

T.C

BAHÇEŞEHİR ÜNİVERSİTESİ

**TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ
ALTERNATİF FİNANSMAN ARAÇLARI VE
UYGULAMALARI:
GAYRİMENKUL SERTİFİKALARI VE
GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI**

Yüksek Lisans Tezi

BARAN ERDOĞAN

İSTANBUL, 2018

**T.C.
BAHÇEŞEHİR ÜNİVERSİTESİ**

**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
GENEL İŞLETMECİLİK YÜKSEK LİSANS PROGRAMI**

**TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ
ALTERNATİF FİNANSMAN ARAÇLARI VE
UYGULAMALARI:
GAYRİMENKUL SERTİFİKALARI VE
GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI**

Yüksek Lisans Tezi

BARAN ERDOĞAN

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Ali HEPŞEN

İSTANBUL, 2018

T.C.
BAHÇEŞEHİR ÜNİVERSİTESİ

İLGİLİ ENSTİTÜ ADI
YÜKSEK LİSANS PROGRAM ADI

Tezin Adı: TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ ALTERNATİF FİNANMAN
ARAÇLARI VE UYGULAMALARI: GAYRİMENKUL SERTİFİKALARI VE
GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI

Öğrencinin Adı Soyadı: Baran Erdoğan

Tez Savunma Tarihi:

Bu tezin Yüksek Lisans tezi olarak gerekli şartları yerine getirmiş olduğu
_____ Enstitüsü tarafından onaylanmıştır.

Ünvan, Ad ve SOYADI
Enstitü Müdürü
İmza

Bu tezin Yüksek Lisans tezi olarak gerekli şartları yerine getirmiş olduğunu onaylarım.

Ünvan, Adı ve SOYADI
Program Koordinatörü
İmza

Bu Tez tarafımızca okunmuş, nitelik ve içerik açısından bir Yüksek Lisans tezi olarak
yeterli görülmüş ve kabul edilmiştir.

_____ Jüri Üyeleri

_____ İmzalar

Tez Danışmanı
Doç. Dr. Ali HEPŞEN

Ek Danışman
Ünvan, Adı ve SOYADI

Üye
Ünvan, Adı ve SOYADI

Üye
Ünvan, Adı ve SOYADI

ÖZET

TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜ ALTERNATİF FİNANSMAN ARAÇLARI VE UYGULAMALARI: GAYRİMENKUL SERTİFİKALARI VE GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI

Baran Erdoğan

GENEL İŞLETMECİLİK YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

Tez Danışmanı: Doç.Dr. Ali HEPŞEN

Ocak 2018, 76 Sayfa

Bu çalışma, Türkiye’de alanında gayrimenkul sektöründe alternatif finansman araçlarını inceleyen ve bugünkü güncel mevzuatı ve mevcut uygulamaları dikkate alan ilk tez çalışmalarından olup, gayrimenkul sertifikası özelinde ise ilk tez çalışmasıdır.

Bu çalışmada, ülkemiz ekonomisinde önemli yeri olan gayrimenkul sektörü için son yıllarda uygulamaya konulan sermaye piyasası araçlarından gayrimenkul sertifikaları ve gayrimenkul yatırım fonları incelenmiştir.

İlk kısımda, Türkiye ekonomisinin 2001 krizi sonrası büyüme performansı genel hatlarıyla ele alınmış ve bu büyümede inşaat sektörü detaylı olarak incelenmiştir. Analiz sonucunda 2013 sonrası gerek global ekonomik gelişmeler gerekse ülkemizin maruz kaldığı yerel ve bölgesel olaylar neticesinde son yıllarda özel bir konuma gelmiş olan inşaat sektöründe önümüzdeki dönemler için ciddi bir finansman ihtiyacı doğduğu gözlenmiştir. Bunun en büyük nedeni, inşaat sektöründe ve ülkemiz ekonomisinde büyümenin temel dayanak noktası olan konvansiyonel bankacılığın finansman tarafında doygunluğa ulaşması neticesinde yeni projelerin inşasını destekleyecek kredi kanallarının da doygunluğa ulaştığı gerçeğidir.

Tezin takip eden kısımlarında gayrimenkul ve inşaat sektörüne; finansman ihtiyacını gidermede, maliyetlerini çeşitlendirmede ve pazarlama konusunda önemli fırsatlar sunan gayrimenkul sertifikaları ve gayrimenkul yatırım fonları analiz edilmektedir.

Türkiye’de yeni uygulamaya konulan gayrimenkul sertifikaları tanıtılmış ve gayrimenkul sertifikaları tebliğinin maddeleri analize edilerek özetlenmiştir. Çalışmada

ayrıca 2017 Mart ayında gayrimenkul sertifikası ihracına konu olan Park Maveria 3 projesi detaylı olarak incelenmiştir. Gayrimenkul sertifikalarının, yatırımcı ve ihraççılara aynı anda birçok avantaj yaratacak, sektörün finansman ve pazarlama gibi önemli sorunlarına cevap verebilecek yapıda bir araç olduğu görülmüştür.

Gayrimenkul yatırım fonları da mevzuat çerçevesinde incelenerek özetlenmiştir. Dünya’da ki ve Türkiye’de ki mevcut durumu hakkında bilgi verilmiştir. Özellikle büyük projeler için pazarlama kolaylığı sağlayacak olan gayrimenkul yatırım fonları, yatırımcıyı profesyonel ekiplerle buluşturarak yatırımların daha doğru yapılmasını sağlayacaktır.

Sermaye piyasalarımızın gelişmesine de katkı sağlayacak bu araçların, yatırımcı ve sektör adına önemli fırsatlar sunduğu görülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Gayrimenkul Sertifikaları, Gayrimenkul Yatırım Fonları, Gayrimenkul Sektörü, Gayrimenkul Finansmanı, Gayrimenkul Pazarlaması

ABSTRACT

ALTERNATIVE FINANCING TOOLS AND APPLICATIONS OF REAL ESTATE SECTOR IN TURKEY: REAL ESTATE CERTIFICATES AND REAL ESTATE INVESTMENT TRUST

Baran Erdoğan

Master of Business Administration

Thesis Supervisor: Assoc. Prof. Dr. Ali HEPŞEN

January 2018, 76 Pages

This study is one of the first thesis studies which examines alternative financing in the field of real estate sector in Turkey and takes into consideration current legislation and current practices and is the first thesis specific for real estate certificate.

In this study, new capital market instruments, namely real estate certificates and real estate investment funds, that are recently introduced for real estate sector, utmost part of country's economy were examined

In the first part, the growth performance of the Turkish economy after the 2001 crisis has been examined in general and the role of real estate sector in this growth has been examined in detail. As a result of the analysis, it is observed that to after 2013 due to global economic developments there is a serious financing need for the oncoming period in the construction sector, which has become lynchpin recent years due to the local and regional events that our country has been subjected. The main reason for this is the fact that the conventional banking system's credit growth, which was the fulcrum for construction of new projects in the sector thus main focal point of growth of the economy of our country, have reached the saturation.

In the following sections of the thesis, real estate certificates and real estate investment funds are analyzed, which provide significant opportunities for financing needs, diversification of costs, and marketing activities for the real estate and construction sector

The new real estate certificates in Turkey were introduced and summarized by analyzing the articles of the real estate certificates. The study also examined in detail the Park Mavera 3 project, which was the first issuance of newly introduced real estate certificate in March 2017. It has been concluded that real estate certificates are a useful tools that will create many advantages for both investors and issuers, and can address important problems such as sector financing and marketing.

Real estate investment funds have also been reviewed and summarized within the framework of legislation. Information about the current situation for real estate investment funds in the World and in Turkey has been investigated. Real estate mutual funds, which will provide ease of marketing especially for large projects, will bring the investor together with professional teams to ensure that investments are made more accurately.

These tools, which will contribute to the development of our capital markets, offer significant opportunities on behalf of the investor and the sector.

Keywords: Real Estate Certificates, Real Estate Investment Trust, Real Estate, Real Estate Financin, Real Estate Marketing

İÇİNDEKİLER

ŞEKİLLER LİSTESİ.....	x
KISALTMALAR	xi
1. GİRİŞ.....	1
2. LİTERATÜR TARAMASI.....	4
3. TÜRKİYE’DE İNŞAAT VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNE BAKIŞ	6
3.1 GAYRİMENKUL VE İNŞAAT PİYASASI	6
3.1.1 Konut Sektörü	7
3.1.2 Ticari Gayrimenkul Sektörü.....	15
3.1.3 Altyapı Faaliyetleri.....	17
3.1.4 Yurtdışı Müteahhitlik Faaliyetleri	18
3.2 İNŞAAT VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜ ETKİLEYEN UNSURLAR.....	19
3.2.1 Sosyo-Ekonomik Gelişmeler	19
3.2.2 Nüfus Artışı ve Nüfus Yapısı.....	20
3.2.3 Kentleşme.....	22
3.2.4 Kentsel Dönüşüm	23
3.2.5 Diğer Etkenler	23
3.3 İNŞAAT VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜN EKONOMİYE OLAN KATKISI.....	25
3.3.1 İnşaat ve Gayrimenkul Sektörünün Ekonomi İçindeki Payı	25
3.3.2 İnşaat ve Gayrimenkul Sektörünün Yurt İçi İstihdama Katkısı.....	27
3.3.3 İnşaat ve Gayrimenkule Bağlı Alt Sektör Grupları.....	28
3.4 İNŞAAT VE GAYRİMENKUL FİNANSMANI.....	28
4. GAYRİMENKUL SERTİFİKASI	33
4.1 GAYRİMENKUL SERTİFİKASI TARİHİ VE TANIMI	33
4.2 GAYRİMENKUL SERTİFİKALARI MEVZUATI.....	35
4.2.1 Gayrimenkul Sertifikalarına İlişkin Esaslar	35
4.2.2 Arsa Sahibi ve İhraççıya İlişkin Esaslar	38
4.2.3 Değerleme, Fizibilite ve İnşaat İlerleme Raporları.....	40
4.2.4 Asli Edimlerin Kullanılması.....	41
4.2.5 Tali Edimlerin Kullanılması	43

4.2.6	Projenin Gecikmesi ve Gerçekleşmemesi Durumları	45
4.2.7	İhraçtan Elde Edilen Fonların Kullanımı.....	46
4.3	GAYRİMENKUL SERTİFİKALARININ AVANTAJLARI	48
4.3.1	Yatırımcıya Sağladı Faydalar	48
4.3.2	İhraççıya Sağladığı Faydalar	49
4.3.2.4	Marka değeri	50
4.4	İHRAÇ EDİLECEK GAYRİMENKUL SERTİFİKALARINA İLİŞKİN RİSKLER	50
4.4.1	Likit Piyasa Oluşmaması.....	51
4.4.2	Fiyat Dalgalanmaları İle Karşılaşılması	51
4.4.3	Borsa Fiyatı İle Piyasa Fiyatı Arasındaki Fark.....	51
4.4.4	Şerefiye İle İlgili Riskler	51
4.4.5	Sertifika Tanınan İstisnalar ve Muafiyetler	52
4.4.6	Mevzuatın Değişimi.....	52
4.4.7	Hukuki Davalar	52
4.4.8	Projenin Gecikmesi	52
4.4.9	Asli Edim İfasında Tercih Edilen Bölümün Edinilememesi	52
4.4.10	Tali Edime Konu Bağımsız Bölümlerin Satışı	53
4.5	MEVCUT UYGULAMA: PARK MAVERA – 3.....	53
4.6	PARK MAVERA – 3 RİSK VE GETİRİ ANALİZİ.....	55
4.6.1	Model Sonuçları	56
4.6.2	CAPM Modeli.....	58
5.	GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI	60
5.1	GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI	60
5.2	GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI MEVZUATI	61
5.3	GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARINI KURULUŞU	62
5.4	GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARININ YÖNETİM VE İŞLEYİŞİ.....	63
5.5	GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARININ TOPLANAN FONUN DEĞERLENDİRİLEBİLECEĞİ YERLER	65
5.6	GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARININ DIŞARDAN ALDIĞI HİZMETLER	67
5.7	GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARINDA VERGİ DURUMU	68

5.7.1	Gayrimenkul Yatırım Fonu açısından Vergi Durumu	68
5.7.1.1	Kurumlar vergisi.....	68
5.7.1.2	Kurumlar vergisi tevkifatı.....	69
5.7.1.3	Banka sigorta muamele vergisi(BSMV).....	69
5.7.1.4	Katma değer vergisi	69
5.7.1.5	Damga vergisi	69
5.7.2	Gayrimenkul Yatırım Fonu Katılım Payı Sahipleri Açısından Vergi Durumu.....	69
5.7.2.1	Gerçek kişiler.....	70
5.7.2.2	Kurumlar	70
5.8	DÜNYA'DA GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI	71
5.9	TÜRKİYE'DE GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI	73
6.	SONUÇ VE ÖNERİLER.....	74
	KAYNAKÇA	77
	EKLER.....	80
	ÖZGEÇMİŞ.....	84

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 3.1: Yüz Ölçümlerine Göre Yıllık Alınan Yapı Ruhsatlarının Alanlara Dağılımı ..	7
Şekil 3.2: Yıllara Göre Alınan Yapı Ruhsatı Alınan Konut Sayısı Miktarı.....	8
Şekil 3.3: Yıllara Göre Alınan Yapı Kullanım İzin Belgesi Miktarı	9
Şekil 3.4: Yıllara Göre İlk ve İkinci El Konut Satış Sayıları	10
Şekil 3.5: Türkiye Hedonik Konut Fiyat Endeksi.....	11
Şekil 3.6: Türkiye’de Konut Piyasasında Fiyat – Maliyet Karşılaştırması.....	12
Şekil 3.7: ABD ve İspanya Konut Piyasası Fiyat – Maliyet Karşılaştırması.....	14
Şekil 3.8: Türkiye’de Yıllara Göre Avm Ciroları (milyar TL)	15
Şekil 3.9: Türkiye’de Yıllara Göre Açık AVM Sayısı.....	16
Şekil 3.10: İstanbul 5 Yıldızlı Otel Doluluk Oranları ve Fiyatları.....	17
Şekil 3.11: 2006-2015 Yılları Arası Altyapı Yatırımı Sektörel Dağılımı (Milyar Dolar)	18
Şekil 3.12: Yurt dışı müteahhitlik faaliyetleri toplam proje bedeli (Milyar Dolar).....	19
Şekil 3.13: Yıllara Göre Türkiye Nüfus Sayısı	21
Şekil 3.14: Nüfus Miktarının Yaş Aralığına Göre Sınıflandırılması	21
Şekil 3.15: Kentsel Dönüşüm Kapsamında Riskli İlan Edilen Alan ve Birim Sayıları ..	23
Şekil 3.16: Türkiye’de Evlenme Ve Boşanma Sayıları	24
Şekil 3.17: İnşaat Sektörünün Ekonomi İçindeki Payı.....	26
Şekil 3.18: GSYİH Büyümesi ve İnşaat Sektörünün Yüzdesel Büyümesi	26
Şekil 3.19: İstihdam Edilenlerin Yıllara Göre İktisadi Faaliyet Kolları ve Dağılımı	27
Şekil 3.20: Türkiye’de Konut Kredisi Faiz Oranının Yüzdesel Değişimi	29
Şekil 3.21: Kullanılan Konut Kredisi Miktarı.....	29
Şekil 3.22: Banka Kredi/Mevduat Oranları	30
Şekil 4.1: PMVR3 ile BIST100 karşılaştırması	55
Şekil 4.2: PMVR3 ile BIST100 günlük getiri karşılaştırması	56
Şekil 4.3: Getiri İstatistikleri	56
Şekil 4.4: PMVR3 CAPM Modeli Sonuçları.....	57
Şekil 5.1: Dünya'da Gayrimenkul Yatırım Fonları	72

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AB	: Avrupa Birliği
BIST	: Borsa İstanbul Anonim Şirketi
BKK	: Bakanlar Kurulu Kararı
BSMV	: Banka Sigorta Muamele Vergisi
CAPM	: Capital Asset Pricing Model
ECB	: European Central Bank
FED	: Federal Reserve Bank
GSYİH	: Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
GYO	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu Anonim Şirketi
NİYP	: Nitelikli Yatırımcı İşlem Pazarı
PMVR3	: Park Mavera 3 Projesi Gayrimenkul Sertifikası İşlem Kodu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TOKİ	: Toplu Konut İdaresi Başkanlığı
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu

1. GİRİŞ

İnsanoğlunun ilk sabit barınakları, cilalı taş devri ile yerleşik hayata geçilmesinin ardından ortaya çıkmıştır. Cilalı taş devrinden bugüne kadar zorunlu olan barınma ihtiyacı insan hayatı için bundan sonra da öyle olacaktır.

Zorunluluğun yanında uzun senelerdir artık gayrimenkuller insan için değerli bir parça haline gelmiştir. Bu değer insanların ilgisini çeken gayrimenkul sektörünün temelini oluşturmuştur. Gayrimenkullere olan ihtiyaç ve ilgi sektöre olan talebi artırmakla beraber her zaman sektörün ön planda kalmasını sağlamaktadır.

Tarih boyunca gayrimenkul sektörü ekonomik büyümelere paralel bir şekilde gelişim göstermiştir. Günümüzde de hem Dünya’da hem de Türkiye’de yine ekonomik gelişmelerle doğru orantılı bir şekilde gayrimenkul sektörünün ilerlediği görülmektedir.

Gayrimenkul sektörünün ana kollarını; konutlar, arsalar, iş merkezleri, alış-veriş merkezleri vb. oluşturur. Bu noktada bütün insanlar için zorunlu bir ihtiyaç olan konut; gayrimenkul sektörünün en büyük ve en önemli bölümünü oluşturmaktadır. En önemli paya sahip konut, haliyle sektör içerisinde ki sıkıntıların da en fazla yaşandığı bölüm durumundadır.

Türkiye, gerek genç nüfusu ve nüfus artış hızı gerekse mevcut konut stokunun yaşı ve özellikleri nedeniyle konut ihtiyacı yüksek bir ülkedir. İlave olarak son yıllarda yapılan kentsel dönüşüm hamlesiyle bu ihtiyaç daha da artmıştır. Bütün bu durumlar konut sektöründe yüksek miktarda fon ihtiyacı doğurmaktadır.

Ekonomik gelişmelere paralel olarak büyüyen inşaat ve gayrimenkul sektörü, ülkemiz ekonomisindeki payı sebebiyle ekonomimiz için lokomotif özellik göstermektedir. Sektör, yan kolları ve sağladığı istihdam ile ülke ekonomisi için büyük önem teşkil etmektedir. 2016 yılı itibarıyla inşaat sektörünün gayrisafi yurt içi hâsıla (GSYİH)

içinde yüzde 8-9 civarında seyreden payının 2025 yılında yüzde 16-17'lere çıkması beklenmektedir.¹

Sektörün ilerleyebilmesi için gerekli kaynak aktarımı Türkiye’de genel olarak konvansiyonel bankacılık ile yürütülmektedir.² Konvansiyonel bankacılık ile 2001 sonrası kriz atlatılmış ve 2008’e kadar büyük ölçüde başarı sağlanmıştır. Fakat kredi/mevduat oranında ki artışların neticesinde artık alternatif kaynaklar üretme zorunluluğu doğmaktadır.³

2008 krizinden sonra Federal Reserve Bank (FED)’in ve European Central Bank (ECB)’in genişleyici para politikası izlemesiyle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelere giren yüksek miktarda döviz, Türkiye ekonomisinin büyümesine destek olmuştur. FED’in genişleyici para politikasını bırakıp faiz artırımından bahsetmeye başlamasıyla dolar gelişmekte olan ülkelerin para birimlerine karşı değer kazanmaya başlamıştır. Türkiye özelinde bakıldığında; Türkiye’nin cari açık veren bir ülke olması ve dış ticaretini genel olarak ABD Doları ve Euro üstünden yapması nedeniyle dövizde ki dalgalanmaların ekonomiye doğrudan etkisi olmaktadır.

Yerel ve küresel gelişmeler özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde, yabancı yatırımcı kararını etkilemektedir. 2013 ve sonrasında ülkemizde yaşadığımız siyasi olaylar nedeniyle ve özellikle 15 Temmuz 2016’da yaşanan darbe girişiminin sonucu olarak ülkemize giren fon akışı zaman zaman kesintiye uğramaktadır. Azalan fon girişi nedeniyle inşaat sektörüne aktarılan kaynak da azalmaktadır.

FED’ in söylemleri ve kararları doğrultusunda ülkemize girişi azalan fonların tekrar arttırılabilmesi için yabancı yatırımcı ikna edilmelidir. Bu noktada yatırım yapılabilir bir ülke olmak için istikrar, siyasi durum ve riskler yatırımcının kararını doğrudan etkileyecektir. Gayrimenkul sertifikası ve gayrimenkul yatırım fonları; ülkemize girişi azalan fon ortamında (1) faiz hassasiyetleri veya yeterli birikimi olmaması nedeniyle finansal sisteme giremeyen küçük yatırımcıların fon piyasasına çekebilmesi potansiyeli,

¹ Türkiye İş Bankası, İktisadi Araştırmalar Bölümü, İnşaat Sektörü Raporu, Ocak 2017, s.4.

² Konvansiyonel bankacılık: Mevduat alma yetkisine sahip ticari bankalar ve katılım bankacılığını ifade etmektedir.

³ İnşaat ve gayrimenkul finansmanı bölümünde detaylı olarak incelenecektir.

(2) proje sahiplerine de erken finansman sağlama, pazarlama ve bilinirlik olanağı sunması nedeniyle ülke ekonomisi için bir fırsat sunmaktadır.

lke ekonomisini olumsuz etkileyen sermaye çıkışlarının, yeniden ülke ekonomisine katılabilmesi gayrimenkul yatırım araçlarıyla mümkün olabilecektir. Bu araçlar gayrimenkul sektörü için konvansiyonel bankacılıktaki kaynak aktarımı sıkıntısını ortadan kaldırarak konut açığı ve istihdam alanında pozitif etkiler yaratacaktır.



2. LİTERATÜR TARAMASI

Gayrimenkul sertifikaları ve gayrimenkul yatırım fonları ile ilgili çok az sayıda akademik çalışma yapılmıştır.

(Önal 2005) Gayrimenkul sertifikalarını, o günkü gayrimenkul sertifikaları mevzuatı çerçevesinde incelemiş ve işleyişini anlatmıştır.

(Özgüç 2008) “Gayrimenkul Yatırım Fonları: Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar ve Türkiye İçin Öneriler” adlı çalışmasında gayrimenkul yatırımlarında gayrimenkul yatırım fonlarının, doğrudan gayrimenkul satın alımlarından ve gayrimenkul yatırım ortaklığı hissesi satın alımlarından oluşacak yatırımlara göre avantajlarından bahsetmiştir. Doğrudan gayrimenkul yatırımı için yüksek sermayeye ihtiyaç olduğunu söylemiş, gayrimenkul yatırım ortaklıklarında ise portföy değeri ile hisse fiyatları arasında sapmaların olabildiğini belirtmiştir. Gayrimenkul yatırım fonlarının ise taşıdığı riskin daha düşük olduğunu, profesyonel portföy yönetiminin avantaj sağladığını, gayrimenkule yatırım yapmayı kolaylaştırdığını savunmuştur. Ayrıca çalışmada dünyadaki gayrimenkul yatırım fonları incelenmiştir. Türkiye’de gayrimenkul yatırım fonlarına ilişkin düzenlemeler için ise daha köklü ve istikrarlı bir yapısı olduğu için Almanya’daki düzenlemelerin referans alınması önerisinde bulunulmuştur.

(Coşkun 2015) “Türkiye’deki Konut Finansmanı: Sorunlar ve Çözüm Önerileri” adlı çalışmasında, gayrimenkul yatırım fonlarının başlıca sorunları olarak günlük değerlemesi yapılamayan taşınmazların tahmini değerlemelerinin yapılamamasını ve katılma paylarının geri dönüş süresinin likidite problemi yarattığını göstermiştir. Daha önce denenmiş araçlar ile taşınmaz ekonomisinin harekete geçirilmesine çalışıldığını ama başarısız olduğunu, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından 2014 yılında yayımlanan gayrimenkul yatırım fonları tebliğinin başarısının ise zaman içinde görüleceğini belirtmiştir.

(Koroğlu 2016) “Gayrimenkul Sertifikası Modeli ve Türkiye’de Uygulanabilirliği” adlı makalesinde, gayrimenkul sertifikalarını, 05.07.2013 tarih ve 28698 sayılı Resmi

Gazete ‘de yayımlanan “Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII- 128.2)” doğrultusunda incelemiştir. Çalışmada gayrimenkul sertifikalarının, gayrimenkul projeleri için alternatif bir finansman kaynağı olacağını belirtmiştir. Türkiye’de yaşanan konut sorunu için uygun bir model olabileceği anlatılmıştır. Ayrıca, gayrimenkul sertifikalarının yatırımcılar açısından oluşturacağı olumlu etkilerden bahsedilmiştir. Konut sorunun temelinde finansman probleminin olduğunu, gayrimenkul sertifikası modelinin bu sorunu çözebileceğini, bunun için de yatırımcı ve ihraççı beklentileri göz önünde bulundurularak yapılacak yasal düzenlemelerin öneminden bahsetmiştir.

(Şengül, 2017) “Gayrimenkul Yatırım Fonları ve Türkiye’deki Uygulamalarının Değerlendirilmesi” çalışmasında, gayrimenkul yatırım fonlarında paydaş niteliğinde olan kişi ve kurumlara birebir görüşme niteliğinde derinlemesine görüşme mülakat tekniğine yönelik soru formları kullanılarak görüşlerini almıştır. Gayrimenkul yatırım fonlarının gelecek yıllarda önemli bir yatırım aracı haline gelmesinin beklendiğini belirtmiştir. Gayrimenkul yatırım fonlarının gelişimi için bilinirliliğinin artırılması gerektiğini ve ülkeye yabancı sermaye girişinin gerekliliğini savunmuştur.

3. TÜRKİYE’DE İNŞAAT VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNE BAKIŞ

Bu bölümün ilk kısmında gayrimenkul ve inşaat piyasası ana kollarıyla tanıtılıp temel göstergeler doğrultusunda incelenecektir. İkinci kısımda sektörün gelişimini etkileyen faktörler incelenip, ilk bölümdeki verilerle beraber gelecek beklentileri tartışılacaktır. Üçüncü bölümde ülke ekonomisindeki yeri ve önemi incelenecektir. Son bölümde ise bugüne kadar ki sektörün finansmanın modeli incelenecek bundan sonrası için alternatif finansman modelleri için önerilerde bulunulacaktır.

3.1 GAYRİMENKUL VE İNŞAAT PİYASASI

Bu bölümde gayrimenkul ve inşaat sektörünün temelini oluşturan alt segment grupları incelenecektir.

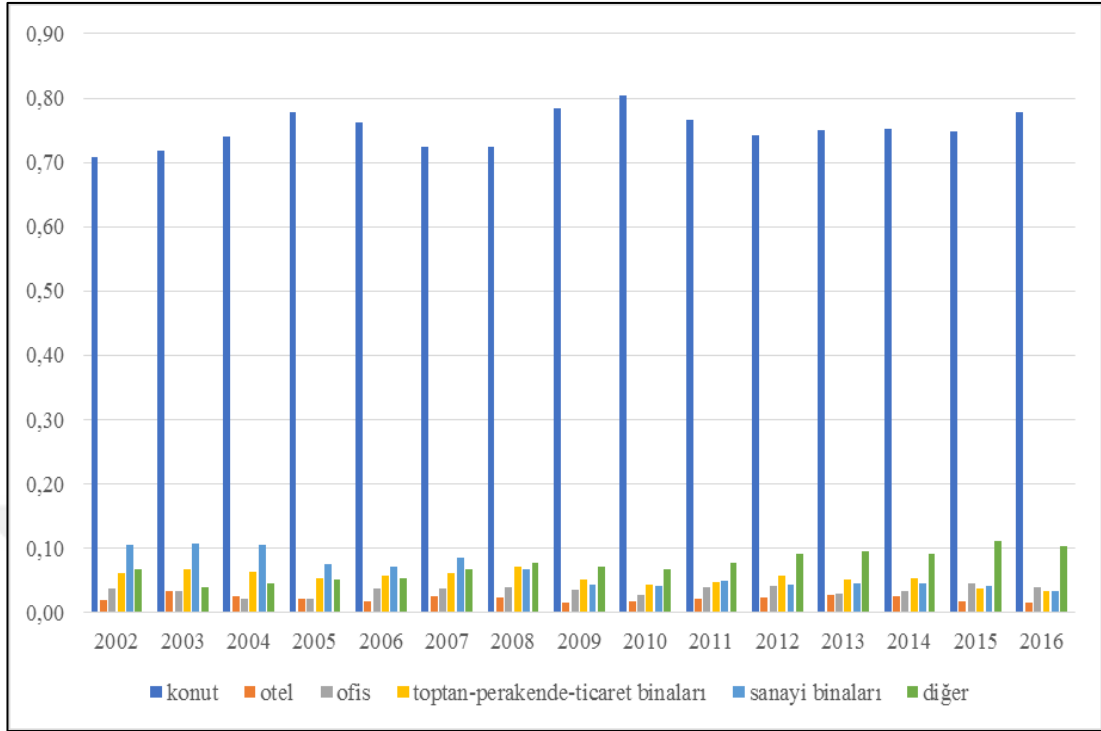
Alt segmentler 4 grupta incelenebilir.

- i. Konut sektörü
- ii. Ticari gayrimenkul sektörü
- iii. Altyapı hizmetleri
- iv. Yurt dışı müteahhitlik hizmetleri

Bu grupların Şekil 3.1’de alan büyüklüklerine göre alınan yapı ruhsatı oranlarına bakıldığında, 2002 yılından 2016 yılına kadar, her yıl yüzde 70’in üzerinde konut sektörünün pay aldığı görülmektedir. Bu nedenle konut sektörü, inşaat ve gayrimenkul piyasasının en önemli segmenti ve ölçütü konumundadır.

Aşağıda alt segment gruplarının gelişimi, yapılan yatırımlar, arz-talep durumları ve bunları etkileyen faktörler incelenecektir.

Şekil 3.1: Yüz Ölçümlerine Göre Yıllık Alınan Yapı Ruhsatlarının Alanlara Dağılımı



Kaynak: TÜİK

3.1.1 Konut Sektörü

Konut, bireylerin ve ailelerin güvenlik ve istikrarları için temel teşkil eder (UNHR.org, 2017). Aynı zamanda toplumun gözünde güvenilir bir yatırım aracı olması gibi nedenlerle sektör olarak da her ekonomide önemli yer tutmaktadır. Haliyle bu durum gayrimenkul sektörü içerisinde konutun en büyük paya sahip olmasını doğurmuştur. Aşağıda, Türkiye için önemli sektörlerden birisi olan gayrimenkul sektörünün son yıllardaki gelişimi, konut sektörü özelinde arz, talep ve fiyat verileri temel göstergelerle incelenip Türkiye’de zaman zaman gündeme gelen ‘konut balonu’ söylemine değinilecektir.

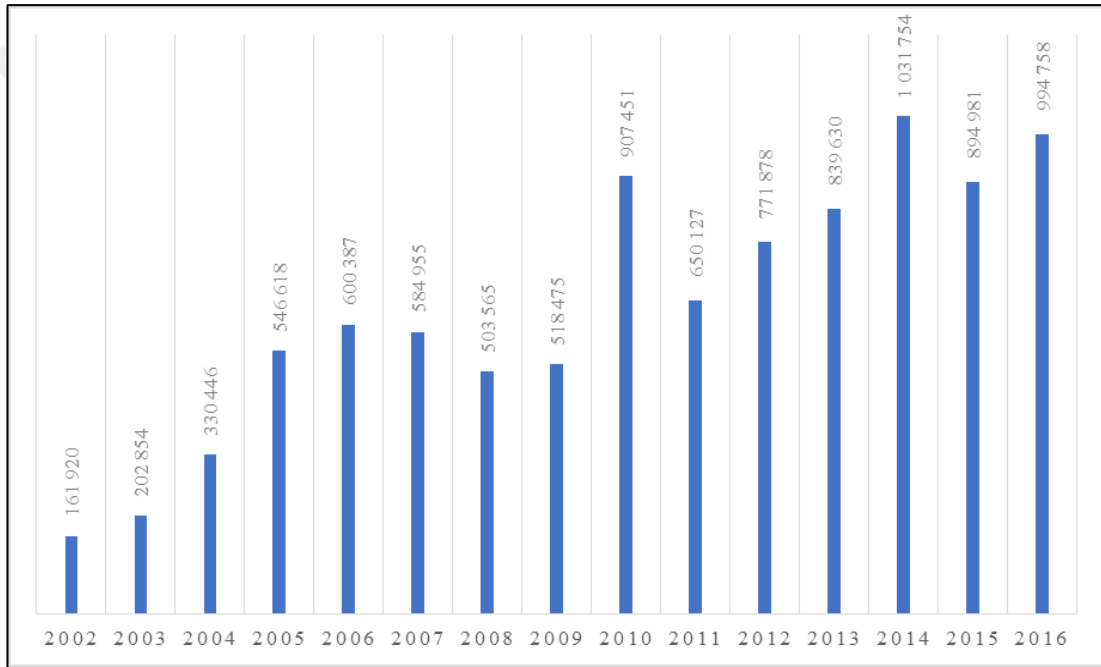
3.1.1.1 Konut arzı

Türkiye’de konut arzı, alınan yapı ruhsatı ve yapı kullanım izin belgeleri verileri doğrultusunda incelenecektir. Öncelikle sıklıkla karıştırılan bu iki kavramın tanımının yapılması gereklidir.

Yapı ruhsatı, arsa tipindeki alanlara, ilgili belediyelerin izin verdiği şartlarda projenin yapılabilmesi için yine belediye tarafından verilen inşaat iznidir. Yapı kullanım izin belgesi ise, proje tamamlandıktan sonra projenin gerekli kriterleri çerçevesinde yapılıp yapılmadığının kontrolü ve ardından onaylanmasıdır.

Şekil 3.2’de yapı ruhsatı alınan konut sayısına bakıldığında 2016 sonu itibariyle 1.000.000 adet seviyesindedir. Yıllar içinde dalgalanmalar olsa da genel itibariyle artış trendinin hakim olduğu görülmektedir.

Şekil 3.2: Yıllara Göre Alınan Yapı Ruhsatı Alınan Konut Sayısı Miktarı

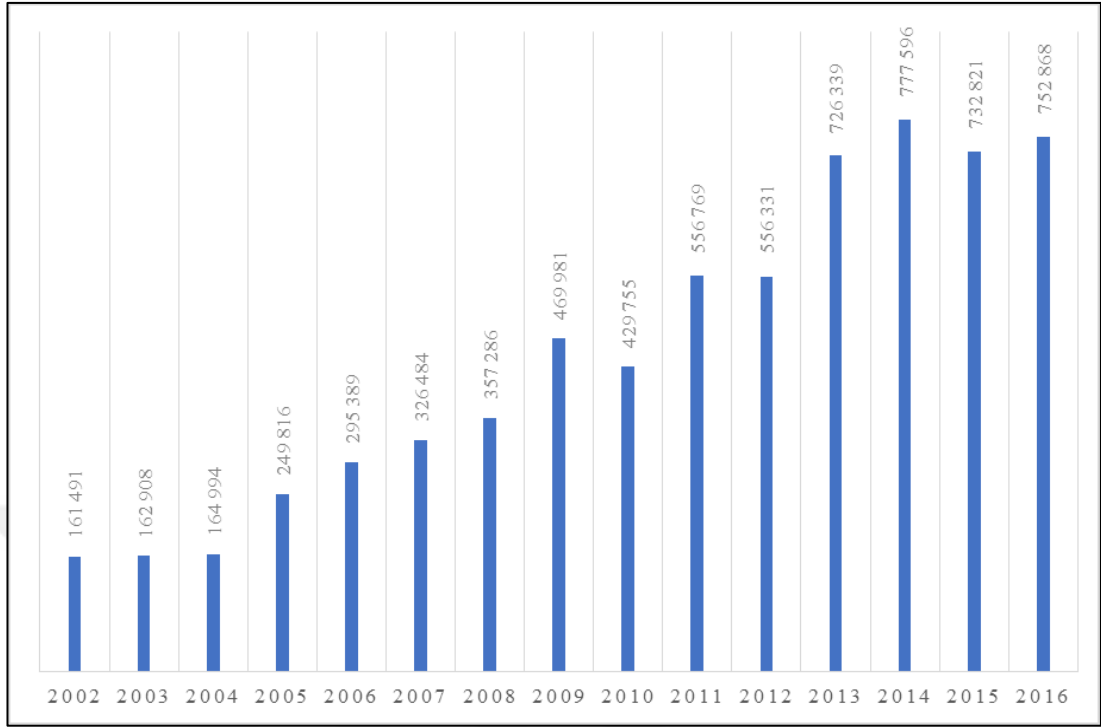


Kaynak: TÜİK

Şekil 3.3’de yıllık alınan yapı kullanım izin belgelerinin daire adeti gösterilmektedir. Tıpkı yapı ruhsatı sayısı gibi yapı kullanım izin belgeleri de genel anlamda artan bir performans göstermektedir.

2005 yılına kadar 200.000’in altında seyreden yapı kullanım izin belgesi sayısı 2016 yılında 750.000’i geçmiştir.

Şekil 3.3: Yıllara Göre Alınan Yapı Kullanım İzin Belgesi Miktarı

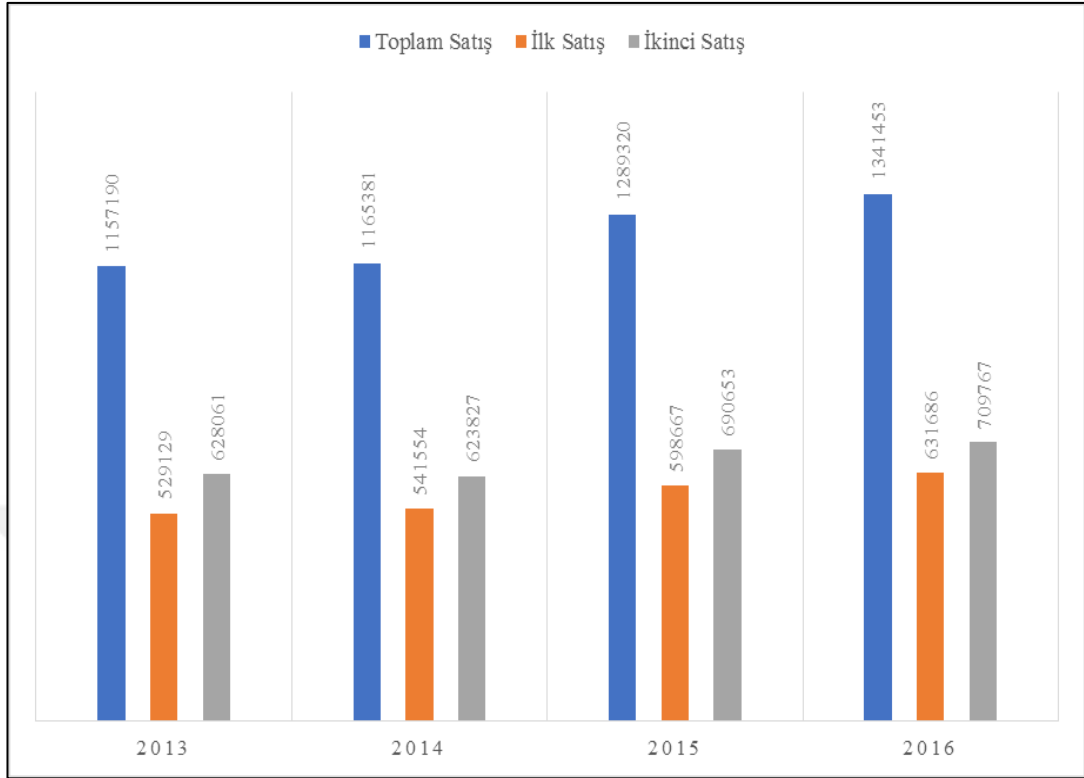


Kaynak: TÜİK

3.1.1.2 Konut talebi

Konut talebinin en önemli indikatörlerinden olan konut satış sayılarına bakıldığında konut talebinin her sene arttığı görülmektedir. Şekil 3.4'deki veriler doğrultusunda, 2013 yılından 2016 yılının sonuna kadar her yıl ortalama olarak yaklaşık 1.200.000 adet konut satışı gerçekleştiği görülmektedir. Bunların yaklaşık 575.000 adeti ilk satış olarak, 660.000 adeti de ikinci el satış olarak gerçekleştirilmiştir. İlk satışlar ikinci el satışların altında seyretmektedir.

Şekil 3.4: Yıllara Göre İlk ve İkinci El Konut Satış Sayıları



Kaynak: TÜİK

Arz ve talep verileri doğrultusunda son dört yılın ortalamalarına bakıldığında, Türkiye’de her yıl ortalama yaklaşık 750.000 adet konuta yapı kullanım izin belgesi verilmektedir. Yapılan ilk satış adetinin ise ortalama olarak aynı dönemde yaklaşık 575.000 seviyesinde kaldığı görülmektedir. Bu veriler doğrultusunda her sene 170.000 adet civarında yeni üretilen konutun talep fazlası gibi olduğu düşünülmektedir. Ancak bu sayının esasında daha az olduğu iddia edilebilir.

Türkiye’de gerçekleştirilen konut projelerinin önemli bir kısmını arsa sahipleriyle yapılan kat karşılığı anlaşmalı projeler oluşturmaktadır. Arsa sahipleri paylarına düşen konutları kira getirisi, çocuklarına vermesi gibi nedenlerle bir kısmını satmayı ya da hiçbirini satmamayı tercih edebilmektedir. Bu durumda yeni yapılan konutlar kullanılmış olurken, istatistiki verilerde satılmamış stok fazlası gibi gözükebilmektedir.

Bir diğer ayrıntı ise yatırımcılar, proje başlangıçlarında konutları daha ucuz fiyatlarla alıp projenin sonlarına doğru veya proje bitimlerinde daha yüksek fiyatla satma

eğiliminde bulunabilmektedir. Bu durumda proje bitiminde sattıkları konutlar ikinci el satış konumuna dahil olmaktadır.

Bu iki faktör göz önüne alındığında talep fazlasının 170.000 sayısının altında kaldığı görülmektedir.

3.1.1.3 Konut fiyatları

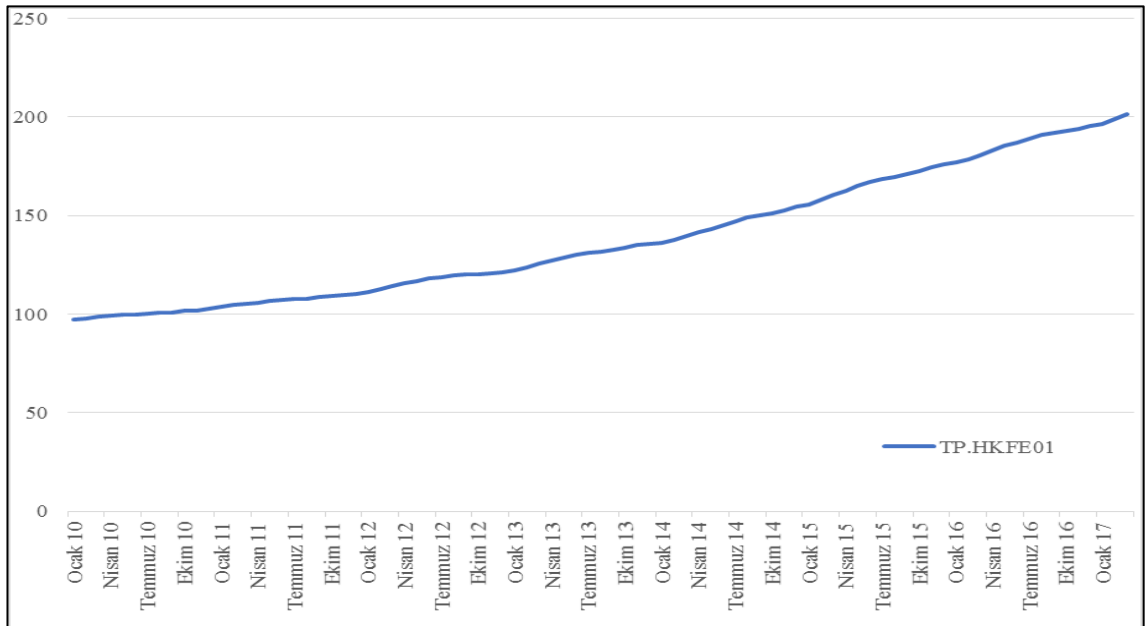
Konut fiyatları, konut talebini direkt olarak etkileyen bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.

Ekonomide konut fiyatlarının analizleri için çeşitli endeksler kullanılmaktadır. Bunlardan bir tanesi hedonik konut fiyat endeksidir.

Hedonik konut fiyat endeksi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) tarafından konutların gözlemlenebilen özelliklerini zaman içinde kontrol edebilmek için, kalite etkisinden arındırılmış saf fiyatlarını ölçen bir endekstir.

Şekil 3.5'te görüldüğü gibi, hedonik konut fiyat endeksi verilerine göre konut fiyatlarının artış eğiliminde olduğu görülmektedir.

Şekil 3.5: Türkiye Hedonik Konut Fiyat Endeksi

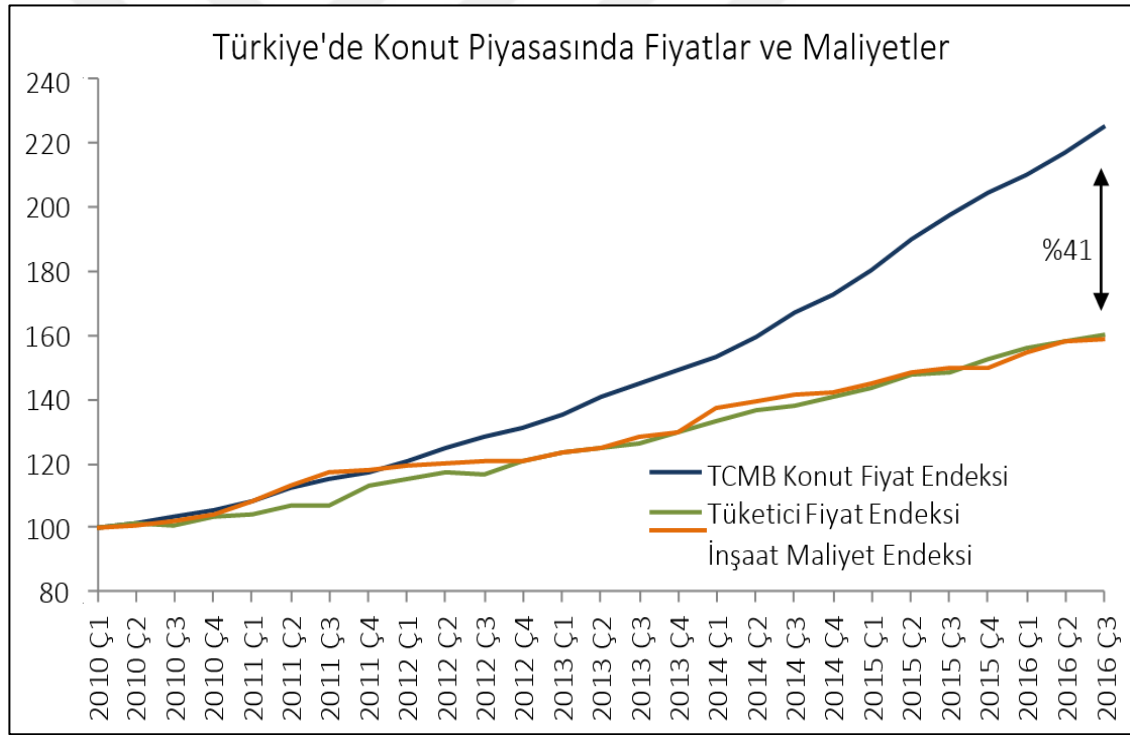


Kaynak: TCMB

3.1.1.4 Konut balonu

Türkiye’de zaman zaman inşaat ve gayrimenkul piyasası içerisinde gündem yaratan konulardan bir tanesi konut balonudur. Konut balonundan söz edilebilmesi için; konut fiyatlarındaki artışların sürekli ve sebebi herhangi bir etkenle açıklanamayan oranlarda olması gerekmektedir. Şekil 3.6’da görüldüğü gibi Türkiye’de konut fiyatlarındaki artış tüketici enflasyonunun üzerinde seyretmektedir. Bu dönemde tüketici fiyatları yüzde 60, bina inşaat maliyetleri ise yüzde 59 oranında artmıştır. Arsa maliyetinin toplam maliyet içerisinde aldığı pay ise yüzde 40 seviyesine gelmiştir. Enflasyon ve inşaat maliyetleri göz önüne alındığında, reel bazda yüzde 41 seviyesindeki artış, arsa maliyetleri de göz önüne alındığında yüzde 29 seviyesine gerilemektedir.⁴

Şekil 3.6: Türkiye’de Konut Piyasasında Fiyat – Maliyet Karşılaştırması



Kaynak: Türkiye İş Bankası, İktisadi Araştırmalar Bölümü, İnşaat Sektörü Raporu, Ocak 2017

Şekil 3.7’de, yakın zamanda Amerika Birleşik Devletleri’nde (ABD) yaşanan konut krizine bakıldığında; ABD’de konut fiyat endeksi ile tüketici fiyat endeksi arasında ki makasın yüzde 73’e kadar açıldığı görülmektedir. İspanya’da konut balonu konusunun

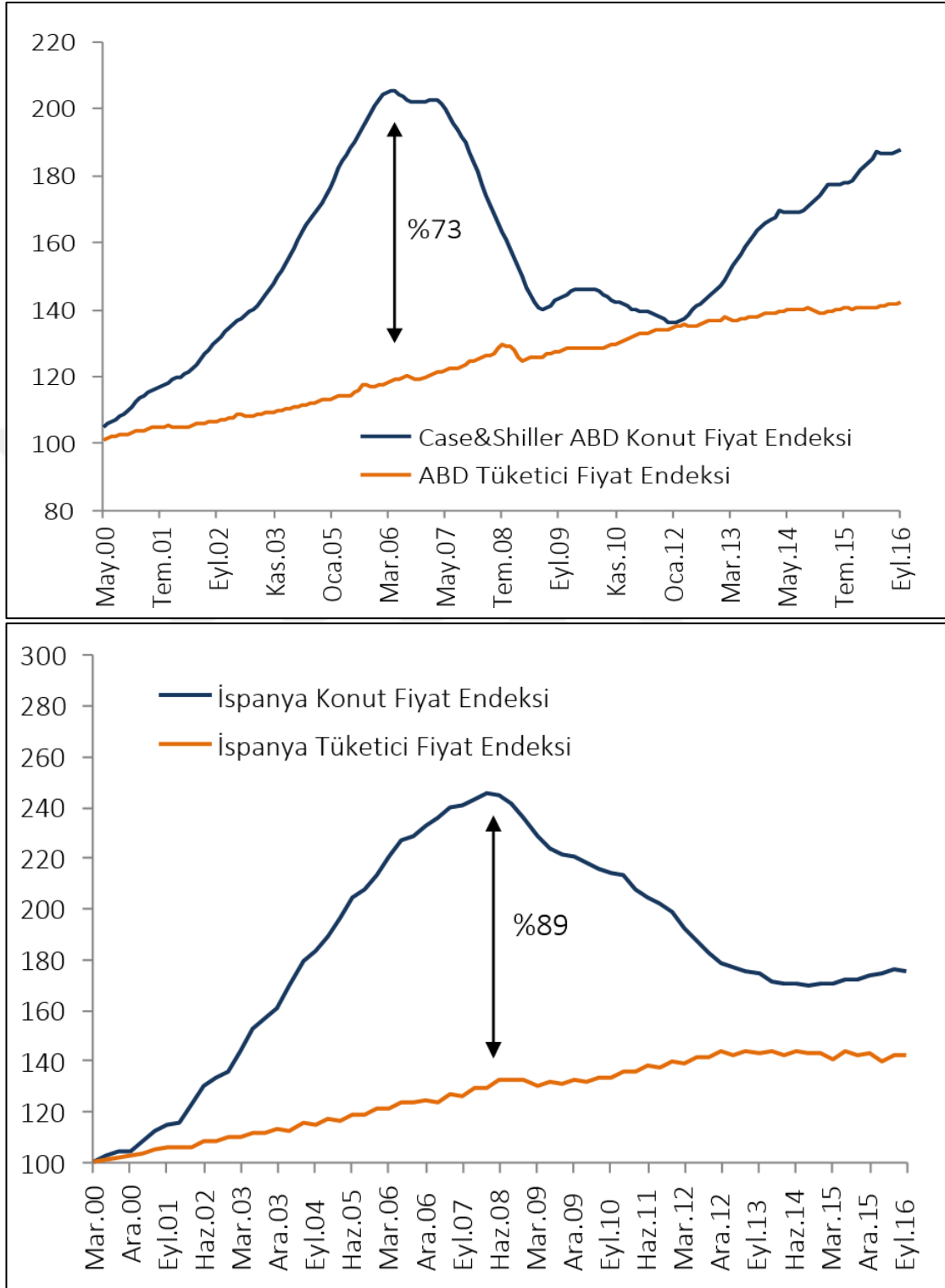
⁴ Türkiye İş Bankası, İktisadi Araştırmalar Bölümü, İnşaat Sektörü Raporu, Ocak 2017

gündeme geldiği zaman diliminde ise; konut fiyat endeksi ile tüketici fiyat endeksi arasında yüzde 89'luk bir fark oluşmuştur. ABD ve İspanya'da söz konusu dönemlerde konut fiyatındaki artışların, tüketici enflasyonunu aşırı miktarda aştığı görülmektedir. Bu iki ülkeye kıyasla Türkiye'de de konut fiyatında ki artış enflasyon artışının üzerinde seyretse de maliyet artışları, demografik etkenler, gelirdeki artışlar gibi kıstaslarla açıklanabilir. Bu bağlamda Türkiye için konut balonu varlığı için henüz yeterli bir neden bulunmamaktadır.⁵



⁵ Türkiye İş Bankası, İktisadi Araştırmalar Bölümü, İnşaat Sektörü Raporu, Ocak 2017, s.23-24.

Şekil 3.7: ABD ve İspanya Konut Piyasası Fiyat – Maliyet Karşılaştırması



Kaynak: Türkiye İş Bankası, İktisadi Araştırmalar Bölümü, İnşaat Sektörü Raporu, Ocak 2017

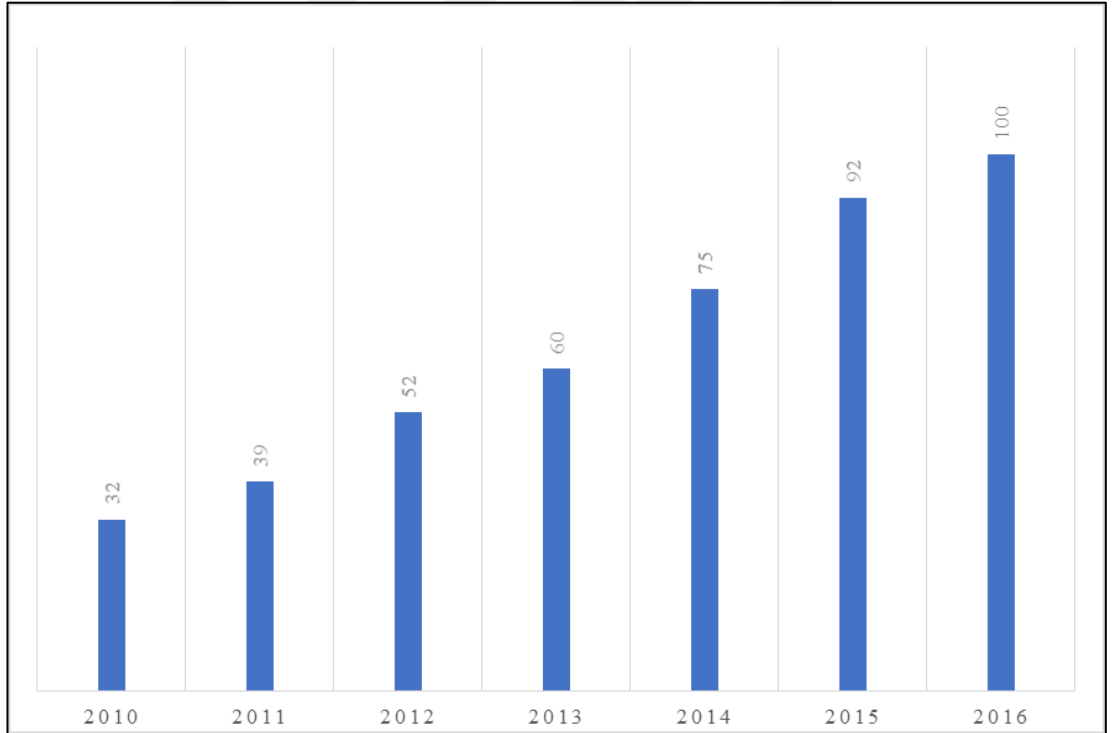
3.1.2 Ticari Gayrimenkul Sektörü

Ticari gayrimenkul sektörünün temel taşları perakende-alış veriş merkezi (AVM), ofis ve otel olarak değeriendirilebilir.

3.1.2.1 Perakende-AVM

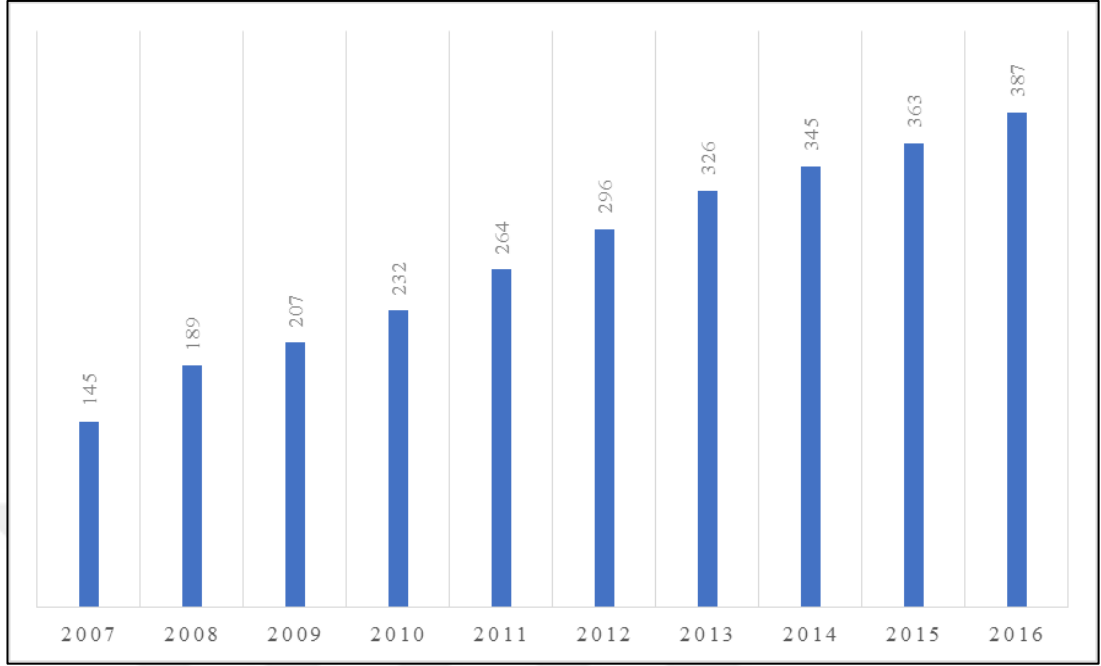
Türkiye’de nüfusun genç olması, kentleşmenin devam etmesi ve harcama eğiliminin yüksek olması neticesinde perakende sektörü gelişme göstermiştir. Bu noktada perakende sektörünün büyümesinin en büyük etkeni AVM’ler olmuştur. Şekil 3.9’da yıllara göre açık AVM sayıları verilmiştir. 2007 yılında 145 olan açık AVM sayısı 2016 yılında 387 sayısına ulaşarak yüzde 166’lık bir artış göstermiştir. AVM’lerin 2010 yılında 32 milyar TL olan cirosu 2016 yılında 100 milyar TL seviyesine yükselmiştir. Gelişen bu sektör ticari gayrimenkul yatırımlarını pozitif etkilemektedir.

Şekil 3.8: Türkiye’de Yıllara Göre Avm Ciroları (milyar TL)



Kaynak: A&T Bank, Ekonomik Araştırmalar Departmanı, İnşaat Sektörü Raporu, Mayıs 2017

Şekil 3.9: Türkiye’de Yıllara Göre Açık AVM Sayısı



Kaynak: GYODER, Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2017, 1.Çeyrek Raporu

Kentleşmenin devam etmesi, yeni yerleşim alanlarının gelişmesi, büyük ölçekli karma projeler bünyesinde AVM’ler yapılması ve Anadolu’ya yönelik yatırımların artması neticesinde AVM sayılarının artması beklenmektedir.

3.1.2.2 Otel

Ülkemizin bulunduğu coğrafyada özellikle son yıllarda yaşanan gelişmeler neticesinde, jeopolitik riskler artmış buna bağlı olarak turizm sektörü olumsuz etkilenmiştir. Bu olumsuz etki otel ve turistik tesis yatırımlarına da yansımıştır.⁶

Şekil 3.10’da İstanbul’da bulunan 5 yıldızlı otellerin yıllara göre doluluk oranları ve fiyatları gösterilmiştir. 2013 yılından sonra doluluk oranlarının ve fiyatlarının büyük bir düşüş yaşandığı görülmektedir.⁷

⁶ Türkiye İş Bankası, İktisadi Araştırmalar Bölümü, İnşaat Sektörü Raporu, Ocak 2017, s.40.

⁷ A&T Bank, Ekonomik Araştırmalar Departmanı, İnşaat Sektörü Raporu, Mayıs 2017, s.25-26.

Şekil 3.10: İstanbul 5 Yıldızlı Otel Doluluk Oranları ve Fiyatları

Yıl	Doluluk Oranı(%)	Ortalama Oda Fiyatı (Euro)	Oda Başı Gelir (Euro)
2010	72	155	112
2011	71	161	114
2012	73	163	119
2013	69	167	115
2014	69	140	97
2015	65	121	29
2016	50	91	45

Kaynak: A&T Bank, Ekonomik Araştırmalar Departmanı, İnşaat Sektörü Raporu, Mayıs 2017

Jeopolitik risklerin azalması, turizmin canlanmasını sağlayacak adımların atılması doğrudan olarak otel ve turistik tesis yatırımlarına da pozitif etki yaratacaktır.

3.1.2.3 Ofis

Türkiye’de kaliteli ofis stokunun yetersiz olması sebebiyle özellikle büyük kentlerde ofis projeleri gelişme göstermektedir. Kullanıcılarına farklı hizmetler sunabilen ofislere talep, daha çok büyük kentlerde ve merkezi bölgelerde olmaktadır. Piyasalarda yaşanan arz-talep dengesi sonucuna bağlı olarak kira getirileri ve satışlar dalgalanma gösterebilmektedir. Dalgalanmalar neticesinde stok sayılarında artmalar yaşanabilmektedir.⁸

3.1.3 Altyapı Faaliyetleri

Şehirlerin gelişmesinde, yaşam standartlarının artmasında, artan standartların sürdürülebilirliğinde en önemli etkenlerden biri olarak altyapı faaliyetleri gösterilebilir. Altyapısı sağlam bir zemin üzerinde kurulduğu takdirde bölgelerin gelişimi ve ekonomisi ile birlikte bunların sürdürülebilirliği daha kolay olacaktır.

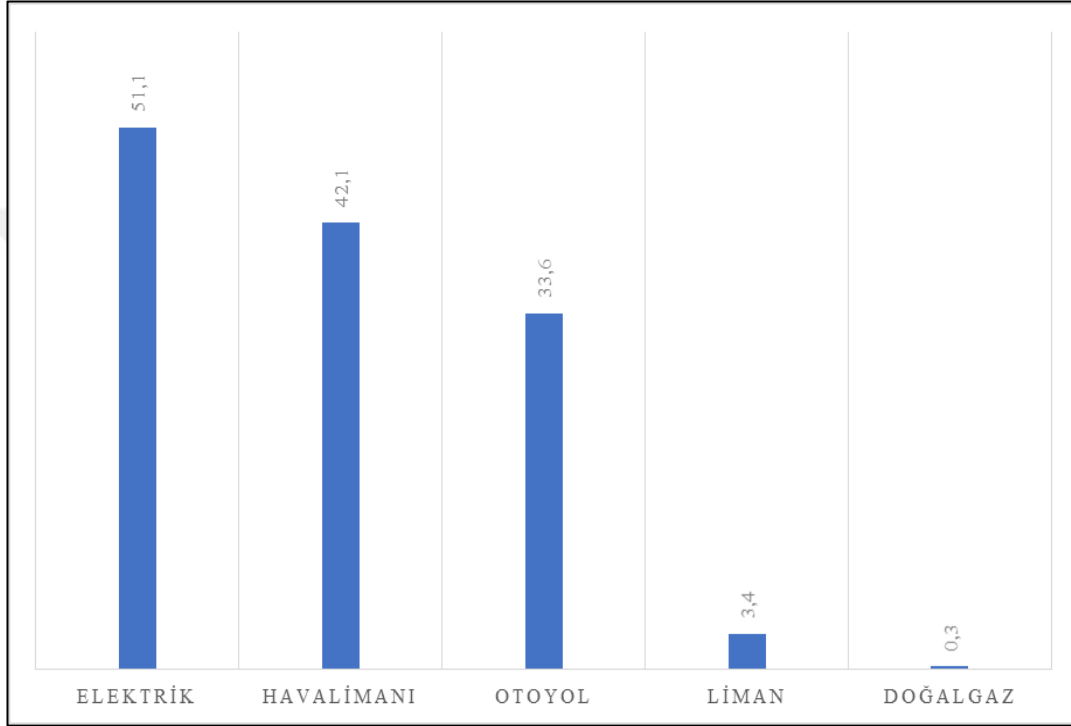
Türkiye’de son 10 yılda altyapı faaliyetlerine yapılan yatırım 140 milyar dolar seviyesindedir. Altyapı faaliyetlerine yapılan yatırımların 2015 yılındaki miktarı 50

⁸ Türkiye İş Bankası, İktisadi Araştırmalar Bölümü, İnşaat Sektörü Raporu, Ocak 2017, s.33.

milyar doların üzerindedir. Bu büyük artış 3.havalimanı ve büyük ölçekli otoyollar gibi mega projelerin hayata geçirilmesiyle yaşanmıştır.

Bu yatırımların büyük bölümü inşaat, enerji ve ulaştırma sektörlerinde olmuştur. Şekil 3.11’de altyapı yatırımlarının 2006 – 2015 yılları arası sektörel dağılımı gösterilmiştir.

Şekil 3.11: 2006-2015 Yılları Arası Altyapı Yatırımı Sektörel Dağılımı (Milyar Dolar)



Kaynak: Türkiye İş Bankası, İktisadi Araştırmalar Bölümü, İnşaat Sektörü Raporu, Ocak 2017

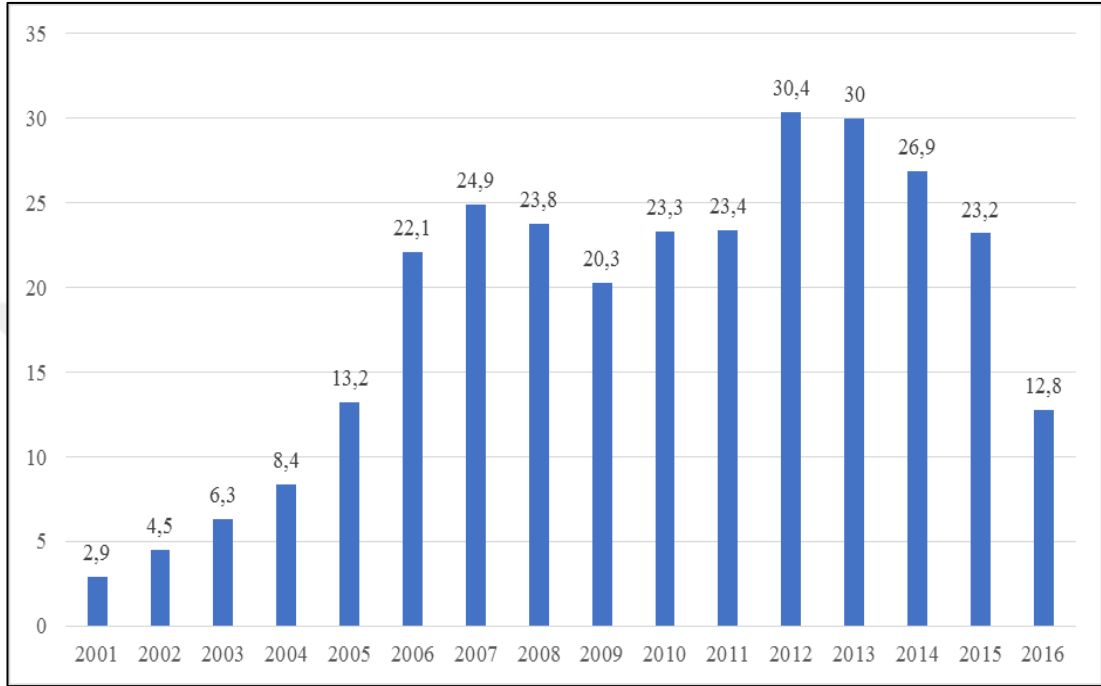
Altyapı faaliyetlerine yapılan yatırımların, büyük ölçekli otoyol projelerinin devam etmesi, yaygınlaşan şehir hastanelerinin yapımı ve İstanbul’da hayata geçirilmesi beklenen kanal projesi ile gelişmesinin devam etmesi beklenmektedir.

3.1.4 Yurtdışı Müteahhitlik Faaliyetleri

İnşaat ve gayrimenkul sektörü, sadece yurt içi faaliyetlerle sınırlı kalmayıp yurt dışı faaliyetlerinde de başarılı bir performans göstermektedir. Sektör ülkemize döviz girdisi sağlamakta aynı zamanda da ülkemizin marka değerine önemli katkıda bulunmaktadır. Şekil 3.12’de yurtdışı müteahhitlik faaliyetlerinin toplam proje bedelleri sektörün gücünü ve potansiyelini ortaya koymaktadır. Sektörün yurt dışı faaliyetlerde ki başarılı

performansını, 2016 yılı itibarıyla dünya genelinde ki en büyük 250 müteahhitlik şirketi arasında 40 Türk şirketinin girmesi çok net bir şekilde göstermektedir. Türkiye bu sayıyla dünya genelinde Çin'in arkasından ikinci sırada gelmektedir.⁹

Şekil 3.12: Yurt dışı müteahhitlik faaliyetleri toplam proje bedeli (Milyar Dolar)



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Ekonomi Bakanlığı, Ekonomik Görünüm, Mart 2017

3.2 İNŞAAT VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜ ETKİLEYEN UNSURLAR

Çalışmanın bu bölümünde sosyo-ekonomik gelişmeler, nüfus artışı, kentleşme ve diğer etkenlere bağlı olarak sektörün gelişiminin gerekliliği anlatılacaktır.

3.2.1 Sosyo-Ekonomik Gelişmeler

İnşaat ve gayrimenkul sektörü, sosyal ve ekonomik bakımdan birçok faktörden etkilenebilmektedir. Ekonomik beklentiler, hükümet politikaları, siyasi istikrar, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmeleri, komşu ülkelerde yaşanan olaylar finansörlerin, yatırımcıların ve tasarruf sahiplerinin kararında etkili

⁹ Türkiye Cumhuriyeti Ekonomi Bakanlığı, Ekonomik Görünüm, Mart 2017, s.37.

olmaktadır. Özellikle de yabancı sermayenin Türkiye'ye girmesinde önem teşkil etmektedir.

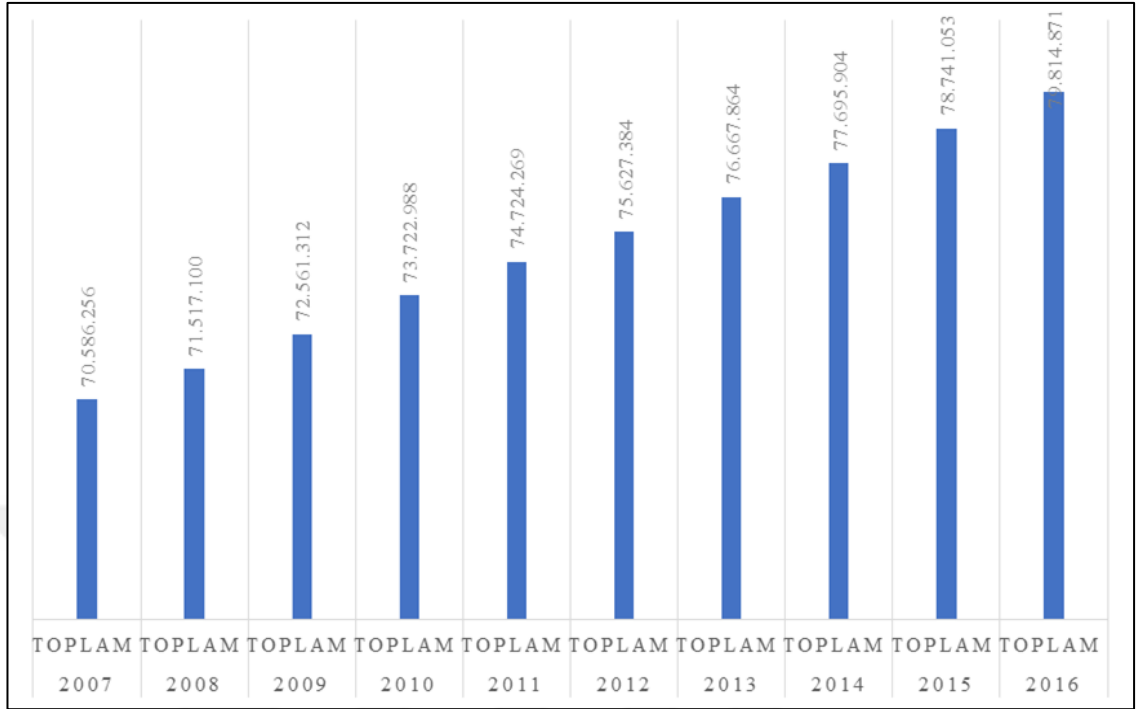
3.2.2 Nüfus Artışı ve Nüfus Yapısı

Gayrimenkul sektörünün odak noktası olarak insanı düşündüğümüzde nüfus artışı ve nüfus yapısı sektörü yakından ilgilendirmektedir. Gayrimenkul sektörünün anında üretim yapma yeteneği olmadığı için, geleceğe yönelik yapılan planlamalarında baz alınacak konulardan biri, nüfus ve buna bağlı gelişmeler olacaktır.

Şekil 3.13'de görüldüğü üzere Türkiye'de her sene nüfus artış ortalama yıllık %13 civarındadır. 2007 yılında 70.586.256 olarak belirlenen toplam nüfus; 10 senede yüzde 13 artış göstererek 79.814.871'e ulaşmıştır.

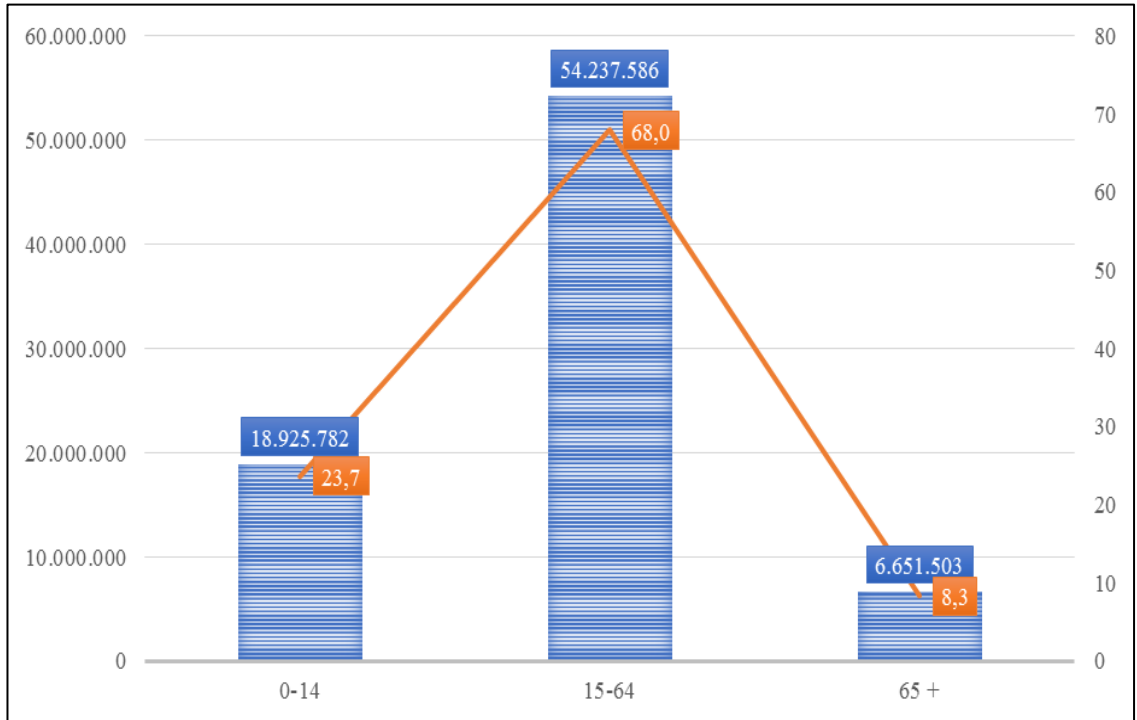
Türkiye'nin yaş dağılımı genç bir nüfusu işaret etmektedir. Şekil 3.14'de gösterildiği gibi nüfusumuzun yüzde 68'lik kısmını 15-64 yaş aralığı oluştururken 0-15 yaş aralığı nüfusun yüzde 24'nü; 65 yaş üstü ise yüzde 8,3'lük kısmını oluşturmaktadır. Özellikle 15-64 yaş aralığının konut ihtiyacı diğer yaş gruplarına göre, çok daha fazla olacağı düşünüldüğünde, 15-64 yaş arası nüfusun fazlalığı ve artan nüfus miktarı konuta olan talebi de doğrudan etkileyecektir.

Şekil 3.13: Yıllara Göre Türkiye Nüfus Sayısı



Kaynak: TÜİK

Şekil 3.14: Nüfus Miktarının Yaş Aralığına Göre Sınıflandırılması



Kaynak: TÜİK

Türkiye’de nüfus her sene 1 milyon civarında artmaktadır. Nüfusun yaş ortalaması yüzde 68 oranında 15-64 yaş aralığındadır. Bu iki veri göz önüne alındığında konuta olan talebin artması beklenmektedir. Artan nüfus, gayrimenkul ve inşaat piyasasının alt segmentlerinde sayılan konuta ve ticari gayrimenkule olan talebi pozitif yönde etkileyecektir. Artan nüfusun sonucu olarak altyapı hizmetlerinin gelişimi de önemlidir. Görüldüğü üzere nüfusa bağlı değişkenler gayrimenkul ve inşaat piyasasına olan ihtiyacı işaret etmektedir.

3.2.3 Kentleşme

İnşaat ve gayrimenkul sektörünü etkileyen önemli faktörlerden bir tanesi de kentleşmedir. Özellikle 1950’li yıllardan itibaren Türkiye’de kentleşme hareketlilik kazanmıştır. Günümüze gelindiğinde de Türkiye hala köylerden kentlere göçün yaşandığı bir ülkedir. (IŞIK, 2005)

2000 yılında Türkiye’de kentleşme oranı yüzde 64,74 iken bu oran 2016 yılında yüzde 73,83’e kadar yükselmiştir.¹⁰

2023 yılına kadar kentlere göçün devam edeceği beklenmektedir. Bunun sonucu olarak da kentleşme oranının yüzde 84 seviyelerine gelmesi öngörülmektedir. Göç kaynaklı kentleşmelerin sonucu olarak 2025’e kadar göç alan şehirlerde konut talebinin devam edeceği beklenmektedir.¹¹

Bugün yüzde 73-74 seviyesinde ki kentleşme oranının yakın bir gelecekte yüzde 84 seviyesine çıkması beklentisi göz önüne alındığında, yeni yaşam alanları oluşacak bu doğrultuda konuta ve ticari gayrimenkule talep gelecek, büyüyen şehirler neticesinde de altyapı sistemlerinin güçlenmesi, bu şehirlerin ihtiyaçlarına cevap verecek şekilde tasarlanması gerekecektir.

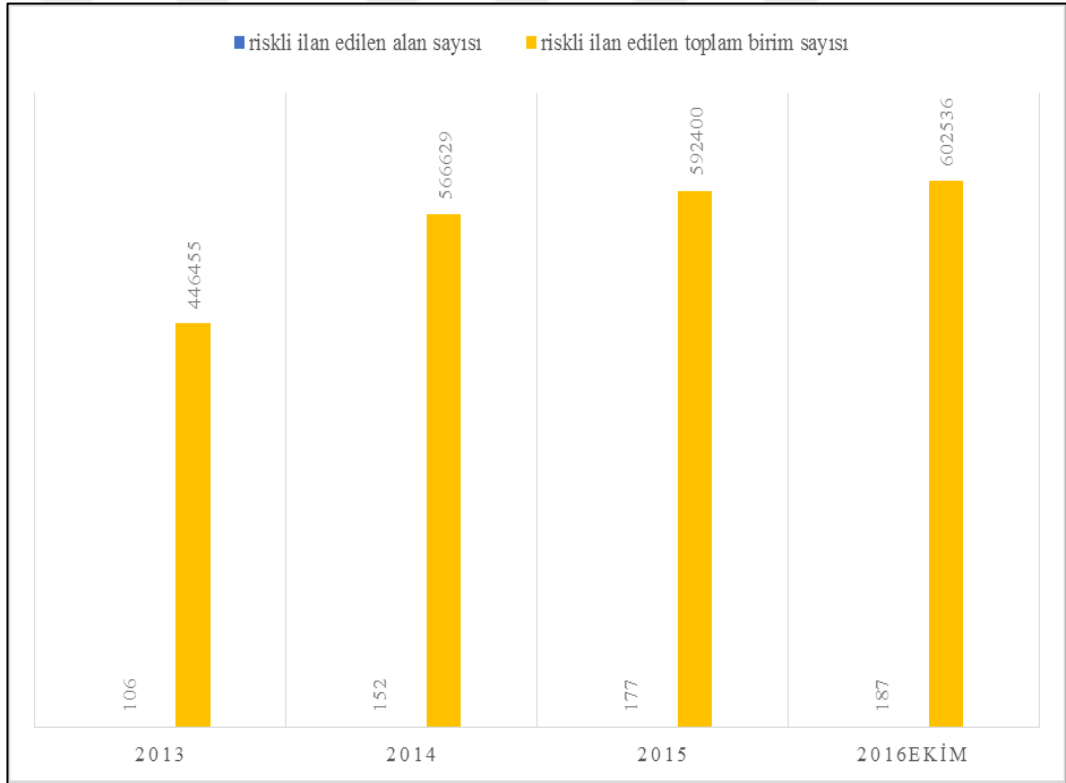
¹⁰ Nufus.mobi web sitesi 2017, <http://nufus.mobi/dunya/nufus/kentlesme/turkiye> [ziyaret tarihi 10.09.2017]

¹¹ Emlak Konut, Gayrimenkul ve Konut Sektörüne Bakış, Haziran 2016, s.67.

3.2.4 Kentsel Dönüşüm

Kentsel dönüşüm kavramı, 16/5/2012 tarihli ve 6306 sayılı Afet Riski Altındaki Alanların Dönüştürülmesi Hakkında Kanun uyarınca hayatımıza girmiştir. Buradaki amaç, deprem riski altında bulunan bölgelerde ve riskli sayılabilecek yapılarda dönüşümlerin gerçekleşmesini sağlamaktadır. Şekil 3.15’de 2013 yılından bu yana riskli ilan edilen alan ve bağımsız birim sayıları verilmiştir. 2013 yılında 450.000 adet civarında olan riskli birim sayısı Ekim 2016’da 600.000 adeti geçmiştir. Bu veri gerçekleşen kentsel dönüşüm projelerinin risk altında bulunan alanlara yetmediğini, kentsel dönüşüm projelerine hız verilmesi gerektiğini göstermektedir.

Şekil 3.15: Kentsel Dönüşüm Kapsamında Riskli İlan Edilen Alan ve Birim Sayıları



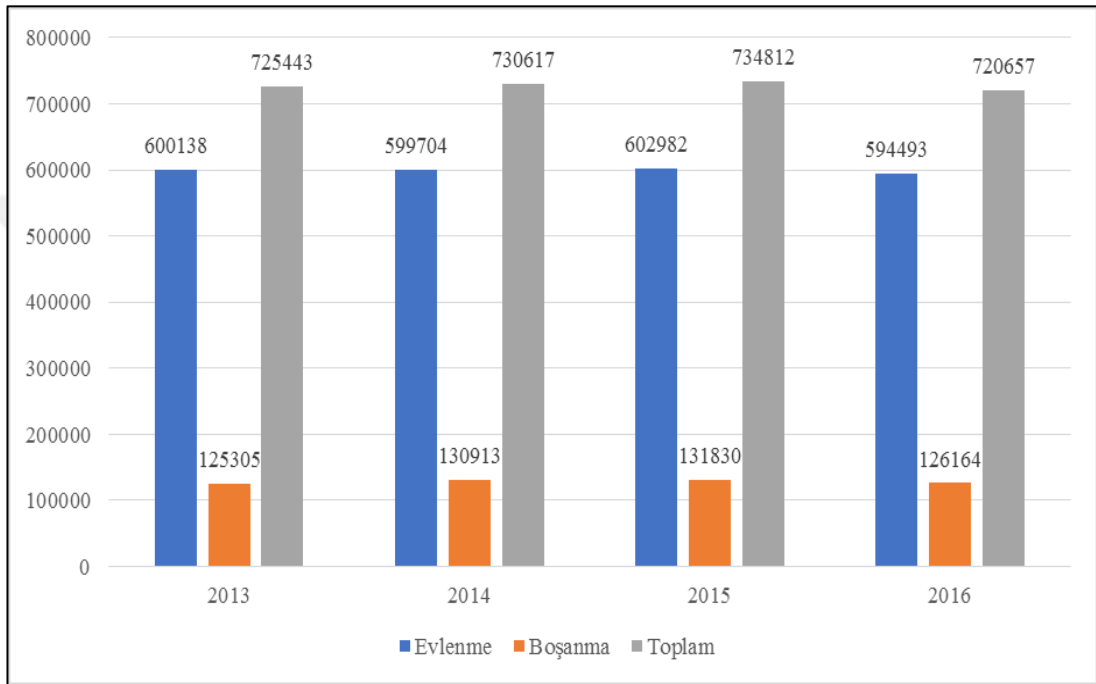
Kaynak: A&T Bank, Ekonomik Araştırmalar Departmanı, İnşaat Sektörü Raporu, Mayıs 2017

3.2.5 Diğer Etkenler

Konut talebi özelinde, sosyo ekonomik gelişmeler, nüfus artışı ve kentleşme gibi temel etkenler dışında, inşaat ve gayrimenkul piyasasını etkileyen diğer etkenler aşağıdaki gibi sıralanabilir.

- a. Evlenme - Boşanma oranlarındaki artış: Evlenmeler ve boşanmalar neticesinde konuta olan ihtiyaç artmaktadır. 2016 yılında 720.657 adet evlenme ve boşanma gerçekleşmiştir. Bu sayı konut talebi özelinde küçümsenemeyecek derecede önemlidir.

Şekil 3.16: Türkiye’de Evlenme Ve Boşanma Sayıları



Kaynak: TÜİK

- b. Değişen aile yapısı: Günümüzde aile kavramının biraz farklılaşarak, kişilerin tek başına yaşamayı tercih edebilmeleri konut ihtiyacını artırmaktadır.¹²
- c. Yatırım amaçlı talep: İnsanların yatırımlarını gayrimenkul alanında yapmaları, konut ihtiyacını ya da ilerleyen bölümlerde bahsedilecek olan gayrimenkul sertifikaları ve gayrimenkul yatırım fonlarında detaylı olarak anlatılacak projelerin değer artışından yararlanma, projeye ortak olmak gibi fırsatlar nedeniyle inşaat ve gayrimenkul sektörüne olan talebi daha da artırabilecektir.

¹² Emlak Konut, Gayrimenkul ve Konut Sektörüne Bakış, Haziran 2016, s.137.

3.3 İNŞAAT VE GAYRİMENKUL SEKÖRÜNÜN EKONOMİYE OLAN KATKISI

Bu bölümde, genel olarak inşaat ve gayrimenkul sektörünün ülke ekonomisi içinde bulunduğu konum, istihdama sağladığı katkı ile kendisine bağlı olarak harekete geçirdiği alt sektör grupları hakkında bilgiler verilecektir.

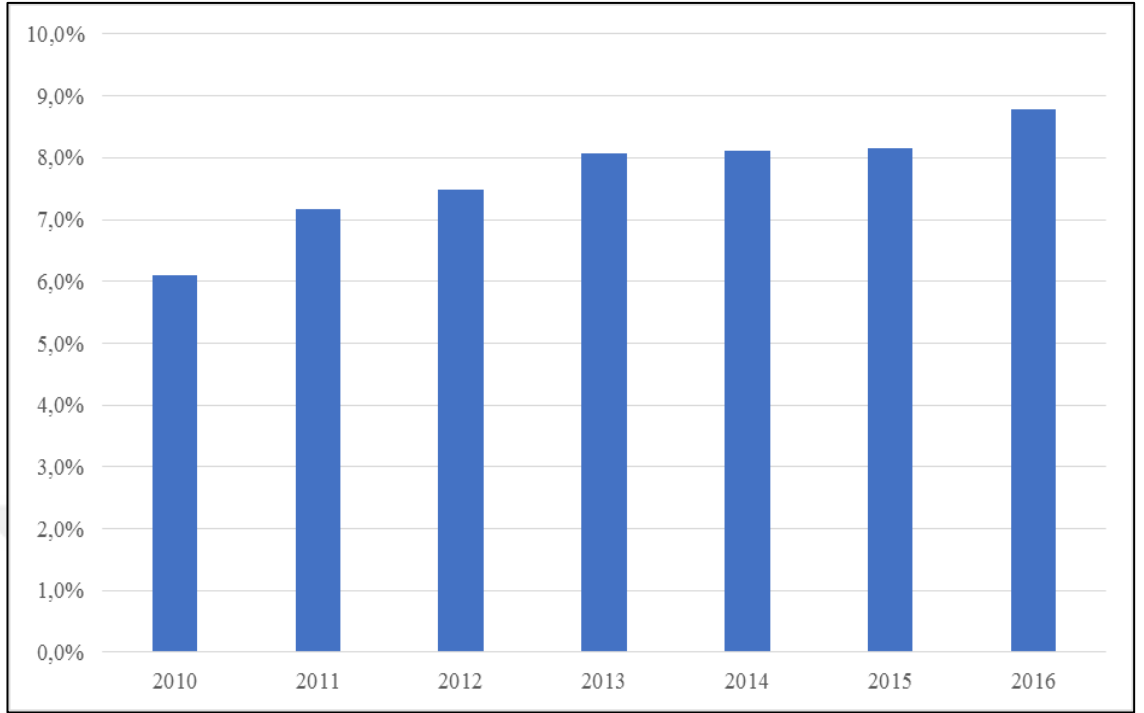
3.3.1 İnşaat ve Gayrimenkul Sektörünün Ekonomi İçindeki Payı

Türkiye Ekonomisini genel itibarıyla, büyüyen ve gelişmekte olan bir ekonomi olarak gösterilebilir. Türkiye; 2001 krizi sonrasında, sadece 2008 krizinin ertesinde bir ekonomik daralma yaşamış fakat hemen ardından krizin etkisi atlatılarak yeniden ekonomisi büyüme trendine giren bir ülke olmuştur.

Dünya genelinde inşaat sektörünün 2016 itibarıyla ekonomi içindeki payı yüzde 10-12 seviyesindedir. Türkiye’de ise GSYİH içindeki payı yüzde 8-9 civarlarında olup dünya ortalamasının az da olsa altındadır. Gelişmekte olan ülkelerde sektörün büyüme oranları, ekonomideki pozitif gelişmelere ve yatırım potansiyellerine bağlı olarak gelişmiş ülkelerin büyüme oranlarına göre daha fazla olmaktadır. 2025 yılı itibarıyla sektörün dünya genelinde gelişmekte olan ülkelerde ekonomi içindeki payının yüzde 16-17, gelişmiş ülkelerde ise yüzde 10 civarında oluşması beklenmektedir.¹³

¹³ Türkiye İş Bankası, İktisadi Araştırmalar Bölümü, İnşaat Sektörü Raporu, Ocak 2017, s.4.

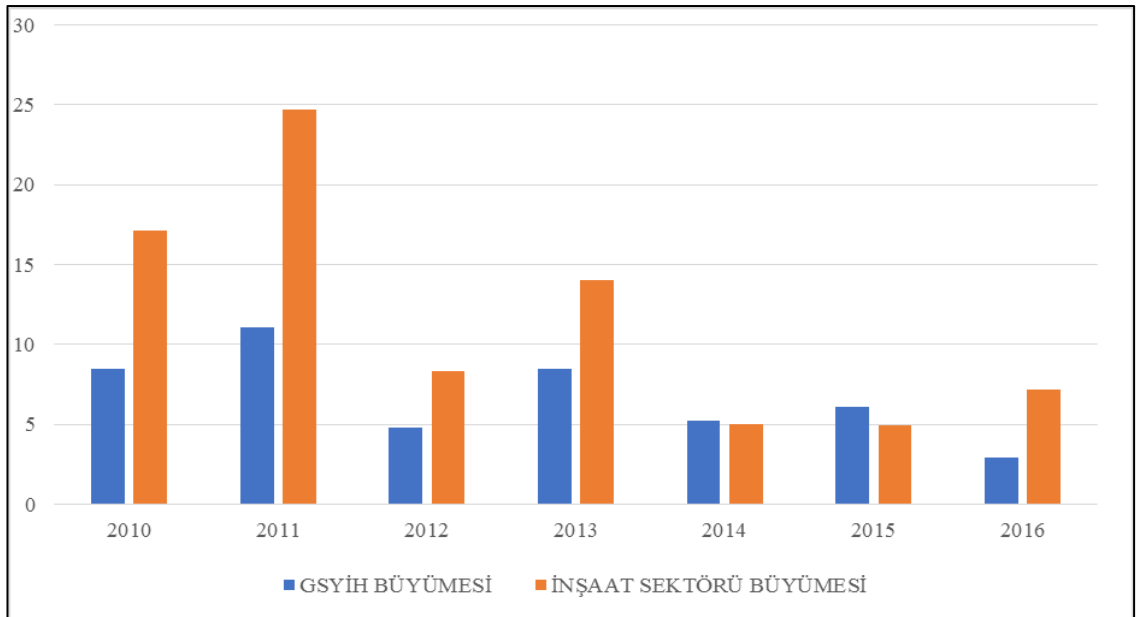
Şekil 3.17: İnşaat Sektörünün Ekonomi İçindeki Payı



Kaynak: TÜİK

Ekonomiye büyük ölçüde destek veren sektörün büyüme oranı şekil 3.18’de görüldüğü üzere genel olarak GSYİH büyüme oranının üzerinde seyretmektedir.

Şekil 3.18: GSYİH Büyümesi ve İnşaat Sektörünün Yüzdesel Büyümesi

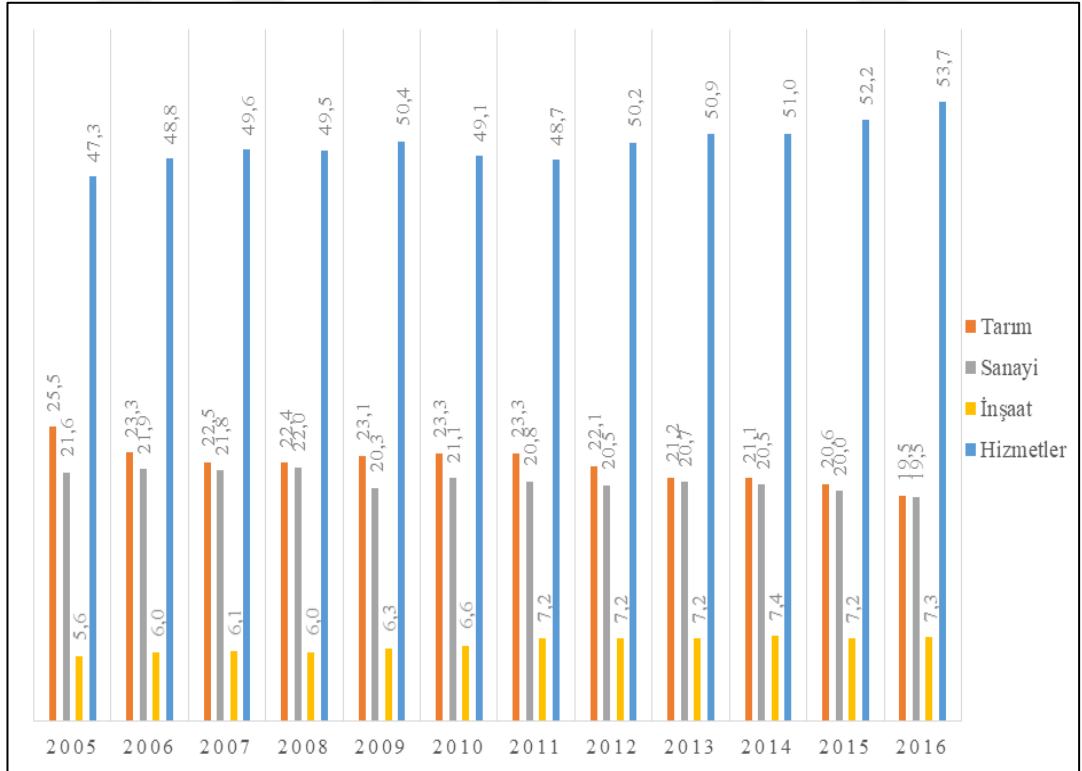


Kaynak: A&T Bank, Ekonomik Araştırmalar Departmanı, İnşaat Sektörü Raporu, Mayıs 2017

3.3.2 İnşaat ve Gayrimenkul Sektörünün Yurt İçi İstihdama Katkısı

İnşaat ve gayrimenkul sektörünün yurt içindeki başarılı performansının ekonomi üzerindeki etkilerine bakıldığında; Türkiye’de ekonominin önemli sorunlarından olan işsizlik ve istihdama sağladığı katkı, sektörü önemli bir noktaya taşımaktadır. İşsizliğin azaltılıp istihdamın yükseltilmesi bugün büyüyen ekonomiler için son derece önemlidir. Şekil 3.19’da görüldüğü gibi İnşaat sektörü 2005 yılında toplam istihdamın yüzde 5.6’lık kısmını oluşturmuştur. Genel olarak her yıl dalgalanmalar olsa dahi istihdam içerisindeki payını 2016 yılında yüzde 7.3 e çıkarmayı başarmıştır. Diğer bir ifade ile son 11 yılda istihdama olan katkısını yüzde 30 artırmıştır. İnşaat sektörünün istihdama düzenli olarak sağladığı bu katkı; sektörün ekonomi için önemli bir noktada olduğunu, sektörün canlı kalabilmesi ve gelişmesinin ülke sorunlarından biri olan işsizlik için değerli olduğunu ortaya koymaktadır.

Şekil 3.19: İstihdam Edilenlerin Yıllara Göre İktisadi Faaliyet Kolları ve Dağılımı



Kaynak: TÜİK

3.3.3 İnşaat ve Gayrimenkule Bağlı Alt Sektör Grupları

İnşaat sektörüne, istihdama sağladığı katkıya ek olarak inşaata bağlı sektörler ile birlikte bakıldığında ekonomi için önemi daha da artmaktadır. İnşaat ve gayrimenkul sektörünün günümüzde 200’den fazla alt grup sektörü mevcuttur.¹⁴ Yarattığı istihdam ve kendisiyle bağlantılı alt sektör gruplarını da harekete geçirmesi, inşaat ve gayrimenkul sektörünü ekonomi içerisinde önemli bir noktaya taşımaktadır. Mimarlık, müşavirlik, yapı denetim kuruluşları, inşaat malzemeleri, demir, çelik ve boya gibi sektörler inşaatın başta gelen alt grup sektörleridir.

3.4 İNŞAAT VE GAYRİMENKUL FİNANSMANI

Türkiye için özel bir konumda olan gayrimenkul ve inşaat sektörünün gelişimi, özellikle son 15 yıldır başarılı bir performans sergilemiştir. Bu başarı, ekonomik ve sektöre etki eden faktörlerin örtüşmesinin yanında finansman kaynaklarının yaratılabilmesiyle sağlanmıştır. Finansman kaynakları noktasında ise sektörün en büyük dayanağı konvansiyonel bankacılık sistemi olmuştur.

2001 yılında yaşanan krizin ardından Türkiye Ekonomisi toparlanmaya girmiş, inşaat sektörü de süre gelen zamanda buna destek olmuştur. 2001’den sonra Şekil 3.20’de görüldüğü gibi konut kredi faizlerinin yüzde 54’lerden yüzde 11’lere kadar inmesi konut açığının daha da artmasını engelleyerek piyasadaki hareketliliği de artırmıştır.

¹⁴ INTES, İnşaat Sektör Raporu, Nisan 2017, s.1.

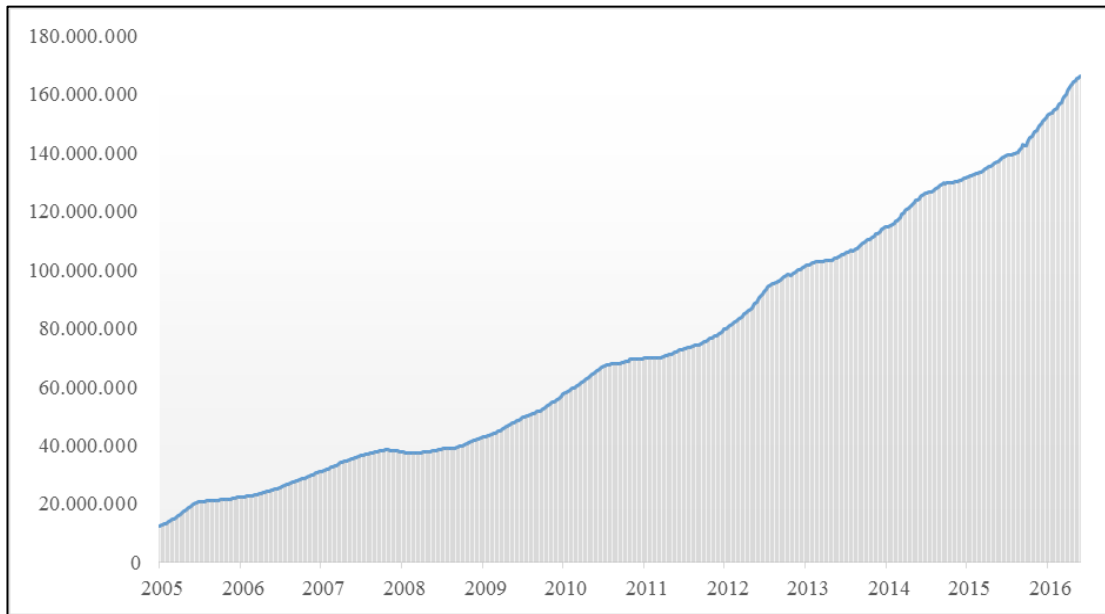
Şekil 3.20: Türkiye’de Konut Kredisi Faiz Oranının Yüzdesel Değişimi



Kaynak: TCMB

2002’den bu yana yükselen bir değer olan sektörün en büyük destekçisi bankalar olmuştur. Konvansiyonel bankacılık sistemiyle büyük gelişmeler sağlanmıştır. Şekil 3.21’de görüldüğü gibi; bu süre zarfında bankaların verdiği kredi miktarları ciddi şekilde artış göstermiştir. 2002 yılında konut kredi miktarı 12 milyar TL seviyesindeyken bu rakam 2017 yılı itibarıyla 165 milyar TL seviyesine çıkmış durumdadır.

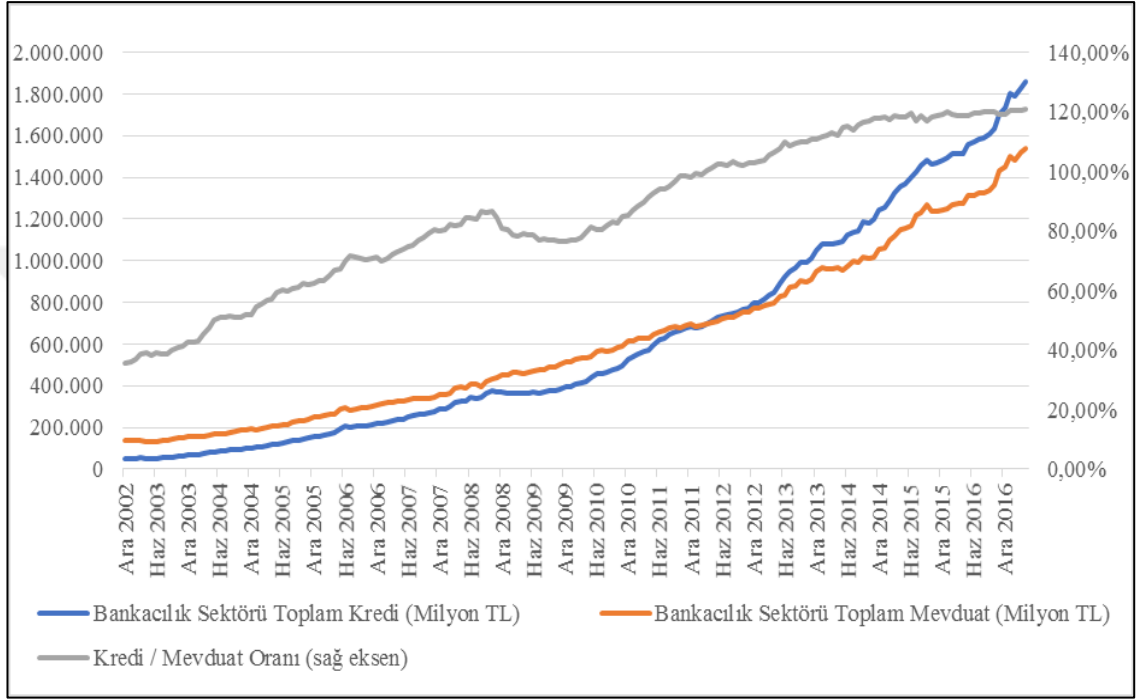
Şekil 3.21: Kullanılan Konut Kredisi Miktarı



Kaynak: TCMB

Bankaların sağladığı kredi miktarları artarken topladıkları mevduat miktarları da bu dönemde artış göstermiştir. Ancak mevduat artışı zamanla kredi atışının gerisinde kalmıştır. Şekil 3.22’deki kredi/mevduat oranını incelediğimizde 2002’de yüzde 40ların altında seyreden kredi/mevduat oranı bugün yüzde 120 seviyelerine gelmiştir.

Şekil 3.22: Banka Kredi/Mevduat Oranları



Kaynak: TCMB

Bu bölümde genel olarak Türkiye’de inşaat sektörüne yön veren temel olgular tartışılmıştır. Sonraki bölümde son zamanlarda gündeme gelen gayrimenkul sertifikası, gayrimenkul yatırım fonları tartışılacaktır.

Sonuç olarak gayrimenkul ve inşaat piyasası, konut, ticari gayrimenkul, altyapı faaliyetleri ve yurt dışı müteahhitlik hizmetlerinin hepsi bir arada düşünüldüğünde; ülke ekonomisine verdiği katkı, istihdam yaratma konusundaki potansiyeli, kendisine bağlı sektör gruplarını harekete geçirerek oluşturduğu ekonomik canlılık bugüne kadar ülkenin büyümesinde büyük fayda sağlamıştır.

Sektörü etkileyen ana faktörlerin incelenmesi doğrultusunda geleceğe dönük olarak; artan nüfus ve nüfusun genç olması, kentleşmenin devam etmesi, geniş ailelerin yerini çekirdek aileye bırakması, hatta çekirdek ailelerinde yavaş yavaş çocukların tek yaşama

isteğinden kaynaklı bölünmesi, evlenme-boşanma sayılarının yüksek olması ve deprem kuşağındaki ülkemiz için olmazsa olmaz dediğimiz kentsel dönüşüm projeleri düşünüldüğünde inşaat ve gayrimenkul sektörüne olan talebin artarak devam etmesi beklenmektedir.

Ekonomik boyutta ekonomiye ve istihdama sağladığı katkı gayrimenkul ve inşaat sektörünün sürekliliğine ve gelişmesine ihtiyaç duyulduğunu göstermektedir.

Eldeki veriler sektörün gelişiminin devam edeceğini, ekonominin de buna ihtiyacının olacağını göstermektedir. Ekonomi ve ihtiyaç bazında verilerin destek olduğu sektör tam kapasiteyle çalışabiliyor mu? Sektör bugüne kadar daha iyi bir noktaya gelebilir miydi? Ya da bugünden sonra sektörün gelişim hızını nasıl artırabiliriz? Bu sorulara cevap vermek için yıllık bazda, satışı gerçekleştiren konut sayısı ile demografik etkenlere bağlı değişimlerin veriler üzerinden karşılaştırmalarının yapılması doğru bir yaklaşım olacaktır.

Nüfusun her sene 1.000.000 civarında arttığı, evlenme boşanma sayısının 700.000'lere çıktığı, kentleşmenin devam ettiği, aile yapılarının değiştiği koşulları göz önüne alındığında satılan konut sayısının 1.300.000 seviyesinden daha fazla olması gerekmektedir.

Ancak, konut talebi bölümünde incelenmiş olduğumuz 2013- 2016 yılları arasında ortalama yapı kullanım izin belgesi ile ortalama ilk el satış arasında oluşan fark 170.000 adet civarında olmuştur. 170.000 sayısının konut talebi bölümünde bahsedilen sebeplerden dolayı daha az düşünülmesi gerekmektedir. Yine de bu sebeplerin 170.000 sayısını kapatabileceğinin düşünülmesi iddialı bir varsayımdır. Haliyle her sene konut stokunda bir artış olduğu görülmektedir.

Veriler doğrultusunda artan konut ihtiyaçlarına cevap verilebilmesi için konut satışlarının daha yukarı seviyelerde olması gerekmektedir. Buna karşın her yıl konut stoku da artış göstermektedir. Bunun durumun en önemli nedeni ise fiyatların yüksek seviyelerde seyretmesidir.

Finansman maliyetlerinin düşürülmesi fiyatların aşağı gelmesini sağlayacak, talebi artıracak, pazarlamanın kolaylaşmasını sağlayacaktır. Böylelikle sektörün ihtiyaçlarına daha iyi cevap verildiği gibi ekonomik canlılık da artacaktır. Yüksek tutarlara konu olan altyapı projelerinde finansman maliyetlerinin artması bu projeleri için devletin finansman ve bütçe açıklarını artıracaktır. Finansman maliyetlerinin azalması devletin üstlendiği ilave maliyetlerin de önüne geçilebilecektir.

İnşaat sektörünün günümüze kadar konvansiyonel bankacılıkla üzerinden sağladığı finansman, kredi/mevduat oranında ki artış gibi nedenlerle doygunluğa ulaşmıştır. Bu nedenle sektörün, finansman için alternatif araçlara yönelmesi gerekmektedir. Bu bağlamda finansman maliyetlerinde azaltıcı etki, pazarlama kabiliyetlerinde artırıcı etki yaratabilecek olan, Türkiye’de son yıllarda gündeme gelen sermaye piyasası araçlarından gayrimenkul sertifikası ve gayrimenkul yatırım fonları incelenecektir.

4. GAYRİMENKUL SERTİFİKASI

4.1 GAYRİMENKUL SERTİFİKASI TARİHİ VE TANIMI

Gayrimenkul sertifikası, gayrimenkul sektöründe yaşanabilecek finansman problemlerine alternatif sunabilen, küçük yatırımcıların gayrimenkule düşük bütçelerle dahi yatırım yapmasına olanak sağlayan bir yatırım aracıdır. Ayrıca gayrimenkul sektöründe zaman zaman karşımıza çıkan pazarlama sorununa çözüm olabilecektir. Projelerin başlangıcından itibaren istenilen ölçüde satılabilmesi ile de alternatif bir pazarlama aracı olarak sektörün ekonomik dalgalanmalar karşısında maruz kalabileceği etkiyi azaltacaktır.

SPK, 2013 yılında düzenlediği gayrimenkul sertifikasının tanımını şu şekilde yapmıştır.

“İhraççıların inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç ettikleri, gayrimenkul projesinin belirli bağımsız bölümlerini¹⁵ veya bağımsız bölümlerin belirli bir alan birimini temsil eden, nominal değeri eşit sermaye piyasası aracıdır”

Gayrimenkul sertifikaları; tasarruf sahipleri, yatırımcılar, gayrimenkul sektörü ve ekonomi için avantaj sağlayabilecek bir araçtır. Gayrimenkul sertifikaları, inşaat maliyetlerini düşürebilecek, ekonomideki kayıt dışılığı azaltabilecek, sermaye piyasasının gayrimenkul sektörüne yatırım yapabilmesine olanak sağlayabilecek, tasarrufun teşvikine destek olabilecek bir araçtır. Gayrimenkul sertifikaları bu gibi önemli faydalarının yanında faizsiz bir yatırım aracı olma özelliği de taşımaktadır. Özellikle körfez ülkelerinin TL cinsinden yatırım yapması için uygun bir model olduğu da görülmektedir.¹⁶ İhraççıya ve tasarruf sahibine, sağladığı imkânlarla gayrimenkul sektörünün sorunlarından olan finansman ve pazarlama alanında önemli katkı sağlayacaktır.

¹⁵ Bağımsız bölüm: Bir apartmanda bağımsız mülkiyete konu olan her bir bölüm, daire.

¹⁶Dünya Gazetesi Arşivi, <https://www.dunya.com/finans/haberler/gayrimenkul-sertifikasi-satisi-5-nisanda-bistte-basliyor-haberi-354781> [ziyaret tarihi 20.11.2017]

Gayrimenkul sertifikası modelinin bir benzeri konut sertifikası adıyla 1989 yılında Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresince çıkartılmıştır. Halkalı Toplu Konutları projesinin 250.000 m²'lik bölümü için çıkartılan sertifikalar, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na (İMKB) kote edilmiş ve her sertifika 1m²'lik konut karşılığı halka arz edilmiştir. Fakat ihraç fiyatının yüksek olması, getirisinin enflasyon altında kalması, konut ediniminde ek olarak şerefiye istenmesi gibi nedenlerle model başarıya ulaşmamıştır. (Dolun, Şubat 2017)

Türkiye'de gayrimenkul sertifikaları ile ilgili ilk düzenleme ise 1995 yılında SPK tarafından "Gayrimenkul Sertifikalarının Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği (Seri: III, No: 19)" ile yapılmıştır.

Gayrimenkul sertifikası ihracına konu olan ilk proje ise 1996 yılında Türkiye Emlak Bankası A.Ş. tarafından hayata geçirilen Ataşehir konut projesi olmuştur. 382 konut için ihraç edilen sertifikalar İMKB Tahvil ve Bono piyasasında işlem görmüştür. 2268 kişiye 2.713.790 TL tutarında gayrimenkul sertifikası satışı yapılmıştır. (Vurgun, 2011)

Hem 1989 yılında piyasaya çıkartılan konut sertifikasında hem de 1996 yılında çıkartılan gayrimenkul sertifikasında fiyatlar piyasa şartlarında oluşmamış ve ihraç edilen kurumlar tarafından aylık olarak belirlenmiştir. (Akçay, 2006)

Son olarak Sermaye Piyasası Kurulu'nun 05.07.2013 tarihinde yayınladığı "Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2)" doğrultusunda 2017 Mart ayında İstanbul Kayaşehir'de Park Maveria 3 adlı projenin bir kısmı gayrimenkul sertifikası ihracına konu edilmiştir. Sertifika ihracı 1989 ve 1996 yılındaki ihraçlara benzer şekilde T.C. Başbakanlığına bağlı bir kurum olan Toplu Konut İdaresi Başkanlığı (TOKİ) tarafından yapılmıştır.¹⁷

Gayrimenkul sertifikaları, 1989 ve 1995 yıllarının ardından 2017 yılında da devlete bağlı bir kurumun desteğini görmüştür. Bu destek; devletin, gayrimenkul yatırım araçlarında alternatif yolların gelişmesini ve sektörün daha canlı bir hale gelmesini istediğini göstermektedir.

¹⁷ İlerleyen bölümlerde detaylı olarak proje incelenecektir.

4.2 GAYRİMENKUL SERTİFİKALARI MEVZUATI

05.07.2013 tarihli ve 28698 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan “Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2)” ile SPK, gayrimenkul sertifikalarını yeniden düzenlemiştir. 03.08.2016, 07.03.2017 ve son olarak da 29.11.2017 tarihinde 30255 sayılı Resmi Gazete’de “Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2)’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (VII-128.2c)” yayınlanmıştır.¹⁸

Bu bölümde; gayrimenkul sertifikaları mevzuatında yer alan gayrimenkul sertifikalarına ilişkin esaslar, arsa sahibi ve ihraççıya ilişkin esaslar, düzenlenmesi gereken raporlar, asli ve tali edimlerin kullanılması için gerekli şartlar, projenin aksaması ya da tamamlanmaması durumunda izlenmesi gereken yollar ve ihraçtan elde edilecek fonun kullanım şekilleri mevzuatta ki maddelerce incelenecektir. Maddelerin incelemesi, 29.11.2017’de yayınlanan “Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2)’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (VII-128.2c)” baz alınarak yapılmıştır. İlk gayrimenkul sertifikası ihracından sonra tebliğde yapılan ilk değişiklik olan (VII-128.2c) ile değişen hususlar ayrıca dipnotlarda belirtilmiştir.

4.2.1 Gayrimenkul Sertifikalarına İlişkin Esaslar

Gayrimenkul sertifikaları tebliğinin 4.maddesini oluşturan bu bölümde; ihraç edilecek gayrimenkul sertifikalarına ilişkin genel esaslar belirtilmektedir.

Bu Kısımda;

- a. Halka arzı gerçekleştirilecek gayrimenkul sertifikası adedinin belirleneceği zaman
- b. Şerefiyelerin uygulanma esasları
- c. Gayrimenkul sertifikalarının ihraç tutarı
- d. Gayrimenkul sertifikalarının kimlere arz edileceği
- e. Gayrimenkul sertifikalarının itfa edilmesi durumu ve ne şekilde itfa edilmesi gerektiği
- f. Edim sorumlusunun görevleri

Hakkında bilgiler verilmektedir.

¹⁸ Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII128.2c)

Fıkraların özeti aşağıdaki gibidir.

- i. Belirli bağımsız bölümleri temsilen gerçekleştirilen ihraçlarda, her bir bağımsız bölüme karşılık gelen gayrimenkul sertifikası adedi ihraç öncesinde belirlenmelidir. Bağımsız bölümlere ilişkin belirli bir alan birimi (m²) temsilen gerçekleştirilecek ihraçlarda; şerefiyenin asli edim sırasında hangi esaslara göre uygulanacağı, bağımsız bölümlerle ilişkilendirilerek izahnamede açıklanmalıdır.

Gayrimenkul sertifikası ihracına konu edilen bağımsız bölümler üzerinde hak, haciz ya da gayrimenkul projesinin esaslı unsurlarına yönelik ihtilaf bulunmaması gerekmektedir.

Bina ya da blok gibi bütünü tamamlandığında kullanıma hazır olacak yapılarda yer alan bağımsız bölümlerin belirli bir kısmı ihraca konu edilemez. Bu tip yapıların tamamının ihraca konu edilmesi gerekmektedir. Ayrıca aynı proje içindeki gayrimenkul sertifikasına konu olmayan bağımsız bölümlerle, gayrimenkul sertifikası ihracına konu bağımsız bölümlerin aynı kalite standartlarında yapılması gerekmektedir.¹⁹ Fakat TOKİ, İller Bankası Anonim Şirketi veya bunların bağlı ortaklıkları ve iştiraklerinin ihraççı olması durumunda bağımsız bölümlerin belirlenen kısımları ihraca konu edilebilir.

- ii. Gayrimenkul sertifikası ihraç tutarı, ihraca konu bağımsız bölümler için hazırlanan değerlendirme raporunda takdir edilen değer referans alınması suretiyle ihraççı tarafından belirlenir. Belirlenen ihraç tutarı dahilinde ek satış yapılabilir. İzahnamede, ihraç edilecek toplam tutar ek satış dahil belirtilmelidir.
- iii. Projenin erken bitmesi ve bu durumun en az 15 gün önce kamuya açıklanması halinde, açıklanan tarih proje bitiş tarihi olarak esas alınır. SPK'nın mevzuatları dahilinde kamuya bildirim yapılması kaydıyla izahnamede değişiklik olmaz.
- iv. Gayrimenkul sertifikaları halka arz edilebilir, arz edilmeden nitelikli yatırımcıya satılabilir ya da yurt dışına ihraç edilebilir.
- v. Gayrimenkul sertifikalarının borsada işlem görmesi zorunludur. SPK'ya ve borsaya onay için eş zamanlı başvuru yapılması gerekmektedir.

¹⁹ Gayrimenkul sertifikaları tebliği (VII-128.2c) ile güncellenmiş halidir.

vi. Gayrimenkul sertifikaları, ihraççı tarafından asli veya tali edimin yerine getirilmesi ve varsa cezai şartında ödenmesi koşuluyla itfa edilir.

Projenin gerçekleşmemesi sebebiyle edimlerin yerine getirilmemesi durumunda ise gayrimenkul sertifikası itfa bedeli ve oluşabilecek cezai şartın ödenmesi suretiyle itfa esastır.

vii. İhraççılar tarafından gayrimenkul sertifikası ihracının ve itfasının, yatırım hizmet ve faaliyetlerinde bulunabilecek aracı kurumlar vasıtasıyla yerine getirilmesi zorunludur.

viii. İhraççı tarafından öngörülmesi halinde gayrimenkul sertifikaları, proje bitiş tarihinden önce yatırımcılardan izahnamedeki esaslar çerçevesinde ihraççının belirleyeceği tutar veya borsada oluşan fiyat üzerinden tekrar satılmamak şartıyla geri alınabilir.

ix. SPK'ya başvuru öncesinde ihraççı ile edim sorumlusu arasında sözleşme imzalanmalıdır.

Edim sorumlusu;

a. Edimler izahnameye göre mi yerine getiriliyor?

b. Tali edimin ifasıyla ilgili satışlar, değerlendirme raporu ve piyasa şartlarına uygun mu?

c. Tali edimden sonra yatırımcılara aktarılan tutarlar, satış bedeline uygun mu?

Sorularının cevabını verebilecek şekilde, proje bitiş tarihini takip eden üçer aylık dönemlerde rapor hazırlar ve ihraççıya iletir. İhraççı aynı gün raporları Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) ilan eder.

Eğer raporda yatırımcı aleyhine bir gelişme oluşmuşsa, yatırımcının hakkının nasıl tanzim edileceği izahnamede açıklanmalıdır.

x. Edimlerin izahnamede belirtilen esaslar çerçevesinde yerine getirilmemesi durumunda, yatırımcılara ihraç aşamasında belirlenen ve izahnamede de yer verilen cezaların ödenmesi zorunludur.

xi. Gayrimenkul projesinin tamamlanması amacıyla diğer finansman kaynaklarının kullanılması durumunda; ihraca konu edilmeyen bağımsız bölümler teminat verilebilir. İhraca konu bağımsız bölümler; amacı dışında tasarruf edilemez,

rehnedilemez, teminat gösterilemez, kamu alacaklarının tahsili de dahil olmak üzere haczedilemez, iflas masasına dahil edilemez. Ayrıca ihtiyati tedbir kararı da verilemez.

xii. SPK;

- a. İtfa bedelinin ve oluşabilecek cezai şartın yatırımcılara ödenmesinin bir banka garantörlüğünde olmasını talep edebilir.
- b. Yurt içinde satışın sadece nitelikli yatırımcıya yapılmasını talep edebilir.
- c. Gayrimenkul sertifikalarının derecelendirilmesini talep edebilir.

xiii. Gayrimenkul projesinin tamamlanabilmesi için sigorta yaptırılabilir. Bu durumda xii. maddede ki ek yükümlülükler aranmaz.

xiv. Edimleri yerine getirilen, itfa bedeli yatırımcıya ödenen, yatırımcılardan piyasada satılmamak koşuluyla geri alınan gayrimenkul sertifikalarının iptali, merkezi kayıt kuruluşu anonim şirketi (MKK) tarafından belirlenen ve SPK'nın da uygun gördüğü kurallar çerçevesinde iptal edilir.²⁰

xv. İzahnamede belirtilmesi şartıyla fiyat istikrarı sağlamak için, SPK'nın fiyat istikrarını sağlayıcı işlemleri kıyasen uygulanabilir.²¹

xvi. İzahnamede bulunması şartıyla, yatırımcı hak ve menfaatlerini iyileştirici yönde esaslar uygulanabilir. Bu esasların SPK tarafından uygun görülmesi gereklidir.²²

4.2.2 Arsa Sahibi ve İhraççıya İlişkin Esaslar

Gayrimenkul sertifikaları tebliğinin 5.maddesini oluşturan bu bölümde; gayrimenkul sertifikası ihraç etmek isteyen ihraççıların sağlaması gereken şartlar anlatılmaktadır. Fıkraların özeti aşağıda verilmektedir.

i. Gayrimenkul sertifikası ihraç etmek isteyen ihraççıların;

Gayrimenkul projesinin satış değerinin en az yarısı büyüklüğünde satış değerine sahip projeyi, sözleşmesi ve teknik şartnamesine uygun olarak SPK'ya başvuru tarihinden önceki 5 yıl içerisinde tamamlamış olması gerekmektedir. İhraççı

²⁰ Gayrimenkul sertifikaları tebliği (VII-128.2c) ile güncellenmiş halidir.

²¹ Gayrimenkul sertifikaları tebliği (VII-128.2c) ile güncellenmiş halidir.

²² Gayrimenkul sertifikaları tebliği (VII-128.2c) ile güncellenmiş halidir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (GYO) ise aynı şartlardaki bir projeyi tamamlamış olması gerekmektedir.

İhraççının SPK standartlarına göre bağımsız denetime tabi tutulmuş son yıllık finansal tablolarında özkaynak toplamının ödenmiş veya çıkarılmış sermayesinden büyük olması zorunludur.

TOKİ, İller Bankası Anonim Şirketi veya bunların bağlı ortaklıkları ve iştiraklerinin ihraççı olması durumunda bu şartlar aranmaz.

İhraççının proje gerçekleştirilecek arsa mülkiyetine sahip olması ve arsa tapusunun kat irtifakı tapusuna çevrilmesi yada arsa üzerinde ihraççı lehine kat irtifakı tesis edilmiş olması zorunludur.

Derecelendirme kuruluşlarından talebe bağlı olarak, yatırım yapılabilir seviyeye denk gelen uzun vadeli derecelendirme notu almış olması zorunludur. İhraççının proje gerçekleştirilecek arsa mülkiyetine sahip olması ve arsa tapusunun kat irtifakı tapusuna çevrilmesi yada arsa üzerinde ihraççı lehine kat irtifakı tesis edilmiş olması zorunludur.

- ii. İhraççının, gayrimenkul sertifikası ihraç etmek için kurulan bir anonim ortaklık olması durumunda; 1.maddedeki şartı, yönetim kontrolüne sahip ortağın veya müştereken sahip ortaklardan en az birinin sağlaması yeterlidir.
- iii. TOKİ, İller Bankası Anonim Şirketi veya bunların bağlı ortaklıkları ve iştiraklerinin ihraççı olması durumunda;
 - a. Yatırımcıların, aynı projeden konut edinen kişilerle eşit haklara sahip olacağına ilişkin düzenlemelerin veya SPK tarafından kabul edilebilecek diğer tedbirlerin alınması zorunludur.
 - b. Talep edilmesi halinde SPK tarafından muafiyetler verilebilir.
- iv. TOKİ, İller Bankası Anonim Şirketi veya bunların bağlı ortaklıkları ve iştiraklerinin ihraççı olmadığı fakat arsanın tamamen ya da kısmen sahip olduğu ihraçlarda;
 - a. 2.maddedeki şart aranmaz.
 - b. Yatırımcıların, aynı projeden konut edinen kişilerle eşit haklara sahip olacağına ilişkin düzenlemelerin veya SPK tarafından kabul edilebilecek diğer tedbirlerin alınması zorunludur.

- c. İhraççı eğer projeyi tamamlayamazsa; bu bölümler TOKİ, İller Bankası Anonim Şirketi veya bunların bağlı ortaklıkları ve iştirakleri ile imzalanan sözleşmedeki esaslara göre tamamlanır.
- d. Sermayelerinin ve toplam oy haklarının yüzde 51 veya daha fazlası doğrudan veya dolaylı olarak kamuya ait olan ihraççılarca gerçekleştirilecek gayrimenkul sertifikası ihraçları için SPK tarafından aranan şartlar, istenilen bilgi ve belgeler ile aranan şartlardan talep üzerine muafiyet verilebilir.²³

4.2.3 Değerleme, Fizibilite ve İnşaat İlerleme Raporları

Gayrimenkul sertifikaları tebliğinin 6.maddesini oluşturan bu bölümde;

- a. Değerleme ve fizibilite raporlarının hazırlanması gereken zaman ve durumlar
- b. Değerleme ve fizibilite raporlarının içeriği
- c. İnşaat ilerleme raporu

Hakkında bilgiler verilmektedir.

Fıkraların özeti aşağıda ki gibidir.

- i. SPK'ya başvuru tarihi, proje bitiş tarihleri ve tebliğde belirtilen durumlarda veya SPK tarafından uygun görülecek diğer aşamalarda, değerlendirme kuruluşlarınca bir değerlendirme raporu hazırlanır.

SPK standartlarına göre hazırlanacak bu raporda; bağımsız bölümlerin satış bedeli ile bu bedelin belirlenmesinde esas alınan emsal değerlere bağımsız bölümlerle ilişkilendirilerek yer verilmesi zorunludur.

Projedeki emsal satış değerlerine yer verilmesi de zorunludur.

- ii. Edimlerin ifa süreleri içerisinde yerine getirilemeyeceğinin anlaşılması durumunda veya SPK tarafından uygun görülecek diğer aşamalarda, yapı denetim kuruluşlarınca fizibilite raporu hazırlanır.

Fizibilite raporunda; mevcut tamamlanma düzeyi, bitirilmesi için gerekli süre ve maliyet hakkında bilgi verilir.

²³ Gayrimenkul sertifikaları tebliği (VII-128.2c) ile güncellenmiş halidir.

- iii. Fonların, ihraççıya inşaat ilerleme esasına göre düzgün bir şekilde aktarılabilmesi için yapı denetim kuruluşu tarafından inşaat raporu düzenlenir.
- iv. TOKİ, İller Bankası Anonim Şirketi veya bunların bağlı ortaklıkları ve iştiraklerinin ihraççı olması durumunda yapı denetim yerine başka bir kurum kullanılabilir.
- v. Yapı denetim kuruluşları hazırladıkları raporlarda; bu Tebliğ ve Kanun hükümlerince sorumludur.

4.2.4 Asli Edimlerin Kullanılması

Asli edim; asli edim ifa süresi içerisinde izahname veya ihraç belgesinde belirlenen esaslar çerçevesinde, ihraççı tarafından gayrimenkul sertifikası sahipleri adına kat mülkiyetin tesis edilmesi ve bağımsız bölümün teslim edilmesini,

Asli edim ifa süresi; izahname veya ihraç belgesinde asli edimin yerine getirilmesi için öngörülen süreyi,

Asli edim kullanım süresi; İzahname veya ihraç belgesinde gayrimenkul sertifikası sahiplerinin asli edim talebini bildirmesi için öngörülen süreyi ifade etmektedir.²⁴

Gayrimenkul sertifikaları tebliğinin 7. maddesini oluşturan bu bölümde

- a. Gayrimenkul sertifikası sahiplerinin asli edimi talepleri için gerekli şartlar
- b. Asli edim talebinden sonra izlenecek prosedürler
- c. Asli edim ifa süresi

Hakkında bilgi verilmektedir.

Fıkraların özeti aşağıdaki gibidir.

- i. Yatırımcılar, asli edim kullanım süresi içerisinde asli edim taleplerini MKK tarafında belirlenen SPK tarafından uygun görülen esaslar içerisinde ihraççıya iletir. Asli edim kullanım süresi en erken gayrimenkul sertifikalarının borsada işlem görmesiyle başlar, ihraççı tarafından belirlenir ve izahnamede açıklanır.

²⁴ Gayrimenkul sertifikaları tebliği (VII-128.2c) ile güncellenmiş halidir.

İzahnamede olduğu takdirde tali edim ifa süresi içerisinde asli edim talep edilebilir.²⁵

- ii. Asli edim talep eden yatırımcılar, asli edim ifa süresi içerisinde gerektiği kadar gayrimenkul sertifikasını ihraççı hesabına aktarmak ve gerekli olması durumunda şerefiyeyi ödemek zorundadır.

İhraççı ise devir için hukuki işlemleri tamamlamak zorundadır.

Aynı bağımsız bölümü birden fazla yatırımcının talep etmesi durumu izahnamede açıklanır. Açıklanmadıysa zaman önceliği esas alınır.

- iii. Birden fazla yatırımcı paylı mülkiyet esasları çerçevesinde asli edim talep edebilir.
- iv. Asli edimin yerine getirilebilmesi için ihraççıya aktarılacak gayrimenkul sertifikaları üzerinde hak, haciz vs. olamaz.
- v. Asli edim ifa süresi ihraççı tarafından belirlenir ve izahnamede açıklanır.
- vi. Asli edimin, izahnamede belirlenen asli edim ifa süresi çerçevesinde proje bitiş tarihinden önce talep edilmesi durumunda;
 - a. Bağımsız bölümün tapuda devir işlemi yapılır veya ihraççı ile yatırımcı arasında gayrimenkul satış vaadi sözleşmesi ya da alım hakkı sözleşmesi imzalanır. Bu sözleşmelerin tapu kütüğüne şerh edilmesi zorunludur. Sözleşme yapılan bağımsız bölümler 3.kişilere satılamaz. TOKİ, İller Bankası Anonim Şirketi veya bunların bağlı ortaklıkları ve iştiraklerinin ihraççı olduğu durumlarda tapu kütüğüne şerh zorunluluğu aranmaz.
 - b. MKK tarafından belirlenen ve SPK esasları içerisinde uygun görülen gayrimenkul sertifikaları asli edim yerine getirilinceye kadar veya itfa bedeli yatırımcıya ödenene kadar bloke edilir.²⁶
- vii. Gayrimenkul satış vaadi sözleşmelerinde, mülkiyet devrinin gecikmesi veya gerçekleşmemesi durumlarında, gayrimenkul sertifikalarına ilişkin öngörülen cezai şartlara yer verilmesi zorunludur. TOKİ, İller Bankası Anonim Şirketi veya bunların bağlı ortaklıkları ve iştiraklerinin ihraççı olması durumunda bu zorunluluk yoktur.
- viii. İhraççı, elinde yeterli sayıda gayrimenkul sertifikası bulundurmamasına rağmen asli edim talebinde bulunan yatırımcılara izahnamede belirtilmek suretiyle kredi kullanımı ve nakit ödeme imkanı sağlayabilir.

²⁵ Gayrimenkul sertifikaları tebliği (VII-128.2c) ile güncellenmiş halidir.

²⁶ Gayrimenkul sertifikaları tebliği (VII-128.2c) ile güncellenmiş halidir.

4.2.5 Tali Edimlerin Kullanılması

Tali edim; Tali edim ifa süresi içerisinde izahname veya ihraç belgesinde belirlenen esaslar çerçevesinde ihraççı tarafından tali edime konu gayrimenkul sertifikalarına karşılık gelen bağımsız bölümlerin satılması ve elde edilen satış tutarının gayrimenkul sertifikası sahiplerine, sahip oldukları gayrimenkul sertifikası oranında dağıtılmasını,

Tali edim ifa süresi; İzahname veya ihraç belgesinde tali edimin yerine getirilmesi için öngörülen süreyi ifade etmektedir.²⁷

Gayrimenkul sertifikaları tebliğinin 8. Maddesi oluşturan bu bölümde;

- a. Tali edimler yerine getirilirken uyulması gereken şartlar
 - b. Tali edimden elde edilecek fonun kullanım şekli ve gayrimenkul sertifikası sahiplerine aktarım şekli
 - c. Tali edime konu bağımsız bölümlerin kimlere ve hangi şartlarda satılabileceği
- Hakkında bilgi verilmektedir.

Fıkraların özeti aşağıdaki gibidir.

- i. Asli edim kullanım sürelerinin bitimini takiben asli edim talebiyle başvurmayan veya başvurmasına rağmen kriterleri sağlamayan yatırımcıların tali edim talep ettikleri kabul edilir.

Tali edime konu gayrimenkul sertifikalarına karşılık gelen bölümler ihraççı tarafından taleplerin alındığı tarihten vadeye kadar olan sürede satılabilir.

- ii. İhraççının tali edime konu bağımsız bölümleri satması ve satış tutarını, gayrimenkul sertifikası adetleriyle orantılı olarak yatırımcıya dağıtması suretiyle tali edimi yerine getirmesi zorunludur.
- iii. Tali edimin yerine getirilmesinde aşağıdaki esaslar uygulanır.

- a. Tali edim ifa süresi ihraççı tarafından belirlenir ve izahnamede açıklanır.
- b. İzahnamede belirtilmesi şartıyla; tali edim kabul eden yatırımcılar tali edim ifa süresi içinde asli edim talep edebilirler. Bu durumda yatırımcının, izahnamede

²⁷ Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII128.2b)

öngörülen sertifika sayısı ile aynı olacak şekilde sertifika sahibi olması gerekmektedir.

- c. Tali edime konu bağımsız bölümlerin satış tutarı, tali edim ifa süresi boyunca tali edime konu bağımsız bölümlerin tamamı satılınca kadar vekilin özen borcu çerçevesinde yetkili kuruluş tarafından devlet tahvili vb. veya SPK tarafından uygun görülen piyasa araçlarına yatırılarak yatırımcılar adına değerlendirilir ve bağımsız bölümlerin satışının tamamlanmasını takip eden 2 iş günü içerisinde sahip oldukları gayrimenkul sertifikası adetlerinin oranlarına göre yatırımcıya aktarılır.
Satış tutarı TOKİ, İller Bankası Anonim Şirketi veya bunların bağlı ortaklıkları ve iştiraklerinin ihraççı olması durumunda, ihraççı tarafından yatırımcılar adına değerlendirilebilir.
- d. Tali edime konu bağımsız bölümlerin satışından elde edilen tutarlar, tali edim ifa süresi bitmeden gayrimenkul sertifikalarının kısımlar halinde itfasında kullanılabilir. Kısmi itfa işleminin hangi periyotlarda gerçekleştirileceği, nakdin yatırımcıya aktarım süresi gibi esaslar izahnamede belirtilmelidir.
- e. TOKİ, İller Bankası Anonim Şirketi veya bunların bağlı ortaklıkları ve iştiraklerinin ihraççı olduğu durumlar haricinde, tali edim ifa süresi bitiş tarihine kadar, tali edime konu bağımsız bölümler ihraççı ve ihraççının ilgili taraflarına satılamaz.
- f. Tali edim ifa süresinin bittiği tarihte hala satılamayan bağımsız bölümler varsa; bu gayrimenkul sertifikalarının itfası için ihraççı tarafından yatırımcılara yapılacak ödemelerde borsadaki 3 aylık ağırlıklı ortalama fiyatlar esas alınır. Bu fiyat SPK veya Borsa tarafından sağlıklı bulunmazsa bir değerlendirme raporu hazırlatılır ve bu rapordaki değer esas alınır.
Söz konusu bağımsız bölümler rapordaki değerden aşağı olmamak kaydıyla ihraççının ilişkili taraflarına satılabilir. Bu kapsamda yatırımcılara yapılacak ödemeler, tali edim ifa süresinin bitimini takip eden 10 iş günü içerisinde gerçekleştirilir.
- g. Tali edimin yerine getirilmesi amacıyla yapılacak satışlara ilişkin esaslar izahnamede belirtilir.

4.2.6 Projenin Gecikmesi ve Gerçekleşmemesi Durumları

Gayrimenkul sertifikaları tebliğinin 9.maddesini oluşturan bu bölümde;

- a- Projenin gecikmesi durumunda izlenecek prosedür, ek süre ve cezalar
- b- Projenin gerçekleşmemesi durumunda izlenecek prosedür ve kararların nasıl alınacağı

Hakkında bilgiler verilmektedir.

Fıkraların özeti aşağıdaki gibidir.

- i. Edimlerin izahnamede belirtilen ifa sürelerinde yerine getirilemeyeceğinin anlaşılması projenin gecikmesi durumudur.
 - a. Bu durum anlaşıldığı tarihten itibaren 15 iş günü içerisinde bir fizibilite raporu hazırlanır ve gerekli ek süre için SPK'ya başvurulur. Bu ek süre maksimum 180 gündür.
 - b. Projenin geciktiği bilgisi, fizibilite raporunun sonuç bölümü, SPK tarafından verilen ek süre, yeni edim kullanım ve ifa süreleri ile bu süre boyunca yatırımcıya ödenecek cezai şartlara ilişkin esaslar izahname ile aynı usuller çerçevesinde duyurulur.
 - c. SPK tarafından verilen ek sürede yeniden belirlenen ifa süreleri içinde asli ve tali edimler yerine getirilir ve cezai şart ödenir.
- ii. Ek süre sonunda ve ek süre istemeden vade tarihinde edimlerin yerine getirilememesi ve getirilemeyeceğinin anlaşılması projenin gecikmesi durumudur.
- iii. İhraççı projeyi gerçekleştiremediği takdirde;
 - a. İlk iş günü SPK'ya bilgi verilir ve KAP'ta özel durum açıklaması yapılır.
 - b. Hazırlanan güncel fizibilite raporu ile gayrimenkul sertifikası sahiplerinin toplantısının yeri ve zamanı en geç 30 gün içinde yetkili kuruluş tarafından KAP'ta ilan edilir. Fizibilite masrafı yetkili kuruluş nezdinde bloke edilen fondan karşılanır.
 - c. KAP'ta ilan tarihinden en geç 30 gün içerisinde gayrimenkul sertifikası sahipleri toplantısı yapılır. Toplantı nisabı aranmaksızın çoğunluğun alacağı karara göre hareket edilir.
 - d. Gayrimenkul sertifikası sahipleri toplantısında başka bir yönde karar alınmadıkça;

- I- Projenin tamamlatılması yönünde karar çıkması halinde, yatırımcılar tarafından anlaşma sağlanacak 3.kişiler tarafından projeler tamamlatılarak edimler bu kişi tarafından yerine getirilir.
- II- Bedellerin yatırımcıya iadesi yönünde karar çıkması halinde, yetkili kuruluş nezdinde bloke edilen fondan kalan tutar ile tamamlanamayan kısmın satışından elde edilen tutar yatırımcıların sahip oldukları gayrimenkul sertifikaları nispetinde dağıtılarak gayrimenkul sertifikaları itfa edilir.

4.2.7 İhraçtan Elde Edilen Fonların Kullanımı

Gayrimenkul sertifikaları tebliğinin 10.maddesini oluşturan bu bölümde;

İhraçtan elde edilen fonun;

- a. Nerede toplanacağı
- b. Nasıl nemalandırılacağı
- c. Kullanım alanları ve bu alanlar için öncelik sıralamaları
- d. İhraççıya aktarımı

Hakkında bilgiler verilmektedir.

Fıkraların özeti aşağıdaki gibidir.

- i. İhraçtan elde edilen fon yetkili kuruluş tarafından, bir banka nezdinde açılan özel bir hesapta toplanır ve vekilin özen borcu çerçevesinde sermaye piyasası araçlarına yatırılmak suretiyle ihraççı adına değerlendirilir.
- ii. İhraçtan elde edilen fonlar;
 - a. Gayrimenkul sertifikasına konu bağımsız bölümlerin tamamlanmasında (öncelikli)
 - b. Yalnızca söz konusu projenin tamamlanmasında
 - c. Projenin tamamlanması için başvuru tarihi itibarıyla kullanılmış finansman kaynaklarının geri ödenmesinde kullanılır.

Bu fon, amacı dışında tasarruf edilemez, rehin edilemez, teminat gösterilemez, kamu alacaklarının tahsili de dahil olmak üzere haczedilemez, iflas masasına dahil edilemez. Ayrıca bunlar hakkında ihtiyati tedbir kararı da verilemez.

- iii. İhraçtan elde edilecek fon yalnızca Tebliğ çerçevesinde hazırlanacak değerlendirme, fizibilite ve ilerleme raporlarının yetkili kuruluş tarafından hazırlanması için gerekli kısım yetkili kuruluş tarafından bloke edilir.
- iv. İhraçtan elde edilen fonun yüzde 25'i inşaat başlamadan direkt ihraççıya aktarılır. Yüzde 65'lik kısmı inşaat ilerleme durumuna göre izahnamede belirtilen şartlar çerçevesinde yetkili kuruluş tarafından ihraççıya aktarılır. Kalan yüzde 10'luk kısım ise vade sonunda ihraççıya aktarılır.²⁸
- v. Projenin gerçekleşmemesi durumunda fon ihraççıya aktarılmaz.
- vi. Gayrimenkul sertifikaları itfa edildikten sonra, ihraç edilen fon hesabında kalan tutar ihraççıya aktarılır.
- vii. TOKİ, İller Bankası Anonim Şirketi veya bunların bağlı ortaklıkları ve iştiraklerinin ihraççı olması durumunda bu maddenin şartları aranmaz.

Ayrıca, itfa bedellerinin ve oluşabilecek cezai yaptırımların bir banka tarafından garanti altına alınması, bu ödemeler için teminat mektubu alınması ya da söz konusu gayrimenkul projesinin tamamlanması için sigorta yaptırıldığı takdirde ihraçtan elde edilen fonun tamamı ihraççıya aktarılabilir. Bu fon ihraççı tarafından bir banka nezdinde açılan özel bir hesaba toplanır ve vekilin özen borcu çerçevesinde sermaye piyasası araçlarına yatırılmak suretiyle ihraççı tarafından değerlendirilir. Fondan yapılan harcamalar muhasebe kayıtlarında izlenir. Fonun tamamının ihraççıya aktarıldığı durumda, inşaat ilerleme raporunun düzenlenmesi zorunlu değildir.²⁹

Mevzuatta yer alan maddelerde de görüldüğü üzere gayrimenkul sertifikaları, ihraççının ve özellikle de yatırımcının haklarını ön planda tutarak onların mağdur olma riskinin minimize edecek şekilde düzenlenmiştir. Devlete bağlı kurumlara da birçok muafiyet gösterilmiştir. Bu kurumların gayrimenkul sertifikalarını daha çok projeye adapte etmesi uygulamanın yaygınlaşmasını sağlayacaktır ve özel şirketlerin de bu uygulamaya geçmesinde destekleyici olacaktır.

²⁸ Gayrimenkul sertifikaları tebliği (VII-128.2c) ile güncellenmiş halidir.

²⁹ Gayrimenkul sertifikaları tebliği (VII-128.2c) ile güncellenmiş halidir.

4.3 GAYRİMENKUL SERTİFİKALARININ AVANTAJLARI

Gayrimenkul sertifikaları hem ihraççı hem de yatırımcı açısından avantajları olan bir sermaye piyasası aracıdır. İhraççı ve yatırımcı açısından faydaları aşağıda özetlenmektedir.

4.3.1 Yatırımcıya Sağladığı Faydalar

Gayrimenkul sertifikaları, devletin yatırımcının hakları konusunda oldukça titiz davranması, şeffaf bir ortamda işlem görmesi, yatırımcının istediği bütçede yatırım yapmasına olanak sağlaması ve faizsiz bir yatırım aracı olabilmesi opsiyonu sunması gibi nedenlerle, yatırımcı lehine birçok avantajı ortaya koymaktadır. Bu avantajlar aşağıda detaylı bir şekilde incelenmiştir.

4.3.1.1 Projenin değer artışından faydalanma

Gayrimenkul sertifikaları yatırımcının küçük, orta ya da büyük maddi birikimlerine bakmadan projeye ortak olma fırsatı sunmaktadır. Özellikle konut alamayacak kadar birikimi olmayan yatırımcılar için küçük ölçekte de olsa projelerden pay alabilmesine olanak sağlamaktadır. Dolayısıyla ekonomik gücü ne olursa olsun gayrimenkul sertifikası alan yatırımcılar, alacakları sertifika adetleriyle doğru orantılı olarak gayrimenkul projelerindeki değer artışından faydalanabilecektir.

4.3.1.2 Konut edinme zorunluluğunun olmaması

Yeterli sayıda gayrimenkul sertifikası biriktiren yatırımcı, istediği bağımsız bölümü edinme talebinde bulunabilir fakat yeterli sayıda sertifikası olan bir yatırımcının bağımsız bölüm edinme zorunluluğu yoktur. Yatırımcı istediği takdirde bağımsız bölüm edinmek yerine elindeki gayrimenkul sertifikası sayısına karşılık gelen bedeli de talep edebilir.

4.3.1.3 Elde edilen fonun kullanımı

Gayrimenkul sertifikası ihracından elde edilen fonlar, öncelikli olarak gayrimenkul sertifikası ihracına konu olan bağımsız bölümlerin tamamlanmasında, ardından sadece

söz konusu projenin tamamlanmasında ve son olarak da projenin tamamlanması için kullanılan finansman kaynaklarının geri ödenmesinde kullanılabilir.

4.3.1.4 Borsada işlem görmesi

Gayrimenkul sertifikalarının borsada işlem görmesi zorunludur. Böylece sertifikalar güvenilir ve şeffaf bir ortamda yatırımcıyla buluşacaktır. İsteddiği zaman yatırımcı mali tablolara ulaşabilecektir. Yatırımcılar proje süresi boyunca ellerindeki sertifikaları borsada satabilir, istedikleri zaman da yeni sertifika alabilir. Böylece yatırımcı proje bitimini beklemeden dilediği zaman sertifikasını nakde dönüştürebilir. Gayrimenkul sertifikalarının borsada alınıp satılabilmesi sonucunda, ülkemizde ve dünyada bir yatırım aracı olarak görülen gayrimenkulün borsada işlem gören bir finansal araca dönüştürülmesi mümkün hale gelecektir.³⁰

4.3.1.5 Devlet güvencesi

Gayrimenkul sertifikası ihracına konu bağımsız bölümler; Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII128.2b)-Madde-4-11 açıklandığı üzere; *“amacı dışında tasarruf edilemez, rehin edilemez, teminat gösterilemez, kamu alacaklarının tahsili de dahil olmak üzere haczedilemez, iflas masasına dahil edilemez. Ayrıca bunlar hakkında ihtiyati tedbir kararı da verilemez.”*

4.3.1.6 Faizsiz Yatırım Aracı

Gayrimenkul sertifikaları faizsiz bir sermaye piyasası aracıdır. Yatırımcılar birikimlerini faize yatırmak yerine sertifika alarak projelerin gelirlerinden faydalanarak değerlendirebilirler.

4.3.2 İhraççıya Sağladığı Faydalar

Gayrimenkul sertifikaları, ihraççının; finansman ihtiyacına cevap vermesi, marka değerini artırması ve pazarlama stratejisine opsiyon sunmasıyla avantajlar sağlayacaktır.

³⁰Dünya Gazetesi, <https://www.dunya.com/sectorler/emlak/ilk-gayrimenkul-sertifikasi-ihracinin-detaylari-belli-oldu-haberi-352898>, [ziyaret tarihi: 01.04.2017]

4.3.2.1 Proje finansmanı

Gayrimenkul sertifikası modeli, gayrimenkul projeleri için alternatif bir finansman aracı olabilecektir.

4.3.2.2 Faiz yükümlülüğü

Gayrimenkul projelerinde sıklıkla kullanılan banka kredilerinin miktarını düşürecek, böylece ihraççının maliyetlerini çeşitlendirecektir.

4.3.2.3 Müşteri kitlesi

Hem bireysel hem kurumsal yatırımcıya ulaşma imkânı sağlamaktadır.

4.3.2.4 Marka değeri

Gayrimenkul sertifikası ihraç eden bir şirket belirli bir yatırımcı kitlesine ulaşacaktır. Bu ilerleyen dönemlerde şirketin daha fazla tanınmasını ve yatırımcılar arasında tutulmasını sağlayacaktır.

4.3.2.5 Erken pazarlama

Gayrimenkul sertifikası modeli ile ihraççı sertifikaları halka arz ederek kısa süre içerisinde projenin önemli bir kısmını pazarlamış olacaktır.

4.4 İHRAÇ EDİLECEK GAYRİMENKUL SERTİFİKALARINA İLİŞKİN RİSKLER

Diğer bütün yatırım araçlarında olduğu gibi gayrimenkul sertifikalarında da riskler mevcuttur. Gayrimenkul sertifikalarının herhangi bir getiri garantisi bulunmamaktadır. Gayrimenkul sertifikalarını ihracında ve sonrasında yatırımcıyı olumsuz yönde etkileyebilecek gelişmelerin yaşanması söz konusu olabilir. Gayrimenkul sertifikaları için oluşabilecek riskler şu şekilde sıralanabilir;

4.4.1 Likit Piyasa Oluşmaması

İhraç edilen gayrimenkul sertifikalarının borsada işlem görmesi zorunludur. Borsada işlem görmeye başlayan sertifikalar için likit bir piyasa oluşmayabilir, oluşsa dahi sürekliliği olmayabilir. Bu durum fiyat farklılıklarına yol açarak, istenilen zamanda istenilen fiyattan sertifika satışına imkân vermeyebilecektir. Ayrıca gayrimenkul sertifikaları için vade sonuna doğru giderek azalan bir likidite durumu söz konusu olabilir.

4.4.2 Fiyat Dalgalanmaları İle Karşılaşılması

Gayrimenkul sertifikalarının ihraç fiyatı, projenin ihraç anındaki veya gelecekteki fiyatı için gösterge olmayabilir. Sertifikadaki fiyat dalgalanmaları sonucu, yatırımcı ihraç fiyatının veya ikinci piyasada aldığı fiyatın daha altından satış yapmak durumunda kalabilir. Bu durum yatırımcını zarar etmesine yol açacaktır. Ayrıca Borsa İstanbul A.Ş. (BIST) pay piyasası yönergesine dayanarak işlemleri geçici olarak durdurabilir ya da tek fiyata da geçebilir. Bu gibi durumlar yatırımcıyı olumsuz etkileyebilecektir.

4.4.3 Borsa Fiyatı İle Piyasa Fiyatı Arasındaki Fark

Gayrimenkul sertifikası ihracına konu olacak bağımsız bölümler ile benzer özellikte ihraca konu olmayan bağımsız bölümler arasında borsada oluşabilecek fiyat artışından kaynaklı farklılık olduğu takdirde asli edim talebinde bulunan yatırımcı sahip olacağı bağımsız bölüme piyasa fiyatının üstünde bir bedel ödeyerek sahip olabilecektir.

4.4.4 Şerefiye İle İlgili Riskler

Şerefiyelerin ne şekilde olacağı ihraççı tarafından izahname veya ihraç belgesinde açıklanmak zorundadır. Ama proje başladıktan sonra arz talep durumlarına, çevredeki gelişmelere veya öngörülemeyen nedenlere bağlı olarak şerefiyeler arasında farklılık oluşabilir. Bu durumdan yatırımcı olumsuz etkilenebilir.

4.4.5 Sertifikaya Tanınan İstisnalar ve Muafiyetler

Gayrimenkul sertifikalarına bugün çeşitli istisna ve vergi avantajları uygulanmaktadır. Bu İstisna ve avantajlar ilerleyen zamanlarda değiştirilebilir veya tamamen kaldırılabilir.

4.4.6 Mevzuatın Değişimi

Gayrimenkul sertifikaları tebliğinde değişiklik yapılması veya başka bir tebliğin yürürlüğe girmesi durumunda sertifikalara olan ilginin azalması ya da sertifikaların fiyatının düşmesi gibi durumlar söz konusu olabilir. Ayrıca asli edimlerde, konut mevzuatında değişiklik olması durumunda vergi ve harçlardan kaynaklı ekstra maliyet söz konusu olabilir.

4.4.7 Hukuki Davalar

Gayrimenkul sertifikası ihracı yapan firma, projenin gerçekleşeceği alan ve proje hukuk düzenlemeleri çerçevesindeki kurallara tabiidir. Hukuki uyuşmazlıklarda ihraççının taraf olma durumu vardır ve olası karşılaşılabilecek hukuki durumlardan dolayı projenin tamamlanması gecikebilir.

4.4.8 Projenin Gecikmesi

Gayrimenkul sertifikası ihraç edecek firmadan kaynaklı veya mücbir sebeplerden dolayı proje gecikebilir. Bu durum yatırımcıyı olumsuz yönde etkileyebilecektir.

4.4.9 Asli Edim İfasında Tercih Edilen Bölümün Edinilememesi

Asli edim ifa sürecinde aynı bağımsız bölüme birden fazla talep gelmesi durumunda, edimin nasıl yerine getirileceği ihraç belgesi ve izahnamede belirtilen koşullar çerçevesinde yapılır. Bu durumda istenilen bağımsız bölümü edinememe riski oluşacaktır.

4.4.10 Tali Edime Konu Bağımsız Bölümlerin Satışı

Tali edime konu bağımsız bölümlerin satışıyla ilgili hususlar izahname ya da ihraç belgesinde açıklanacaktır. Yetersiz talep gelmesi durumunda bu bağımsız bölümlerin getirisi beklenenden düşük olabilir.

4.5 MEVCUT UYGULAMA: PARK MAVERA – 3

Bu bölümde 2017 yılında gayrimenkul sertifikası ihracına konu olan Park Maveria - 3 projesi hakkında genel bilgiler verilecektir.

12.01.2017 tarihinde İstanbul/Başakşehir Bölgesi'nde başlayan proje T.C. Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı ile Makro İnşaat A.Ş. arasında arsa satış karşılığı gelir paylaşımı sözleşmesi ile projenin belirli bir kısmı Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (128-III2b) uyarınca gayrimenkul sertifikası ihracına konu edilmiştir.

İhraççının TOKİ, yüklenici firmanın Makro İnşaat A.Ş. olduğu konsorsiyumun liderliğini Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. yapmaktadır.

Projenin gerçekleştiği Kayaşehir Bölgesi'ne yapılan ve yapılması planlanan büyük projeler Park Maveria-3'ün çekiciliğini de artırmaktadır. Yapımı devam eden 3.havalimanına yakın olması, üniversite ve Türkiye'nin en büyük şehir hastanelerinden birinin bölgeye yapılacak olması projeyi özel kılmaktadır.

50.696m²'lik arsa alanı üzerine inşa edilen projenin 39.586 m²'si peyzaj alanıdır. Toplamda 9 mesken 1 ofis ve 1 ortak alandan oluşan projenin 723'ü konut 31'i ticaret alanı olmak üzere 754 adet bağımsız bölümü mevcuttur. Gayrimenkul sertifikasına konu bağımsız bölüm ise 218 adet konuttur.³¹

12.01.2017 tarihinde başlayan Park Maveria-3 projesinin tahmini olarak bitiş tarihi 06.12.2019 olarak öngörülmektedir. Projenin bir kısmının konu olduğu gayrimenkul sertifikaları 29-30-31 Mart 2017 tarihlerinde halka arz edilmiştir. Sertifikaların

³¹ TOKİ 2017, Gayrimenkul sertifikası park mavera 3 projesi izahname seti

05.04.2017 – 02.04.2020 tarihleri arasında 1093 gün boyunca borsada işlem görmeleri beklenmektedir. Vade sonu ise 06.04.2020'dir.

Gayrimenkul sertifikalarının 1 adetinin fiyatı 42.5 TL olarak belirlenmiştir. 1 adet sertifika 1dm²'lik alanı temsil etmektedir. Her bir bağımsız bölümün değerine karşılık gelen sertifika adedi izahnamede belirtilmiş olup, asli edimin yerine getirilmesi aşamasında şerefiye ile ilgili ek bir ödeme söz konusu değildir. Yani şerefiye farklılıkları bağımsız bölümlere denk gelen sertifika adetleri sayısına dağıtılmıştır. 29-30-31 Mart 2017'de halka arzı gerçekleştirilen gayrimenkul sertifikalarının 3.370.410 adedi satılmış olup bu tutardan gelen karşılık 143.242.425 TL olmuştur.³² Projenin arsa ve inşaat maliyetlerinin toplamı olarak öngörülen miktar 641.450.000 TL'dir. Yani projenin yaklaşık olarak maliyetinin yüzde 25'lik kısmına denk gelen tutar 3 gün içerisinde finanse edilmiştir.

05.04.2017 tarihinde BIST'de işlem görmeye başlayan Park mavera 3 projesinin borsadaki işlem kodu PMVR3 olarak belirlenmiştir. PMVR3'ün 05.04.2017 ile 10.11.2017 tarihleri arasındaki fiyat aralığı 42.6 – 33.16 olmuştur. 10.11.2017 tarihinde Park Mavera 3 projesinin gayrimenkul sertifikası ihracına konu bağımsız bölümlerinin fiyatı ile sertifika ihracına konu olmayan bağımsız bölümlerin piyasa fiyatı karşılaştırması yapılmıştır. PMVR3'ün kapanış fiyatı bu tarihte 36,30 olmuştur. Bu fiyat bağımsız bölümlerin metrekare bazında fiyatının o gün için 3630 TL olduğunu göstermektedir. Aynı tarihte Park Mavera 3 projesinin internet sitesinde, gayrimenkul sertifikası ihracına konu olmayan benzer bağımsız bölümlerin fiyat incelemesi yapıldığında ortalama metrekare fiyatlarının 5010 TL civarında olduğu gözlemlenmiştir. (Park Mavera 3 Web sitesi, 2017) Bu iki fiyat karşılaştırıldığında gayrimenkul sertifikasının fiyatının avantajlı olduğu açık bir şekilde görülse de şu an için yatırımcılar tarafından ilginin beklentilerin altında kaldığı görülmektedir.

³²Kamuyu aydınlatma platformu, <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/597207>[ziyaret tarihi:26.08.2017]

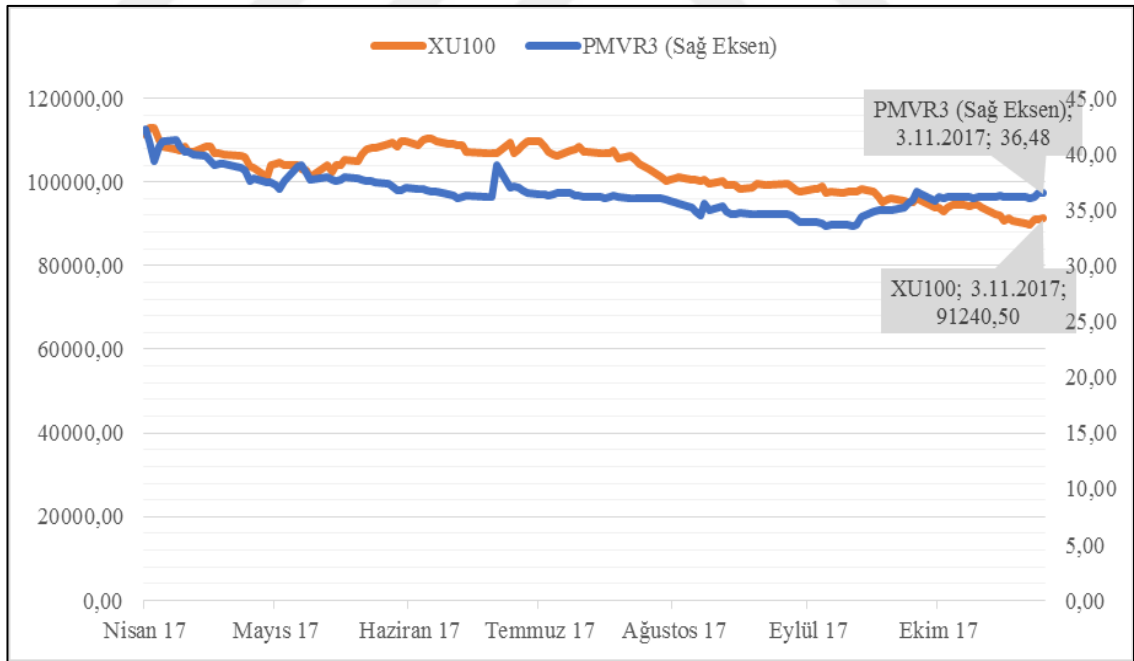
4.6 PARK MAVERA – 3 RİSK VE GETİRİ ANALİZİ

Bu kısımda, PMVR3 ile BIST 100 endeksi risk ve getiri üzerinden karşılaştırılmıştır. Karşılaştırma modeli olarak Varlık Fiyatlama Modeli (Capital Asset Pricing Model (CAPM)) kullanılmıştır.

Bu çalışmada tarihsel (ex-post) veriler üzerinden CAPM kullanılarak, hesaplanan beta üzerinden risk hesaplanmıştır. Veril olarak günlük frekansta PMVR3'ün günlük fiyatları üzerinden logaritmik getiriler elde edilmiştir. Aynı dönemde BIST 100 endeksinin endeks seviyelerinin üzerinden logaritmik getiri hesaplanmıştır. Fiyatların ve getirilerin gelişimi aşağıda yer almaktadır.

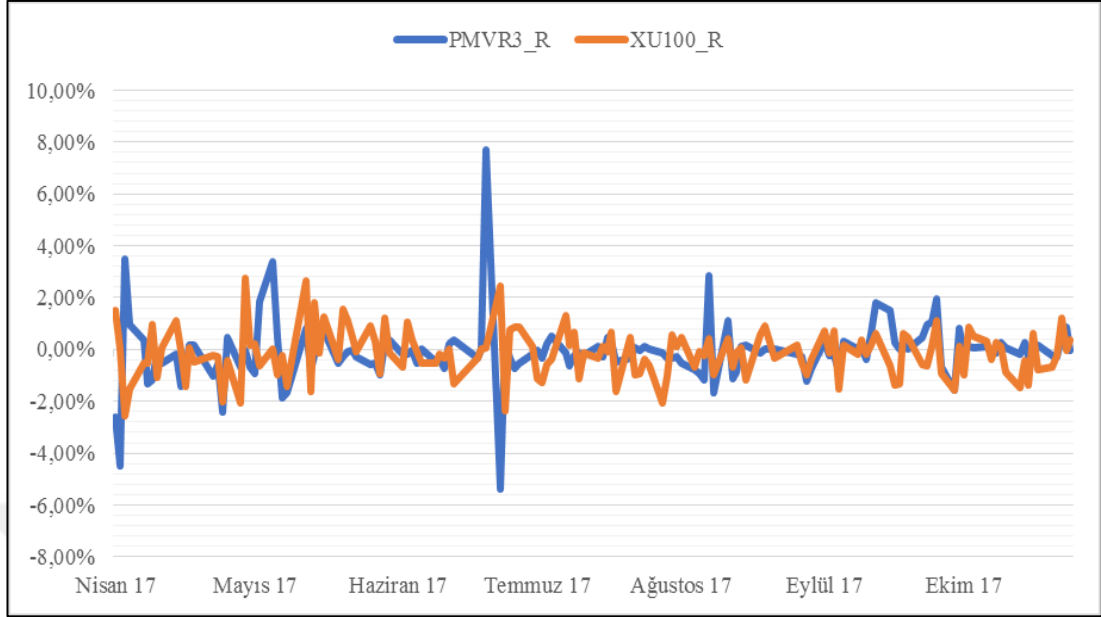
Risksiz getiri olarak T.C. Hazinesinin ihraç ettiği tahviller üzerinden hesaplanan 10 yıllık getiriler kullanılmıştır. Bu getirileri yıllık olarak kote edildiklerinden günlük getiri olarak çevrilmiştir.

Şekil 4.1: PMVR3 ile BIST100 karşılaştırması



Kaynak: BIST

Şekil 4.2: PMVR3 ile BIST100 günlük getiri karşılaştırması



Kaynak: BIST

Günlük logaritmik getirilerin istatistikleri aşağıda yer almaktadır

Şekil 4.3: Getiri İstatistikleri

İstatistik	PMVR3_R	XU100_R
Ortalama Günlük Getiri	-0.102%	-0.140%
Ortalama Yıllık getiri	-25.76%	-35.26%
Standart Hata	0.001022561	0.00078129
Standart Sapma (Günlük)	1.22%	0.93%
Standart Sapma (Yıllık)	19.34%	14.78%
Toplam Getiri	-14.5%	-19.9%
Veri adedi	142	142

4.6.1 Model Sonuçları

PMVR3 hisse senedi verileri üzerinden CAPM metodu ile; PMVR3'nin piyasa ilişkisi analiz edilmiştir. Öncelikle PMVR3 fiyatları günlük getiri haline getirilmiştir. Metodun gerektirdiği piyasa getirisi olarak BIST100 endeksi üzerinden hesaplanan günlük getiriler seçilmiştir. 10 yıllık hazine borçlanmaları üzerinden günlük risksiz getiri hesaplanmıştır. Hesaplanan risksiz getiriler BIST100 ve PMVR3 getirilerinden çıkartılara artık (excess) getiriler hesaplanmıştır. Sonrasında BIST100'ün artık getirisi

(açıklayıcı değişken) PMVR3'ün artık getirisi üzerinden (açıklanan değişken) en küçük kareler yöntemine dayalı lineer regresyon uygulanmıştır.

Regresyon sonuçları incelendiğinde PMVR3'ün betası (-0.041) olarak hesaplanmıştır. Bununla birlikte beta katsayısı istatistiksel olarak anlamlı çıkmamıştır. Aynı şekilde modelin açıklayıcılığı (R^2) de oldukça düşük çıkmıştır. Bu durumun en büyük sebebinin regresyon analizinin gerektirdiği ölçüde PMVR3'ün yeterli tarihsel derinliğe ulaşmaması olduğu düşünülmektedir. İlerleyen zamanlarda PMVR3'ün fiyat verilerinin yeterli tarihsel derinliğe ulaşması durumunda bahsedilen CAPM metodolojisi ile risk ve getiri analizi yapılmasının faydalı olacağı düşünülmektedir. CAPM metodu ile gayrimenkul sertifikalarının ihraç amaçlarına uygun olarak hareket edip etmediği ilerleyen dönemlerde daha iyi test edilebilir.

Şekil 4.4: PMVR3 CAPM Modeli Sonuçları

<i>Regresyon İstatistikleri</i>					
Çoklu R			0.030940231		
R^2			0.000957298		
Ayarlanmış R^2			-0.00617872		
Standart Sapma			0.012222808		
Gözlem Adedi			142		

<i>ANOVA</i>					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>F Anlamlılığı</i>
Regresyon	1	0.0000200	0.0000200	0.1341501	0.7147202
Hatalar	140	0.0209156	0.0001494		
Toplam	141	0.0209356			

	<i>Katsayı</i>	<i>Standart Hata</i>	<i>t İstatistiki</i>	<i>P-Değeri</i>
Kesim Noktası	-0.0011	0.0010	-1.0402	0.3000
XU100_R	-0.0405	0.1106	-0.3663	0.7147

4.6.2 CAPM Modeli

Sermaye varlıkları fiyatlama modeli (Capital Asset Pricing Model – CAPM) modern finansal ekonominin en temel teorisidir. 1952 yılında Harry Markowitz tarafından temelleri atılan modern portföy teorisi; riskli bir varlığın beklenen getirisinin; belirli varsayımlar altında ve denge durumunda (equilibrium) nasıl oluşacağına dair çeşitli tahminler öne sürer.

CAPM, Markowitz'den 12 yıl sonra William Sharpe (Sharpe, 1964), Lintner (Lintner, 1965) tarafından yazılan makalelerle ortaya çıkmıştır.

CAPM'in dayandığı varsayımlar ekte sunulmuştur. Bu varsayımlar ve CAPM zaman içerisinde akademik çalışmalarda test edilmiş ve sorgulanmıştır. CAPM'in dayandığı varsayımlar oldukça kısıtlayıcı ve bir kısmı gerçeikle bağdaşmamaktadır. Bunu aşmak için zaman içerisinde çok faktörlü modeller vs. ortaya çıkmıştır.

Akademide çok faktörlü modeller ve diğer alternatif modeller ile ilgili çalışmalar artarken; endüstride tek faktörlü CAPM modelinin üstünlüğü sürmektedir (Bodie, Kane, & Marcus, 2013). Bunun en büyük sebebinin uzun vadede ortalamada hiçbir yatırımcının piyasa getirisinin üzerinde kâr edememesidir. Akademide yapılan birçok çalışmada bu olgu test edilmiş ve sonuçları CAPM'in tahmin ettiği gibi çıkmıştır. Bu nedenle endüstride CAPM kullanımı yaygındır.

CAPM geçmiş (ex post) veriler üzerinden hesaplanmakla birlikte, modelde kullanılan risk primi (aşağıda anlatılmaktadır) beklentileri içeren bir şekilde seçilebildiğinden ex ante yöntem özelliği göstermektedir.

Brunmer (Robert F. Bruner, 2008) çalışmalarının gösterdiği gibi, genel olarak CAPM metodu en çok kullanılan hesaplama yöntemleri arasındadır.

Genel olarak CAPM metodolojisi aşağıda özetlenmektedir. (Bodie, Kane, & Marcus, 2013)

Herhangi bir *i* şirketi için CAPM:

$$E(R_i) = R_f + \beta_{im}(E(R_m) - R_f) \quad (1)$$

Bu denklemde R_i . şirket hisse getirisini, R_f risksiz getiri oranını, R_m piyasa getirisini, β_{im} ise şirket (fon) hisse getirisinin, piyasaya göre volatilitesi (sistemik riskini) gösterir.

Buradan hareketle i şirketi (fon) için hesaplanacak CAPM Beta'sı aşağıdaki ilişki üzerinden yapılan regresyon ile bulunur. Bu analizin her dönem için yapılması durumunda ekteki regresyon denkleminde ulaşılmaktadır.

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \hat{\beta}_{im}(R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Burada ($R_{it} - R_{ft}$) i şirketinin getirisi ile risksiz hazine faizi arasındaki farkı göstermektedir. $R_{mt} - R_{ft}$ ise piyasa getirisinin; risksiz getiri üzerine fazladan getirisini ifade eder.

5. GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI

5.1 GAYRİMENKUL YATIRIM FONU TANIMI

Çalışmanın ilk kısmında da belirtildiği üzere, gayrimenkul ve inşaat sektörü finansmanında bugüne kadar bankacılık kanalı yoğun olarak kullanılmıştır. Sektörün gelişimini sürdürmesi, ihtiyaçlara cevap verebilmesi, canlı kalabilmesi için alternatif araçlar gerekmektedir. Günümüz dünyasında, teknolojinin gelişmesiyle beraber, sermaye küreselleşmiş ve etki alanı artmıştır. Bunun neticesinde yeni finansal araçlara ve ürünlere ihtiyaç duyulmaktadır. (Kutukız, 2003) Bu noktada, gayrimenkul yatırımları ile sermaye piyasasının kesişimi bize yeni araçları işaret etmektedir. Gayrimenkul yatırım fonları, bu ihtiyaca cevap verebilecek bir sermaye piyasası aracı olabilecek potansiyele sahiptir.

Dünya’da 80 yıllık geçmişi bulunan gayrimenkul yatırım fonlarının ülkemizle tanışması 2014 yılında olmuştur. SPK’nın 03.01.2014 tarihinde yayınladığı “Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile hukuki alt yapısı oluşturulmuştur. Tebliğde gayrimenkul yatırım fonu şu şekilde tanımlanmıştır.

Fon; Kanun hükümleri uyarınca nitelikli yatırımcılardan katılma payları karşılığında toplanan paralarla, pay sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre üçüncü fıkra da belirtilen varlık ve işlemlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla Kuruldan faaliyet izni alan portföy yönetim şirketleri ve gayrimenkul portföy yönetim şirketleri tarafından bir içtüzük ile süreli veya süresiz olarak kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan malvarlığıdır. Bununla birlikte, fon, tapuya tescil ve tescile bağlı değişiklik, terkin ve düzeltme işlemleri ile sınırlı olarak tüzel kişiliği haiz addolunur.

Gayrimenkul yatırım fonları, birikimlerini gayrimenkul sektörü içinde değerlendirmek isteyen yatırımcıları, gayrimenkul sektöründe tecrübe sahibi profesyonel ekiplerle buluşturarak; yatırımcıların oluşturduğu fonu profesyonel ekiplerin yönetmesi sonucu yatırımcıların gayrimenkul alanındaki yatırımlarından daha fazla getiri elde etmesini amaçlamaktadır. Fonlar, gayrimenkul sektöründe pazarlama rekabetini artıracak aynı

zamanda da oluşturacağı ikincil piyasayla sermaye piyasasına katkı sağlayacaktır. (Hepşen, 2014)

Ülkemizde gayrimenkul yatırımları diğer yatırım araçlarına göre değer dalgalanmalarından daha az etkilenmesiyle yatırımcının riskini azalttığı için tercih edilme potansiyeli yüksek bir araçtır. Gayrimenkul yatırım fonları bünyesinde bulundurduğu profesyonel ekiplerle yatırımcılar için ayrıca bir güven zemini oluşturacaktır.

Gayrimenkul yatırım fonlarının sunduğu avantajlar;

- I. Gayrimenkullerin menkul kıymete dönmesine olanak sağlar,
- II. Büyük ölçekli gayrimenkul projelerinde likidite sağlar,
- III. Kendisine özel vergi avantajları ile bireysel yatırımcılardan daha fazla getiri elde etmeyi sağlar.³³
- IV. Ülkeye dışarıdan fon akışı girmesini sağlar,
- V. Yatırımcıların alım, satım, vergi yükümlülüklerinin takibi ve buna benzer operasyonel işlemlere zaman ayırmasına gerek yoktur. Bütün operasyonel işlemler fon tarafından yürütülür.
- VI. Yatırımcılardan toplanan fonun tek merkezden yönetilmesi, bireysel olarak yatırım yapılamayacak büyük ölçekteki projelere ortak olma fırsatı sunar. Ayrıca fonların tek seferde büyük alımlar yapabilecek güçte olması alım maliyetlerinde avantaj sağlayabilecektir.

5.2 GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI MEVZUATI

03.01.2014 tarihli ve 28871 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan “Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.3)” ile SPK, gayrimenkul yatırım fonlarının esaslarını düzenlemiştir. 31.12.2014 tarihinde ve son olarak da 30.11.2016 tarihinde 29904 sayılı Resmi Gazete’de “Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.3)’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (III-52.3b)” yayınlanmıştır.³⁴

³³ Gayrimenkul Yatırım Fonlarında Vergi Durumu kısmında detaylı olarak incelenecektir.

³⁴ Gayrimenkul yatırım fonları tebliği (III-52.3b)

Yayınlanan tebliğler doğrultusunda gayrimenkul yatırım fonlarının incelenmesi yapılmıştır. İnceleme içeriği aşağıdaki gibidir.

- I. Gayrimenkul yatırım fonlarını kuruluş
- II. Gayrimenkul yatırım fonlarının yönetimi ve işleyişi
- III. Gayrimenkul yatırım fonlarının işlem yapabileceği alanlar
- IV. Gayrimenkul yatırım fonlarının işlem yapamayacağı alanlar
- V. Gayrimenkul yatırım fonlarının dışardan alacağı hizmetler
- VI. Gayrimenkul yatırım fonlarında vergisel durum

5.3 GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARININ KURULUŞU

Bu kısımda, gayrimenkul yatırım fonlarının hangi şirketler tarafından kurulabileceği, bu şirketlerin yapısı, fon ihraç edebilmek için gerekli dokümanlar ve izinler hakkında bilgiler verilecektir.

Gayrimenkul yatırım fonları, portföy yönetim şirketleri veya gayrimenkul portföy yönetim şirketleri tarafında kurulabilir.

Gayrimenkul portföy yönetim şirketleri, SPK tarafından gerekli izinleri alarak, özel olarak gayrimenkul yatırım fonu kurup işletebilecek şirketlerdir.

Portföy yönetim şirketleri ise; fon kurup yöneten ve anonim ortaklık olarak kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır.³⁵

Gayrimenkul yatırım fonu eğer bir portföy yönetim şirketi tarafında kuruluyorsa; aşağıdaki kriterleri sağlayan 3 kişilik bir yatırım komitesi oluşturması gerekmektedir.

- i. Gayrimenkul alım satım işi haricinde gayrimenkul yatırımı konusunda en az 5 yıllık tecrübeye sahip bir yönetim kurulu üyesi,
- ii. Kurucular nezdinde SPK'nın lisanslamaya ilişkin kuralları uyarınca gayrimenkul değerlendirme lisansına sahip bir uzman ve genel müdür.

³⁵ Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği (III-55.1)

Gayrimenkul yatırım fonu kuracak şirketler fon bilgilendirme dokümanları olarak adlandırılan; fon içtüzüğü, ihraç belgesi ve arzu etmeleri halinde yatırımcı bilgi formu oluşturmaları gerekmektedir. Bu dokümanlar SPK'nın standartları doğrultusunda hazırlanmalıdır.

Fonun kuruluşu için kurucu³⁶, taslak içtüzük ve SPK tarafından esasları belirlenen standart form ve gerekli bilgi ve belgelerle SPK'ya başvuru yapar. Kuruluş izninin alınabilmesi için kurucunun portföy saklayıcısı ile saklama sözleşmesi imzalaması ve içtüzüğün SPK tarafından onaylanması gerekmektedir.

Kuruluş başvurusu yapıldıktan sonra 2 ay içerisinde SPK tarafından karara bağlanır. SPK tarafından onay verildiği takdirde 6 iş günü içerisinde içtüzük kurucunun merkezinin bulunduğu yerin ticaret siciline tescil ettirilir. Kararın olumsuz olması durumunda ise gerekçeleri belirtilerek başvuru sahiplerine dönüş yapılır.

Fonun içtüzüğünün onaylanmasının ardından fon katılma payı ihracı için yeniden SPK'ya başvurur. İchtüzüğün tescilinden itibaren 6 ay içerisinde fonun işlemlerini yürüteceği fiziki ortam, teknik donanım ve yeterli personel ataması yapılmış olmalıdır.

Kurucunun ilk fonu dışındaki kuruluş ve katılma payı ihracı başvuruları bir arada yapılabilir.

5.4 GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARININ YÖNETİM VE İŞLEYİŞİ

Bu kısımda, gayrimenkul yatırım fonu kurucusunun yetki ve sorumlulukları, fonun temsili, katılma paylarının ihracı, alımı, satımı ve iadesi ile fon için kullanılabilecek kredi sınırlamaları hakkında bilgiler verilecektir.

Gayrimenkul yatırım fonu kurucusu, fona ait varlıkları yatırımcıların haklarını koruyacak ve lehine olacak şekilde, tebliğde yer alan esaslarla, içtüzük ve ihraç belgesinde yer alan hükümler doğrultusunda yönetiminden sorumludur. Kurucu yine tebliğ esasları ve içtüzük ile ihraç belgesi hükümleri doğrultusunda tasarrufta bulunmaya yetkilidir.

³⁶ Kurucu: SPK'dan faaliyet izni almış portföy yönetim şirketi veya gayrimenkul portföy yönetim şirketi.

Gayrimenkul yatırım fonlarının temsili, faaliyet süresi boyunca kurucunun yönetim kurulu tarafından yapılır. Fakat yönetim kurulu, katılma payı sahiplerinin yatırım kararlarını etkilemeyecek işlemler için bir veya daha fazla Murahhas üyeye yetkilerini devredebilir.

SPK'dan gerekli onaylar alındıktan sonra fon katılma payı ihracı gerçekleştirilebilir. İhraç kurucunun kendisi tarafından yapılabileceği gibi ihracı anlaşma yaptığı başka bir portföy yönetim şirketi yada yatırım kuruluş vasıtasıyla da gerçekleştirebilir.

Fon katılma paylarının ihracı sadece nitelikli yatırımcılara yapılır.³⁷

İhraç gerçekleştirilen fon katılma paylarının itibari değeri yoktur. Fon birim pay değerinin yılda en az bir defa hesaplanarak katılma payı sahiplerine bildirilmesi zorunludur.

Fon katılma paylarının satışı nakden ödenme yoluyla gerçekleştirilir. Yatırımcının arzu ettiği durumda katılma paylarının fona iadesi mümkündür. İade, ihraç belgesindeki koşullara uyarak payların nakde çevrilmesi suretiyle yapılır. Fona iade edilen katılım paylarından dolayı likidite problemi yaşanabilir. Bu durumdan fon kurucusu sorumludur. Kurucu bu durumu aşabilmek için kendi portföyüne, katılma payı sayısının yarısını aşmayacak şekilde katılma payı dahil edebilir.

Gayrimenkul yatırım fonları, katılım paylarının yatırımcılar arasında devrine olanak sağlamaktadır. Devir işlemi için gerekli bilgi ve belgeler kurucuya sunulur. Kurucunun onaylamasından sonra devir işlemi gerçekleştirilmiş olur.

Katılma paylarının ihracına başlanan tarihten en fazla 1 yıl içinde fon portföyünün değeri en az 10.000.00TL'ye ulaşmak zorundadır. Bu büyüklüğe ulaşamayan fonların yatırım faaliyetleri son bulur ve 6 ay içerisinde ticaret sicilinden terkin ettirilir.

³⁷ Nitelikli yatırımcı: Yerli ve yabancı yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, Sosyal Sigortalar Kanununun ilgili maddesince kurulmuş sandıklar, kamuya yararlı dernekler ile nitelikleri itibariyle bu kurumlara benzer olduğu Kurulca belirlenecek diğer yatırımcılar ve sermaye piyasası araçlarının ihraç tarihi itibariyle en az 1 milyon lira tutarında Türk Lirası, yabancı para veya sermaye piyasası aracına sahip gerçek ve tüzel kişilerdir.

Gayrimenkul yatırım fonlarının kredi kullanım opsiyonları da mevcuttur. Fakat kullanılacak kredi miktarları için sınırlamalar da mevcuttur. Kullanılacak kredi miktarı, son hesap dönemi itibarıyla fon toplam değerinin yüzde 50'sini aşmayacak kadar olabilir. Fon, kredi kullandığı takdirde bu durumu katılma payı sahiplerine bildirmek zorundadır. Ayrıca fon, portföyünde yer alan repo işlemine konu olabilecek varlıkların rayiç değerlerinin yüzde 10'u kadar borsa veya borsa dışında repo yapabilir ya da borçlanma amacıyla Takasbank Para Piyasası işlemleri yapabilir.

5.5 GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARININ TOPLANAN FONUN DEĞERLENDİRİLEBİLECEĞİ YERLER

Katılma payı ihraçları sonucunda elde edilen gelirlerin portföy sınırlamaları dahilinde yatırıma yönlendirilmesi zorunludur.

Gayrimenkul yatırım fonları için, toplanan fonun değerlendirilebileceği yatırım araçları ve bunların sınırlamaları hakkında bilgiler aşağıdaki gibidir.

- i. Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye’de kurulan anonim ortaklıklara ait paylar, özel sektör ve kamu borçlanma araçları,
- ii. Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen, yabancı özel sektör ve kamu borçlanma araçları ve anonim ortaklık payları,
- iii. Vadeli mevduat ve katılma hesabı,
- iv. Yatırım fonu katılma payları
- v. Repo ve ters repo işlemleri
- vi. Kira sertifikaları ve gayrimenkul sertifikaları
- vii. Varantlar ve sertifikalar,
- viii. Takasbank para piyasası işlemleri,
- ix. Türev araç işlemlerinin nakit teminatları ve primleri,
- x. SPK tarafında uygun görülen özel tasarlanmış yabancı yatırım araçları ve ikraz iştirak senetleri,
- xi. SPK tarafından uygun görülen diğer yatırım araçları.

Görüldüğü gibi gayrimenkul yatırım fonlarının yatırım yapabileceği birçok araç mevcuttur. Ancak fonlar, fon toplam değerlerinin en az yüzde 80'lik kısmını gayrimenkul yatırımlarında değerlendirmek zorundadır.

Fon portföyünün büyük bir kısmını oluşturacak gayrimenkul yatırımlarında uyulması gereken sınırlamalar mevcuttur. Bunlar aşağıdaki gibidir.

- a. Fon toplam değerinin yüzde 20'lik kısmını aşan tek bir gayrimenkul yatırımı varsa bu büyüklükteki yatırımların toplam değeri fonun toplam değerinin yüzde 60'ını geçemez. Fakat yalnızca belirli bir gayrimenkule yatırım yapacak fonlarda bu durum gözetilmez.
- b. Fon bilgilendirme dokümanında belirtilmesi şartıyla üzerinde ipotek olan gayrimenkul veya gayrimenkulün değerini etkileyebilecek herhangi bir takyidat şerhi olan taşınmazların portföy içerisindeki toplam değeri fon toplam değerinin yüzde 30'unu aşamaz.

Ayrıca gayrimenkul yatırım fonları için kısıtlamalar haricinde tamamen yatırım ve işlem yapamayacağı ve de hizmet veremeyeceği durumlar da söz konusudur. Bu durumlar aşağıda sıralanmıştır.

- i. Gayrimenkul projelerine yatırım yapamazlar, gayrimenkullerin inşaat işlerini üstlenemezler ve bu amaçla personel ve ekipman edinemezler. Fakat; Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı, İller Bankası A.Ş., belediyeler ile bunların bağlı ortaklıkları, ve/veya yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazının bulunduğu şirketler tarafından gerçekleştirilen inşaat ruhsatı alınmış projeler kapsamındaki bağımsız bölümler, inşaat ilerleme durumuna bakılmaksızın fon portföyüne dahil edilebilirler.
- ii. Başka kişi ve kuruluşlara, proje geliştirme, mali fizibilite, proje kontrol ve buna benzer hizmetler veremezler.
- iii. Fon portföyünde kısa vadeli olarak sürekli alım satım işlemi gerçekleştiremezler.
- iv. Kıymetli madenlere ve diğer emtialara ve bunlara dayalı vadeli işlem sözleşmelerine yatırım yapamazlar.
- v. Fon portföyünde yer alan sermaye piyasası araçlarını açığa satamazlar, kredili menkul kıymet işlemi yapamazlar ve sermaye piyasası araçlarını ödünç alamazlar.

vi. Türev araçlarını kullanarak fon portföyüne korunma amacını aşan işlemler yapamazlar.

vii. Yurt dışında gayrimenkul alım, satım veya kiralama işlemi yapamazlar.

5.6 GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARININ DIŞARDAN ALDIĞI HİZMETLER

Gayrimenkul yatırım fonlarının dışardan hizmet almasını zorunlu kılan veya opsiyonel olarak dışardan hizmet almasını gerektirecek işlemleri mevcuttur.

Bu hizmetler; portföy yönetim hizmeti, işletme hizmeti, müteahhitlik hizmeti, değerlendirme hizmeti şeklindedir.

- i. Portföy yönetim hizmeti: Kurucu portföy yönetim hizmetini arzu ettiği takdirde bir portföy yönetim şirketi veya gayrimenkul portföy yönetim şirketinden alabilir. Kurucunun bu hizmeti dışarıdan alması sorumluluklarını ortadan kaldırmaz.
- ii. İşletme hizmeti: Gayrimenkul yatırım fonları portföyündeki gayrimenkuller için işletme hizmetlerini, işletmeci şirketlerden alırlar. Kira geliri için portföyüne kattıkları gayrimenkullerin güvenlik, temizlik ve genel idare gibi hizmetlerinin karşılanabilmesi için işletmeci şirketle anlaşır. İşletmeci şirketle kurucunun sözleşme yapması zorunludur. Fon portföyünde bulunan gayrimenkullerin değerinin artmasına ve pazarlanmasına yönelik reklam ve benzeri faaliyetler için de bu tür faaliyetler gösteren bir şirketle anlaşılır. Kurucu ile şirket arasında sözleşme yapılması zorunludur.
- iii. Müteahhitlik hizmetleri: Portföydeki gayrimenkullerin tadilat ve onarım gibi inşaat işlerinin gerektiği durumlarda kurucu ile bir müteahhit arasında sözleşme imzalanarak işler müteahhit tarafından yapılır.
- iv. Değerleme Hizmeti: Gayrimenkul yatırım fonları, portföylerindeki varlıklar ve haklar için rayiç değerlerini tespit ettirmek durumundadırlar. Bu tespit bir gayrimenkul değerlendirme kuruluşuna yaptırılır. Seçilecek gayrimenkul değerlendirme kuruluşunun SPK tarafından listeye alınmış olması gerekmektedir. Ayrıca; gayrimenkul değerlendirme kuruluşu, kurucu ve portföy yöneticisinin ilişkili taraflarından bağımsız olmalıdır. Kurucu ve portföy yöneticisinin yüzde 10 veya üzerinde paya sahip ortaklarından, yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazını

içeren yüzde 10 veya daha fazla hakkı olan pay sahibi ortaklarından bağımsız olmalıdır. Fonlar aynı değerlendirme kuruluşundan en fazla 3 sene üst üste hizmet alabilirler.

Fonların değerlendirme gerektiren işlemleri ise şu şekildedir.

- a. Portföydeki gayrimenkullerin ve gayrimenkule dayalı hakların alımı, satımı
- b. Portföydeki gayrimenkullerin kiraya verilmesi
- c. Kiraya verilmek üzere gayrimenkul kiralınması
- d. Mevcut kiradaki gayrimenkullerin kira sözleşmelerinin yenilenmesi
- e. Gayrimenkul ipoteki tesis edilmesi
- f. Portföye SPK tarafından uygun görülecek varlık dahil edilmesi veya çıkartılması
- g. Portföyde yer alan ve hesap döneminin son 3 ayı içerisinde herhangi bir nedenle değerlemesi yapılmayan varlıkların yılsonunda değerlemesinin tespiti

5.7 GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARINDA VERGİ DURUMU

Bu bölümde; gayrimenkul yatırım fonları ve gayrimenkul yatırım fonu katılımcıları açısından vergilendirme durumlarının incelenmesi yapılacaktır.

Bu inceleme Gelir İdaresi Başkanlığı'nın 24.03.2017 tarihinde yayınladığı yatırım fon ve ortaklıklarının vergilendirmesine ilişkin rehber taslağı doğrultusunda yapılacaktır.

5.7.1 Gayrimenkul Yatırım Fonu açısından Vergi Durumu

Gayrimenkul yatırım fonlarının muaf tutulduğu ve tabii olduğu vergiler aşağıda özetlenmiştir.

5.7.1.1 Kurumlar vergisi

Gayrimenkul yatırım fonları SPK düzenleme ve denetlemesine tabii bir kurumdur. SPK düzenleme ve denetlemesine tabii fonlar kurumlar vergisi mükellefidir. Ancak; 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunun 5.maddesi uyarınca gayrimenkul yatırım fonlarının kazançları kurumlar vergisinden muaf tutulmuştur.

5.7.1.2 Kurumlar vergisi tevkifatı

Gayrimenkul yatırım fonları kurumlar vergisinden muaf tutulmuştur. Fakat Kurumlar Vergisi Kanunu 15.maddesinin 3.fikrası uyarınca gayrimenkul yatırım fonlarının kazançlarından yüzde 15 oranında tevkifat yapılması öngörülmüştür. Bu kesinti, 12.01.2009 tarih ve 2009/14594 sayılı Bakanlar Kurulu kararı (BKK) ile yüzde 0 olarak değiştirilmiştir.

5.7.1.3 Banka sigorta muamele vergisi (BSMV)

6802 sayılı Gider Vergileri Kanunun 28.maddesi uyarınca gayrimenkul yatırım fonlarının ana faaliyet kolu, menkul kıymet alım satımı ya da sermaye piyasası aracı alım satımı olmadığı için BSMV mükellefi değildir.

5.7.1.4 Katma değer vergisi

Katma değer vergisi konusunda kanun hükümlerine göre herhangi bir istisna gayrimenkul yatırım fonları için mevcut değildir.

5.7.1.5 Damga vergisi

Damga vergisi kanunu düzenlemeleri doğrultusunda, gayrimenkul yatırım fonlarının alım satım sözleşmeleri ve satış vaadi sözleşmeleri damga vergisinden muaf tutulmuştur.

5.7.2 Gayrimenkul Yatırım Fonu Katılım Payı Sahipleri Açısından Vergi Durumu

Katılma payı sahiplerinin için uygulanan vergi kuralları gerçek kişiler ve kurumlar bazında incelenecektir. Mevcut vergi durumu tam mükellef³⁸ ve dar mükellefler³⁹ için farklılık gösterebilmektedir.

³⁸ Tam mükellef: İkametgâhı Türkiye’de bulunanlar, bir takvim yılı içinde Türkiye’de sürekli olarak altı aydan fazla oturanlar, Resmi daire ve müesseselere veya merkezi Türkiye’de bulunan teşekkül ve teşebbüslere bağlı olup adı geçen daire, müessese, teşekkül ve teşebbüslerin işleri nedeniyle yabancı memleketlerde oturan Türk vatandaşları tam mükellef sayılır.

5.7.2.1 Gerçek kişiler

Tam mükellef olunması durumu: Gerçek kişilerin tam mükellef olması durumunda, gayrimenkul yatırım fonlarının kar payı dağıtımında, katılma paylarının fona iadesinden ve alım satım işlemlerinden elde edilen kazançlardan yüzde 10 oranında stopaj vergisi alınacaktır. Ayrıca vergi beyannamesi verilmesine gerek yoktur.

Dar mükellef olunması durumu: Gerçek kişilerin dar mükellef olması durumunda, gayrimenkul yatırım fonlarının kar payı dağıtımında, katılma paylarının fona iadesinden ve alım satım işlemlerinden elde edilen kazançlardan yüzde 10 oranında stopaj vergisi alınacaktır. Ayrıca vergi beyannamesi verilmesine gerek yoktur.

5.7.2.2 Kurumlar

Tam mükellef olunması durumu: Kurumlar tam mükellef olması durumunda, katılma paylarından elde ettikleri kazanç sadece kurumlar vergisine tabiidir. Ayrıca vergi beyannamesi verilmesine gerek yoktur.

Dar mükellef olunması durumu: Kurumlar dar mükellef olması durumunda, gayrimenkul yatırım fonlarından elde ettikleri kazanç için herhangi bir vergi ödemesi yapmayacak ve vergi beyannamesinde bulunmayacaktır.

Mevzuat penceresinden baktığımızda gayrimenkul yatırım fonları, yatırımcıların birikimlerini gayrimenkul sektörü özelinde değerlendirip, yatırımcıyı profesyonel ekiplerle buluşturan, bireysel olarak yatırım yapılamayacak projelerde birden fazla yatırımcıyı bir araya getirerek bu projelerin değer artışından yararlanma fırsatı sunan bir araçtır. Ayrıca gayrimenkul yatırım fonlarının çeşitli vergi avantajlarına sahip olması devletin de bu fonların gelişimine verdiği katkıyı göstermektedir. Ülkemizde gayrimenkul yatırımları ile finans piyasasını buluşturan fonların gelişmesi ve yaygınlaşması, gayrimenkul sektörüne canlılık katacak ve sermaye piyasalarımıza olumlu etki yapacaktır.

³⁹ Dar mükellef: Türkiye’de yerleşmiş olmayan gerçek kişiler sadece Türkiye’de elde ettikleri kazanç ve iratlar üzerinden vergilendirilirler.

5.8 DÜNYA'DA GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI

Gayrimenkul yatırım fonları yaklaşık 80 yıllık bir tarihe sahiptir. İlk olarak 1938 yılında İsviçre'de gayrimenkul yatırım fonu oluşturulmuştur. Ardından 1959 yılında Almanya'da gayrimenkul yatırım fonu oluşturulmuştur. Günümüze bakıldığında gayrimenkul yatırım fonları geniş alanlara yayılmıştır. En büyük yoğunluk ise Avrupa'da yaşanmaktadır.

AB, 1985 yılında yaptığı düzenleme ile fonlar UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) adı altında toplanmıştır. Gerekli koşulları sağlayan bu fonlar tüm AB üyesi ülkelerde yatırımcılara açık hale getirilmiştir. 2014 yılında ise AIFM (Alternatif Yatırım Fon Yönetimi) düzenlemesi, gayrimenkul yatırım fonlarının yönetiminin daha güvenli ve şeffaf olmasını sağlanmıştır. Gerekli kriterleri ve yükümlülükleri sağlayan fonlar tüm AB ülkelerinde yatırımcılara sunulabilmektedir. AB'nin yaptığı bu düzenlemeler ile yatırımcıların hakkının daha çok korunması, daha kolay bir şekilde yatırımcıya ulaşılması ve Avrupa Birliği (AB) bünyesinde bir standartta oturtulması amaçlanmıştır.⁴⁰

Gayrimenkul yatırım fonlarına olan ilginin son yıllarda artış gösterdiğini söylemek mümkündür. Şekil 5.1'de görüldüğü üzere, 2015 yılında dünya genelindeki büyüklüğü 400 milyar Euro seviyesinden 2017 yılının Haziran ayında 595 milyar Euro seviyesine çıkarak yüzde 50'lik bir artış göstermiştir. Bu miktarın 515 milyar Euro'luk kısmını Avrupa'daki fonlar oluşturmaktadır. Özellikle Almanya ve Fransa'da yoğunlaşan fonların büyüklüğü 285 milyar Euro seviyesinde seyretmektedir. Ayrıca gayrimenkul yatırım fonlarını bugün tüm fonlar içerisinde yaklaşık yüzde 1,5'lik bir paya sahiptir.

Dünya genelindeki gayrimenkul yatırım fonlarına baktığımızda, fonun yer aldığı ülkenin mevzuatına göre açık uçlu ve kapalı uçlu olarak iki ayrı çeşidinin olduğu görülmektedir. Açık uçlu gayrimenkul yatırım fonlarında, katılma payı sahibi yatırımcı fondan ayrılmak istediğinde katılma payını bir başka yatırımcıya devredebilir veya fona da iadesi mümkündür. Kapalı uçlu gayrimenkul yatırım fonunda ise fondan ayrılmak isteyen katılma payı sahibi yatırımcı, elindeki katılma payını ancak başka bir kişiye

⁴⁰ Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, Gösterge, Güz 2017, s.33.

devrederek ayrılabilir. Türkiye’deki mevzuata göre gayrimenkul yatırım fonları açık uçlu olarak işlemektedir.

Avrupa’daki gayrimenkul yatırım fonu büyüklüğünde önde gelen Almanya, Fransa, İsviçre, İngiltere gibi ülkelerde gayrimenkul yatırım fonlarının kendi içerisinde çeşitlendirilerek büyük kesimlere ulaştığı görülmektedir. Bazı fonlar tüm yatırımcıların yatırım yapmasına olanak sağlayan biçimde oluşturulabilirken, bazı fonlar ise sadece profesyonel yatırımcıların yatırım yapmasına müsaade edecek şekilde sunulabilmektedir. Türkiye’de ise gayrimenkul yatırım fonları, gayrimenkul yatırım fonu mevzuat kısmında anlatıldığı gibi sadece nitelikli yatırımcılara arz edilebilmektedir.

Dünyanın önde gelen gayrimenkul yatırım fonlarının bulunduğu ülkelerde mevzuatlar bu fonlar için vergisel olarak avantajlar sunmaktadır. Yine mevzuatlar çerçevesinde elde edilen fonun kullanım şekli için sınırlamalar mevcuttur.

Şekil 5.1: Dünya’da Gayrimenkul Yatırım Fonları

Bazı Ülkelerde Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Büyüklüğü (Milyar Euro)			
Ülke	2015	2016	2017/6
Almanya	137,95	150,7	157,12
Fransa	88	127	127
Güney Kore	28,07	37,1	41,71
İngiltere	34,93	23,55	23,97
İsviçre	27,03	31,12	32,75
Lüksemburg	42,75	50,6	54,09
Dünya	406,65	565,47	594,93
Toplam Yatırım Fonları	38,278,80	40,364,115	40,002,694

Kaynak: European Fund and Asset Management Association, 2017

5.9 TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI

Dünyada gemişı 80 yıl öncesine kadar dayanan gayrimenkul yatırım fonlarının ülkemizle tanışması 2014 yılında gerçekleşmiştir. Her ne kadar SPK, 2014 Ocak ayında tebliğ yayınlansa da Türkiye’nin ilk gayrimenkul yatırım fonu 14.04.2016 tarihinde ihraç belgesi onaylanan ve Ak Portföy Yönetim A.Ş. tarafından kurulan Ak Portföy Yönetim A.Ş. Birinci Gayrimenkul Yatırım Fonu olmuştur. Bu tarihten sonra kurulan gayrimenkul yatırım fonu sayısının arttığı görülmektedir. 30.11.2017 tarihinde SPK tarafından ihraç belgesi onaylanan 26 adet gayrimenkul yatırım fonu bulunmaktadır.⁴¹

Sermaye piyasalarımızın gelişmesine katkı sağlayabilecek olan gayrimenkul yatırım fonları borsada işlem görebilmektedir. 08.06.2017 tarihinde BIST yönetim kurulu, SPK’nın 21.07.2017 tarihli onayı çerçevesinde gayrimenkul yatırım fonlarının katılma paylarının borsada işlem görmesine olanak sağlamıştır. Gayrimenkul yatırım fonları kendi mevzuatları çerçevesinde sadece nitelikli yatırımcıya arz olabildiğinden borsada da Nitelikli Yatırımcı Pazarı’nda (NİYP) işlem görebilecektir.

Borsada arzı gerçekleştirilen ilk gayrimenkul yatırım fonları ise kurucusu Albaraka Portföy Yönetim A.Ş. olan One Tower, Dükkân ve Batışehir Gayrimenkul Yatırım Fonları olmuştur. 29.11.2017 de NİYP’te arz edilen bu 3 gayrimenkul yatırım fonunun toplam değeri 1.1 Milyar TL civarındadır.⁴² Bu gayrimenkul yatırım fonlarının, fon toplam değer tabloları ek A.1, ek A.2 ve ek A.3’te gösterilmiştir.

⁴¹ SPK, 2017, <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Menu/29>, [ziyaret tarihi 30.11.2017]

⁴² Borsaistanbul, 2017, <http://www.borsaistanbul.com/duyurular/2017/11/30> [ziyaret tarihi 01.12.2017]

6. SONUÇ VE ÖNERİLER

Bu çalışma, Türkiye’de alanında bugünkü güncel mevzuatı ve mevcut uygulamaları dikkate alan ilk tez çalışmalarından olup, gayrimenkul sertifikası özelinde ise ilk tez çalışmasıdır.

Çalışma sonucunda, 2001 sonrası gayrimenkul ve inşaat sektörünün yakaladığı başarının artarak devam etmesinin, Türkiye’nin mevcut ekonomik problemlerini aşması için ve sektörel ihtiyaçların giderilmesi için önemli olduğu görülmektedir.

Türkiye’de artan nüfus, devam eden kentleşme ve kentsel dönüşüm kaynaklı yeni konut ihtiyaçları ile inşaat ve gayrimenkul sektörünün ekonomiye olan katkısı bir arada düşünüldüğünde, sektörün gelişim hızının artması gerekmektedir. Bu noktada en önemli sorunlar finansman ve pazarlama alanında ortaya çıkmaktadır. 15 yıldır konvansiyonel bankacılıkla finanse edilen sektör, gerek bankaların kredi/mevduat oranının iyiden iyiye artması (bankaların krediye dönüştürecek kaynak bulmakta zorlanmaya başlamaları) gerek pazarlama aşamalarında yaşanan sıkıntıların proje maliyetlerinde artışa yol açarak kredi faizlerinin artması ile üreticiye fazla külfet getirmesi gibi nedenlerle yeni finansman araçlarına ihtiyaç duymaktadır.

Gayrimenkul sertifikaları ve gayrimenkul yatırım fonları, finansman ve pazarlama alanında sektörün ihtiyaçlarına cevap verebilecek araçlardır. Aynı zamanda bu araçlar ile beraber gayrimenkul sektörü, sermaye piyasasına entegre olarak sermaye piyasasını da gelişimine katkı sağlayacaktır.

Mevzuatlar göz önüne alındığında, hem gayrimenkul sertifikası hem de gayrimenkul yatırım fonları için devletin önemli destekler sağladığı görülmektedir. Bu iki aracın gelişimi için, performans takiplerinin yapılarak gerekli noktalarda mevzuatlarda düzenlemeler yapılması önem taşımaktadır. Takip ve düzenlemeler neticesinde araçlardan daha iyi performans alınabilecektir.

Gayrimenkul sertifikaları ile; projelerin finansman maliyetleri çeşitlendirilebilecektir. Erken finansman imkanı sağlayan sertifikalar, konvansiyonel bankacılıkla sağlanan

finansmandaki kredi faiz yükünü azaltacak böylece pazarlama aşamasında fiyatları azaltarak yatırımcılar için avantaj yaratacaktır. Küçük meblağlar ile de projelere ortak olma fırsatı veren yapısıyla geniş kitlelerin gayrimenkul sektörüne dahil olmasını sağlayacaktır. Faizsiz bir yatırım aracı özelliği taşımasıyla hassasiyetleri olan yatırımcılar için alternatif teşkil edebilecektir. Yine faizsiz yatırım aracı olması körfez ülkelerinin dikkatini çekerek ülkemize fon girişine destek olabilecektir. İlk ihraç gayrimenkul sertifikasının 8 aylık performansının düşük olması, yatırımcıları ve özel şirketleri gayrimenkul sertifikasına uzak kalmasına neden teşkil etmiş olabilir. Bu olumsuz tabloyu dağıtmak için, devlete bağlı bir kurum olan TOKİ'nin öncülüğünde çıkan ilk sertifikaya ek olarak yine TOKİ veya İller Bankası A.Ş. gibi kurumların bu öncülüğü devam ettirerek yeni sertifikalar ihraç etmesi, özel şirketlerin de harekete geçmesi için önem arz etmektedir. Ayrıca bu kurumların, kentsel dönüşüm kapsamında gerçekleştirilen projeler için sertifika ihracı yapmaları, yine özel sektörler için öncü olacağı gibi ülkemizin kentsel dönüşüm planlarına da destek olacaktır.

Gayrimenkul yatırım fonları ile; yatırımcılar, profesyonel ekiplerle buluşarak daha avantajlı yatırımlar yapabileceklerdir. Sermaye tek bir merkezden yönetilerek, özellikle büyük projelerde toplu satın alımlar gerçekleştirilebilecektir. Bunun yansıması olarak; üreticilere pazarlama alanında büyük avantajlar sağlayacak, yatırımcılar ise daha uygun fiyatlarla yatırım yapma imkanı bulacaktır. Ayrıca gayrimenkul yatırım fonları, yabancı yatırımcıları ülkemize çekebilme potansiyeline sahip olmasıyla, fon girdisi sağlayarak ekonomiye ciddi katkılar verebilecektir.

Güncel mevzuat ile gayrimenkul yatırım fonları sadece nitelikli yatırımcılara hitap etmektedir. Bu fonlar çeşitlendirilerek küçük yatırımcının da faydalanmasına imkan verilmelidir. Böylece daha fazla yatırımcıya ulaşılacak ve fonların gelişimi ve büyümesi hız kazanacaktır.

Gayrimenkul sertifikalarını ve gayrimenkul yatırım fonlarını yatırımcıya daha iyi anlatabilmek için tanıtım faaliyetlerine ağırlık verilmesi gerekmektedir. Düzenlenecek seminer ve paneller ile daha fazla yatırımcıya temas edilebilecektir. Devletin mevzuat çerçevesinde yatırımcı için sağladığı faydaların anlatımı daha iyi yapılarak daha fazla yatırımcıya ulaşılacaktır.

Devletin de bu sermaye piyasası araçlarına yönelik pozitif tutumunun sürmesi ve çalışmalarını desteklemesi, bu araçların gelişimi ve yaygınlaşması açısından önem taşımaktadır. Üreticilere ve yatırımcılara aynı anda pozitif olanaklar sunmasıyla bu yatırım araçları günümüzde ve gelecekte sektörün canlılığı ve gelişimi için kritik bir rol üstlenecektir.



KAYNAKÇA

Kitaplar

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2013). *Investment, 10th*. McGraw-Hill Education.



Sürelî Yayınlar

- GYODER. (2017). Türkiye Gayrimenkul Sektörü 2017 1.Çeyrek Raporu.
- GYODER. (2013). Türkiye Gayrimenkul Sektörü Temel Göstergeleri.
- Emlak Konut. (2016). Gayrimenkul ve Konut Sektörüne Bakış.
- Akçay, B. (2006). Avrupa Birliği Finansal Entegrasyon Sürecinde İpotekli Piyasalar: Aday Ülke Statüsünde Olan Türkiye'ye Bir Bakış. *Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi*, 19-47.
- Coşkun, D. (2015). *Türkiye'de Konut Finansmanı: Sorunlar ve Çözüm Önerileri*. Aralık 2017
- Dolun, L. (Şubat 2017). *İpoteğe Dayalı Konut Kredisi*. Ankara: Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Müdürlüğü.
- EFAMA. (2017). Ekonomik Görünüm - Temmuz. Türkiye Cumhuriyeti Ekonomi Bakanlığı.
- European Fund and Asset Management Association. (2017). *International Statistical Report Q2 2017*.
- IŞIK, Ş. (2005). Türkiye'de Kentleşme ve Kentleşme Modelleri. *Ege Coğrafya Dergisi*, 57-71.
- Köroğlu, Y. D. (2016). Gayrimenkul Sertifikası Modeli ve Türkiye'deki Uygulanabilirliği. *Gazi İktisat ve İşletme*, 25-42.
- Kutukız, D. (2003). Finansal yeniliklerin gelişimi, piyasalar üzerindeki etkileri ve Türkiye üzerinde deneysel bir çalışma. *Mali Çözüm*, 65, 114-126.
- Lintner, J. (1965). *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*.
- Önal, P. D. (2005). Sermaye Piyasası Mevzuatında Gayrimenkul Sertifikaları. *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi*.
- Özden, A., & Haçikoğlu, M. (2017). İNŞAAT SEKTÖRÜ. A&T BANK.
- Robert F. Bruner, W. L. (2008). Market integration in developed and emerging markets: Evidence from the CAPM. *Emerging Markets Review* 9 , 89–103.
- Sezgin, A. G., & Aşarkaya, A. (2017). İnşaat Sektörü. İş Bankası İktisadi Araştırmalar Bölümü.
- Sharpe, W. (1964). *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium*,.
- Vurgun, K. (2011). Yeni Şehirleşme ve Kentsel Dönüşüm Projelerinin Dermaye Piyasası Yoluyla Finansmanı: Gayrimenkul Sertifikaları. *Kurumsal Yatırımcı, TKYD*, 36-39.

Diğer Yayınlar

- Nufus.mobi web sitesi. (2017, Eyl). <http://nufus.mobi> adresinden alındı
- INTES. (2017). İnşaat Sektörü Raporu.
- KAP. (2017,Nisan).KamuyuAydınlatma Platformu Web sitesi:
<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/597207> adresinden alındı
- (2017, Kasım). Park Maveria 3 Web sitesi: <http://parkmaveria3.com/finans>
- Ertaş, V. (2017, Mart 8). Gayrimenkul Sertifikası Tanıtım Toplantısı.
<http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Dosya/20170308/0> adresinden alındı
- Gayrimenkul Sertifikaları. (2017, Eylül 18). Borsa İstanbul Web Sitesi:
<http://www.borsaistanbul.com> adresinden alındı
- Hepşen, A. (2014). Gayrimenkul Finansman Piyasalarında Yeni Bir Soluk: Gayrimenkul Yatırım Fonları.
- IŞIK, Ş. (2005). Türkiye'de Kentleşme ve Kentleşme Modelleri. Ege Coğrafya Dergisi, 57-71.
- Kahraman, D. (2017). TSPB,Gösterge. 31-45.
- Özgüç, E. (2008). Gayrimenkul yatırım fonları: Çeşitli ülkelerdeki uygulamalar ve Türkiye için öneriler.
- Şahin,K. (2017, Mart). Gayrimenkul Sertifikası Basın Toplantısı. Mart 2017 tarihinde <https://www.dunya.com/finans/haberler/gayrimenkul-sertifikasi-satisi-5-nisanda-bistte-basliyor-haberi-354781> adresinden alındı
- Şengül, G. (2017). Gayrimenkul Yatırım Fonları ve Türkiye'deki Uygulamalarının Değerlendirilmesi.
- Sharpe, W. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium,.
- SPK. (2013). Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği. Resmi Gazete.
- UNHR.org. (2017). United Nations Human Rights Office of the High Commissioner : <http://www.ohchr.org/EN/Issues/Housing/Pages/HousingIndex.aspx>

EKLER



EK A.1: ALBARAKA GPY A.Ş. DÜKKÂN GYF FON TOPLAM DEĞER TABLOSU

AGS-DÜKKAN GYF-AGS 30/09/2017 Tarihli Fon Toplam Değer Raporu									
	TUTAR(TL)	GRUP (%)	TOPLAM (%)			TUTAR(TL)	GRUP (%)	TOPLAM (%)	
A. FON PORTFÖY DEĞERİ	371.988.579,92		92,30%		FON TOPLAM DEĞERİ	403.025.964,22			
(MİZANDAN PORTFÖY DEĞERİ)	339.365.549,79		84,20%		Toplam Pay Sayısı	1.000.000			
1) Gayrimenkul Yatırımları Portföyü					Dolaşımdaki Pay Sayısı	390.000,00			
a) Gayrimenkul	326.921.300,00		81,12%		Kurucunun Elindeki Pay Sayısı	0			
b) Gayrimenkule Dayalı Haklar					Merkezdaki Pay Sayısı	610.000			
c) GYF Katılma Payları					Fiyat	1.033,40			
c) GYO Sermaye Piyasası Araçları					(VOB Açık Pozisyon)	0,00000			0,00%
d) Diğer					Pay Sahibi Sayısı	0,00000			
2) Para ve Sermaye Piyasası Araçları Portföyü	45.067.279,92		11,18%		Günlük Yönetim Ücreti Toplamı	1.018.838,64			
B. HAZİR DEĞERLER	46.031,55		0,01%						
a) Kasa	0	0,00%	0,00%						
b) Bankalar	46.031,55	100,00%	0,01%						
i) TL Hesaplar	46.031,55	100,00%	0,01%						
ii) Yabancı Para TL Karşılığı	0	0,00%	0,00%						
iii) VOB Nakit Teminatları (Alacakları)	0	0,00%	0,00%						
c) Diğer Hızır Değerler	0	0,00%	0,00%						
C. ALACAKLAR	31.838.341,77		7,90%						
a) Takastan Alacaklar T1	0	0,00%	0,00%						
b) Takastan Alacaklar T2	0	0,00%	0,00%						
c) Takastan BİP Alacakları	0	0,00%	0,00%						
d) Diğer Alacaklar	31.838.341,77	100,00%	7,90%						
D. DİĞER VARLIKLAR	447.348,35		0,11%						
E. BORÇLAR	1.294.337,37		-0,32%						
a) Takasa Borçlar T1	0	0,00%	0,00%						
b) Takasa Borçlar T2	0	0,00%	0,00%						
c) Yönetim Ücreti	1.018.838,64	78,72%	-0,25%						
d) Ödenecek Vergi	4.001,55	0,31%	0,00%						
e) Hıvyatlar	0	0,00%	0,00%						
f) Krediler	0	0,00%	0,00%						
g) Diğer Borçlar	271.497,18	20,98%	-0,07%						
i) Denetim Ücreti	2.472,66	0,19%	0,00%						
ii) İlan Giderleri	0	0,00%	0,00%						
iii) Noter Masrafları	0	0,00%	0,00%						
iv) İhracatın Giderleri	20.151,30	1,56%	-0,01%						
v) Takas Saklatma Komisyonu	0	0,00%	0,00%						
vi) Diğer	248.873,22	19,23%	-0,06%						
F. M.D. Düşük Karşılığı	0		0,00%						
FON TOPLAM DEĞERİ	403.025.964,22								

EK A.2: ALBARAKA GPY BATIŞEHİR GYF FON TOPLAM DEĞER TABLOSU

AG8-BATIŞEHİR 30/09/2017 Tarihli Fon Toplam Değer Raporu						
	TUTAR(TL)	GRUP (%)	TOPLAM (%)			
A. FON PORTFÖY DEĞERİ	343.902.501,34		107,28%			
(MİZANDAN PORTFÖY DEĞERİ)	341.111.349,05		106,41%			
a) Gayrimenkul Yatırımları Portföyü				Toplam Pay Sayısı	320.563.924,71	
a) Gayrimenkuller	316.053.900,00		98,59%	Dolaşımdaki Pay Sayısı	1.000.000	
b) Gayrimenkule Dayalı Haklar				Kurucunun Elindeki Pay Sayısı	295.000,00	
c) GYO Katılma Payları				Merkezdaki Pay Sayısı	705.000	
c) GYO Sermaye Piyasası Araçları				Fiyat	1.086,66	
d) Diğer				(VOB AçıkPortföy)	0,000000	
2) Para ve Sermaye Piyasası Araçları Portföyü	27.848.601,34		8,60%	Pay Sahibi Sayısı	0,000000	
B. HAZIR DEĞERLER	36.934,86		0,01%	Günlük Yönetim Ücreti Toplamı	927.125,88	
a) Kasa	0	0,00%	0,00%			
b) Bankalar	36.934,86	100,00%	0,01%			
i) TL Hesaplar	36.934,86	100,00%	0,01%			
ii) Yabancı Para TL Karşılığı	0	0,00%	0,00%			
iii) VOB Nakit Teminatları (Alacakları)	0	0,00%	0,00%			
c) Diğer Hazır Değerler	0	0,00%	0,00%			
C. ALACAKLAR	23.877.561,29		7,45%			
a) Takaslan Alacaklar T1	0	0,00%	0,00%			
b) Takaslan Alacaklar T2	0	0,00%	0,00%			
c) Takaslan BPP Alacakları	0	0,00%	0,00%			
d) Diğer Alacaklar	23.877.561,29	100,00%	7,45%			
D. DİĞER VARLIKLAR	107.618,67		0,03%			
E. BORÇLAR	47.360.691,45		-14,77%			
a) Takasa Borçlar T1	0	0,00%	0,00%			
b) Takasa Borçlar T2	0	0,00%	0,00%			
c) Yönetim Ücreti	927.125,88	1,96%	-0,29%			
d) Ödenecek Vergi	4.052,72	0,01%	0,00%			
e) İhtiyatlar	0	0,00%	0,00%			
f) Krediler	0	0,00%	0,00%			
g) Diğer Borçlar	46.429.512,85	98,03%	-14,48%			
İ) Denetim Ücreti	5.407,12	0,01%	0,00%			
ii) İlan Giderleri	0	0,00%	0,00%			
iii) Noter Masrafları	0	0,00%	0,00%			
iv) İhrac İzin Gideri	16.028,20	0,03%	-0,01%			
v) Takas Saklama Komisyonu	0	0,00%	0,00%			
vi) Diğer	46.408.077,53	97,99%	-14,48%			
F. M.D.Düşük Karşılığı	0		0,00%			
FON TOPLAM DEĞERİ	320.563.924,71					

ALBARAKA GYF MENKUL
DEĞERLER A.Ş.
Yönetim Kurulu Başkanı
[İmza]

EK A.3: ALBARAKA GPY ONE TOWER GFY FON TOPLAM DEĞER TABLOSU

AG6-ONE TOWER 30/09/2017 Tarihli Fon Toplam Değer Raporu									
	TUTARI(TL)	GRUP (%)	TOPLAM (%)			TUTARI(TL)	GRUP (%)	TOPLAM (%)	
A. FON PORTFÖY DEĞERİ	383.551.666,46		92,74%			413.597.346,37			
(MİZANDAN PORTFÖY DEĞERİ)	366.846.810,12		88,70%			1.000,000			
1) Gayrimenkul Yatırımları Portföyü						395.000,00			
a) Gayrimenkuller	353.823.394,00		85,55%			0			
b) Gayrimenkule Dayalı Haklar						605,000			
c) GYF Katılma Payları						1.047,08			
d) GYO Sermaye Piyasası Araçları						0,000000			0,00%
e) Diğer						0			
2) Para ve Sermaye Piyasası Araçları Portföyü	29.728.272,46		7,19%			1.049.233,54			
B. HAZİR DEĞERLER	423.164,70		0,10%						
a) Kasa	0	0,00%	0,00%						
b) Bankalar	423.164,70	100,00%	0,10%						
i) TL Hesaplar	148.129,21	35,01%	0,04%						
ii) Yabancı Para TL Karşılığı	0	0,00%	0,00%						
iii) YOB Nökit Teminatları (Alacakları)	0	0,00%	0,00%						
c) Diğer Hazir Değerler	0,00	0,00%	0,00%						
C. ALACAKLAR	32.194.681,54		7,78%						
a) Takastan Alacaklar T1	0	0,00%	0,00%						
b) Takastan Alacaklar T2	0	0,00%	0,00%						
c) Takastan BPP Alacakları	0	0,00%	0,00%						
d) Diğer Alacaklar	32.194.681,54	100,00%	7,78%						
D. DİĞER VARLIKLAR	212.832,87		0,05%						
E. BORÇLAR	2.784.999,20		-0,67%						
a) Takasa Borçlar T1	0	0,00%	0,00%						
b) Takasa Borçlar T2	0	0,00%	0,00%						
c) Yönetim Ücreti	1.049.233,54	37,67%	-0,25%						
d) Ödenecek Vergi	18.411,35	0,66%	0,00%						
e) İhtiyatlar	0	0,00%	0,00%						
f) Krediler	241.962,75	8,69%	-0,05%						
g) Diğer Borçlar	1.475.391,56	52,98%	-0,36%						
h) Denetim Ücreti	5.444,50	0,20%	0,00%						
i) İlan Giderleri	0	0,00%	0,00%						
ii) Noter Masrafları	0	0,00%	0,00%						
iii) İhtiyaç İzin Gideri	20.679,87	0,74%	-0,01%						
iv) Takas Saklama Komisyonu	0	0,00%	0,00%						
v) Diğer	1.449.267,19	52,04%	-0,35%						
F. M.D. Düşüş Karşılığı	0		0,00%						
FON TOPLAM DEĞERİ	413.597.346,37								

ALBARAKA GYF ENKUL
PORTFÖY YATIRIM A.Ş.

ÖZGEÇMİŞ

Adı Soyadı: Baran ERDOĞAN
Sürekli Adresi: İstanbul/Türkiye
Doğum Yeri ve Yılı: Elbistan/1989
Yabancı Dili: İngilizce
Lisans: Yıldız Teknik Üniversitesi/2014
Yüksek Lisans: Bahçeşehir Üniversitesi/2018
Enstitü Adı: Sosyal Bilimler
Program Adı: İşletme
Çalışma Hayatı: Metal Yapı Konut A.Ş. (2014-halen)