerekli düzenlemeleri zaten yaptığıdır. Bu durum daha önce de belirtildiği üzere yerel yönetimlerin hazırladığı planların ekonomik fayda gerekçesiyle diğer planlama kriterlerini gözardı etmesine neden olabilmektedir. Göktürk ve Ömerli'de gözlenenler bu yöndedir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının, portföylerinde bulunan gayrimenkul projelerini henüz tamamlamakta oldukları, yeni proje çalışmalarına başladıkları ve bunları önümüzdeki 3-4 yıl içinde tamamlayacakları düşünülürse, yakın gelecekte bunların planlamaya ve kentsel gelişmeye etkilerinin artacağı söylenebilir. Önümüzdeki dönemde GYO'lar, yol, baraj, liman, sağlık ve eğitim tesisleri gibi büyük kamu yatırımlarına da başladıklarında bu etkiler daha yoğun hissedilecektir. Mülakatlarda bu tür büyük yatırımlar için GYO modelinin çok başarılı olacağı iddia edilmektedir. Modelin başarısının yanısıra, günümüzde Türkiye'deki GYO'ların arkalarında büyük şirketlerin ya da bankaların olmasının, tebliğin GYO kurabilmek için bazı sınırlamalar getirmiş olmasının kentlerin gelişmesine olumlu katkılar sağlayacağı da söylenmiştir (Dağlı, 2000).

Mülakatlardan elde edilen bilgilere göre GYO ile ilgili konularda, şehircilik, mimarlık, inşaat gibi konulara bugüne dek pek fazla ilgi gösterilmemiştir. Bu, GYO'ların ve içinde

yer aldıkları sektörün bu bilimleri dışlamasından yada önemsiz bulmasından kaynaklanmamaktadır. Aksine tüm GYO'lar, bu bilimlerin çağdaş dünyada yadsınamaz olduklarının bilincindedirler. Şimdiye dek özelde ele alınmamış olmasının nedeni, bu bilimlerin zaten doğal süreç içinde yer alması gerektiği düşüncesinden kaynaklanmaktadır. GYO ile doğrudan ilişkileri olmadığı ancak, GYO'ların içinde bulundukları süreçte yer aldıkları vurgulanmaktadır (Akkum, 2000). Bu bilgilere paralel olarak sektörde çalışan planıcı ve mimar sayısı çok azdır.

Bir mülakatta şehir plançıları ile GYO'lar birbirlerine benzetilmiştir: “GYO'lar için ilk hedef en fazla m²'yi yapmak değildir, çünkü bu her zaman maksimum karı sağlamayabilir. Normal inşaat şirketlerinin yada sektördeki diğer inşaat üreticilerinin mantığı olan ‘ne kadar çok beton, o kadar çok para’ mantığı GYO'lar için geçerli değildir. Önemli olan en akılcı m²'yi yapmaktır, kimi zaman daha az yoğunluklu bir konsept yapmak, gayrimenkulün değerini daha çok artırabilmektedir. Bu durumda, insanların gayrimenkul değerinin yüksek olduğu yerlerde yaşamaktan mutlu olduğu düşüncesi ile, misyonu insanlara mutlu mekanlar yaratmak ve gayrimenkul değerini maksimize etmek gibi görevleri olan şehir plançısının, bir anlamda GYO'lar ile aynı misyonu paylaştıkları söylenebilir” (Akkum, 2000).

GYO'lar piyasa ekonomisinin geliştirdiği finansal enstrümanlardır. Planlama kavramı ise piyasa ekonomisinde yoğun eleştiriler almaktadır. Piyasanın planlamaya gereksinim duymadığı, en rasyonel, işlevsel ve verimli kararları kendiliğinden verebileceği iddia edilmektedir. Ekonomik belirlemeci bir planlama modeli savunulmaktadır. Bu anlamda bir serbest piyasa enstrümanı olan GYO'ların planlama tartışmalarında genel olarak bu eleştirilerin saflarında yer alıyor olmaları, yer almasalar da geliştirdikleri projeler itibarıyla planlama ile ilişkilerinin olumsuz tespit edilmiş olması normal karşılanmalıdır.

Ancak son yıllarda “piyasa ekonomisinin gerçekliğinden hareketle, bu ekonomik yapının kentsel gelişmeler üzerindeki etkilerini dikkatle izleyen ve değerlendiren ancak kamu yararını piyasa ekonomisine emanet etmek yerine, demokratik toplumsal oluşumlardan yararlanan bir kentsel yönetim sisteminin gerekliliğine inanan bir planlama anlayışı savunulmaktadır. Bu planlama anlayışının doğru olarak kurgulanmasında, içinde varlık

gösterdiği ekonomik sistemin doğru biçimde algılanması, yorumlanması ve bu sistemin geçmişten beri süregelen veya sisteme yeni eklenen enstrümanlardan yararlanılması büyük önem taşımaktadır” (Ünsal, 2000: 147).

GYO’ları, sistemin kendisini düzenlemek üzere devreye soktuğu karlılık ve enflasyon kontrolü hedefleri ile çelişmeyen mekanizmalardan (Castells, 1997) gayrimenkul sektörüne yönelik olanı olarak tanımlamak yanlış olmayacaktır. Yeni planlama yaklaşımına yönelik olarak “sisteme yeni eklenen enstrümanlardan” birisi olan GYO’lar özellikle yapılan mülakatlarda olumlu ışıklar yakmışlardır. Yeni kentsel yönetim biçiminin etkin bir aktörü konumuna kısa sürede ulaşacakları düşünülen GYO’lar dolayısıyla yeni planlama anlayışını da derinden etkileyeceklerdir.

SON SÖZ

GYO’lar Türkiye gayrimenkul sektörüne oldukça hızlı ve yoğun bir şekilde girmişlerdir. Henüz oldukça küçük bir rolleri olmasına karşın büyüme hızları göz önüne alındığında yakın gelecekte çok daha etkili olacakları söylenebilir. Kentsel gelişme ve planlamaya etkileri de bu büyüme çerçevesinde değerlendirilmelidir. Henüz gerçekleştirdikleri projeler ile çoğunlukla lokal etkiler yaratabilen GYO’lar yakın gelecekte metropoliten alanlarda bile kentsel gelişmeyi ve planlama sürecini doğrudan etkileyebilecek projeler dizisine gireceklerdir.

GYO yöneticileri henüz kentsel gelişme ve planlama ile yatırım yaptıkları projelerin ilişkilerini geliştirebilmiş değildir. Bu anlamda zaman zaman planlama ile çelişen uygulamalara yönelmekte, kentsel gelişmeyi olumsuz yönde etkileyebilmektedirler. Kentsel dönüşüm ve gelişimdeki potansiyel etkileri göz önüne alındığında yerel yönetimlerin GYO’lara ayrı bir ilgi göstermesi beklenir. GYO’lar yalnızca yerel yönetimlerin hedeflerini geliştirmede bir araç olarak değil, başlı başına bir kentsel baskı grubu olma yolundadır. Bu ikilinin işbirliğine üniversiteler yapacakları araştırmalar ve geliştirecekleri projelerle, merkezi yönetim de arazi desteğiyle eklemlenebilir. Yasal mevzuatta, GYO’ların yeterli büyümeye eriştikten sonra yapılacak düzenlemeler de bu işbirliğine yardımcı olabilir. Öncelikle SPK’nın GYO projelerini onaylarken plana

uygunluk şartını da araması, GYO'ların bünyelerinde şehirci ve mimar bulundurmaları ve portföylerinde kamu yararına hizmet edecek projelere de yer vermeleri zorunluluğu mevzuata eklenebilir.

Yukarıdaki çerçevede kurulacak bir ortaklık modeli kentsel gelişmenin çok daha sağlıklı ve düzenli, planlamanın da çok daha uygulanabilir olmasını sağlayacaktır.



KAYNAKLAR

Akçay, B., 1993. Türkiye İçin Yeni Bir Konut Finansman Modeli Yaklaşımı, *Ülkemiz Koşullarında Uygun Konut Üretim Modeli*, ODTÜ Mimarlık Fakültesi Yayını, No: 93.02, Ankara.

Akçay, B., 1999. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, İşletme ve Finans Yayınları, Ankara.

Akkum, İ., 2000. Kişisel Görüşme.

Alanhoğlu, H., 2000. GYO'lara Yatırım Ne Kadar Doğru?, *Adres Yerleşim Eğilimleri ve Konut Edinme Rehberi*, 37, 36-41.

Alp, A. ve Yılmaz, U., 2000. Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul.

Alp, A., 1996. İpotek Kredileri ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Yoluyla Türk konut Finansman Sorununun Çözümünde Bir Model Önerisi, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, No: 51, Ankara.

Anık, M., 2000. Kişisel Görüşme

Aslan, M.H., 1989. Alternatif Konut Finansman Sistemleri ve Türkiye'de Konut Finansmanı: Toplu Konut Finansman Sistemi Üzerine Bir Deneme, *Basılmamış Doktora Tezi*, s:15-16, U.Ü.S.B.E., Bursa.

Ayata, S. ve Ayata, A., 1996. Konut, Komşuluk ve Kent Kültürü, T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı, Konut Araştırmaları Dizisi, No: 10, Ankara.

Baird, G., Gray, J., Isaacs, N., Kernohan, D., McIndoe, G., 1995. Building Evaluation Techniques, Victoria University of Wellington, New Zealand.

Baird, W.B., 1997. Going Public: The Formation of a REIT, Edit. Garrian, R.T. and Parsons, J.C., Real Estate Investment Trusts, McGraw Hill. R.R. Donelley&Sons Company, A.B.D.

Baydar, Ç., 2000. Ofis ve Alışveriş Merkezleri Piyasası, *21. Yüzyılda Gayrimenkul Sektörü, Finans Dünyası*, 18-19.

Brown, G.R., 1991. Property Investment and the Capital Markets, Published by E and FN Spon, London.

Brueggemen, W. and Fisher, J. D., 1997. Real Estate Finance and Investment, Times Mirror Higher Education Group Inc. Compant, U.S.A.

Cansızlar, D., 2000. Türkiye Yüzölçümünün Yüzde 54.7'si Devletin, *21. Yüzyılda Gayrimenkul Sektörü, Finans Dünyası*, 39-41.

Castells, M., 1997. The Informational Mode of Development and Restructuring of Capitalism, Urban Theory, Blackwell, Oxford.

Çanakcı, E., 1997. Yatırım Ortaklıkları 1996, Sermaye piyasası Kurulu Yayınları 100, Ankara.

Çiçekdağ, S., 2000. Tüketicinin Tercihi Kaliteden Yana, *21. Yüzyılda Gayrimenkul Sektörü, Finans Dünyası*, 13-14.

Dağlı, E., 2000. GYO'ların Sorunlarının Çözümü Ekonomik ve Politik İstikrarda, *21. Yüzyılda Gayrimenkul Sektörü, Finans Dünyası*, 22.

Dağlı, E., 2000. Kişisel Görüşme.

Derenthal, D. J., 1995. Real Estate Investment Trusts, U.S.A.

Dünya Gazetesi Yayın Kurulu, 1999. Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü, İstanbul.

Eraydın, A. ve Diğerleri, 1996. Konut Yatırımlarının Ekonomik Etkileri, Toplu Konut İdaresi Konut Araştırmaları Dizisi: 3, Ankara.

Ergin, U., 2000. Kişisel Görüşme.

Ertürk, H., 1995. *Rant Kuramları ve Kent Toprakları Sorunu*, Kent Ekonomisi, Ekin Kitapevi Yayınları, Bursa.

Faaliyet Raporu, 1999. Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, İstanbul.

Faaliyet Raporu, 1999. EGS Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, İstanbul.

Faaliyet Raporu, 1999. İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, İstanbul.

Faaliyet Raporu, 1999. Nurol Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, İstanbul.

Faaliyet Raporu, 1999. Osmanlı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, İstanbul.

Faaliyet Raporu, 1999. Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, Ankara.

Faaliyet Raporu, 1999. Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, İstanbul.

Ficek, E. F. ve Diğerleri, 1987. Real Estate Principles and Practices, Merrill Publishing Company, Ohio, U.S.A.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, 22.7.1995 tarih ve 22351 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan Seri: VI, No: 7 sayılı Tebliğ.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ , 21.10.1999 tarih ve 23853 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan Seri: VI, No: 12 sayılı Tebliğ.

Gök, A., 2000. Kişisel Görüşme.

Gökçe, G., 1998. Gayrimenkul Yatırım Fonları, Yatırım Ortaklıkları, Sertifikaları ve Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi, Milli Emlak Genel Müdürlüğü, Ankara.

Gülsün, R., 2000. Kişisel Görüşme.

Gürtuna, A. M., 2000. İstanbul Büyükşehir Belediyesi GYO Kuruyor, *21. Yüzyılda Gayrimenkul Sektörü, Finans Dünyası*, 36-38.

GYODER, 2000. 40 soruda Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Gayrimenkul yatırım Ortaklığı Derneği Yayını, İstanbul.

Harvey, D., 1989. The Condition of Postmodernity, Massachusetts, Blackwell.

Hepgüldal, M.V., 2000. Kişisel Görüşme.

IULA-EMME ve T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı, 1993. Konut Politikaları ve Finansmanı, Yerel Yönetimin Geliştirilmesi Programı Raporlar Dizisi: 3, Ankara.

IULA-EMME ve T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı, 1993. Konut Politikaları ve Finansmanı, Yerel Yönetimin Geliştirilmesi Programı Raporlar Dizisi: 3, Ankara.

Karayaalçın, M., 2000. Büyük Kentlere Değil, Ticari Koridorlara Bakın, *21. Yüzyılda Gayrimenkul Sektörü, Finans Dünyası*, 9-10.

Kargı, N., Ekonomik Kalkınma, Tasarruf ve Sermaye Piyasası İlişkileri: Türkiye Örneği, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, No: 115, Ankara.

Kelley, W. K., 1989. Real Estate Investment Trusts Handbook. American Law Institute, American Bar Association, U.S.A.

Kocaman, B., 1995. Yatırım Teorisinde Modern Gelişmeler ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Bazı Değerlendirme ve Gözlemler. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Araştırma Yayınları, No: 5, İstanbul.

Kodal, H., 1999. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları. *Alternatif Finansman Yöntemleri Paneli*, TMMOB, 27-28 Ocak 1999, Ankara.

Kodal, H., 2000. Sektör 21. Yüzyıl'a Büyük Umutlarla Giriyor, *21. Yüzyılda Gayrimenkul Sektörü, Finans Dünyası*, 4-6.

Kurumlar Vergisi Genel Tebliği Serisi, No: 47. Resmi Gazete. 21887 (27 Mart 1994)

Manisalı, E., 1991. *Piyasa, Arz ve Talep*, İktisad'a Giriş, Menteş Kitapevi, İstanbul.

Medin, R., 2000. Potansiyel Harekete Geçirilmeli, *21. Yüzyılda Gayrimenkul Sektörü, Finans Dünyası*, 10-12.

Mudara, J., 1989. Financial Markets and Institutions, West Publishing.

NAREIT (a), 1997. Frequently Asked Questions About REIT's.

NAREIT (b), 1997. REIT Watch.

NAREIT (c), 1995. REIT Basics.

Nas, A., 2000. Ulusal Konut Politikası, *21. Yüzyılda Gayrimenkul Sektörü, Finans Dünyası*, 23-30.

Oral, S., 2000. Hazine Gayrimenkulleri İçin de Çözüm GYO'lar, *21. Yüzyılda Gayrimenkul Sektörü, Finans Dünyası*, 6-8.

Özer, A., 2000. Kişisel Görüşme.

Özkan, S., 2000. Kişisel Görüşme.

Parker, A., 2000. Perakende Sektörü Öncü Olacak, *21. Yüzyılda Gayrimenkul Sektörü, Finans Dünyası*, 15-17.

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, 6.7.1993 tarih ve 21629 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan Seri: VIII, No: 21 sayılı Tebliğ.

Sassen, S., 1990. The Global City, Princeton University Press, London.

Seyidoğlu, H., 1999. Ekonomi ve İşletmecilik Terimleri Açıklamalı Sözlük, İstanbul.

Sur, H., 2000. Türkiye’de Gayrimenkul Sektörünün Dinamikleri, *21. Yüzyılda Gayrimenkul Sektörü, Finans Dünyası*, 31-33.

Taylor, L.W., 1997. Financial Analysis of REIT Securities, Edit. Garrian, R.T. and Parsons, J.C., Real Estate Investment Trusts, McGraw Hill. R.R. Donelley&Sons Company, A.B.D.

Tekeli, İ., 1996. Türkiye’de Yaşamda ve Yazında Konut Sorununun Gelişimi, T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı, Konut Araştırmaları Dizisi, No: 2, Ankara.

Tekeli, İ., 1996. Yetmiş yıl İçerisinde Türkiye’nin Konut Sorununa Nasıl Çözüm Arandı?, *Konut Araştırmaları Sempozyumu 1993*, T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı, Konut Araştırmaları Dizisi, No: 1, Ankara.

Teker, M. B., 1995. Sermaye Piyasası araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, No: 43, Ankara.

Tevik, B., 1995. Dünyada ve Türkiye’de Yatırım Fonları, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Ankara.

Tuncel, K., 1997. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Türkiye Uygulaması, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları 105, Ankara.

Türel, A., 1996. Türkiye’de Konut Yapım ve Mülk Edinme Süreçleri, *Konut Araştırmaları Sempozyumu 1993*, T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı, Konut Araştırmaları Dizisi, No: 1, Ankara.

Uçar, Ş., 2000. Dev Fonlar Proje Arıyor, *Power Ekonomi Aylık Ekonomi Dergisi*, Ekim, 54-60.

Ünal, Y., 1998. Kent Planlama ve İmar Hukuku, *Türk Mevzuatında Plan Türleri, Planlar Hiyerarşisi ve planlama Yetkileri*

Ünsal, F., 2000. Planlamaya Kentsel Siyaset Çerçevesinde Bir Yaklaşım, *Doktora Tezi*, Mimar Sinan Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.

Varış, M., 2000. Türk Sermaye Piyasalarında GYO'lar: Piyasa Performansı ve Gelişim Potansiyeli, *21. Yüzyılda Gayrimenkul Sektörü, Finans Dünyası*, 33-34.

www.airea.com

www.alarkoyatirim.com.tr

www.alkent2000.com

www.aresnet.org

www.areuea.com

www.cre.org

www.egsgyo.com

www.facileproperty.com.tr

www.gyoder.org.tr

www.ihlasgyo.com.tr

www.isgyo.com

www.istanbul-istanbul.com

www.ntvmsnbc.com

www.nurol.com.tr

www.osmanligyo.com

www.spk.gov.tr

www.trend.com

www.yapikredikoray.com

Yalçınan, M., 2000. Üçüncü Yol: Küresel Çağın Evrensel İdeolojisi Olabilir mi?, Buke Yayınları Araştırma Dizisi, İstanbul.

Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde Yapılmasına Dair Tebliği,
14.6.1996 tarih ve 22666 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VI, No: 9 sayılı
Tebliğ.



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.)

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 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 esaslar dahilinde, 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 kurumlarıdır.

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) İşletmecî 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 İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ" in 3 numaralı ekinde tanımlanmış olan öz sermaye tutarıdır.

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

i) 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) Başlangıç sermayesini temsil eden hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılmış olması,
- 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- Dönüştürülecek 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) Ticaret ünvanını "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı" ibaresini içerecek şekilde değiştirmek üzere Kurul'a başvurmuş olması,

e) Kanun'un 30 uncu maddesinin birinci fıkrasının (f) bendinde belirtilen portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak için Kurul'a başvurmuş olması,

f) Mevcut ortaklardan en az birisinin lider girişimci olması,

g) 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,

h) Esas sözleşmesini Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun şekilde değiştirmek üzere başvurmuş olması,

ı) Kurul'un uygun görüşünün alınması, zorunludur.

Ani 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 şartıyla her yıl Kurul'ca yeniden belirlenerek ilan edilir.

Kurucuların nitelikleri

Madde 7 – Kurucuların;

a) Müflis olmamaları ve zimmet, ihtilas, irtikap, rüşvet, emniyeti suistimal, sahtecilik, hırsızlık, dolandırıcılık, istihsal kaçakçılığı hariç kaçakçılık gibi yüzükartıcı 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,
 - c) Son üç faaliyet döneminde kar elde etmiş olması,
 - d) En son mali tabloları itibariyle aktif toplamının 3 trilyon TL'den, net dönem karının ise 300 milyar TL'den az olmaması,
 - e) Ortaklığın faaliyet konusuna giren alanlarda yeterli bilgiye sahip olması ,
- zorunludur. Ancak kamu kurum ve tüzel kişilikleri 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 işlemleri

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 aykırı 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.

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 sözleşme değişikliklerinin ticaret siciline tescilini takip eden bir yıl içinde, faaliyetlerin yürütülebilmesi için gerekli olan mekan, 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 münfesihi 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 kullandırılması suretiyle sermaye artırımını yapılarak çıkarılmış sermaye artırılmaz.

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 artırılacak 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.

İlk halka arzda sermaye artırımını yolu ile halka açılma yönteminin benimsenmesi ve ihraç edilen hisse senetlerinin tamamının veya bir kısmının satılamaması halinde, bir sonraki sermaye artırımını kararı bu Tebliğ'in 6 ncı maddesinin (A) ve (B) bentlerinin (b) alt bendinde belirtilen asgari halka açıklık oranına ulaşılmasını sağlayacak şekilde alınır.

Kurul kaydına alınma

Madde 12 - Kurul, ortaklığın portföy işletmeciliği faaliyet izni başvurusunu ve hisse senetlerinin kayda alınması başvurusunu birlikte değerlendirir. Portföy işletmeciliği faaliyet izni verilmesinde Kurul esas olarak, ortaklığın faaliyetlerini yürütmeye elverişli bir mekana, donanımına, 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 olmadığını ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yolaçacağı sonucuna varılırsa, 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.

Borsaya 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 - Ortaklık hisse senetleri nama veya hamiline yazılı olarak ihraç edilebilir. Ancak, 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.

İmtiyazlı pay ihracı

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 Tebliğ'in 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,
- 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) İşletmeci şirketlerden,
- 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,

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.

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 dışarıdan 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 , sınai 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 edinemezler. Ancak yürütülen projelerin kontrol işleri dahili olarak yürütülecekse bu amaçla istihdam edilen personel kapsam dışındadır.

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 donanımına ihtiyaç duyan gayrimenkullerin kiraya verilmeden önce tefriğini 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,

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) Döviz 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.

Portföy sınırlamaları

Madde 27 - Ortaklıklar,

- a) Bu Tebliğ'in 25 inci maddesinin (a) bendinde yazılı menkul kıymetlere en çok portföy değerlerinin %20 si oranında yatırım yapabilirler,
- b) Bu Tebliğ'in 25 inci maddesinin (b) bendinde sayılan menkul kıymet ve işlemlere portföy değerinin en çok %10 u oranında yatırım yapabilirler. Ancak portföye alınan varlıkların veya projelerin maliyetlerine ilişkin bedel ödemeleri belirli hakedişler karşılığında veya taksitler halinde yapıyorsa , 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 Tebliğ'in 25 inci maddesinin (j) bendinde belirtilen yabancı gayrimenkullere ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına portföy değerinin en çok %10 u oranında yatırım yapabilirler,
- 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.

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 artırımı 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 aşımalarının 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 gerekmediği ve kira gelirinin dışında herhangi bir gelir elde edilmediği durumlarda işletmeci şirket kullanılması zorunlu değildir.

(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 işletmeci 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 aynı 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 tasarrufla 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 fıkarda 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.

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 rücutun şartlarını, iş sahibinin tazminat isteme hakkını ve sözleşmenin sona ermesinin şartlarını kapsamaması zorunludur.

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 yer alan 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 ipotegi kabul edilmesi,

f) Gayrimenkule dayalı projelerin inşaatına başlanabilmesi için, yasal prosedüre uyulduğunun ve gerekli belgelerin tam ve doğru olarak mevcut olduğunun tespit edilmesi,

g) Ortaklık portföyünde yer alan ve yıl içerisinde herhangi bir nedenle rayiç değeri tespit edilmemiş olan varlıkların yıl sonu değerlerinin tespiti.

h) 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.

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.

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.

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. Dönüştürülecek şirketin faaliyet raporu,
17. Dönüştürülecek 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,
20. Kurul'ca talep edilebilecek diğer bilgi ve belgeler.

**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 sirkülerleri,
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,
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,

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 sözkonusu ise buna ilişkin yetkili organ kararı ve alıcılarla yapılan sözleşmelerin bir örneği,
33. Danışman şirketi, faaliyetlerini , ortaklık yapısını tanıtıcı bilgi ve danışmanlık sözleşmesinin bir örneği,
34. İşletmeci şirketin faaliyetlerini , ortaklık ve mali yapısını tanıtıcı bilgi ve yapılan sözleşmelerin bir örneği,
35. Müteahhitlerin faaliyetlerini , ortaklık ve mali yapılarını tanıtıcı 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.

EK A-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. Sermaye artırımına ilişkin yönetim kurulu kararının noter onaylı bir nüshası,
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.

EK A-4

KURUL LİSTESİNDE BULUNAN EKSPERTİZ ŞİRKETLERİ

1. Gayrimenkul Ekspertiz ve Değerlendirme A.Ş.

Yıldız Posta Cad. Timlo İş Hanı No:29, Kat:8,
Esentepe/ İSTANBUL

2. Vakıf Gayrimenkul Ekspertiz ve Değerlendirme A.Ş.

Ebuzziya Tevfik Sok. No:20/5,
Çankaya/ ANKARA

GYO'LARIN MALİ YAPISI

Öz varlığa dayalı gayrimenkul yatırım ortaklıkları, yatırımcılara iki olarak sağlamaktadır (Brueggeman, 1997: 666).

- Profesyonel yönetim altında, çeşitlendirilmiş bir gayrimenkul portföyündeki fonlara yatırım yapmak,
- Örgütlenmiş değişimlerde ticareti yapılan hisse senetlerine sahip olmak.

Bu durum, bir gayrimenkulü tümüyle elde ederken daha fazla likiditeye sahip olma imkanı yaratmaktadır. Çünkü, bireysel yatırımcı kendi kaynaklarını ve diğer kaynakları bir havuzda toplama imkanına sahiptir ve fonlar, çok cazip getiri sağlayan oranda bir arazinin, binaların, alışveriş merkezlerinin satın alınmasına imkan verecek şekilde biraraya getirilmektedir. Hissedarlara karşı sorumlu olan ve karar alımında profesyonel olan trustee tarafından yatırımlar onaylanmalı ve yönetim faaliyetleri gözden geçirilmelidir. Ortaklık sertifikası genelde başlıca borsalarda ve tezgahüstüpiyasalarda¹ (over-the counter market) satılmaktadır. GYO'lara tanınan vergi muafiyeti, aynı yatırımı yapan bireysel gayrimenkul işletmecisinin vergi maliyetine benzer bir vergi pozisyonunda, küçük hissedarlara yer vermektedir.

GYO yaratıldığı zaman, geliştirilen gayrimenkuller veya projeler yatırım olarak elde edilecektir. Buna ek olarak, GYO'nun ömrü boyunca, yönetim ücretleri danışmanlık ücretleri ve komisyonlar, bağlı şirketlere ve ortaklıklara iş yapan diğer kurumlara ödenecektir. Tipik olarak, bir yatırım bankeri ile çalışan gayrimenkul sahibi, halka menkul kıymet arzı yolu ile kapitalize olan gayrimenkul yatırım ortaklığını biçimlendirebilir. O zaman, GYO'nun gayrimenkulleri elde etmek için arttırdığı fonları kullanması mümkün olacaktır. GYO'nun sponsorları ile ilişki kurması mümkün olan ticari kurumlar, bir ücret karşılığında gayrimenkulün yönetimi ve danışmanlık hizmetlerini sağlamak için kontrat yapabilirler.

Diğer gayrimenkul örgütleri ve GYO'nun sponsoru olan bireylerle GYO'nun yakın ilişkisi potansiyel menfaat çatışması yaratabilir veya yönetimin sahibi olduğu GYO'nun yatırımcılarının sahibi olmadığı diğer gayrimenkullere sağlanan tercihli koruma biçiminde ihtilaflar yaratabilir. Bu ihtilaflar GYO'nun faaliyetinden sonra yönetime yüklenilen aşırı ücretleri kapsayabilir. Pek çok GYO dışardan danışman kullanmamaktadır. Bu işi kendi bünyesinde sağlayarak bu tür ihtilafların pek çoğundan kaçınmaktadır.

¹ Tezgahüstüpiyasa: Borsa dışı piyasa, bir borsa gibi merkezi bulunmayan, farklı coğrafi alanlar arasında elektronik iletişim araçlarıyla işleyen menkul değer piyasası. (Ekonomi ve İşletmecilik Terimleri Sözlüğü)

GYO'nun kazancının %95'ini temettü² olarak ödemek durumunda olması, ilave gayrimenkul aktiflerini elde etmek için, kazanç veya nakit akışını tutma imkanını sınırlamaktadır. Yani GYO çok az serbest nakit akışına sahiptir. Sonuç olarak, pek çok GYO gelecekte ilave menkul kıymet ihraç etme hakkını saklı tutarak büyümeyi planlamalıdır. Bu da, daha fazla öz sermaye (equity capital) yaratacak hisse senedi arzı yolunun izlenmesi demektir. Analistler, bu hisse senetlerinin ihracını gelecekteki kazançların azalmasının potansiyel kaynağı olduğu görüşündedirler. Bu durum özellikle, ilave hisse senetleri ihraç edildiği zaman ve yeni elde edilen gayrimenkul varlıklarından, ek kaynak akışı gerçekleşmeden önceki dönemde geçerlidir. Üstelik, yeni gayrimenkul varlıklarının kiralanması, yönetimi ve yenilenmesine ilişkin geçici problemleri, düzeltmek için bir zamana ihtiyaç vardır. İlave hisse senetlerinin ihracından dolayı kazançların azalmasının, GYO'nın hisse senedi fiyatları üzerinde baskı yaratması mümkündür (Brueggeman, 1997; 667).

Mevcut varlıkların ya da elde edilen varlıkların birisinin ipotekli finansmanı veya borçlanma yoluyla GYO'larını genişletmek, GYO'larını büyütmek için kullanabilecekleri başka bir yöntemdir. İpotekle finansmandan elde edilen gelirler ilave bir varlık elde edilmesinde finansman kaynağı olabilir. Bazı durumlarda uzun vadeli ipotekli finansman veya hisse senedi arzı gerçekleştirilinceye kadar geçici fon kaynağı olarak, kredi alma veya teminatsız borçlanma yoluyla finansmanı kullanabilir. GYO kazançlarının muhafazası konusunda önemli sınırlamaya sahip varlık-yoğun (asset-intensive) kuruluşlar oldukları için, gelecekte büyüebilmek için finansman sağlamayı çok dikkatli bir şekilde planlamalıdır. Pek çoğu imalat ve hizmet sektöründeki şirketlere benzemezler. GYO'nun büyümesi, büyük varlık elde ederek sağlanabilir. Ama bu varlıkların elde edilmesi sırasında seçilen finansman yolu önemli bir süre kazançları etkileyebilir.

² Temettü (Dividend): Kar payı, anonim şirketlerde hisse senedi sahiplerine şirketin karlarından payları ölçüsünde yapılan ödeme. (Ekonomi ve İşletmecilik Terimleri Sözlüğü)

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ İŞLETİM MEKANİZMASI

Şirket düzeyinde vergilendirmeden kaçınmak için yatırım ortaklıkları olarak örgütlenen ve dinamik bir şekilde gayrimenkulle faaliyet gösteren şirketler olarak gelişen GYO'ların (Taylor, 1997) piyasada iyi bir konumda olabilmesi için üç ayaklı bir mekanizmaya sahip olmalarının gerektiği ileri sürülmektedir. Mekanizmanın üç ayağı, GYO'ların aktifleri, yönetimi ve yapısıdır (Baird, 1997).

1. Aktifler, GYO analizinin temel ayağıdır. Bu konuda, gayrimenkullerin nasıl inşa edilmesi gerektiği, kira artışının nedenleri, rekabet edilemeyeceği, rekabetin düzeyi, aktiflerin tek sektörde yoğunlaşıp yoğunlaşmadığı irdelenmesi gereken başlıklardır.

GYO'ları temsil eden aktif sınıflar yıllar boyunca değişime uğramıştır. Nitekim, 1990 öncesinde ABD'de GYO yatırımlarının büyük kısmı semt alışveriş yerleri ya da büyük toplu alışveriş merkezleri, küçük iş yerleri ve apartmanlardan oluşmuştu. Bu dönemde GYO'lar büyük çarşılar veya yüksek teknolojiye sahip lüks ofislere sahip olmak için yeterince büyük değildi. Ancak son yıllarda portföylerde bu tür aktifler yoğunlaşmıştır. Aktifler konusundaki tartışmaların çoğu, aktiflerin niteliği konusunda yoğunlaşmıştır. Ancak bir aktifin niteliği kadar, aktifin doğru ellerde bulunmasının önemli olduğu ve bunun daha fazla risk-ayarlanmış getiri sağladığı genel kabul görmektedir. Nitekim, genelde 1980'li yıllarda nitelikli gayrimenkulün çoğu, GYO'larca elde tutulan fazla nitelikli olmayan gayrimenkuller gibi performans gösterememiştir.

2. Mekanizmanın ikinci ayağı yönetimdir. Tüm ayaklar önemlidir, ama yönetim bunlar arasında birinci sırayı almaktadır. Bu konuda da, yönetimin gayrimenkulden iyi getiri sağlayabilme bilgi ve becerisine sahip olup olmadığı, hissedarlar için çalışmakla ne kadar ilgili oldukları, bilançoda aktif kadar pasifin de önemli olduğu bilincinde olup olmadıkları, stratejik vizyona ulaşılacak bir plana sahip olup olmadıkları, piyasa içindeki durumları irdelenmesi gereken başlıklardır. Özellikle piyasa içindeki durumları çok önemlidir, çünkü pek çok gayrimenkul şirketi piyasada kötü performans göstermişlerdir. Onlar daha yüksek hisse senedi fiyatı ile ne kazanacaklarını ve piyasanın ne istediğini öğrenememişler, bu da performanslarını olumsuz etkilemiştir.

3. Güçlü bir GYO için mekanizmanın son ayağı GYO'nun yapısıdır. GYO'nun yapısı, hissedarlarının diğer iki ayaktan yani aktifler ve yönetimden en etkin şekilde yararlanabilmelerine imkan veren yapıda olmalıdır.

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ DEĞERLEMESİ

GYO'nun değerlemesinde üç önemli unsur vardır (Taylor, 1997; 339-341). Birincisi, temel nakit akımlarının değerlendirilmesidir. İkincisi, nakit akımlarında beklenen büyümeyi tayin etme ve üçüncüsü uygun iskonto oranının³ hesaplanmasıdır.

1. Bir değerlemede birinci faktör temel nakit akımlarıdır. Temel nakit akımları, gelirin net akışını ve değişkenliğini değerlendirebilmek için gelir ve giderlerin tüm unsurlarını kapsamaktadır. Bu, kiralama yapısından gider aktarmalı faaliyetlerine, borç vadelerine kadar uzanan bir dizi faaliyettir. Bu unsur, analizin en önemli kısmı olup değerlendirme için dayanak teşkil etmektedir.

2. GYO'ların değerlemesinde ikinci unsur nakit akımında beklenen büyümenin tayin edilmesidir. Bu da temel portföyün özelliklerini oluşturmaktadır. Bu faktörler;

- ❑ Şirket gayrimenkullerinin arz ve talep özellikleri,
- ❑ Gelecekteki yatırımları yapmaları için, şirketlere ödünç alırlarken izin verilebilir borçlanma seviyesi,
- ❑ Büyüme ve kar payı istikrarının kuvvetlendirilmesi için, yeniden yatırıma dönüşmesi mümkün olan elde tutulan nakit akımı,
- ❑ Aktifleri daha yüksek getiri ile satmak ve sermayeyi yeniden yaymak için yönetim yeteneği,

olarak sıralanabilir. Bu faktörlerin ve diğer faktörlerin tümü şirketin büyümesine katkıda bulunabilmektedir.

3. Uygun iskonto oranlarının hesaplanması ise, GYO'ların değerlendirilmesinin üçüncü unsurunu oluşturmaktadır. Ana kazançlar ve beklenen büyüme oranları veri iken, yatırımcılar reel ve lehteki riskleri telafi edecek nakit akımlarını belli bir iskonto oranı ile indirir. Böylece gayrimenkul projesinden gelecekte beklenen karın bugünkü değeri hesaplanmış olur. Menkul kıymetlerin 3-5 yıl elde tutulma süresi çok yaygındır. Gayrimenkuller için iskonto oranları, yatırımın yapıldığı ülkenin ekonomik koşullarına ve alternatif yatırımların getirilerine göre belirlenmektedir. Farklı yatırımlarda farklı iskonto oranlarına başvurulacaktır. Yine yönetimin davranışları hem negatif hem de pozitif olarak iskonto oranları üzerinde etkiye sahip olabilir.

³ İskonto Oranı: Vadesi gelmeden önce ödenmek istenen bir borç tutarından borçlu lehine yapılan indirimin saptanması için uygulanan yüzde oranı (Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü).

Bu üç unsur, her şirketin değerlendirilmesinde ana çerçeveyi meydana getirir. Pek çok faktör değerlendirmeyi etkilemektedir. Bazı faktörler sadece belli bir gayrimenkul türünde yoğunlaşmış şirketlere uygulanırken, bazı faktörler tüm şirketlere uygulanır.

GYO'lar diğer halka açık şirketler ve bireysel gayrimenkuller gibi değerlendirilmektedir. Temel analiz ve metodoloji benzerdir. Halka açık gayrimenkul şirketlerinde değerlendirme çok daha dinamik ve akışkandır. Ancak, diğer sanayilere göre, gayrimenkule dayalı hisse senetleri daha istikrarlıdır. Ama cap oranları⁴ ve özel gayrimenkul değerlendirmelerine göre GYO'ların değerleri kısa vadede dalgalıdır. Uzun dönemde gayrimenkulün veya gayrimenkul şirketlerinin halka açık olmalarına yada halka açık olmamalarına göre, değerlendirilip değerlendirilmemesi nakit akımlarının iskonto edilmiş şimdiki değerine (discounted present value) dayandırılmaktadır. Diğer halka açık şirketlerle, halka açık gayrimenkul şirketleri arasındaki temel fark, ikincisinde temel nakit akımları, temel nakit akımlarında beklenen büyüme uygun iskonto oranının tayini gibi unsurların dışında, gayrimenkul şirketinin yönetiminin önemli etkisinin olmasıdır. Dolayısıyla gayrimenkul şirketlerine ait hisse senetleri, akışkan ve dinamik hisse senedi piyasasında bu etkileri taşıyacaktır (Taylor, 1997; 370).

⁴ Cap: tavan, değişken oranlı borç senetlerinde faiz oranı için belirlenmiş üst sınır" (Seyidoğlu, 1999).

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARINDA YATIRIMCININ HAKLARI

Gayrimenkul yatırım ortaklığı hisse senetlerine yatırım yapmak isteyen yatırımcılar, borsada işlem yapmaya yetkili bir aracı kuruluşa talimat vererek hisse senetlerinin, ilk defa halka arzı sırasında birincil piyasalarda veya daha önce halka arzedilmiş hisse senetlerinin ikincil piyasalarda alım satımını aracı kuruluşlar aracılığıyla borsada gerçekleştirirler.

Bir gayrimenkul yatırım ortaklığının hisse senedine yatırım yapan yatırımcı, kaynağı Türk Ticaret Kanunu olan aşağıda sıralanan haklara sahip olmaktadır. Söz konusu haklar;

- ☐ Ortaklığın elde ettiği kardan payına düşen kısmını alma hakkı,
- ☐ Ortaklığın tasfiyesi halinde tasfiye payı hakkı,
- ☐ İç kaynaklardan yapılacak sermaye artırımını nedeniyle çıkarılacak hisse senetlerini bedelsiz olarak alma hakkı,
- ☐ Ortaklığın sermaye artırımında yeni payları edinmede öncelik (rüçhan) hakkı,
- ☐ Genel kurul toplantılarına katılma, konuşma ve öneride bulunma hakkı,
- ☐ Genel kurul toplantılarında oy kullanma hakkı,
- ☐ Ortaklığın faaliyetleri ve hesapları hakkında bilgi alma, inceleme ve denetleme hakkı olarak sıralanabilir.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının en önemli özelliklerinden birisi, portföyde yer alan varlıkların, bunların ekspertizini yapmaya yetkili, yani değerini tespit eden şirketlerce belirli periyodlarla değerlendirilmesidir. Böylece değerlendirme günündeki gayrimenkullerin rayiç değeri, gayrimenkul yatırım ortaklığı portföyüne yansıtılır. Bu değerlendirme sonuçları şirketin mali tabloları ile birlikte belirli periyodlarla ilan edilir ve şirketin yatırımcılarının, şirketin gerçek değeri hakkında bilgi sahibi olmaaları sağlanır. Yatırımcılar basit olarak şirketin varlıklarının rayiç değeri toplamına şirketin alacakları ve diğer varlıklarını ekleyerek ve bu tutardan borçlarını düşerek şirketin aktif değerini bulabilirler. Net aktif değer⁵in şirketin hisse senedi sayısına bölünmesi halinde ise hisse senetlerinin o gün itibarıyla finansal olarak olması gereken değer bulunur. Ancak, gayrimenkul yatırım ortaklığı hisse senetleri borsada işlem gördüğünden, hisse senedi fiyatları genel ekonomik konjonktüre bağlı olarak net aktif değerinden farklı olarak da oluşabilecektir.

⁵ "Net asset value: Bir menkul değer yatırım fonu portfolyosunun piyasa değerinin hisse senedi sayısına bölünmesi" (Seyidoğlu, 1999).

Yatırımcılar gayrimenkul yatırım ortaklığı hisse senetlerini borsada likidite etmek yanında, borsada oluşan fiyat dalgalanmalarından da yararlanırlar. Ayrıca, şirketin portföyü bu alanda uzman kişiler tarafından yönetildiğinden, herhangi bir kişinin kendi başına yatırım yapmasından daha etkin sonuçlar elde edilebilecektir. Bu şirketlere yatırım yapan yatırımcıların bir kısmının da, uluslararası kuruluşlar olduğu görülmektedir. Bu kuruluşlar gelişmekte olan ülkelerdeki gayrimenkul getirilerinden faydalanmak amacıyla, organize bir şekilde işleyen ikincil piyasalarda işlem gören gayrimenkul yatırım ortaklığı hisselerini almayı, doğrudan gayrimenkul yatırımına tercih etmektedirler.

Gayrimenkul yatırım ortaklıklarına yatırım yapan yatırımcıların, yatırım yapacağı gayrimenkul yatırım ortaklığının karlılık durumunu, finansman yapısını, faaliyetleri ve yatırımları hakkında bilgileri, şirketin faaliyet raporlarından, kamuya açıklanan mali tablolarından izlemeli ayrıca, şirketin sermaye, yönetim ve mali yapısı ile faaliyetleri hakkındaki değişikliklere ilişkin olarak şirket tarafından borsaya bildirilen açıklamaları takip etmelidir. Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinin halka arzı sırasında ve sonrasında yatırımcılar ihtiyaç duydukları bilgileri aşağıdaki belgelerden elde edebilirler:

Sözleşme: Şirketin kuruluşuna ilişkin olarak Türk Ticaret Kanunu çerçevesinde düzenlenen ve şirketin ticari unvanı, amacı ve faaliyet konusu, süresi, yetkili organları vb. konuları içeren bir belgedir. Şirket, esas sözleşmenin tescili ile tüzel kişilik kazanır.

İzahname: Halka arzda şirket hisse senetleri satınalmak suretiyle şirkete ortak olacak yatırımcılara şirketin amacı, süresi, ticaret unvanı, tescil tarihi ve numarası, halka arzedilecek hisse senetlerinin tutarı ve oranı, şirketin faaliyet ve yatırımları, şirketin finansal tabloları, imtiyazlı paylar vb. konularda bilgi vermeyi amaçlayan bir kamuyu aydınlatma aracıdır.

Sirküler: Şirket hisse senetlerini satınalmak suretiyle şirkete ortak olacak yatırımcıların halka arza çağırılması amacıyla yayınlanan bir duyurudur. Bu duyuruda izahnamenin ilan edildiği gazetelerin numara ve tarihlerinin gösterilmesi gereklidir.

Aylık Portföy Tabloları: Gayrimenkul yatırım ortaklıkları, aylık dönemler itibarıyla portföylerindeki varlıklara ve bunların maliyet bedelleri ile en son tarihli ekspertiz raporunda belirtilen rayiç değerlerine ilişkin olarak, Kurul standartlarına uygun şekilde aylık portföy tabloları düzenlemek ve Kurul'a ve ortaklık hisse senetlerinin işlem gördüğü borsaya göndermek zorundadırlar. Yatırımcılar, bu tabloların yayımlandığı kurul aylık bülteninden veya borsa aylık bülteninden yatırım yaptıkları gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföy yapısı ve portföydeki varlıkların değeri hakkında bilgi edinebilirler.

YENİ MEVZUATLA GETİRİLEN YENİLİK VE DEĞİŞİKLİKLER

8 Kasım 1998 tarihinde uygulamaya giren GYO'nun kuruluşuna ilişkin yeni Tebliğ, daha önceki bölümde bahsedildiği üzere 1995 yılında uygulamaya giren ilk tebliğden, hem çok daha kapsamlı hem de pek çok değişikliği içermektedir. Yeni tebliğ ile birincisinin eksiklikleri büyük ölçüde giderilmiş, muğlak olan konular detaylandırılmış ve netleştirilmiştir. GYO'larının sadece vergi muafiyetinden faydalanma aracı olarak kullanılması önlenmeye çalışılarak, asıl amaçlarına hizmet edecek şekilde faaliyet göstermeleri için bir çok yenilik getirilmiştir.

Yeni tebliğdeki değişikliklerle;

- a) GYO'nun kuruluşundaki başlangıç sermayesi artırılmıştır. Önceki tebliğde, ani usulde kurulan GYO'lar için asgari 250 milyar TL. ve esas sözleşme tadili yoluyla GYO'ya dönüştürülen ortaklıklarda asgari 100 milyar TL olan başlangıç sermayesi, yeni tebliğ ile hem ani usulde kurulan hem de dönüştürülen GYO'nda asgari 1 trilyon TL'sına yükseltilmiştir.
- b) GYO'lar ister ani usulde kurulsun ister dönüştürülsün kuruluşlarının ticaret siciline tescilinden sonra, faaliyetlerini yürütebilmeleri için gerekli organizasyonu kurmaları, varlık portföyü oluşturabilmeleri ve halka arz edilecek hisse senetlerinin kayda alınması talebiyle Kurul'a başvurma süreleri uzatılmıştır. İlk tebliğde azami 6 ay olan bu süre, 1 yıla çıkarılmıştır.
- c) GYO'ların hisse senetlerinin arzına ilişkin başvurunun Kurul'ca yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş tarafından yapılması zorunluluğu getirilmiştir.
- d) Ortaklıklarda görev alacak yönetim kurulu üyelerinin ve denetçilerinin eğitimleri ve deneyimleri konusu detaylandırılmış, böylece ortaklıkta görev alacak kişilerin yaptıkları işle ilgili gereken niteliğe sahip olmaları zorunlu hale getirilmiştir.
- e) Ortaklığın yatırım faaliyetleri genişletilmiş, gayrimenkuller üzerinde intifa hakkı kurabilmeye ek olarak, devre mülk irtifakı kurabilme ve sahip oldukları arsalar üzerinde ticari kar elde etmek maksadıyla üst hakkı yükümlüsü olabilme imkanı getirilmiştir.
- f) Önceki tebliğde, GYO'nun herhangi bir ortaklıkta sermaye veya tüm oy haklarına sahip olma sınırı azami %9 iken, tebliğ değişikliği ile bu sınır düşürülmüş ve azami %5 olmuştur.
- g) GYO'lara, A tipi yatırım fonu katılma belgelerine ve mülkiyetlerini edinmek kaydıyla yurt dışındaki gayrimenkullere ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmalarına izin verilmiştir.

- h) GYO'ların fon ihtiyaçlarını karşılama imkanları genişletilmiştir. Ortaklıkların kısa süreli fon ihtiyaçlarını karşılamak üzere kredi kullanabilme sınırları, önceki tebliğde çıkarılmış sermaye ve yedek akçeleri⁶ toplamının azami %25'i iken, son tebliğ ile bağımsız denetimden geçmiş son bilançolarında yer alan öz sermaye tutarlarının iki katı olmuştur. Ayrıca, GYO'lara sermaye piyasası mevzuatındaki sınırlamalar dahilinde borçlanma senedi ihraç imkanına ilave olarak yeni tebliğ ile portföylerindeki gayrimenkullerin satış veya satış vaadi sözleşmeleri ile satışından kaynaklanan senetli alacaklarına dayalı olarak varlığa dayalı menkul kıymet ihraç edebilme imkanı da sağlanmıştır.
- ı) GYO'ların ekspertiz şirketlerince hazırlanacak raporlarının hazırlanmasında dikkat edilecek hususlar detaylandırılmıştır.

Yeni tebliğ ile getirilen yenilikler ise şöyle sıralanabilir;

- a) Ani usulde kurulacak GYO'ların kurucu ortaklarından ve dönüşecek GYO'ların mevcut ortaklarından en az birisinin lider girişimci olması zorunluluğu getirilmiştir. Tebliğin 4. maddesindeki tanıma göre lider girişimci, ortaklıkta tekbaşına veya biraraya gelmek suretiyle sermayenin asgari %25'i oranında pay sahibi olan ve bu tebliğin 7 ve 8. maddelerinde yazılı şartları taşıyan ortak veya ortaklardır. Söz konusu bu maddelerde, lider girişimcilere ilişkin özel şartlar yer almaktadır.
- b) Ortaklığın ani usulde kuruluşu için gerekli olan asgari başlangıç sermayesi ve dönüşümün uygun görülebilmesi için gereken asgari ödenmiş veya çıkarılmış sermaye tutarı sabit tutulmayarak, her yıl yeniden belirlenmesi hükme bağlanmıştır. Buna göre, bu tutar Maliye Bakanlığı'nca ilan edilen yeniden değerlendirme oranını %80'inin altında olmamak şartıyla her yıl Sermaye Piyasası Kurulu'nca yeniden belirlenerek ilan edilecektir. Yeniden değerlendirme değer artış oranına endekslenmiş tutarlar 01.01.2000 tarihinden itibaren uygulanacaktır.
- c) Ortaklığın hisse senetleri nama veya hamiline yazılı olarak ihraç edilebilir olmasına rağmen, lider girişimcinin asgari sermaye payını temsil eden hisse senetlerinin nama yazılı olması ve bunların halka arz suretiyle satış süresinin bitimini takip eden bir yıl boyunca bir başkasına devredilmeme zorunluluğu getirilmiştir.
- d) Yine yapılan değişikliklerle ortaklık yönetimine, ortaklık portföyünün idaresinde, bu konuda uzmanlaşmış danışman şirketlerden yardım alma imkanı getirilmiştir.
- e) Ortaklıkların aylık dönemler itibarıyla portföylerindeki varlıkları ve bunların maliyet bedelleri ile rayiç değerleri gösteren portföy değeri tablosu standart hale getirilmiştir. Portföy değeri, ortaklığın aktifinde yatırım amacıyla bulundurulmuş gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, haklar, sermaye piyasası araçları ve ters repo işlemlerinin rayiç değerleri toplamıdır.
- f) Ortaklıklara, proje geliştirme ve kontrol hizmetleri de dahil ortaklık portföyünün geliştirilmesi ve alternatif imkanlarının araştırılmasına yönelik hizmetleri ortaklık

⁶ Yedek Akçe: Bir işletmede elde edilen dönem sonu karının, kar payı olarak dağıtılmayan veya kanun yada anasözleşme gereğince dağıtılmayan ve bilançoda çeşitli maksatlara ayrılmış olarak, ayrı kalemlerde gösterilen kısmı (Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü)

dışından, bu işlerde uzmanlaşmış “danışman şirketler”inden alabilme imkanı getirilmiştir.

- g) Ortaklığın edineceği gayrimenkullere ilişkin mutlak hakların tesisi detaylandırılarak ayrı bir hükme bağlanmıştır. Ayrıca ortaklık lehine doğan şufa⁷, vefa, iştira haklarının, gayrimenkul vaadi sözleşmelerinin rehinli alacakların serbest dereceye ilerleme haklarının ve ortaklığın kiracı konumunda olduğu kira sözleşmelerinin tapu siciline şerhi zorunlu hale getirilmiştir.
- h) GYO'lara portföy çeşitlendirilmesi şartı getirilmiştir. Genel amaçlı gayrimenkul yatırım ortaklıklarının portföyünün en az 3 farklı gayrimenkul projesinden oluşması zorunludur. Sermaye piyasası araçları bu sınırlamaya dahil edilemez. Portföye alınacak gayrimenkul veya gayrimenkul projelerinin her birinin portföy ağırlığı %10'dan daha aşağı olamaz. Belirli alanlarda faaliyet göstermek veya belirli projelere yatırım yapmak üzere kurulan ortaklıkların portföylerinin en az %75'inin ünvanlarında ve/veya esas sözleşmelerinde belirtilen varlıklardan oluşması zorunludur.
- ı) Ortaklık portföyünde kira geliri elde etme amacına yönelik gayrimenkullerin veya onların bağımsız bölümlerinin nihai kiracılara kiralanabilmesi ve sözkonusu kiracılara kiralama işlemine bağlı olarak güvenlik, genel idare ve buna benzer nitelikteki hizmetlerin sunulabilmesi için ortaklık ile işletmeci şirket arasında bu tür hizmetlerin yapılmasına yönelik bir sözleşme zorunluluğu getirilmiştir. Kiracılara kiralama işleminin sonucunda herhangi bir hizmetin sunulmasının gerekmediği ve kira gelirinin dışında herhangi bir gelir elde edilmediği durumlarda işletmeci şirket kullanılması zorunlu değildir.

Yeni tebliğin yayımından önce kurulmuş ortaklıklar, tebliğin yayımı tarihinden itibaren bir yıl içinde esas sözleşmelerini bu tebliğ hükümlerine düzeltmek zorundadırlar. GYO'ların kuruluşlarını ve faaliyetlerini yeniden düzenleyen bu tebliğ ile;

- a) GYO'nun kuruluş esasları, faaliyet alanları ve idareleri v.b. konuları çok daha detaylandırılmış ve daha esnek bir yapı kazandırmak amaçlanmıştır.
- b) GYO'nun büyük ölçüde vergi avantajından yararlanmak üzere kurulması önlenmeye çalışılmıştır.
- c) GYO'nun faaliyet alanları genişletilerek, hareket imkanları artırılmıştır.
- d) GYO'nun fon yaratma imkanları artırılmıştır.
- e) Portföy çeşitlendirilmesi zorunluluğu getirilmesi ile, işin başında GYO'ların kuruluş amacına hizmet eden ve güçlü yapıya sahip olan ortaklıklar olarak kurulmaları sağlanmaya çalışılmıştır.

Sonuç olarak GYO mevzuatına ilişkin yapılan değişiklikler ve getirilen yeniliklerin gayrimenkul sektörünü geliştireceği ve istikrar kazandıracığı tahmin edilmektedir.

⁷ Şufa –önalım- Hakkı: Süresiz taşınmaz edinmek isteyen kamu kurumunun, iki kişi arasında yapılan satışa katılarak tapuda bildiren ferag bedelini alıcıya ödeyerek, taşınmazı kendi üzerine geçirmesi. (Kamulaştırma Tekniği, Prof.Dr. Nazmi Yıldız)

MÜLAKAT SORULARI

1. Gayrimenkul sektörüne girme kararınızın nedenleri nelerdir?
Bu sektöre girmek için neden bir inşaat şirketi yerine, Gayrimenkul Yatırım Ortaklığını tercih ettiniz?
2. GYO'ların genel olarak ülke ve kent ekonomisine katkısı nedir?
3. GYO'ların son yıllarda sayıcı artışının nedenleri nelerdir?
4. Sektörde yer alan diğer özel aktörlerle (proje ve plan müellifleri, emlak şirketleri, değerlendirme şirketleri, ekspertiz şirketleri, yatırım danışmanlık şirketleri gibi) ilişkilerinizi tanımlar mısınız? Eksikliğini hissettiğiniz hizmetler ve bu aktörlerden beklentileriniz nelerdir?
5. Sektörde yer alan kamusal aktörlerle (merkezi yönetim birimleri, yerel yönetimler gibi) ilişkilerinizi tanımlar mısınız? Eksikliğini hissettiğiniz hizmetler ve bu aktörlerden beklentileriniz nelerdir?
6. Ortaklığınızın yapacağı bir yatırımın kararı genel olarak nasıl alınıyor? Başka bir şekilde ve aşama aşama sorulacak olursa;
 - a. Yatırım ilkeleriniz ve stratejileriniz nelerdir?
 - b. Yatırımın hangi sektöre ya da arazi kullanım biçimine (sanayi, ticaret, konut, rekreasyon vb.) yapılacağı kim tarafından nasıl belirleniyor?
 - c. Yatırımın fizibilitesini belirleyen unsurlar (büyüklüğü, yeri, sağlayacağı hizmetler gibi) nasıl ve kim tarafından belirleniyor?
 - d. Yatırım kararı kim için, kimler ya da hangi pazarlar hedeflenerek alınıyor?
 - e. Yer seçimi kriterleriniz neler oluyor?
 - f. Yerseçiminden sırasında gerekli olduğu takdirde imar mevzuatının gerektirdiği zemin etüdü, halihazır harita, imar planı gibi işler yapılıyor mu? Bunların varolup olmaması ve sonuçları yerseçimi kararını etkiliyor mu?
 - g. Yatırım kararı alınırken ortaklığın elde edeceği kar dışında kamu yararı da göz önüne alınıyor mu? Örneğin, lüks konut inşaatlarının yanı sıra sosyal konut da üretiliyor mu?
 - h. Yatırım kararları alınırken hangi kanunlar göz önüne alınıyor?
 - i. Yatırım kararı alınırken kararın uygulanacağı yerin planı, sit durumu, arazi kullanım biçimi, yapılaşma koşulları, arazi kullanım biçimi, yasak ya da teşvikler göz önüne alınıyor mu?
 - j. Bu konularda her hangi bir engelle karşılaşılmaması durumunda nasıl bir tavır alınıyor? Bu tavır engeli ortadan kaldırmakla kararı değiştirmek skalasında nereye düşüyor?

- k. Yatırım kararının kent bütününe ne şekilde etkileyeceği göz önüne alınıyor mu?
7. GYO'ların küreselleşme süreciyle ilişkisini kurabilir misiniz? GYO'lar yabancı sermayeyi Türk gayrimenkul piyasasına sokabildiler mi? Yatırımlarının küreselleşme sürecinin getirdikleriyle ilişkisi kurulabilir mi?
8. Ortaklığınızın faaliyetleri nelerdir?
9. Şu anda ortaklığınızın portföyünde yer alan yatırımlar nelerdir?
10. Bu yatırımların kararları 6. sorudaki aşamalar göz önüne alındığında ne şekilde verilmiştir?
11. Portföyünüzde yer alan projelerin yer seçim kararları hangi kriterlere göre verilmiştir?
12. Portföyünüzde yer alan yatırımlar sizce kent bütününe ya da bulundukları semti nasıl etkilemektedirler?
- a. fiziki –estetik- olarak
- b. sosyal ve kültürel olarak
- c. ekonomik olarak
- d. yerel yönetimin gelişme hedeflerine ya da plana yönelik olarak
- e. çevre açısından
- f. ulaşım açısından
13. Yatırımlarınızda 6. soruda da dile getirilen her hangi bir engelle karşılaştınız mı? Karşılaştıysanız bu engeller karşısındaki tavrınız ne oldu?
14. Ortaklığınız bünyesinde şehir plancısı çalışıyor mu?
15. GYO'ların kentsel gelişmeyi sağlamak için, şehirciliğin bir finansman aracı olarak kullanılmasına nasıl yaklaşıyorsunuz?
16. Dünyadaki benzerleriyle karşılaştırıldığında Türkiye'de GYO'ların durumunu nasıl değerlendiriyorsunuz?
17. Ortaklığınızın en önemli sorunları nelerdir? Bunlar GYO'lar için genelleştirilebilir mi?
18. Karşılaştığınız sorunların nasıl aşılabileceğini düşünüyorsunuz? İlgili aktörlerden beklentileriniz nelerdir?

EK H

ANKET FÖYÜ ÖRNEĞİ

ANKET NO:

<u>ADI:</u>
<u>KURULUŞ YILI:</u>
<u>İMKB'DE İŞLEM GÖRMEYE BAŞLADIĞI YIL:</u>
<u>SERMAYESİ:</u>
<u>FAALİYET GÖSTERDİĞİ ALANLAR:</u> 1. 2. 3. 4. 5.
<u>PORTFÖYÜNÜ OLUŞTURAN YATIRIMLAR:</u> 1. 2. 3. 4. 5.
<u>PORTFÖY DAĞILIMI (%):</u> 1. Konut 2. Ticaret 3. Sanayi 4. Rekreasyon 5. Diğer

ÇALIŞAN SAYISI:

ÇALIŞANLARIN UZMANLIKLARI:

DANIŞMAN SAYISI:

DANIŞMANLARIN UZMANLIKLARI:

SÜREKLİ BİRLİKTE ÇALIŞILAN İLGİLİ ŞİRKET VE KURUMLAR:

EK I

YAPILAN MÜLAKAT ÖRNEĞİ (Serbest Danışman Melik ANIK)

GYO

Türkiye’de herkes GYO’ların hisse senetlerine, kısa vadede, yani spekülatif kazanç getirdiğinde yatırım yapmaktadırlar, çünkü borsa sistemi yatırımcıları bu şekilde yönlendirmiştir. Hisse senedinin değeri %10 artan GYO’ların, değerlerinin, aktiflerinin %10 arttığı anlamına gelmemelidir, bu durum sadece spekülasyonun sonucudur.

Gyo-Planlama

Bugün Türkiye’de durdurulamayan bir kaçak yapılaşma sözkonusudur ve GYO’lar kaçak yapılanmayı önlemek için kullanılacak uygun bir modele sahiptirler. GYO mevzuatına göre; imar durumu belli, ruhsatı alınmış gayrimenkuller portföye alınabilmektedir.

Bir başka konu da tüm dünyada geçerli olan, ancak Türkiye’de ancak depremden sonra uygulanan jeolojik raporlardır ki, aslında GYO’lar jeolojik rapor almayı da garantilemek demektir, çünkü GYO’ların kurum olarak böyle fizibilite çalışmaları hazırlama zorunlulukları bulunmaktadır.

Hem yurtiçinde, hem de yurtdışında bugün tüm yatırımcılar, varolan bir proje için;

Projenin nasıl bir proje olduğunu,

Arazinin üzerinde ipotek olup olmadığını,

Jeolojik raporunun sağlam olup, olmadığını,

Ruhsat durumunu,

İmar durumunu,

GYO adı altında garantilemek istemektedirler. Türkiye’de hiçbir GYO, bu kuralların dışında yatırım yapmamıştır.

Planlama şehire yukarıdan bakarak, ticari alanlarının, konutlarının, yollarının, nasıl dağıldığını ve bu oyunun hangi denge içerisinde oynandığını belirlemek olarak tanımlanırsa, GYO’ların bu denli güçlü etkili olduğunu bugün için söylemek mümkün değildir. Çünkü Türkiye’de DİE’nin ruhsat alma sonuçlarına göre; GYO’ların bugünkü gücü, yani piyasadaki mal varlıkları yaklaşık 500 milyon dolar civarında iken inşaat sektörü bu değer 10 katı fazla bir güce –200 milyar dolar gibisahi durumdadır. Yani GYO’lar çok az bir kısmı kontrol edebilme gücüne sahiptirler. ABD’de ise GYO’ların piyasa değerleri, yani yatırımlarının piyasa değerleri 140 milyar dolar dolaylarındadır. Türkiye’deki durum tüm inşaat piyasası düşünülürse, planlamaya etkisi açısından çok küçük bir değer olarak yorumlanabilmektedir.

Birincisi GYO’ların kontrol edebilme anlamında güçlerinin az olması, ikincisi imar durumu ile ilgili sorunlar yaşamaları, kente olabilecek etkilerini biraz daha azaltıyor denebilir. Türkiye’de gayrimenkul, imarı olmayan bir yere imar getirilerek, bölgenin

katma değerini artırarak kar sağlamaktadır. GYO'lar da ayakta kalabilmek için bu aşamaları gerçekleştirmek zorundadırlar. Türkiye'de bugün tüm GYO'lar, genellikle mevcut imar durumlarını kullanmaya çalışmaktadırlar.

Planlamaya olan etkileri yaptıkları projelere göre de değişebilir. İmarsız bir bölgeyi alarak, üzerinde çalışarak, uzun vade yatırımlarını bu bölge üzerinde gerçekleştirirlerse kente etkileri düşünülenenden fazla da olma şansı da vardır. Ancak Türkiye'de GYO'lar bu tür uzun vadeli projelere yatırım yapmaktan kaçınmaktadırlar, çünkü mevcut borsa yapısı çok kısa sürede sonuç aldıkları taktirde, şirketlerin karlı olmasına izin vermektedirler. Oysa gayrimenkul niteliği itibarı ile, uzun vadeli bir yatırım aracıdır, yani en azından inşaat tamamlandığında gerçek değerini bulabilmektedir.

Hükümet belirli aralıklarla, hazine arazilerini GYO'lar aracılığı ile kullanırmak, bu arazilerdeki yapılaşmaları GYO'lara yaptırmak istediğini ifade eden demeçler vermektedir.

Buradaki en büyük çelişki, GYO'ların yaşadıkları en büyük sıkıntı zaten imar durumu ile ilgilidir. Ancak hazine arazilerinin çoğunun da imarı bulunmamaktadır. Dolayısı ile GYO'lar böyle bir işbirliğine girmek istememektedirler.

GYO'lar kurumsal yapılarıyla hazine arazilerinde çok başarılı yatırımlar yapabileceklerdir. Bu durumda, imar durumuna göre projenin fizibl olması, nakit akışına yüksek olması gibi şartlar arayacaktır. Bazen verilen imar durumu GYO'lara yetmeyecek, daha fazla kat yapmak isteyecekler ve alışlagelmiş sistem çalışmaya başlayacaktır.

Depremden sonra hükümetin, parlamentonun çözüm önerileri içerisinde GYO'ların yer almaması da düşünülmesi gereken bir konudur. Halbuki bu bölgedeki konut projeleri için en güvenebilecekleri şirketler GYO'ların mutlaka yer alması gerekliydi.

Gayrimenkul yatırımı çok uzun vadeli yatırımlar oldukları için, proje fizibilitelerinin doğru yapılması zorunludur. Mesela, hazırlanan ulaşım etütleri çok yeterli değildir, sadece bugünü yansıtır verilere sahiptir, oysa yapılan proje en az 50 yıllık bir ömre sahiptir. Bu yanlış yapılan analizler, yatırımın ekonomik kaybına sebep olacaktır, ulaşım sıkıntısının yaşandığı bir bölgeye, insanlar da gelmek istemeyecek, dolayısı ile proje ulaşmak istediği kitleye ulaşamayacaktır. Gayrimenkul yatırımı, gelecek de planlanarak, organizasyon kurularak yapılmalıdır. Türkiye'de bu organizasyonu, belediyeler hazırladıkları imar planları ile yapmaya çalışmaktadırlar. Ancak belediyelerin organizasyon güçlerinin, personel yapılarının, ne denli yeterli olabilecekleri tartışmalıdır. Bu durumda üniversitelerle beraber çalışmalarının daha iyi sonuçlar vereceği açıktır.

GYO Projelerine Eleştiri

GYO'ların yaptıkları yatırımları, proje bazında düşünmeleri yeterli değildir, yaptıkları projenin çevresindeki bölgeleri de etkileyeceğini düşünerek hareket etmesi doğru olacaktır. Mesela, Ömerli Barajı çevresinde, arazilerin tamamı GYO'lar ve büyük inşaat şirketleri tarafından alınmış durumdadır, ancak hiçbir şirket bölgedeki su rezervlerinin durumunu, kaç yıl dayanabileceğini araştırmamıştır. (yYKK'da tam tersini söylemişlerdi, hiçbir ters durum yokmuş, açıklaması var)

Kememburgaz bölgesinde tek bir konut projesi varken, kısa sürede pekçok konut projesi bölgede gerçekleştirilmiş, tamamı aynı kişiliksiz tarzda, tekdüze villa yığınları görüntüsü ortaya çıkmıştır.

Pekçok GYO'nun Bodrum'da, tatil siteleri ve otel projesi bulunmaktadır, ancak Bodrum yaklaşık 10 yıl sonra su ve atık problemini nasıl çözebileceğini düşünmektedir ve dolayısı ile bu projelerin yer seçimlerinin de ne denli olduğu tartışmalıdır.

Tüm yatırımların İstanbul üzerinde yoğunlaşmış olması, GYO'ların yaptıkları en büyük hatalardan biridir.

Öneri

Projelerin geliştirici, yatırımcı ve inşaatı yapan olmak üzere var olan üç aktörünün bir çatı altında toplanmaması, sürekli birbirinin yaptıkları üzerinde kontrolü bulunan farklı kişiler olması gerekmektedir. Geçmiş dönemde oluşan Emlak Bankası modelinde, banka önceleri geliştirici iken, sonradan yatırımcı da olmaya başladı, ve başta kurmuş olduğu model eskisi kadar başarılı sonuçlar vermemiştir.

Bu durumda Emlak Bankası sadece proje geliştirerek, finans bilgilerini kullanarak ön fizibilite çalışmalarını yaparsa, belediyeler de Emlak Bankası'nın verdiği fikirlerle projeleri tüm bilimselliği ile ortaya koyarlarsa, yatırımcılar da projeleri hayata geçirebilirler. Ama burada da yatırımcı, inşaatı yapacak firma ile kendisi değil, geliştirici olan Emlak Bankasını muhatap edecek ve ilişkiler yıpranmayacaktır.

Türkiye'de gayrimenkul, dünyanın hiçbir ülkesinde olmadığı kadar değerli geleneksel bir yatırım aracı olarak kullanılıyor. Ancak bu değer kazandırıp kullanılarak değil, tapuların elde tutulması şeklinde yapıldığı için, belki de en yararlısı gayrimenkul planlamasının yapılması olacaktır.

Portföyünde en az üç proje bulundurmamak zorunda olan GYO'ların aslında genelde tek projeleri ağırlıdır, diğerleri ufak projelerdir. Bu şirketlerin herbirine bir restorasyon projesinin zorunlu kılınması, GYO'ların çok eksik kalan sosyal boyutunu da tamamlayabilecektir.

GYO'lar, iyi projeler ürettikleri, halka arzlarını doğru yaptıkları, yüksek miktarlarda para topladıkları sürece özendirici olabilirler.

Aktörler

Türkiye'de var olduğu iddia edilen ekspertiz şirketler ve danışmanlık şirketleri, yapmaları gerekenleri değil, yatırım kararını verme yetkisini elinde tutan kişinin, yani parası olan kişinin memnun olması için yapılması gerekeni içeren raporlar hazırlayan şirketlerdir.

Türkiye'de trendi takip etmek yerine, trendi yaratmak daha karlı bir yöntem olabilir. Bugün trendin takip edilmesinden dolayı, insanlar şehrin dışında lüks konutlarda oturmak istiyorlar. Aslında bunu neden istediklerini yada gerçekten böyle bir konuta mı ihtiyacı olduğunu düşünmeden, son zamanlarda herkes villalarda yaşamayı tercih ediyor diye, o bölgelere taşınmaya başlıyorlar. Bu alışveriş merkezleri için de

geçerlidir. Ülke henüz bakkaldan, markete geçememiş durumda iken, şehrin dışına alışveriş merkezleri yapılmaktadır.

Türkiye’de inşaat sektörünü ilgilendiren kanunlarda herhangi bir eksiklik sözkonusu değildir. Ancak kanunların tam olarak uygulandığını söylemek de mümkün değildir.

Yatırım Kararları

GYO’larda yatırım kararları şirket sahibi tarafından alınmaktadır. Dolayısı ile, kişi iyi niyetli ve görüş alanı genişse yapılan projenin katkısı da fazla olabilmektedir. Yatırımın yerini ve hangi tür bir yatırım olacağı kararında ise enflasyon önemli bir etkidir. Genellikle proje kararı olması gerekenin ter süreci şeklinde işlemektedir. Yani şu kadar para kazanmak için, bu bölgeye ne yapılmalı şeklinde bir düşünce hakimdir.

Yapılması gereken tüm fizibilite çalışmaları tam olarak yapılmakta ve yatırım kararında da etkili olmaktadır.

Hedef kitleleri tamamen yüksek gelir düzeyine sahip olan gruptur.

Sosyal Konut

GYO’lar sosyal konutu şimdiye dek yapmamışlardır. Çünkü sosyal konut, Türkiye’de hızlı nakit akışı sağlayamamaktadır, hedef kitlesinin gelir düzeyinin yüksek olmaması ve uzun vadede yapılan ödemeler sonucunda, inşaatlar bitebilecekleri süreden uzun sürede tamamlanmaktadır. Oysa GYO’nun misyonu finansman modelleri yaratmaktadır, ülkede sosyal konut ihtiyacı varsa, GYO’lar yapmak ve gereken finansmanı da sağlamak zorundadırlar. Bunu devletle işbirliği şeklinde, uluslararası fonların yardımı ile yapması GYO’lar için daha avantajlı olacaktır. Devletin içinde olması, uluslararası fonların sağlanmasında güvence olacak ve daha kolay elde edilebileceklerdir.

Sorun

SPK mevzuatının doğru anlaşılabilmesi, GYO hisse senetlerine, diğer hisse senetleri ile aynı değerlendirmelerin yapılması, gayrimenkulün kazancının ne olduğunun anlaşılabilmesi, şirket varlıklarının değerlerinin yıl içerisinde değişmesine rağmen sadece yılda bir kere değerlendirilmesi, yaşanan sorunlar olarak sıralanabilmektedir.

ÖZGEÇMİŞ

Evren Özus 1977 yılında Konya’da doğdu. İlköğretimini Akşehir’de tamamladı. Akşehir Lisesi’nden 1998 senesinde mezun olduktan sonra, aynı yıl Mimar Sinan Üniversitesi Mimarlık Fakültesi Şehir ve Bölge Planlama Bölümü’nü kazandı. 1998 yılı bahar dönemimde Bölüm İkinciliği Derecesi ile mezun olarak Şehir Plancısı oldu. 1998 yılında İ.T.Ü. Fen Bilimleri Enstitüsü Şehir ve Bölge Anabilim Dalında öğrenimine başladı, halen Şehir Planlama Programı’nda öğrenimini devam ettirmektedir.

