

**ANKARA ÜNİVERSİTESİ
FEN BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI VE TÜRKİYE'DEKİ
UYGULAMALARININ DEĞERLENDİRİLMESİ**

Gülnaz ŞENGÜL

GAYRİMENKUL GELİŞTİRME VE YÖNETİMİ ANABİLİM DALI

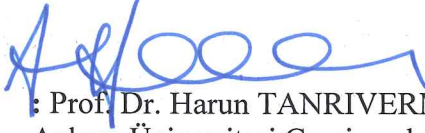
**ANKARA
2017**

Her hakkı saklıdır

TEZ ONAYI

Gölnaz ŐENGÖL tarafından hazırlanan “Gayrimenkul Yatırım Fonları ve Türkiye’deki Uygulamalarının Değerlendirilmesi” adlı tez çalışması 18/08/2017 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından oy birliği ile Ankara Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Gayrimenkul Geliştirme ve Yönetimi Anabilim Dalı’nda YÖKSEK LİSANS TEZİ olarak kabul edilmiştir.

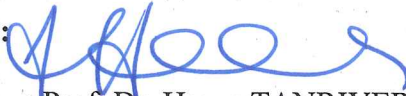
Danışman



: Prof. Dr. Harun TANRIVERMİŞ

Ankara Üniversitesi Gayrimenkul Geliştirme ve Yönetimi Anabilim Dalı

Jüri Üyeleri:



Başkan

: Prof. Dr. Harun TANRIVERMİŞ

Ankara Üniversitesi Gayrimenkul Geliştirme ve Yönetimi Anabilim Dalı

Üye

: Prof. Dr. Kürşat YALÇINER

Gazi Üniversitesi İşletme Bölümü

Üye

: Yrd. Doç. Dr. Yeşim ALİEFENDİOğLU

Ankara Üniversitesi Gayrimenkul Geliştirme ve Yönetimi Anabilim Dalı

Yukarıdaki sonucu onaylıyorum.

Prof. Dr. Atila YETİŐEMİYEN
Enstitü Müdürü

ETİK

Ankara Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü tez yazım kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez içindeki bütün bilgilerin doğru ve tam olduğunu, bilgilerin üretilmesi aşamasında bilimsel etiğe uygun davrandığımı, yararlandığım bütün kaynakları atıf yaparak belirttiğimi beyan ederim.

18.08.2017


Gülnaz ŞENGÜL

ÖZET

Yüksek Lisans Tezi

GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARI VE TÜRKİYE’DEKİ UYGULAMALARININ DEĞERLENDİRİLMESİ

Gülnaz ŞENGÜL

Ankara Üniversitesi
Fen Bilimleri Enstitüsü
Gayrimenkul Geliştirme ve Yönetimi Anabilim Dalı

Danışman: Prof. Dr. Harun TANRIVERMİŞ

Araştırmanın amacı; sermaye piyasası araçlarından olan gayrimenkul yatırım fonlarının ve Türkiye’de gayrimenkul yatırım fonlarının gelişiminin ve uygulanabilirliğinin, ikincil veriler ve paydaşlar görüşmelerinin sonuçlarına dayalı olarak değerlendirilmesidir. Araştırma kapsamında gayrimenkul yatırım fonlarının gelişimi ve seçilmiş ülkelerdeki mevcut durumu öncelikle teorik olarak incelenmiş olup, Türkiye’de yeni bir yatırım fonu aracı olan gayrimenkul yatırım fonunun gelişimi ve mevcut durumu; yasal düzenlemeler ve uygulama açılarından incelenmiştir. Araştırmanın uygulama kısmında ise Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu’na yürürlüğe konulan “Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile kurulan gayrimenkul yatırım fonlarının yapısı, çeşitleri, fonların başlıca yatırım yaptıkları veya yapma eğiliminde oldukları projeler, fonların temel sorunları ve çözüm olanakları, ikincil veriler olan portföy yönetim şirketleri, gayrimenkul değerlendirme şirketleri, saklayıcı kuruluşlar, denetim firmaları, fona ürün sağlayanlar ve fona yatırım yapan yatırımcılarla yüz yüze görüşme yoluyla toplanan verilere göre değerlendirilmiştir. Veri toplamada derinlemesine görüşme mülakat tekniği kullanılmış olup, bu yöntemde yüz yüze ve birebir görüşmeler neticesinde hedef kişilere araştırma ile ilgili açık uçlu sorular yöneltilmiş, yöneticiler ve gayrimenkul yatırım fonunda yer alan diğer paydaşların gayrimenkul yatırım fonu ve Türkiye’deki uygulama sorunları, fonların tapudaki işlem sorunları, ülke ekonomisi, inşaat ve gayrimenkul sektörüne olan katkılarının incelenmesi sağlanmıştır.

Araştırma sonuçlarına göre gayrimenkul yatırım fonlarının ülke ekonomisi ve özellikle inşaat ve gayrimenkul sektörlerine önemli katkısının olabileceği, ancak henüz fonların uygulamasının oldukça yeni başlamış olması nedeni ile fonların net ekonomik katma değer ve performans analizlerinin yapılması için yeterli verilerin olmadığı ortaya konulmuştur. Gayrimenkul yatırım fonları ile nitelikli yatırımcı sınıfı içinde olmakla birlikte nispeten küçük yatırımcı sayılabilecek gerçek ve özel hukuk tüzelkişilerinin büyük parasal değerlere ulaşan gayrimenkul yatırımlarına katılımlarının önü açılmış olmaktadır. Fonun Sermaye Piyasası Kurulu tarafından denetlenmesi ve uzman kişilerce yönetilmesinin sağladığı güven neticesinde gayrimenkul yatırım fonlarının bilinirliği ve yabancı yatırımcıların ilgisi artmaktadır. Yasal düzenlemelerin yapılması ve mali konularda kolaylıkların sağlanmasına karşın, yapılan düzenlemelerin eksik yönlerinin olması, fon yöntemi, yatırım analizleri ve risk değerlendirme konusunda çalışan gayrimenkul geliştirme uzmanlarının sayısının yetersizliği, değerlendirme sistemine ilişkin yetersizlikler, mülkiyet, imar ve inşaat süreçlerine ilişkin sorunlar fonların gelişimini kısıtlamaktadır. Gayrimenkule dayalı diğer araçlarda olduğu gibi gayrimenkul yatırım fonlarının kuruluşu, değerlemesi, risk ve yatırım analizleri konularında çalışan Gayrimenkul Geliştirme ve Yönetimi uzmanlarının artırılması ve fonların paydaşları olan kurumlarda istihdam edilmelerinin sağlanması ile sorun çözümlenmesi ve fonların hızla gelişimine katkı sağlanması mümkün olabilecektir. Bunun dışında fonların yatırım yaptıkları gayrimenkullerin mülkiyet ve imar haklarının sigorta ve diğer yollarla güvence altına alınması ve İslami finans temellerine dayalı ürünlerle yabancı yatırımcı sayısının artırılmasına özen gösterilmesi de gerekli görülmektedir.

Ağustos 2017, 165 sayfa

Anahtar Kelimeler: Gayrimenkul yatırımları, gayrimenkul yatırım fonları, gayrimenkul yatırımlarının analizi, yatırımın risk – getiri ilişkisi ve gayrimenkul ekonomisi.

ABSTRACT

Master Thesis

REAL ESTATE INVESTMENT FUNDS AND ASSESMENT OF PRACTICES IN TURKEY

Glnaz ŞENGÜL

Ankara University
Graduate School of Natural and Applied Sciences
Department of Real Estate Development and Management

Supervisor: Prof. Dr. Harun TANRIVERMİŞ

The objective of the research is to evaluate the development and applicability of real estate investment funds, one of the capital market instruments, in general and in association with the real estate investment funds in Turkey based on secondary data and stakeholder opinions. Within the scope of the research, the development of real estate investment funds and the current situation in selected countries have been examined theoretically in the first place and the development and current status of real estate investment funds as a new investment fund instrument in Turkey have been examined from the aspects of legal regulations and implementation. In the application part of the research, the structure, types, the main projects that the funds make or tend to make investments, the basic problems of the funds and solution opportunities regarding the real estate investment funds established in accordance with the ‘‘Communiqué on Principles Regarding Real Estate Investment Funds’’, which was put into effect by the Capital Markets Board in Turkey, were evaluated using secondary data obtained from portfolio management companies, real estate appraisal companies, portfolio holding organizations, auditing firms, those who provide products to funds as well as data collected from fund investors in face-to-face interviews. An in-depth interview technique was used for data collection. In this method, open-ended questions about the research were directed to the target persons in face-to-face and one-to-one interviews. The problems of the managers and other stakeholders involved in real estate investment funds related to real estate investment funds and practical issues in Turkey, problems of the funds related to deed registry procedures, the economy of the country, and their contributions to the construction and real estate sectors were examined.

According to the results of the research, it has been revealed that real estate investment funds make significant contributions to the country's economy and especially to the construction and real estate sectors; however, the application of funds has just started recently and there is not enough data to make net economic added value and performance analyzes of funds. Real estate investment funds have opened the way for real and private legal entities, which can be regarded as relatively small investors although being in the class of qualified investors, for participation in real estate investments reaching great monetary values. As a result of the fact that the funds are audited by the Capital Markets Board and managed by expert persons, awareness about real estate investment funds and interest of foreign investors are increasing. Despite the fact that legal arrangements are made and facilities for financial matters are provided, the development of funds are limited by the shortcomings of the regulations; the inadequacy of the number of real estate development specialists working in the field of fund management, investment analysis and risk assessment; inadequacies of the valuation system; and the problems in property, construction and construction processes. As in other instruments based on real estate, increasing the number of Real Estate Development and Management specialists working on establishment, valuation, risk and investment analysis of real estate investment funds and ensuring that they are employed in the stakeholder institutions of the funds may contribute to problem solving and rapid development of the funds. It is also considered necessary to ensure that the ownership and development rights of the properties, to which the funds are invested, are secured by insurance and other means and that the number of foreign investors is increased by products based on Islamic finance bases.

August 2017, 165 pages

Key Words: Real estate investments, real estate investment funds, analysis of real estate investments, risk – return relationship of investment and real estate economy.

TEŞEKKÜR

Türkiye’de gayrimenkul yatırımları ve finansmanı alanındaki çalışmaların büyük ölçüde yetersiz olduğu ve bu alandaki çalışmaların yeni başladığı bilinmektedir. Yeni bir alanda akademik çalışma yapmam konusunda her aşamada bilgi birikimi ve desteği ile yanımda olan danışman hocam Sayın Prof. Dr. Harun TANRIVERMİŞ’e (Ankara Üniversitesi Gayrimenkul Geliştirme ve Yönetimi Anabilim Dalı Başkanı), çalışmam boyunca maddi ve manevi desteğini ve yardımlarını hiçbir zaman esirgemeyen hocam Sayın Yrd. Doç. Dr. Yeşim ALİEFENDİOĞLU’na (Ankara Üniversitesi Gayrimenkul Geliştirme ve Yönetimi Anabilim Dalı Öğretim Üyesi), Gayrimenkul Geliştirme ve Yönetimi Bölümü’nde yer alan tüm hocalarıma, her zaman yanımda olan çalışma arkadaşlarım Sibel CANAZ SEVGİN, Toygun ATASOY, Salih DEMİRKAYA, Buket Gülsüm ÜLGER, Mehmet Oğuz ÖNDAĞ, Gizem HAYRULLAHOĞLU, Ahmet Hilmi ERCİYES, Ümit GEDİK, Emir SUNGUROĞLU, Ayşen SANBUR, Selim ACAR ve Ahmet ÖNGÖN’e, araştırmamın saha çalışmasında soru formlarına cevaplarıyla yön veren tüm gayrimenkul fon yöneticileri ve ilgili kurum çalışanlarına, tez çalışmamın başlangıcından bitişine kadar kalplerini ve dualarını her daim yanımda hissettiğim aile bireylerim Zekai ŞENGÜL, Şenay ŞENGÜL ve İbrahim ŞENGÜL’e, her daim dualarımda yer alan Temam ŞENGÜL’e ve yol arkadaşım sevgili Sinan GÜNEŞ’e en derin duygularla teşekkür ederim.

Gülnaz ŞENGÜL
Ankara, Ağustos 2017

İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI

ETİK.....	i
ÖZET.....	ii
ABSTRACT.....	iv
TEŞEKKÜR.....	vi
KISALTMALAR DİZİNİ.....	ix
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	x
ÇİZELGELER DİZİNİ.....	xi
1. GİRİŞ.....	1
1.1 Araştırmanın Amacı.....	1
1.2 Araştırmanın Kapsamı ve Sınırlılıkları.....	4
2. KURAMSAL TEMELLER.....	7
2.1 Önceki Çalışmaların Değerlendirilmesi	7
2.2 Para ve Sermaye Piyasalarının Tanımı ve Kapsamı.....	12
2.3 Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları.....	16
2.4 Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurumları.....	29
2.5 Yatırım Fonlarının Özellikleri ve Türleri.....	31
2.6 Türkiye’de Yatırım Fonları Türleri ve Hukuki Çerçevesi.....	34
3. GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARININ KURULUŞU VE İŞLEVLERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ.....	41
3.1 Dünyada GYF’lerin Uygulamaları.....	48
3.2 GYF’lerin Sınıflandırılması.....	56
3.3 GYF’lerde Risk Kavramı.....	61
3.4 Türkiye’de GYF Kavramının Tanımı ve Kapsamı.....	62
3.5 Türkiye’de GYF’lerin İşleyişi ve Tarafları.....	66
3.6 Türkiye’de GYF’lerde Vergilendirme.....	72
3.7 Türkiye’de GYF’lerin Hukuki Çerçevesi.....	76
3.8 GYF’lerin Tapuya Tescili ve Tapu Uygulamaları.....	86
4. TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL YATIRIM FONU UYGULAMASININ DEĞERLENDİRİLMESİ.....	88

4.1 GYF Uygulamalarının Değerlendirilme Yaklaşımları.....	88
4.2 GYF Yöneticileri ve İlişkili Kurumların Görüş ve Değerlendirmeleri.....	89
4.2.1 GYF yöneticilerinin görüşlerinin değerlendirilmesi.....	89
4.2.2 GYF'lerle ilişkili kurumların görüşlerinin değerlendirilmesi çalışması...	108
5. SONUÇ ve ÖNERİLER.....	116
KAYNAKLAR.....	121
EK	128
ÖZGEÇMİŞ.....	165

KISALTMALAR DİZİNİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BES	Bireysel Emeklilik Sistemi
BIST	Borsa İstanbul A.Ş.
DT	Değiştirilebilir Tahvil
GYF	Gayrimenkul Yatırım Fonları
GS	Gayrimenkul Sertifikası
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
HVMKŞ	Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Anonim Şirketi
İDMK	İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet
İFK	İpotek Finansman Kuruluşu
İTMK	İpotek Teminatlı Menkul Kıymetler
KFE	Konut Fiyat Endeksi
MKK	Merkezi Kayıt Kuruluşu Anonim Şirketi
PDT	Paya Dönüştürülebilir Tahvil
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TKGM	Tapu Kadastro Genel Müdürlüğü
TL	Türk Lirası
TOKİ	Toplu Konut İdaresi Başkanlığı
TTK	Türk Ticaret Kanunu
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
VDMK	Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler
VFF	Varlık Finansman Fonu
VİDMK	Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler
VKŞ	Varlık Kiralama Şirketi

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 2.1 Mali piyasaların işleyişi.....	14
Şekil 2.2 Kira sertifikaları genel yapısı.....	27
Şekil 2.3 Kira sertifikası ihracı işleyiş şeması.....	27
Şekil 2.4 Yatırım fonları şeması.....	33
Şekil 2.5 Son 1 yılda en çok kazandıran fonlar.....	38
Şekil 3.1 Türkiye’de yıllara göre gayrimenkul alımlarının UDY’ye oranları.....	43
Şekil 3.2 GYF’de tarafların tanımlanması.....	67

ÇİZELGELER DİZİNİ

Çizelge 2.1 Organize ve organize olmayan piyasalar.....	13
Çizelge 2.2 Türkiye’de mali kuruluşların aktif büyüklüğü.....	15
Çizelge 2.3 Borsa İstanbul A.Ş.’nde pay piyasasının tarihsel gelişimi.....	18
Çizelge 2.3 Borsa İstanbul A.Ş.’nde pay piyasasının tarihsel gelişimi (devam).	19
Çizelge 2.3 Borsa İstanbul A.Ş.’nde pay piyasasının tarihsel gelişimi (devam).	20
Çizelge 2.4 TOKİ’nin piyasaya sürdüğü GS ihraç bilgileri.....	23
Çizelge 2.5 Menkul kıymetleştirme ve İTMK’ların farkları.....	26
Çizelge 2.6 Şemsiye fon türlerinin sınıflandırılması.....	36
Çizelge 2.7 Portföy yönetim şirketlerinin portföy büyüklükleri.....	39
Çizelge 2.7 Portföy yönetim şirketlerinin portföy büyüklükleri (devam).....	40
Çizelge 3.1 Dünyada en fazla uluslararası doğrudan yatırım çeken 10 ülke ve Türkiye.....	42
Çizelge 3.2 2010-2016 yılları döneminde UDY girişleri.....	42
Çizelge 3.3 Türkiye’ye yapılan yabancı ülke yatırımları.....	44
Çizelge 3.4 2016 yılı doğrudan yatırımların sektörel dağılımı.....	45
Çizelge 3.5 Yabancılara 2016 yılında uyruklarına göre konut satışları.....	46
Çizelge 3.6 Türkiye’de konut fiyat endeksi	47
Çizelge 3.7 Dünyada açık uçlu GYF’lerin varlık toplamaları.....	48
Çizelge 3.8 Bölgelere göre yatırım fonlarının toplam varlıkları.....	50
Çizelge 3.9 Bölgelere göre GYF’lerin ve yatırım fonlarının sayısı.....	51
Çizelge 3.10 Türkiye’de yer alan saklama kuruluşları.....	69
Çizelge 3.11 Gerçek ve tüzel kişilerde vergi rejimi karşılaştırılması.....	74
Çizelge 3.12 Türkiye’de bulunan portföy yönetim şirketleri ve GYF’ler.....	81
Çizelge 3.13 İhraç belgesi onaylanan GYF’ler.....	82
Çizelge 3.14 Türkiye’de GYF’lerde portföy dağılımı.....	84
Çizelge 4.1 GYF’lerin ülke ekonomisi açısından katkıları.....	90
Çizelge 4.2 GYF’lerin inşaat sektörü açısından katkıları.....	92
Çizelge 4.3 GYF’lerin gayrimenkul sektörü açısından katkıları.....	94
Çizelge 4.4 Yatırımcıların GYF’lere yatırım yapma nedenleri.....	95
Çizelge 4.5 GYF’lerin avantajları.....	97

Çizelge 4.6 GYF'lerin dezavantajları.....	98
Çizelge 4.7 GYF yöneticilerinin yatırım tercihleri.....	102
Çizelge 4.8 Yabancı yatırımcıların Türkiye'deki yatırım tercihleri.....	105
Çizelge 4.9 GYF yöneticilerinin tebliğde yer almasını istedikleri konulara ilişkin görüşler.....	106
Çizelge 4.10 GYF yöneticilerine göre GYF'lerin etkin olabilmesi için ilgili kurum ve kuruluşların yapmaları gereken işlemler.....	107
Çizelge 4.11 Paydaşlara göre GYF'lerin ülke ekonomisine katkılarının karşılaştırılması.....	108
Çizelge 4.12 Paydaşların GYF'lerin inşaat sektörüne katkıları hakkındaki görüşleri	109
Çizelge 4.13 Paydaşların GYF'lerin gayrimenkul sektörüne katkıları hakkındaki görüşleri.....	110
Çizelge 4.14 İlgili kuruluşlara göre yatırımcıların GYF'lere yatırım yapma nedenleri.....	111
Çizelge 4.15 İlgili kuruluşlara göre GYF'lerin avantajları.....	112
Çizelge 4.16 İlgili kuruluşlara göre GYF'lerin dezavantajları.....	113

1. GİRİŞ

1.1 Araştırmanın Amacı

Gayrimenkul genel anlamda yerel bir olgu olarak değerlendirilmekte ve gayrimenkul piyasaları yerel özellik taşımaktadır. Fiziki özellikleri yönünden taşınamayan gayrimenkulün alım-satımı zorlaşmakta ve bu yapı gayrimenkulün yerel özelliklerini ön plana çıkarmaktadır. Son yıllarda teknolojinin de gelişmesiyle birlikte birçok farklı endüstri kolunun da birbiri ile ilişkisi artmış, teknolojik değişimler coğrafi olarak “yerellik” ve “yer” kavramları arasındaki bağın zayıflamasına neden olmuştur. Bu durum gayrimenkullerin yerel özellikten çıkmasına yol açmış ve gayrimenkullere daha evrensel bir boyut kazandırmıştır (Bardhan ve Kroll 2007). Küreselleşme sürecinde ülkelerin artan uluslararası yatırım gereksinimi ve yabancı sermaye gereksinimi, yabancıların gayrimenkul ve iş faaliyetlerine talepleri ve hızla gelişen ticari gayrimenkul yatırımları, yerel gayrimenkul pazarının hızla uluslararası nitelik kazanmasına neden olmuş, başta yabancı yatırımcıları korumak üzere uluslararası değerlendirme standartları, uluslararası gayrimenkul ölçüm ve muhasebe standartları hazırlanarak uygulamaya konulmuştur (Tanrıvermiş 2017). Bununla birlikte geçen birkaç on yılda küreselleşme hizmet sektörü yanında imalat sanayi ve diğer gayrimenkul sektörünün diğer birçok alt dalında uluslararasılaşması küresel düzeyde yeniden yapılanmanın zorunlu olmasına neden olmuştur. Yapım (inşaat) sektörü, brokerlik firmaları, danışmanlık ve hizmet firmaları, gayrimenkul finansmanı ve yatırımcıları, yeni ekonomik coğrafyada operasyonlarını yerel ölçekten çıkararak küresel ölçüğe çıkarmaya özen göstermişlerdir (Lichtenberger 1993, Ades ve Glaeser 1995, Krugman ve Livas-Elizondo 1996, Fujita vd. 2001, Bardhan vd. 2004, Bardhan vd. 2006, Conner ve Liang 2006, 2002, Bardhan ve Kroll 2007).

Küreselleşme neticesinde gelişmiş ülkeler ellerinde bulunan fon fazlası tasarruflarını değerlendirmek, gelişmekte olan ülkeler ise fon fazlalıklarını ülkelerine çekebilmek adına girişimlerde bulunmaktadır. Ülkelerin bu girişimleri genellikle para ve/veya sermaye piyasası araçlarını kullanarak yaptıkları görülmektedir. Dünyada gayrimenkullerin daha likit varlıklar haline getirilerek uluslararası ticaretin bir parçası

haline gelmesi, son dönemlerde hızla yaygınlaşmaktadır. Gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesi demek olan bu yaklaşım, kendini sermaye piyasasında gayrimenkule dayalı yeni araçların oluşması şeklinde göstermiştir. Küreselleşmenin bir sonucu olarak yabancı yatırımcıların sadece kendi ülkelerinde değil, yurtdışında da güvenli biçimde getiri elde edebilmesini sağlayan yolların başında uzun zamandan beri literatürde tartışma konusu olan yabancıların taşınmaz edinimi, yabancı yatırımları ile gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları ilk sıralarda gelmektedir (Brueggeman vd.. 1992, Myer ve Webb 1992, Dirk ve De 1993, Fletcher 1993, Lee 1995, O’Neal ve Page 1998, Lin ve Yung 2004, Suarez ve Vassallo 2005, Redding 2006, Focke 2006, Bannier vd.. 2007, Brounen vd.. 2007, Özgüç 2008, Sodin 2009, Vasques vd.. 2009, Xing vd.. 2010, Kaushik ve Pennathur 2013, Piazzolo 2013, Himbert 2014, Bingöl 2015, Galloppo ve Mundula 2015, Yöner 2015).

Tarihteki ilk yatırım şirketi Hollanda Kralı Wilhelm tarafından 18 Ağustos 1822 yılında Brüksel’de kurulan “Société générale des Pays-Bas” olarak bilinmektedir. Bu şirket esas olarak merkez bankası görevi yapmış, kamu yatırımlarının finansmanında büyük rol oynamış ve klasik anlamda bankacılığı ikinci planda tutmuştur. Ancak çeşitli şirket ve işletmelerin kurucusu, finansörü ve ortağı olması ve özellikle hisselerinin başka işletmelerin menkul kıymetlerini temsil etmesi, tarihteki ilk yatırım şirketi olarak nitelendirilmesine yol açmıştır. Bu bakımdan ilk GYF’lerin 1938 yılında İsviçre ve 1959 yılında Almanya’da düzenlendiği kabul edilmektedir (Anonim 2015c). Günümüzde GYF’lerin kurulduğu ülkeler arasında; Avusturya, Çek Cumhuriyeti, Finlandiya, Almanya, Fransa, Macaristan, İrlanda, Lüksemburg, Portekiz, Slovakya, İspanya ve İngiltere sayılmaktadır. Avrupa ve ABD başta olmak üzere birçok ülkede fon büyüklüğünün hızla artmakta, Avrupa’daki GYF’lerin toplam varlık büyüklüğü yaklaşık 505,00 milyar Avro olup, bu oran dünyadaki toplam GYF varlık portföy büyüklüğünün % 89,24’ünü temsil etmektedir (Anonymous 2017b).

Küçük tasarruf sahiplerinin bireysel olarak yatırım yapamayacakları ölçüde yüksek değerli gayrimenkul geliştirme projeleri ve yatırımlara GYF’lerle katılım payı alımı yoluyla ortak olunması ve bu yolla yatırımcının elde ettiği ekonomik getirilerin yanında, yatırım yapılan projenin özelliği ve bilinirliğine bağlı olarak önemli bir sosyal avantajı

da yatırımcı elde etmektedir. Bu çerçevede gayrimenkul alımı ile oluşturulan portföylere GYF modelinde tasarruf sahiplerinin katılım payları satın alarak yatırım yapmasıyla tasarruf sahibine kira ve değer artışı gibi gayrimenkul kazancı elde etme imkanı sağlanmakta ve bu tür yatırım araçları yönelik vergi ve diğer düzenlemelerle cazip kılınarak iç piyasada kaynak gereksinimi yüksek olan projeler için fon oluşturulması mümkün olmaktadır. Fondan katılım payı almak yerine tasarruf sahibinin doğrudan gayrimenkul alımı, şirketin pay senedinin alımı, ihraç halinde kira sertifikası alımı gibi alternatiflerin de olduğu dikkate alındığı zaman, neden fondan katılım payı alınması gerektiğinin iyi analiz edilmesine gereksinim olacaktır. Fonun yatırımcılara sağlayacağı getiri dışında; katılım belgelerinin ikinci piyasalarda satışının yapılması yoluyla sermaye piyasalarının gelişmesine katkı yapılacak ve fonun iştirak ettiği projelerin finansmanının sağlanması ile de piyasada rekabet koşullarının iyileşmesi ve yatırım projelerinin finansmanının gerçekleştirilmesi mümkün olacaktır. Bunun dışında GYF'lerin yatırımcılarının sosyal getirilerinin de olduğu yukarıda vurgulanmış olup, bunların parasal değer olarak ifade edilmesinin güç olduğu bilinmektedir.

GYF'ler, nitelikli yatırımcıların tasarruflarının bir araya getirildiği ve yatırımların gayrimenkullere yönlendirildiği kurumsal bir yapıdır (Bingöl 2015, Yöner 2015). Fona yatırımlar yerli ya da yabancı tasarruf sahipleri tarafından yapılabilmekte, karşılığında alınmış olunan katılım belgeleri ile getirilerden payları oranında faydalanabilmektedirler. Literatürde 1950'li yıllarda kendine yer bulan GYF'ler Türkiye'de ise 2010 sonrası dönemde gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarının önem kazanması ile 2014 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından yayımlanan Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin yürürlüğe girmesi ile kendine yer bulmuştur. Türkiye'de GYF'lere ilişkin düzenlemelerin yeni yapılmış olması ve uygulamanın da oldukça yeni olması nedeni ile konu ile ilgili çalışma sayısının oldukça sınırlı olduğu tespit edilmiştir (Özgüç 2008, Bingöl 2015, Yöner 2015).

Alan çalışmasına dayalı olarak fonların özellikleri, yatırım tutarları, mevzuatta yer alan sorunların tanımlanması ve temel çözüm önerilerinin ortaya konulmasına yönelik bilimsel çalışmaların eksik olduğu ve bu konuda yapılacak olan araştırmalara

gereksinim olduğu gözlenmektedir. Belirtilen boşluğun doldurulmasına katkı yapmak üzere literatüre dayalı dünya uygulaması ve tarihsel gelişim analizine ilave olarak Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu’nca yürürlüğe konulan Tebliği çerçevesinde kurulan fonların yapısı, çeşitleri, fonların başlıca yatırım yaptıkları veya yapma eğiliminde oldukları projeler, yatırımcıların temel sorunları ve çözüm olanakları ile fonların diğere paydaşlarının durum analizi, ikincil veriler ve yatırımcılarla yüzyüze görüşme yoluyla toplanan veriler kullanılarak değerlendirilmiş ve katılımcı yaklaşımla tanımlanan temel sorun alanlarına yönelik başlıca çözüm önerileri ortaya konulmuştur. Özetle Türkiye’de çok yeni bir finansal araç olan GYF’ler hakkında genel durum analizi, seçilmiş ülkelerde bu aracı kullanımı ve Türkiye’de GYF’lerin uygulanabilirliği değerlendirilmiş ve özellikle saha çalışmalarının bulgularına göre karar organları için temel politika önerileri yapılmıştır.

1.2 Araştırmanın Kapsamı ve Sınırlılıkları

Dünyada birçok ülkede yaygın olarak kullanılan GYF modeline Türkiye 03.01.2014 tarihinde SPK’nın yürürlüğe koyduğu “Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile geçmiş ve böylece sermaye piyasalarına yeni bir yatırım aracı girmiştir. Anılan yasal düzenlemenin yapılmasından sonra yabancıların yatırım fonlarına olan ilgisi artmış ve kısa sürede sayıları 30’a yaklaşan fonun kuruluşu yapılmıştır. Halen mevcut fonların gayrimenkul ve proje seçimi ile yatırım alanlarının karşılaştırmalı analizi aşamalarında sorunlarla karşılaştıkları gözlenmektedir. Gayrimenkul yatırımları ile ilgilenen, ancak bunların güvenilirliğinden emin olamayan veya yeterli zamanı olmayan yerli ve yabancı nitelikli yatırımcılar açısından GYF’ler bir alternatif yatırım aracı olarak görülmektedir. Özellikle yabancı yatırımcılar için Türkiye’de gayrimenkullerin alım-satımı ve yatırımı hususunda yerel firmalarla çalışmaktansa devlet garantili, SPK tarafından sıkı denetime ve korumaya tabi tutulmakta olan bir yatırım sistemine dahil olarak dolaylı yoldan da olsa gayrimenkul sahibi olmak hem güvenilirlik, hem zaman, hem de vergisel avantajları yönünden makul bulunmakta ve genel olarak bu fonların avantajlı olduğu ifade edilmektedir. Gelişmiş ülkeler yanında özellikle Körfez ülkeleri, Asya-Pasifik Bölgesi orijinli sermaye için önemli bir yatırım

alanı olarak Türkiye’de gayrimenkul yatırımlarının hızlı artış göstermesi ve fonların hızla büyümesi beklenmektedir.

Araştırma sonuçları beş bölüm halinde özet olarak sunulmuştur. Birinci kısımda çalışmanın amacı, kapsamı, sınırlılıkları, materyali ve araştırma yöntemleri kısaca açıklanmıştır. İkinci kısımda para ve sermaye piyasalarının genel anlamda kapsamından söz edilmiş ve sermaye piyasası araçları ile kurumları incelenmiştir. Aynı bölümde ayrıca sermaye piyasası araçlarından biri olan yatırım fonları üzerinde durulmuş, yatırım fonlarının özellikleri ve Türkiye’de yatırım fonlarının bugünkü durumunun analizi yapılmıştır. Araştırmanın üçüncü kısmında ise asıl araştırma konusu olan GYF ile ilgili bilgilere yer verilmiş olup, bu kapsamda; GYF’lerin tanımı, kapsamı, özellikleri, sınıflandırılması, seçilmiş ülke örnekleri ile Türkiye’de yeni bir yatırım fonu aracı olarak GYF’lerin gelişimi ve mevcut durumu yasal düzenlemeler ve uygulama açılarından irdelenmiştir. Çalışmanın dördüncü bölümünde GYF uygulamalarının değerlendirilmesi yapılmış, GYF yöneticileri ve ilişkili kurumlarla yapılan yüzyüze görüşme sonuçlarına göre fonların gelişimi, mevcut durumu ve sorun alanları bütün paydaşlar yönünden ayrı ayrı incelenmiştir. Bu çerçevede GYF yöneticileri, gayrimenkul değerlendirme şirketleri, saklayıcı kuruluşlar, denetçi firmalar, yatırımcılar ve fona ürün sağlayanların görüşleri ve değerlendirmeleri ile genelleme yapılması yoluna gidilmiştir. Araştırmanın temel bulguları, başlıca sorun alanları ve çözüm yaklaşımları (politika önerileri) ise beşinci bölüm olan araştırma sonuçları ve öneriler başlığı altında sunulmuştur.

1.3 Araştırma Materyali ve Yöntemleri

Araştırmada yatırım fonları ve GYF’lerin gelişimi ve mevcut durumu, tündengelim yaklaşımı ile öncelikle seçilmiş ülkeler ve Türkiye yönünden kısaca incelenmiştir. Seçilmiş ülkeler ve Türkiye’de fonların mevcut durum analizinin yapılmasında yapısal gelişme ve uygulamaların genel sonuçları değerlendirilmiştir. Bu çerçevede araştırmada iki temel veri ve bilgi kaynağı kullanılmıştır. Öncelikle konu ile ilgili önceki araştırmalar ve ilgili kurumların kayıtlarından oluşan ikincil veriler çalışmada kullanılmıştır. İkinci olarak GYF’lerin gelişme eğilimleri ve sorunlarının katılımcı

yaklaşım ile analizi için bütün paydaşlarla yapılan derinlemesine görüşmenin sonuçları kullanılmış olup, bu yolla başlıca uygulama sorunlarının analizi ve temel çözüm yaklaşımlarının tanımlanması mümkün kılınmıştır.

Fonların gelişme eğilimleri ve mevcut durum analizinde derinlemesine görüşme mülakat tekniği kullanılmış olup, bu yöntemin seçilmesinin temel nedenleri; fon yöneticilerinin sayılarının sınırlı olması ve bazı fonların henüz kuruluş işlemlerinin tamamlanıp fiilen faaliyete geçememiş olmasıdır. Derinlemesine görüşme araştırılan konunun bütün boyutlarını kapsayan, daha çok açık uçlu soruların sorulduğu ve detaylı cevapların alınmasına imkan veren, yüz yüze, birebir görüşülerek bilgi toplanmasına imkan veren bir veri toplama tekniğidir. Bu tür görüşmenin temel avantajı gayet esnek, zengin ve olabildiğince detaylı bir şekilde veri toplanmasına imkan sağlamasıdır. Bu teknikte karşıdaki kişinin duygu, bilgi, tecrübe ve gözlemlerine görüşme yoluyla ulaşılmakta ayrıca başka şekilde elde edilmesi mümkün olmayan verilere ulaşılması söz konusu olmaktadır (Tekin 2006).

Derinlemesine görüşme yöntem ile yüzyüze ve birebir görüşmelerle hedef kişilere (GYF yöneticileri, gayrimenkul değerlendirme şirketleri, saklayıcı kuruluşlar, denetim firmaları, yatırımcılar ile fona ürün sağlayanlar gibi) araştırma ile ilgili açık uçlu sorular yöneltilmiş, paydaşların GYF'ler ve Türkiye'deki uygulama sorunları, fonların tapudaki işlem sorunları, GYF'lerin geleceği, "Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği"nde yer alan eksiklikler ve çözüm önerileri sorulmuştur. Verilerin yorumlanmasında henüz Türkiye'de çok yeni bir sermaye piyasası aracı olan GYF'lerin sayısının az olması nedeniyle sayısal ya da oransal çözümlenmelere yer verilmemiş sadece paydaşların sorulan sorular karşısında vermiş oldukları yanıtlar irdelenmiştir (EK). Paydaş analizleri ile fon yöneticisi ve uzmanlarının görüşlerine dayalı olarak GYF'lerin geleceği ile tarafların yaklaşımları (karşı olma, uygun görme, kayıtsız kalma gibi) değerlendirilmiş ve konu ile ilgili ulusal stratejilerin çerçevesi çizilmiş ve fonların hızla gelişimi ve kurumsallaşmanın güçlendirilmesi yönlerinden alınması gereken temel çözüm yaklaşımları ortaya konulmuştur.

2. KURAMSAL TEMELLER

2.1 Önceki Çalışmalarının Değerlendirilmesi

Türkiye’de GYF kuruluş işlemleri, 2014 yılında SPK tarafından “Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile ilk düzenlemenin yapılmasının ardından başlamıştır. Bu yüzden GYF’ler ile ilgili çalışma sayısının oldukça sınırlı olmasını olağan görmek gerekmektedir. Dünyada özellikle birçok Avrupa ülkesi, Amerika ve Asya-Pasifik ülkelerinde GYF’lerin 1938 yılında bu yana uygulamasının olması nedeni ile fon yatırımlarının büyüklüğü ve çeşitlenmesi sağlandığı için GYF’lerin performans ölçümüne yönelik birçok çalışmanın olduğu görülmektedir. Bunlardan seçilmiş bazı çalışmalar ile ülkemizde yapılan sınırlı sayıdaki çalışmanın temel çıktıları aşağıda özet olarak sunulmuştur.

Myer ve Webb (1992), melez GYF’ler üzerinde risk odaklı performans ölçümünün kıyaslama tercihlerine etkisini incelemişlerdir. Çalışma kapsamında 47 adet melez GYF Jansen Alfa ölçüm tekniği kullanılarak kıyaslanmış ve portföy performansı ölçülmüştür. Buna göre toplu gayrimenkul piyasası endeksi seçiminin performans sonuçlarını çok az etkilediği sonucu ortaya çıkmış, enflasyon değerlerinin eklenmesi ve piyasayı bölgelere ya da tekil piyasa endeksini gayrimenkullerin türlerine göre ayırmanın performans sonuçlarına etkisi incelenmiştir.

Brueggeman vd. (1992) tarafından yapılan çalışmada, 1972 ve 1991 döneminde iki adet melez GYF’nin performansını incelemişlerdir. Çalışmanın sonuçlarına göre portföy çeşitlendirmesinin riski düşürdüğü ve getirileri yükselttiği, incelenen dönemde enflasyona karşı bir önlem oluşturduğu görülmüştür.

Grinblatt ve Titman (1992)’in çalışmasında, GYF performansının geçmiş dönem performansına bağlı olup olmadığı analiz edilmiş, fonlar arası farklılıkların kalıcılık gösterdiği ve bu kalıcılığın yöneticilerin yüksek getiri elde etmedeki yetenekleri ile tutarlılığı incelenmiştir. Benzer başka bir çalışma olan Vasques vd.’nin (2009)

yaptıkları çalışmada, Portekiz GYF'lerinin performansını incelemiştir. Buna göre fon performansının kısa ve uzun dönemde önceden tahmin edilebilirliği incelenmiştir. Çalışmada açık uçlu fonlarda performansın kalıcılığı ve fon yöneticilerinin daha önce getiri sağladıkları gayrimenkullere tekrar yatırım yapma eğiliminde oldukları sonucuna ulaşılmıştır.

Fletcher (1993) çalışmasında, 18 ayrı melez GYF'nin 1983 - 1988 döneminde portföy özellikleri ve getiri oranlarını karşılaştırmalı olarak irdelemiştir. Bulguların ölçümünde regresyon analiz yöntemi kullanılmış olup, araştırma sonuçlarına göre gayrimenkul yatırımlarının büyüklüğü ve portföyün likiditesi pozitif yönde getiri ile bağlantılı olduğu ortaya konulmuştur.

Dirk ve De Wit (1993) yaptıkları çalışmada, Hollanda Borsa'sından aldıkları şirket verilerini kullanarak değerlendirme odaklı getirilerde kurum içi ve kurum dışı değerlendirmeler arasındaki sapmaları ölçmeye çalışmışlardır. Çalışma sonuçları kurum içi değerlendirme bazlı getirilerin değişkenliğinin düşük ve kurum dışı değerlendirme bazlı getirilerin sapma düzeyinin yüksek olduğunu göstermektedir.

Lee (1995)'nin çalışmasında, 37 adet GYF'nin 1987 - 1995 dönemi verilerini kullanarak GYF yöneticileri için zamanlamanın varlığı ve seçim tercihleri incelenmiştir. Zamanlama ve seçicilik arasındaki olumsuz ilişki, yöneticinin düşük bir sistematik risk portföyü seçmesi durumunda, uygun zamanlama becerisine sahip olmadığı görüşünden ileri geldiği ve araştırma sonuçlarına göre çok az bir fonun zamanlama konusunda başarılı olduğu ortaya konulmuştur.

O'Neal ve Page (1998)'nin çalışmalarında, araştırmanın yapıldığı yıl ve öncesi 8 yıllık dönemde yatırım fonlarının varlık büyüklüğünün 38 kat arttığı, bu artışın yine aynı dönemler arasındaki tahvil ve hisse senedi piyasasından çok daha fazla olduğu ve bu nedenle söz konusu dönemlerde yaşanan artışın gayrimenkul endeksi ile bağlantılı olup olmadığı sorusunun akıllara geldiği vurgulanmıştır. Araştırmada 1996 ve 1998 yılları

arasında faaliyet gösteren 28 adet GYF incelenmiş ve araştırma sonuçlarına göre pozitif yüksek performans taşımayan GYF'ler ve harcama oranları, kazanç ve fon yaşının, fonun performansı ile ilgisinin olduğunu ortaya çıkarmışlardır.

Lin ve Yung (2004)'un çalışmasında, 1993 - 2001 dönemi GYF performansının analizi yapılmış olup, sonuç olarak bu dönemde GYF'lerin ortalamanın üstünde performans sergilemediği saptanmıştır. Lin ve Yun'a göre fonun performansının büyük bir kısmı gayrimenkul sektörünün performansından etkilenmektedir. Gayrimenkul piyasası endeksi de değerlendirme modeline dahil edildiği zamanda büyüklük, piyasa payı oranı ve piyasa momentumu gibi risk faktörlerinin etkilerinin önemsiz olduğu saptanmıştır. Araştırma sonuçlarına göre fon performansının kısa vadede de etkili olduğu ve buna ilave olarak riske göre düzeltilmiş gayrimenkul fonu getirileri, fon büyüklüğünden etkilenmekte, ancak harcama oranı, yönetim hizmetleri ve kazanç ile ilişkili olmadığı tespit edilmiştir.

Focke (2006)'un çalışmasında, Alman açık uçlu GYF'ler değerlendirilmiş olup, fonların tarihsel gelişimi, kurulması ve özellikleri değerlendirilmiştir. Çalışmada dördüncü finansal piyasalar teşvik anlaşmasının etkileri incelenmiş ve Alman açık uçlu GYF'lerin portföy yatırımlarını uluslararası piyasalarda yükseltecekleri sonucuna ulaşılmıştır.

Redding (2006)'in çalışmasında, GYF'ler için günlük olarak hesaplanan net varlık değerinin saptanmasının zorluklarına değinilmiş, fon fiyatlamasının yatırımcılar arasında yanlış servet dağılımını doğuracağı vurgulanarak bu sorunu aşmanın yolunun yöneticilerin portföydeki bütün gayrimenkullerin değerlerinin bugünkü değer olarak ifade edilmesine bağlı bulunduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Brounen vd. (2007)'de yapmış oldukları çalışmada, borsaya kote edilmiş GYF'ler ile kote edilmemiş GYF'ler arasındaki şeffaflığı incelemektedir. Araştırma sonuçlarına göre borsaya kote edilmemiş fonlar şeffaf olmayan, şirket büyüklüğü ve ticaret edilebilirliği sınırlı ve karmaşık yapıya sahiptir. Bu fonlar direkt olarak yapılan

gayrimenkul yatırımlarına nazaran ülkeler ve sektörler arası daha geniş bir çeşitlendirme önermesine rağmen daha az likit olduğunu belirtmektedir.

Özgüç (2008) “Gayrimenkul Yatırım Fonları: Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar ve Türkiye İçin Öneriler” adlı çalışmada, Almanya, Malezya, Kore, Hindistan, Slovakya ve Çek Cumhuriyeti’ndeki GYF’ler incelemiştir. Araştırmada dünyada GYF ile ilgili düzenlemelerin daha çok Almanya’da yer alan açık uçlu GYF’lerden örnek alındığı ve bu yüzden Türkiye’de yer alan olası mevzuat düzenlemelerinde Almanya’nın örnek alınması, değişik ülke uygulamalarında meydana gelen krizlerin dikkate alınarak asgari günlük likidite oranlarının belirlenmesi, fonların değerlemesinde gayrimenkul değerlendirme uzmanlarının belirli dönemlerde rotasyona tabi tutulması gerektiği ileri sürülmüştür.

Xing vd. (2010) çalışmalarında, Amerika’da yaygın olarak kullanılan çekirdek, katma değerli ve fırsatçı GYF türlerini İngiltere’ye uyarlayarak analiz etmiştir. Çalışmada İngiltere’de çekirdek fonları ve katma değer yaklaşımli fonların Amerika’ya göre küçük bir yer kapladığı belirtilmiş olup, dördüncü bir yaklaşım olan çekirdek artı yaklaşımı ile fonların karşılaştırmasının yapılmasının daha sağlıklı sonuçlar vereceği ileri sürülmüştür. Amerika’daki fırsatçı GYF’lerin ise İngiltere’ye nazaran benzer kaldıraçla daha iyi performans sergilediği sonucuna varılmıştır.

Kaushik ve Pennathur (2013) yaptıkları çalışmada, GYF yöneticilerinin gayrimenkul sektörü ve ekonomideki zamanlama kabiliyetleri 1990 ve 2009 yılları verileri kullanılarak incelenmiştir. Araştırma sonuçlarına göre fon yöneticilerinin ayı piyasasından ziyade boğa piyasasında pozitif zamanlama kabiliyetlerinin olduğu ortaya çıkmıştır. Bir başka deyişle yüksek getiri ve harcama oranları, elde bulundurulacak nakit ve zamanında kazanç piyasasının boğa piyasası veya tersi olarak düşük getiri bütün piyasa koşullarında negatif zamanlama olarak adlandırılmaktadır.

Galloppo ve Mundula (2015)'de yaptıkları çalışmada, İtalya'da kapalı uçlu GYF'leri incelemişlerdir. İtalya'da kamu müdahalelerinin özel sektör karşısında etkili olup olmadığı araştırılan çalışmada, araştırmanın yapılmış olduğu tarih ve önceki 10 yılda uluslararası tahvil ya da hisse senedi piyasasına göre kapalı uçlu GYF'lerin kötü performans sergilediği belirtilmiş olup, tam tersi İtalyan GYF'lerde ise bu durumun yaşanmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Araştırma sonuçlarına göre İtalya'da yer alan GYF'lerin diğer finansal araçlara göre getirisi incelenmiş ve kamunun varlık yönetiminde sadece ekonomik sonuçlara odaklanmamasını aynı zamanda sosyal yarar da sağlaması gerektiğine ulaşılmıştır.

Coşkun (2015) "Türkiye'de Konut Finansmanı: Sorunlar ve Çözüm Önerileri" adlı çalışmasında, GYF'leri Türkiye'de piyasa mekanizmasına dayalı konut finansman araçları başlığı altında değerlendirmiştir. Buna göre GYF uygulamalarında karşılaşılan sorunların başında; günlük değerlemelerin yapılamaması ve katılma belgelerinin fona iadelerinde yaşanacak likidite sorunları sayılmıştır. Çalışmada SPK tarafından yayımlanan tebliğin başarısının zaman içerisinde görülebileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Tanrıvermiş (2017) "Gayrimenkul Değerleme Esasları" lisanslama sınavları çalışma kitapları rehberinde, GYF'lerden bahsetmiş, Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğ hükümlerine değinmiştir. Tebliğe göre GYF'nin tanımı yapılmış olup, GYF'lerin yatırım yapabileceği gayrimenkul türleri, yatırımlara ilişkin esaslar ve uygulamalar, fonun alması gerekli değerlendirme hizmetleri ve değerlendirme esasları değerlendirilmiştir.

Yukarıda özetlenen seçilmiş çalışmaların genel olarak GYF'lerin performansını ölçmeye yönelik çalışmalardan oluştuğu ve performans ölçüm yöntemleri olarak; Jansen, Treynor ve Sharpe analiz tekniklerinin kullanıldığı görülmektedir. Türkiye'de GYF'ler henüz SPK'dan faaliyet izni alabilmiştir ve faaliyet izni alabilenlerden ise sınırlı sayıda GYF'nin pay değerlerine ulaşılabilmektedir. Halen kuruluş işlemi yapılan GYF'lerin portföy değerlemesi ve performans analizini yapabilmek için yeterli verinin olmadığı vurgulanmalıdır. Türkiye'de GYF'lerin performansını ölçmeye yönelik

araştırmaların sayısının artması gelecek 3-5 yıllık dönemde alternatif yatırım araçları ile GYF'lerin karşılaştırılmalı analizinin yapılması ile mümkün olabilecektir. Bu bakımdan ülkemizde GYF'lere ilişkin çalışmaların daha çok mevzuat analizi, seçilmiş ülke uygulamalarının incelenmesi, teori ve seçilmiş ülke uygulamalarına dayalı olarak Türkiye için model önerisinin yapılması ile sınırlı olduğu dikkati çekmektedir. Mevcut koşullarda yapılabilecek çalışmaların bu kapsamda olduğu da dikkate alınarak bu çalışmada saha araştırmasının bulguları ve belirtilen önceki bütün çalışmalar birlikte ele alınarak analiz ve değerlendirme yapılması tercih edilmiştir.

2.2 Para ve Sermaye Piyasalarının Tanımı ve Kapsamı

GYF'lerin gelişimi, oluşum süreçlerini ve son olarak Türkiye'deki gelişimini incelemeyden önce fonların da içinde bulunduğu mali piyasaların kısaca incelenmesi yararlı olacaktır. Mali piyasaları kabaca finansal araçların değiş tokuş edildiği piyasa ya da pazar yeri veya finansal araçların gelecekte nakit ya da benzeri bir değer sağlayacak varlıklar ya da fonların serbest bir şekilde dolaştığı ve alışverişe konu edildiği yapılar olarak tanımlamak mümkündür. Ancak en geniş anlamıyla mali piyasalar “fon arz edenlerle fon talep edenlerin buluştuğu yer” olarak tanımlanmaktadır (Altınok vd. 2010). Bu tanımdan hareketle fon arzında bulunanların fazla fona sahip olduğu, fon talep edenlerin ise fon açıklarının olduğunu ifade etmek mümkündür. Finansal piyasaların önemli bir görevi de harcıyabileceğinden daha çok para kazanan ve tasarruf yapanların biriktirdikleri fonların, kazandığında daha çok fona ihtiyacı olana doğru bir aktarım sağlamasıdır (Yurtoğulları 2013).

Mali piyasalar sadece para ve para benzeri kıymetli kağıtlardan oluşmamakta, aynı zamanda fonu arz ve talebine konu olabilen diğer kıymetlerden de oluşmaktadır. Mali piyasaların aktörleri en temelde fonu arz ve talep edenler olup, mali piyasaların şekillenmesinde fona aracılık eden şirketler ile düzenleyici ve denetleyici kurumlar ile piyasa enstrümanları önemli derecede rol oynamaktadır.

Türkiye’de faaliyet gösteren finansal piyasalar incelediğinde; organize ve organize olmayan iki tip piyasanın olduğu gözlemlenmektedir. Organize piyasalar altında bulunan organize para piyasaları Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB), organize menkul kıymet piyasaları ile altın alım-satım piyasaları ise Borsa İstanbul Anonim Şirketi (BIST) bünyesinde yürütülmektedir. Tezgahüstü piyasa olarak da adlandırılabilen organize olmayan piyasalar ise bankalararası ya da serbest olarak yürütülmektedir (Çizelge 2.1). Birçok ülkede olduğu gibi Türkiye’de son yıllarda gerek Merkez Bankası, gerekse Borsa Kuruluşları gayrimenkul sektörü ile yakından ilişki kurma eğilimine girmiş ve hatta birçok ülkede mali piyasalara ilişkin gayrimenkul endekslerinin söz konusu kurumlar tarafından belirlenmesi ve yayımlanarak ilgililerin kullanımına sunulması eğilimi gözlenmiştir.

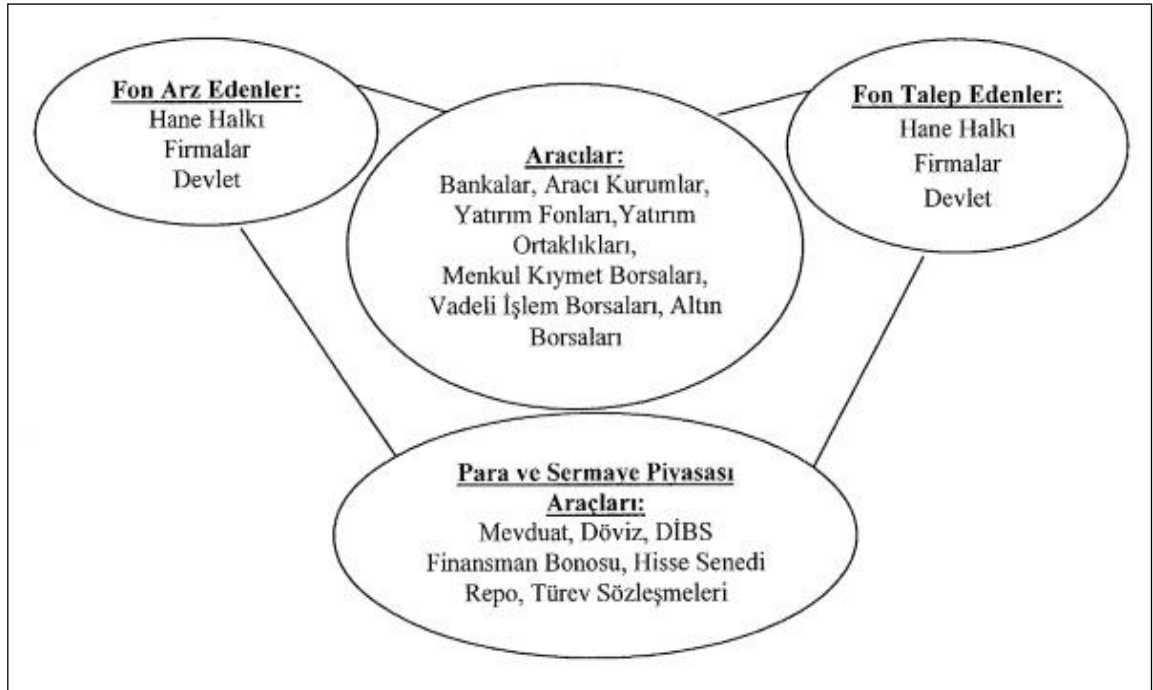
Çizelge 2.1 Organize ve organize olmayan piyasalar (Güngör 2009)

ORGANİZE PİYASALAR	ORGANİZE OLMAYAN PİYASALAR
TCMB Açık Piyasası	Bankalararası TL Piyasası
TCMB İnterbank Para Piyasası	Bankalararası Döviz Piyasası
TCMB Döviz ve Efektif Piyasası	Bankalararası Repo Piyasası
BIST Hisse Senedi Piyasası	Bankalararası Tahvil Piyasası
BIST Tahvil ve Bono Piyasası	Serbest Efektif/Döviz Piyasası
BIST Uluslararası Pazar	Serbest Altın Piyasası
BIST Vadeli İşlemler Piyasası	-
Takasbank Borsa Para Piyasası	-
İstanbul Altın Borsası	-

Düzenli piyasaların oluşması için alıcı ile satıcının fiziksel bir alanda buluşması ve işlemlerin gerçekleştirilmesi için belirli kural ve düzenlemelere tabi olması gerekmektedir. Tezgahüstü piyasalar için ise düzenli bir borsaya gerek olmamakla birlikte işlem kurallarını taraflar belirlemekte olup, bu durumda yapılan işlem borsaya

kote edilmemiş ve borsada işlem görmeyen bir menkul kıymet olmakla birlikte borsada işlem gören menkul kıymetler de tezgahüstü piyasalarda yapılacak alım satımlara konu olabilmektedir (Anonim 2014).

Genel anlamda mali piyasalar fon arz eden ve talep edenlerin kesiştiği piyasalar olmakla birlikte fon fazlası olanlar ile fona ihtiyacı olanların buluşabilmesi için bazı kurum ve kuruluşlara ihtiyaç olmaktadır. Fon arz ve talep edenleri hane halkı, devlet ve firmalar oluşturmakta iken, fon fazlası veya eksiği olanları buluşturan kuruluşlar bankalar, aracı kurumlar, yatırım fonları, yatırım ortaklıkları, menkul kıymet borsaları, vadeli işlem borsaları ve altın borsalarıdır. Bu kurumlar bu işlemleri para ve sermaye piyasası araçlarından olan mevduat, döviz, finansman bonosu ve repo gibi işlemleri kullanarak gerçekleştirdikleri bilinmektedir (Şekil 2.1).



Şekil 2.1 Mali piyasaların işleyişi (Yurtoğulları 2013)

Türkiye’de finansal sistem ve bileşenlerinin aktif büyüklüğünde yıllara göre gözle görülür bir şekilde artış yaşanmakta ve bu durum Türk finans sisteminde yaşanan hızlı büyümeyi gözler önüne sermektedir. Türkiye’de finansal kuruluşların aktif büyüklükleri

içindeki en fazla payın bankalara ait olduğu görülmektedir. Bankaların 2015 yılında toplam finansal büyüklüğü 2.357 milyar TL ve 2016 yılında finansal büyüklüğün 2.731 milyar TL'ye çıktığı, bankaların toplam finansal kurumların mali büyüklüğü içindeki payının her iki yıl için de % 81 oranında olduğu saptanmıştır (Çizelge 2.2). Finansal kurumlar içinde aktif büyüklüğü en düşük olanların aracı kurumlar ile finansman şirketleri, faktöring şirketleri ve finansal kiralama şirketleri olduğu görülmektedir. Bu tür mali kurumların toplam finansal varlıklar içindeki payının % 1'in altında kaldığı görülmektedir.

Çizelge 2.2 Türkiye'de mali kuruluşların aktif büyüklüğü (Anonim 2015a, Anonim 2016a)

Sektörler	2015 Yılı		2016 Yılı	
	Tutar (Milyar TL)	Toplam İçindeki Payı (%)	Tutar (Milyar TL)	Toplam İçindeki Payı (%)
Bankalar	2.357,00	81,00	2.731,00	81,00
Portföy Yönetim Şirketleri	99,00	3,00	122,00	4,00
İşsizlik Sigortası Fonu	93,00	3,00	119,00	4,00
Sigorta Şirketleri	96,00	3,00	96,00	3,00
Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	52,00	2,00	60,00	2,00
Emeklilik Yatırım Fonları	48,00	2,00	61,00	2,00
Bireysel Emeklilik Fonları	37,00	1,00	53,00	2,00
Finansal Kiralama Şirketleri	41,00	1,00	49,00	1,00
Faktöring Şirketleri	27,00	1,00	33,00	1,00
Finansman Şirketleri	27,00	1,00	33,00	1,00
Aracı Kurumlar	15,00	1,00	20,00	1,00
Reasürans Şirketleri	3,00	0,00	3,00	0,00
Girişim Sermayesi	1,00	0,00	1,00	0,00
Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları	0,40	0,00	0,00	0,00
Toplam	2.896,00	100,00	3.382,00	100,00

Mali kuruluşların aktif büyüklüğü içinde gayrimenkul şirketleri ve özellikle fonların payının analizi önemli bir gösterge olarak ele alınabilir. İncelenen 2015-2016 döneminde gayrimenkul işletmeleri içinde sadece gayrimenkul yatırım ortaklıklarının bulunduğu ve bunların da toplam aktif büyüklüğü içindeki payının % 2 olduğu tespit edilmiştir. GYF'lerin finansal kurumlar içinde yer almadığı gözlenmekte olup, bunun temel nedeninin yukarıda da açıklandığı üzere söz konusu portföy işletmelerinin kuruluşlarının yeni olması olduğu ve doğal olarak 2017 yılı ve izleyen yıllarda

GYF'lerin de mali büyüklüğünün finansal piyasa verilerine entegre edilmesi gerektiği vurgulanmalıdır.

Mali piyasaları en temelde sahip oldukları finansal araçlara göre para piyasası ve sermaye piyasaları şeklinde sınıflandırmak mümkündür. Para piyasası özet olarak "kısa vadeli borçların çabuk ve güvenilir bir şekilde işletmelerin, tarımın ve tüketicilerin finansmanı için alınıp satıldığı piyasa" biçiminde tanımlanabilmektedir (Kiremitçi 2007). Tanımdan da anlaşılacağı üzere para piyasaları, para ve para sayılabilecek nitelikteki değerli kağıtların fon arz ve talebinin bulunduğu piyasalar olarak tanımlanabilir. Para piyasaları genel olarak kısa vadeli fon talebinin karşılandığı kurumları kapsar. Genel olarak bir yıl ve daha az vadeli poliçe, bono ve çek gibi kıymetli kağıtlar da para piyasasının unsurları arasında sayılabilir (Altınok vd. 2010).

Sermaye piyasası, "sermaye arz ve talebinin karşılaştığı piyasa" olarak tanımlanabilir (Bolat 2006). Sermaye piyasalarının en tipik özelliği vadelerin uzun ve riskli ve faiz oranlarının yüksek olmasıdır (Büker 1997). Para piyasalarında olduğu gibi sermaye piyasalarında da kredi faiz oranı ve likidite riski bulunmaktadır. Ancak her bir sermaye piyasası aracının riski birbirinden farklı niteliklere sahip bulunmaktadır (Kiremitçi 2007).

2.3 Türkiye'de Sermaye Piyasası Araçları

Sermaye piyasası yapısında tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesinde yardımcı çok çeşitli araçlar bulunmaktadır (Kara 1990). Genel olarak sermaye piyasasında işlem gören araçları menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları olarak ikiye ayırabilmek mümkündür. Menkul kıymetler, pay sahibine ortaklık veya alacak hakkı tanıyan, belirli dönemlerde getiri sağlayan ve bu araçlara ait şartların SPK tarafından belirlendiği kıymetli evraklardır. Menkul kıymetlerin dışında kalan ve yine şartları SPK tarafından belirlenen diğer kıymetli evraklar ise diğer sermaye piyasası araçları içinde değerlendirilmektedir (Şakar 1998).

Yatırımcı açısından sermaye piyasasında bir araca sahip olmak belirli bir dönem sonra satın alma gücünün belirli bir noktayı aşmasını da beraberinde getirecektir. Bu durumda yatırımcı ekonomik olarak sermaye piyasası araçları getirilerinde belirli bir limite ulaşacak olup, artık menkul kıymet borsalarında işlem yaparak bir şirketin yönetiminde söz sahibi olmak isteyecek ve bu durum beraberinde soysal otorite kavramı getirecektir (Kara 1990).

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu 3. maddesinde sermaye piyasası araçları; “Sermaye piyasası araçları, menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dahil olmak üzere Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçları” olarak tanımlanmıştır. Tanıma göre sermaye piyasası araçlarını menkul kıymetler, türev araçlar, yatırım sözleşmeleri ve diğer sermaye piyasası araçları olmak üzere dört grupta sınıflandırmak mümkündür. Menkul kıymetler; paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikaları ile borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikalarıdır (Anonim 2016b). Ayrıca ilgili kanunda sermaye piyasası araçları paylar, katılma intifa senedi, borçlanma araçları, ortaklık varantları, yatırım kuruluşu varantları ve sertifikaları, gayrimenkul sertifikası, varlığa ve ipoteye dayalı menkul kıymetler, teminatlı menkul kıymetler, kira sertifikası ve yabancı sermaye piyasası araçlarından oluşmaktadır. Bu araçlar kısaca aşağıda açıklanmıştır:

Paylar: Ortaklığın sermayesini temsil eden ve sahibine ortaklık hakkı veren menkul kıymetlerdir. Pay sahiplerinin yönetime katılma, kar payı ve kar payı avansı alma, rüçhan, bedelsiz pay alma, tasfiyeden pay alma ve bilgi edinme hakları bulunmaktadır. Nama-hamiline yazılı, adi-imtiyazlı, primli-primsiz, bedelli ve bedelsiz paylar olmak üzere pay çeşitleri bulunmaktadır. Sahipleri kar payı geliri ya da sermaye kazancı elde etmektedirler (Anonim 2016b).

Hisse senetlerini ifade etmek için kullanılan paylarda asıl olan payın kendisidir. Payın senede bağlanma zorunluluğu 6102 sayılı Türk Ticaret Kanununa (TTK) göre bulunmamaktadır. Pay ile ilgili tüm hak ve borçlar payın kendisine bağlı olup, senede bağlanması ya da bağlanmaması paya bağlı hakların, borçların ve varsa imtiyazların kullanımında ya da içeriğinde bir değişiklik meydana getiremeyecektir. Payın senede

bağlanması halihazırda devir kabiliyeti bulunan payın devir şeklini değiştirir ve devrin hızlı bir şekilde gerçekleşmesini sağlayabilecektir (Soygür 1999).

TTK'da menkul kıymetler başlığı altında pay senetlerine yer verilmiştir. Buna göre pay senetleri; nama ya da hamiline yazılı olup bedelleri tamamen ödenmemiş paylar için hamiline yazılı pay senetlerinin çıkarılamayacağı hükmü bulunmaktadır (Anonim 2011). Türkiye pay piyasalarında meydana gelen değişim yıllara göre incelendiği zaman (Çizelge 2.3), 3 Ocak 1986 tarihinde 41 anonim şirketin pay senedinin ihracı ile Borsa İstanbul A.Ş.'de (eski adı ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası - İMKB) ilk seans işleminin yapıldığı görülmektedir.

Paylardan farklı olarak katılma intifa senedi sahibi kişilere ortaklık hakkının dışında kardan pay alma, tasfiye bakiyesinden yararlanma, halka açık olmayan ortaklık tarafından yeni çıkarılacak payları alma hakkı vermektedir. Katılma intifa senetlerinin çıkarılabilmesi için esas sözleşmede hüküm bulunması ve genel kurul kararının bulunması gerekmektedir. Halka arz ya da halka arz gerçekleşmeden süresiz şekilde satılabilmektedir (Anonim 2016b). Katılma payı sahiplerinin ayrı genel kurul yapma hakları bulunmasına karşın ancak şirket yönetimine katılma ve oy hakkı ile anapara geri ödemesine ilişkin vadeye sahip değillerdir (Altınok vd. 2010).

Çizelge 2.3 Borsa İstanbul A.Ş.'nde pay piyasasının tarihsel gelişimi (<http://www.borsaistanbul.com> 2017a)

Tarih	Önemli Gelişmeler
3 Ocak 1986	İlk Seans, Toplu Açılış Fiyatı Yöntemi (41 Anonim Şirketin Payı 36 Üye)
17 Kasım 1987	Çok Fiyat Sürekli Müzayede Sistemine Geçiş
6 Ekim 1990	Takas Süresinin İki Günden Bir Güne İndirilmesi (T+1)
22 Ekim 1990	Lot Altı İşlemlerin Başlaması
4 Ocak 1993	Rüçhan Hakkı Kuponu Pazarı ve Yeni Pay Pazarı Açılışı
3 Aralık 1993	İlk Bilgisayarlı İşlem (Düşük İşlem Hacimli 50 Payda)
14 Temmuz 1994	Çift Seans Uygulaması ve Takas Süresi Değişikliği (T+2)
21 Kasım 1994	Tam Otomasyon, Tüm Payların Bilgisayarlı Alım-Satım Sistemi'nde İşlem Görmeye Başlaması

Çizelge 2.3 Borsa İstanbul A.Ş.'nde pay piyasasının tarihsel gelişimi (devam)

3 Ocak 1986	İlk Seans, Toplu Açılış Fiyatı Yöntemi (41 Anonim Şirketin Payı 36 Üye)
17 Kasım 1987	Çok Fiyat Sürekli Müzayede Sistemine Geçiş
6 Ekim 1990	Takas Süresinin İki Günden Bir Güne İndirilmesi (T+1)
22 Ekim 1990	Lot Altı İşlemlerin Başlaması
4 Ocak 1993	Rüçhan Hakkı Kuponu Pazarı ve Yeni Pay Pazarı Açılışı
3 Aralık 1993	İlk Bilgisayarlı İşlem (Düşük İşlem Hacimli 50 Payda)
14 Temmuz 1994	Çift Seans Uygulaması ve Takas Süresi Değişikliği (T+2)
21 Kasım 1994	Tam Otomasyon, Tüm Payların Bilgisayarlı Alım-Satım Sistemi'nde İşlem Görmeye Başlaması
23 Aralık 1994	Ulusal Pazarın Kuruluşu
2 Ocak 1995	Bölgesel Pazarın Kuruluşu
6 Şubat 1995	Toptan Satışlar Pazarının Kuruluşu
3 Nisan 1995	Yeni Şirketler Pazarının Kuruluşu
27 Kasım 1996	Gözaltı Pazarının Kuruluşu
28 Nisan 2000	Disketle Emir İletimi Uygulamasının Başlaması
31 Temmuz 2000	Uzaktan Erişimde İlk İşlem
4 Ocak 2002	Ex-Apı Üzerinden Emir Gönderimi
14 Nisan 2003	Pay Piyasasında Yeni Fiyat Adımlarının Uygulanmaya Başlaması
29 Ocak 2004	Halka Arz Sonrası Pay Piyasasında İşlem Görmeye Başlayacak Şirketlerin Paylarında Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemlere İlişkin Uygulamanın Başlaması
1 Kasım 2004	Borsa Yatırım Fonları Pazarının Kuruluşu
2 Şubat 2007	Açılış Seansının Başlaması
13 Ekim 2008	Disketle Emir İletimi Uygulamasının Kaldırılması ve Pay Piyasası 1. Seans Kapanış Saatinin 12.30'a Kadar Uzatılması
13 Kasım 2009	Kurumsal Ürünler Pazarının Açılması, 2.Seansta Açılış Seansı Uygulamasının Başlaması
26 Temmuz 2010	Pay Piyasasında Piyasa Yapıcılı Sürekli Müzayede İşlem Yönteminin Başlaması
1 Ekim 2010	Borsa Pay Piyasasında İşlem Gören Payların SPK Tarafından Belirlenen Kriterlere Göre A,B,C Grubu Şeklinde Sınıflandırılarak İşlem Görmeye Başlaması, Gözaltı Pazarı Kapsamındaki Şirketlerin Tek Fiyat Yöntemi İle İşlem Görmeye Başlaması
8 Ekim 2010	Pay Piyasasında Emir İptalinin Koşulsuz Serbest Bırakılması, Pay Piyasasında Gerçekleşen İşlemler Sorgularında Alıcı ve Satıcı Tarafların Gösterilmemesi
1 Kasım 2010	Fiyat Adımlarının Küçültülmesi Uygulamasının Birinci Aşamasının Başlaması (1 Kuruş'un Üzerindeki Fiyat Adımlarının Yarı Yarıya Küçültülmesi)
3 Ocak 2011	Yeni Ekonomi Pazarının II. Ulusal Pazar bünyesinde birleştirilmesi
10 Ocak 2011	Otomatik Seans Durdurma Sistemi ve Brüt Takas Uygulaması
1 Nisan 2011	Borsa Birincil Piyasada İlk Halka Arz Uygulaması
1 Ocak 2012	Serbest İşlem Platformu Uygulaması
2 Mart 2012	Kapanış Seansı, Kapanış Fiyatından İşlemler ve Tek Fiyattan İşlemler Uygulaması
10 Eylül 2012	Sertifikaların İşlem Görmeye Başlaması
13 Ekim 2012	Pay Piyasası Bağlantı Hızı 2 Mbps'ye Artırılması
15 Ekim 2012	Maksimum İşlem Değeri TL Sınırının ve Maksimum Kotasyon Miktarlarının Artırılması
1 Kasım 2012	Pay Piyasası'nda Likidite Sağlayıcılık Uygulaması
3 Aralık 2012	Pay Piyasası ve Gelişen İşletmeler Piyasası'nda Cari Fiyat Seviyesindeki Emir İptali, Fiyat Kötüleştirmeye ve Miktar Azaltmalara İlişkin Ücretlerin Farklılaştırılması
5 Aralık 2012	Maksimum Lot Miktarı Belirleme Yönteminin Değiştirilmesi

Çizelge 2.3 Borsa İstanbul A.Ş.'nde pay piyasasının tarihsel gelişimi (devam)

18 Ocak 2013	Pay Piyasası'ndaki Açığa Satış İşlemlerinde Yukarı Adım (Up-tick) Kuralının BIST100 Endeksi'ne Dahil Paylarda Kaldırılması
5 Nisan 2013	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın Borsa İstanbul A.Ş.'ye Dönüşmesi
10 Haziran 2013	Pay Piyasası ve Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP) Birinci Seans Saatlerinin Yeniden Düzenlenmesi Hk.
10 Mart 2014	Pay Piyasasında ve Gelişen İşletmeler Piyasasında Geçerli Olan Baz Fiyat Aralıklarının ve Fiyat Adımlarının Yeniden Belirlenmesi
1 Temmuz 2014	Pay Piyasasında ve Gelişen İşletmeler Piyasasında Borsa Payına ve Diğer Ücretlere İlişkin Olarak Değişiklik Yapılması
Eylül 2015	BIST30 Endeksine Dayalı Vadeli İşlem ve Opsiyon Sözleşmeleri Londra Borsası Türev Piyasasında İşlem Görmeye Başlaması
Aralık 2015	Borsa İstanbul ve Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası (EBRD) Stratejik Ortaklık Anlaşması İmzalanması ve Borsa İstanbul'da %10 Oranında Pay Sahibi Olması
29 Ocak 2016	BIST-KYD A Tipi Fon Endeksi ve BIST-KYD B Tipi Fon Endeksi'nin Hesaplanmasına Son Verilmesi, Yerlerine BIST-KYD Borçlanma Araçları ve BIST-KYD Hisse Senedi Fon Endeksleri Hesaplanmaya Başlanması
14 Ekim 2016	Londra Metal Borsası (LME) Verilerinin Borsa İstanbul Tarafından Ticarileştirebilmesine Olanak Sağlayan Protokol LME ile İmzalanması

Borçlanma araçları tahviller, bonolar, kıymetli maden bonoları, paya dönüştürülebilir tahviller (PDT), değiştirebilir tahviller (DT) olarak sınıflandırılmaktadır. Buna göre tahvil, devletin ya da özel sektördeki şirketlerin finansman ihtiyaçlarını karşılayabilmek için çıkardıkları uzun vadeli bir borç senedir. Senetler herhangi bir dönemde saptanmış olan faiz fiyatı üzerinden kullanılan ve vade sonunda geri ödenmesi vadiyle oluşturulan sermaye piyasası aracıdır (Canbaş ve Doğukanlı 1995). Dış borçlanmaya ilişkin esasların belirlendiği 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanunun 3. maddesine göre devlet tahvili bir iç borçlanma senedi olarak tanımlanmakta ve bir yıl ve daha uzun vadeli olarak piyasaya sürülmektedir. Tahvillerin satışı halka arz ya da halka arz etmeme şeklinde gerçekleştirilebilmekte, tahvillerin halka arz olmadan satışı gerçekleştirilecek ise, söz konusu nitelikli yatırımcılara satış ya da tahsisli satış şeklinde yapılmaktadır. Tahvil ihraçları özel şirketlerde finansman bonosuyla benzerlik göstermektedir. Tahvillerin finansman bonosundan temel farkı; vadelerinin uzun olması ve genelde belirli bir faiz oranı ve vadeye sahip olmaları ile kurumsallaşmış firmalar tarafından ihraç edilebilmeleridir (Kiremitçi 2007).

Tahviller ve bonoların arasındaki en temel farkların bonoların vadesinin kısa olmasıdır. 4749 sayılı Kanuna göre bonolar, vade tarihinde ihraççıya nominal değeri ödenecek olan menkul kıymetlerdir. Vadeleri 30 gün ve 1 yıl arasında değişmekte ve ihraç eden kurum bonoları belirli bir iskonto oranı üzerinden satabilmektedir. Kanunda da hazine bonoları 1 yıl ve daha az süreli devlet iç borçlanma senedi olarak tanımlanmaktadır. Finansman bonusu daha çok şirketlerin finansman ihtiyaçlarını karşılamak üzere anonim ortaklıklar, bankalar ve diğer finansal kuruluşlar tarafından çıkarılıp ihraç edilen borç senetleri olup, ilk olarak Türkiye’de uygulamaya 30 Ekim 1986 tarihinde girmiştir (Güngör 2009).

Kıymetli maden piyasasında fon arz ve talep edenlerin tercih ettikleri aracın kıymetli madenler olması, bu bono türünün diğer bono türlerinden ayrılmasını sağlamaktadır. Başta altın olmak üzere gümüş ve platin bonoları çeşitleri arasında yer almaktadır. Bu menkul kıymetlerin özelliği sadece İstanbul Altın Borsası üyesi bankalar ile kıymetli maden aracı kurumlarının belli miktarda kıymetli maden cinsinden iskontolu ya da iskontosuz olarak ihraç etmeleridir. Bonoların vadesi 30 gün ile 1 yıl arasında değişmekte olup, iskontolu yapılan kıymetli maden ihraçlarında farklı vadelere göre yıllık hesaplanmakta ve ihraççı tarafından duyurusu yapılmaktadır (<http://www.erdem-erdem.av.tr> 2017b).

PDT’lerin tahviller gibi vadesi 1 yıldan az süreli olamaz ve bu süre aynı zamanda paya dönüştürme süresini de kapsar. Paya dönüştürme işlemleri nominal değer üzerinden yapılmakta olup, ihraç belgesi ya da izahnamede belirtilmesi kaydıyla nominal değer üzerinden belirlenen faiz de nominal değere eklenerek dönüştürme işlemi gerçekleştirilebilir. SPK Borçlanma Araçları Tebliğine göre DT’ler ise tahviller gibi vadesi 1 yıl ve daha uzun süreli olan borçlanma araçlarını ifade etmektedir. Bu borçlanma aracı ile birlikte ihraççı tarafından çıkarılan ve payları borsalarda işlem gören diğer ortaklıklara ait paylarla değiştirme hakkı doğmaktadır. DT’lerin vadesi 365 günden az olamayacak, ayrıca DT’lerin de PDT’ler gibi paylarla değiştirilmesi nominal değer üzerinden yapılabilecektir (Md.17).

SPK tarafından izin verilen son menkul kıymet özelliğinde olan varantlar, sahibine elinde bulundurduğu varlık ya da göstergesi önceden belirlediği bir fiyatla belirli bir tarihe kadar alma hakkı veren bir araç türüdür (Altınok vd. 2010). Ortaklık varantlarının ihracına ilişkin 2013 yılı Varantlar ve Yatırım Kuruluşu Sertifikaları Tebliğine (VII-128.3) göre ihraççıların esas sözleşmelerinde ihraca yetki veren hüküm bulunması ve genel kurulda karar alınmış olması zorunluluğu getirilmiştir.

Sermaye piyasası araçlarından olan kuruluş varantları Varantlar ve Yatırım Kuruluşu Sertifikaları Tebliğine göre belirli bir tarihe kadar önceden belirlenen bir fiyatla elde bulunan dayanak varlığın ya da göstergenin satılması veya satın alınması hakkını veren sermaye piyasası aracıdır. Yatırım kuruluşu varantları bu hakkı kaydi teslimat veya nakdi uzlaşa ile kullanılmaktadır. Yatırım kuruluşu sertifikası ise turbo yatırım kuruluşu sertifikaları gibi geri ödeme hakkı bulunan ve iskontolu yatırım kuruluşu sertifikaları gibi önceden belirlenmiş azami fiyatı aşması halinde aşan kısımdan feragat edilen sertifikalar ile kurul tarafından ihracı uygun görülen diğer yatırım kuruluşu sertifika türlerini kapsayan bir sermaye piyasası aracı olarak nitelendirilmektedir. Yatırım kuruluşu varantları ile sertifikalarının ihracı halka arz edilerek ya da edilmeksizin gerçekleştirilebilmekle birlikte, yurt içinde tahsisli olarak satılamamakta; ayrıca bu varant ve sertifikalar talebe bağlı olarak notlandırma sistemine göre yatırım yapma seviyesinin en yüksek ilk üç kademesinde olması, uzun vadeli derecelendirme notu olması, Türkiye’de ya da yurtdışında yerleşik banka ya da aracı kurumlar olması gibi şartları taşıdığı takdirde ihracı gerçekleştirilebilmektedir. Tebliğ ayrıca bu şartları sağlamayan kuruluşlara da gerekli yükümlülüklerin sağlanması halinde ihraç yetkisi vermektedir. Gerçekleştirilecek ihraçlarda bu ihraçtan doğan yükümlülüklerin yerine getirilmesi ihraççı ve garantör kuruluşun müteselsilen sorumluluğu altında olup, bu taahhüdün yazılı olarak kurula verilmesi zorunluluğu bulunmaktadır.

Araştırma konusu olan GYF’lere faaliyet konusu anlamında benzeyiş gösteren bir diğer sermaye piyasası aracı gayrimenkul sertifikasıdır (GS). GS, hem yatırımcı için bir finansman kaynağı olmakta, hem de sertifika sahipleri için bir güvence olmaktadır. Bu sertifika yatırımcı için bir finansman kaynağı olduğu gibi, aynı zamanda sertifika

sahipleri için de sertifikada belirtilen tarihlerde belirtilen bağımsız bölümlerin, gereken sayıya ulaşması halinde teslim edilmesini sertifikayı piyasaya süren tarafından garanti etmektedir (Uslu ve Uzun 2014).

Türkiye’de ilk GS, 23.03.2017 tarihinde Başbakanlık Toplu Konut İdaresi Başkanlığı (TOKİ) tarafından halka arz edilmiştir. Projede talep toplama tarihleri 29 Mart – 31 Mart 2017 olarak belirlenmiş, toplam 56.290 m² üzerinden 5.629.146 adet sertifika piyasaya sürülmüş ve halka arz bedeli toplam 239.238.705 TL olarak belirlenmiştir (Çizelge 2.4).

Çizelge 2.4 TOKİ’nin piyasaya sürdüğü GS ihraç bilgileri (<https://www.toki.gov.tr> 2017c)

İhraççı	Toplu Konut İdaresi Başkanlığı (TOKİ)		
Yüklenici	Makro İnşaat Ticaret A.Ş.		
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı		
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama		
Halka Arza Konu Proje	Park Maveria III		
Proje Büyüklüğü (m ²)	126.400		
Halka Arz Büyüklüğü	Halka Arz: 33.703 m ²	: 3.370.410 adet	: 143.242.425 TL
	Ek Satış: 22.587 m ²	: 2.258.736 adet	: 95.996.280 TL
	Toplam: 56.290 m ²	: 5.629.146 adet	: 239.238.705 TL
Sertifika Fiyatı (TL/Sertifika)	42,50		
Tahsisat Grupları	Yurtiçi Bireysel : % 50 Yurtiçi Kurumsal : % 50		
Planlanan Talep Toplama Tarihleri	29 Mart - 31 Mart 2017		
Piyasa Yapıcılığı	İhtiyaç duyulduğu takdirde piyasa yapıcılığı uygulanacaktır.		

Mevzuata göre GS ihraç edecek kuruluşların aşağıda belirtilen şartları taşımaları zorunlu tutulmuştur (Anonim 2016b):

- En az 5 yıl önceden ihraç edilecek gayrimenkul projesinin sözleşmesi ve teknik şartnamesine uygun şekilde, satış değerinin en az yarısı değerinde bir projeyi tamamlayarak Kurula başvurmuş olması,
- İhraç edecek kuruluşun gayrimenkul yatırım ortaklığı olması durumunda aynı şartlardaki bir projeyi tamamlamış olması,

- Gayrimenkul projesinin gerçekleştirileceği arsanın mülkiyetine münferiden sahip olması
- Sahip olunan arsa tapusunun kat irtifakı tapusuna çevrilmesi
- Arsa tapusuna sahip olunamaması durumunda, ihraç eden kuruluş lehine kat irtifakı tesis edilmiş olması.

Varlığa veya ipoteye dayalı menkul kıymetler (VDMK) SPK tarafından 09.01.2014 yılında yayımlanan Varlığa veya İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliğine göre ister varlığa dayalı olsun, ister ipoteye dayalı olsun her iki kıymetli kağıt da devralınan varlıkların karşılık gösterilerek ihraç edilen menkul kıymetler olarak tanımlanmıştır. Tebliğe göre VDMK, varlık finansmanı fonu (VFF) ya da ipotek finansman kuruluşu (İFK) devralınan varlıkların karşılık gösterilmesi ile ihraç edilen menkul kıymetler olup, ipoteye dayalı menkul kıymet için ise (İDMK) devralınacak varlıklar konut finansman fonu ya da ipotek finansman kuruluşlarından temin edilmektedir.

4721 sayılı Türk Medeni Kanunu'nda Rehinli Tahviller bölümünün bulunduğu 970 ile 971. ve 972. maddelerinde belirtilen şekilde finansal kuruluşlar rehinli tahvil çıkarabilmekte ve böylece VİDMK'ların nitelik ve şekil bakımından esasları belirlenmiş olmaktadır. İhracın fon tarafından yapılması durumunda varlık finansman fonu varlığa dayalı menkul kıymetler için, konut finansman fonu ise ipoteye dayalı menkul kıymetler için kurulmalı, ancak kurulacak fonlar, kurucularının aktiflerindeki varlıkları devralarak VİDMK ihraç edebileceklerdir (<http://www.erdem-erdem.av.tr> 2017b).

Teminatlı menkul kıymetler ipotek ve varlık teminatlı menkul kıymetleri ifade etmektedir. Dönmez (2008)'e göre menkul kıymetleştirme ile diğer borçlanma araçları arasında bir yerde bulunan ipotek teminatlı menkul kıymetlerin (İTMK) aşağıda sıralanan özelliklere sahip olması gerekmektedir:

- Borçlanmayı temsilen finansal kurumlar tarafından ihraç edilmekte ve bu sayede özel sektör borçlanma araçlarından farklı olarak sadece finansal kurumlar tarafından ihraç edilebilmekte,
- Denetim ve gözetiminden bankacılık ve/veya sermaye piyasası otoritesinin sorumlu olduğu İTMK'lar, kendileri için düzenlenmiş mevzuatla işlem görmekte,
- İhraç eden ile kredi veren finansal kuruluş aynı olmakta,
- İhraç edilecek menkul kıymetin teminatını ihraç eden kuruluşun varlıklar oluşturmakta,
- İTMK sahipleri iflas ve finansal risklerden korunmuş olup, ihraç eden kuruluşun iflas etmesi halinde bilançoda bulunmasına rağmen, iflasa konu edilemeyeceğinden varlıklar herhangi bir özel amaçlı yapıya geçmeksizin bilanço içinde iflas riskinden korunmuş olmakta,
- İhraç eden kuruluşun yükümlülüklerini yerine getirememesi veya ödeme güçlüğü çekmesi halinde İTMK sahipleri öncelikli tasarruf sahibi olmakta.

İpotekli konut ve ticari kredi hacmindeki artışa bağlı olarak menkul kıymetleştirme çalışmaları da özel önem kazanmıştır. İpoteğe dayalı menkul kıymetlerin ipotek teminatlı menkul kıymetlerden farkı; yasal durum, ihraççılar, bilanço, yükümlülük, kredi değerliliğinin artırılması yöntemi ve kredi kalitesi yönlerinden incelenmiş ve sonuçlar aşağıdaki çizelgede sunulmuştur (Çizelge 2.5). Buradaki temel farklılığın varlıkların bilanço içinde kalıp kalmaması, teminat olarak gösterilen varlıkların kalitesi ile finansal kurumun mali gücü noktalarında odaklandığı dikkati çekmektedir.

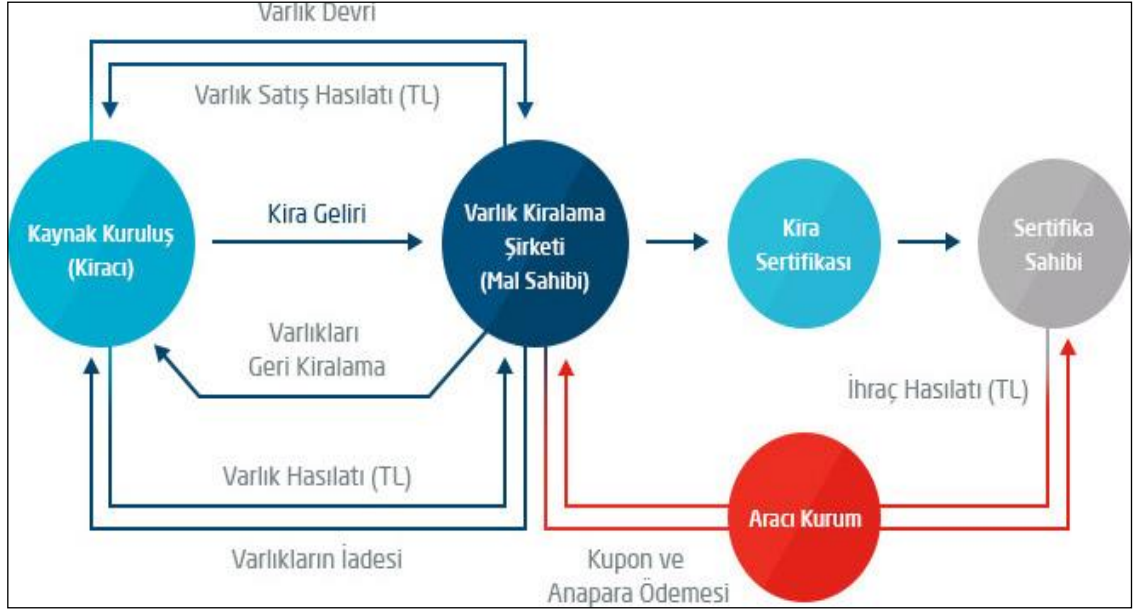
SPK tarafından 07.06.2013 tarihinde yürürlüğe konulan Kira Sertifikaları Tebliğine göre kira sertifikaları varlık kiralama şirketi (VKŞ) tarafından ihraç edilen ve her türlü varlık ve hak üzerinden belirli bir pay oranında gelir elde etmeyi sağlayan sermaye piyasası aracıdır. Kira sertifikaları her türlü varlık ve hak için finansman sağlamayı amaçlamakta olup, bu varlıklar üzerinden yararlanma hakkı ile gelir elde etmeyi amaçlamaktadır. Kaynak kuruluş (kiracı) tarafından elde edilen kira geliri, varlık hasılatı ve varlığın devri ile varlık kiralama şirketine devredilen gelirler yine VKŞ

tarafından aracısız veya kupon ve anapara ödemesi ile bir aracı kurum tarafından kira sertifikası ile halka arz edilmektedirler (Şekil 2.2).

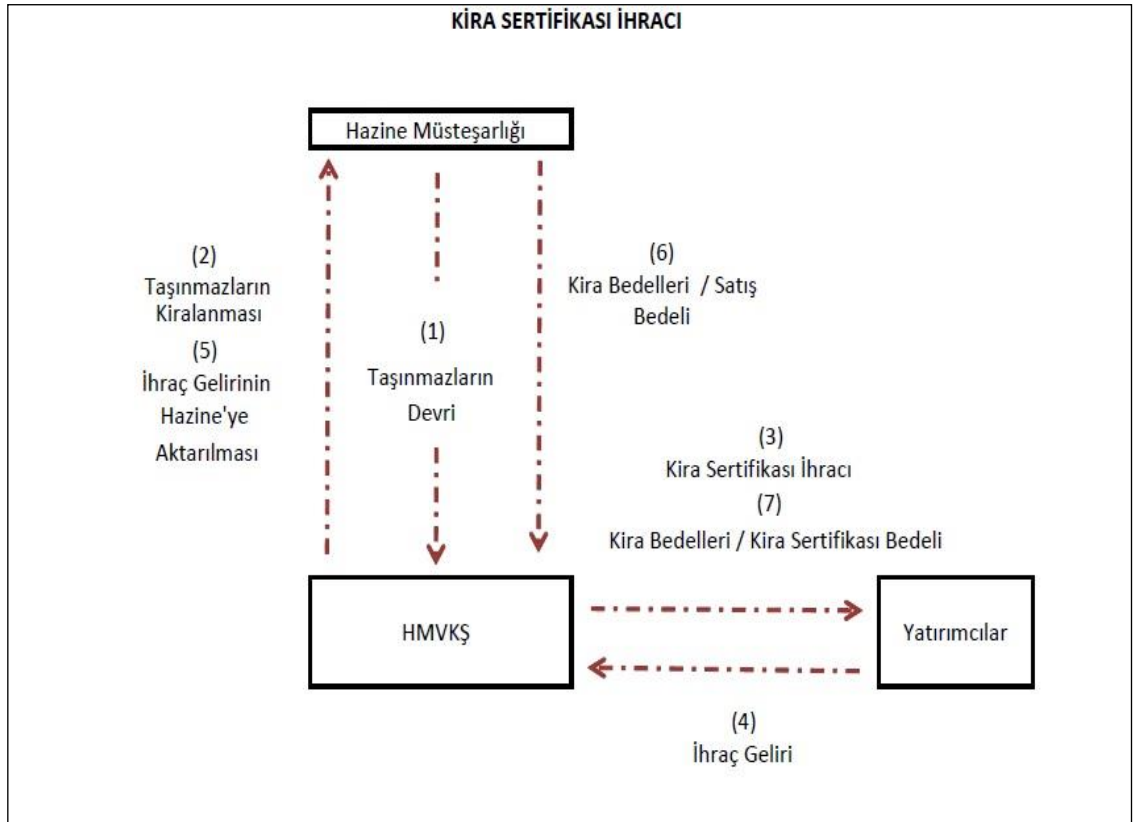
Çizelge 2.5 Menkul kıymetleştirme ve İTMK'ların farkları (Dönmez 2005, Kothari 2006)

Göstergeler	İDMK	İTMK
Hukuki Yapı	Varlık havuzlarının iflas riskinden arındırılmış yapıya transferi yapılması	Varlıklar bilanço içinde kalması
İhraççılar	Varlıkların transfer edildiği yapılar olması	Varlıklara sahip olan finansal kurum olması
Bilanço Durumu	Varlıklar finansal kurumun bilançosundan çıkarması	Varlıklar bilançoda kalması
Yükümlülük	Kredi değerliliğinin artırılması dışında kreditorün yükümlülüğünün bulunmaması	Finansal kurumun genel yükümlülüğünün olması
Kredi Değerliliğinin Artırılması Yöntemi	Bakiye kar, garanti sözleşmeleri, sınıflara ayırma	Bakiye kar, finansal kurumun olup, kredi değerliliğinin artırılmasında finansal kurumun öz kaynaklarının kullanılması
Kredi Kalitesi	Varlıkların kendi yapısından kaynaklanan kalite ve özel amaçlı yapının hukuki özellikleri	Teminat varlıklarının kendi kalitesi ve finansal kurumun kendi mali gücünün bulunması

Kira sertifikalarının ihraç edilebilmesi için yatırımcıya tahsisli olarak ya da yatırımcının nitelikli olması gerekmektedir. Kira sertifikaları; sahipliğe, yönetim sözleşmesine, alım-satıma, ortaklığa ve eser sözleşmesine dayalı olmak veya birlikte kullanmak suretiyle VKŞ'ler tarafından ihraç edilebilmektedirler (Anonim 2016b). Birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede kira sertifikası ihraç edilmekte ve bu işlem farklı kamu kurumları ile özel kurumlar tarafından yapılabilmektedir. Türkiye'de ise Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Anonim Şirketi (HMVKŞ) tarafından kira sertifikası ihracı yapılmakta olup, söz konusu ihraca ilişkin akış şeması da gösterilmiştir (Şekil 2.3).



Şekil 2.2 Kira sertifikaları genel yapısı (https://www.turkiyefinans.com.tr 2017d)



Şekil 2.3 Kira sertifikası ihracı işleyiş şeması (Anonim 2017e)

Kira sertifikası ihracına ilişkin aşamalar aşağıdaki gibi listelenebilir (Anonim 2017e):

- Taşınmaz Devri: 4749 Sayılı Kanunun 7/A maddesi kapsamında satış yoluyla devir yapılarak taşınmazların tapu kayıtlarında HMKVŞ adına tescil edilmesi.
- Taşınmazların Kiralanması: devir işleminin tamamlanmasının ardından Hazine Müsteşarlığı ile HMKVŞ arasında kiralayacak kuruluşlarla kullanımları aynen devam etmek üzere bir kira sözleşmesi imzalanmaktadır. İhraç öncesinde HMKVŞ tarafından taşınmazların hem kendi namına hem de sertifika sahiplerinin hesabına ve yararına muhafaza edilmesine dair bir bildiri düzenlemektedir. Hazine ise ayrıca kira süresi bitiminde taşınmazların geri alınması konusunda bir taahhütname düzenlemektedir.
- Kira Sertifikası İhracı: HMKVŞ'nin satın aldığı varlıkların Hazineye kiralanması ile birlikte ihraç gerçekleşmekte, sertifika sahipleri payları oranında kira gelirinde hak elde etmektedirler.
- İhraç Geliri: alınan kira sertifikası karşılığında HMKVŞ'ye bedel ödemesi yapılmaktadır.
- İhraç Gelirinin Hazineye Aktarılması: HMKVŞ tarafından yatırımcıdan ihraç edilen kira sertifikası karşılığında toplanan bedel devralınan varlıklara karşılık Hazine Müsteşarlığına aktarılmaktadır.
- Kira Bedelleri/Satış Bedeli: Kira ödemeleri ve kira sözleşmesinin süresi dolduğunda, Hazine Müsteşarlığı tarafından taşınmazın geri alımına ilişkin HMKVŞ'ye satış bedeline ilişkin ödeme yapılmaktadır.
- Kira Bedelleri/Kira Sertifikası Bedeli: HMKVŞ son olarak sertifika sahiplerine payları oranında kira gelirleri ve sertifika bedellerini dağıtmaktadır.

Yabancı sermaye piyasası araçları SPK tarafından yayımlanan Yabancı Sermaye Piyasası Araçları ve Depo Sertifikaları ile Yabancı Yatırım Fonu Payları Tebliği (VII-128.4)'ne göre "Yabancı yatırım fonu payları hariç olmak üzere yabancı ortaklıklar veya yabancı devletler ve mahalli idareler tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarıdır". Yabancı sermaye piyasası araçlarının Türkiye piyasasında kullanılabilmesi için iki koşul bulunmaktadır. Bunlar; (i) Kurul tarafından kayda alınmak ve (ii) aracı kuruluşlar vasıtasıyla satılması olarak sıralanabilir.

Yabancı hisse senetlerinin halka arz yoluyla satışının depo sertifikası¹ ile gerçekleşmesi gerekmektedir. Yabancı sermaye piyasa araçlarının ve temsilcisi depo sertifikalarının anapara, faiz, kar payı ödemeleri giderler düşüldükten sonra sermaye piyasası aracının para birimi ile ödenmektedir (Korkmaz vd. 2013).

2.4 Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurumları

Sermaye piyasası kurumları; 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununda 35. maddede detaylı olarak tespit edilmiştir. Buna göre sermaye piyasası kurumları aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Yatırım kuruluşları
- Kolektif yatırım kuruluşları,
- Sermaye piyasasında faaliyette bulunacak bağımsız denetim, değerlendirme ve derecelendirme kuruluşları,
- Portföy yönetim şirketleri,
- İpotek finansmanı kuruluşları,
- Konut finansmanı ve varlık finansmanı fonları,
- Varlık kiralama şirketleri,
- Merkezi takas kuruluşları,
- Merkezi saklama kuruluşları,
- Veri depolama kuruluşları,
- Kuruluş ve faaliyet esasları Kurulca belirlenen diğer sermaye piyasası kurumları.

¹ Bakınız: Depo Sertifikası: Saklama kuruluşlarında saklanan yabancı sermaye piyasası araçlarını temsilen depocu kuruluş tarafından ihraç edilen ve sahibine bu araçların verdiği hakları aynen sağlayan, bunlara özdeş, nominal değeri Türk Lirası olarak veya T.C. Merkez Bankasıca günlük alım satım kurları ilan edilen yabancı paralar cinsinden ifade edilen sermaye piyasası aracı (Yabancı Sermaye Piyasası Araçları Tebliği Md. 4)

Sermaye piyasası kurumları arasında sayılan yatırım kuruluşları, 17.12.2013 tarihli Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğe göre sermaye piyasası araçları ile ilgili emirlerin alınması ve iletilmesi, bu emirlerin müşteri adına ve hesabına veya kendi adına ve müşteri hesabına gerçekleştirilmesi, araçların kendi hesabından alım-satımı, sermaye piyasası araçlarının halka arzında yüklenimde bulunarak ya da bulunmaksızın satışa aracılı edilmesi gibi yatırım hizmet ve faaliyetlerini münhasıran yapmak üzere SPK tarafından yetkilendirilen aracı kurumlar ile yatırım hizmeti ve faaliyetinde bulunmak üzere kuruluş ve faaliyet esasları Kurulca belirlenmiş diğer sermaye piyasası kurumları ve 5411 sayılı Bankacılık Kanununun 3. maddesinde tanımlanan mevduat ve katılım bankaları ile kalkınma ve yatırım bankaları olarak ifade eden kurumlar olarak tanımlanmaktadır.

Ortaya çıkış amacı halktan toplanan paralar ile oluşturulan portföyün riskin dağıtılması prensibine göre ve uzman yardımı ile işletmek olan Kolektif Yatırım Kuruluşları, amacı gereği portföyün halktan toplanan sermaye ile oluşturulması, riskin dağıtılması ilkesine göre yönetilmesi ve portföyün uzmanlarca yönetilmesi ilkelerini benimsemektedir. Kolektif yatırım kuruluşları sınırsız olarak yeni hisse ihraç edebilmekte ve hissedarlar hisselerini iade edebilmektedir (open-end). Ayrıca ikinci bir tür olarak da sabit sermayeli olan ve hisselerin iade alınmadığı (close-end) kapalı tür olmak üzere iki türde meydana gelmektedir. Halihazırda kolektif yatırım kuruluşları şirket esasına dayanan yatırım ortaklığı, sözleşme esasına dayanan yatırım fonu ve investment trust olmak üzere toplam üç farklı hukuki yapıda kuruluşu gerçekleşmektedir (Ertan 2013). Araştırmanın da özünü oluşturan yatırım fonları ve portföy yönetim şirketleri de kolektif yatırım kuruluşları arasında yer almaktadır.

Kollektif yatırım kuruluşlarında olan yatırım ortaklıkları, sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, girişim sermayesi yatırımları ile Kurulca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyleri işletmek amacıyla, paylarını ihraç etmek üzere kurulan sabit veya değişken sermayeli anonim ortaklıklardır. Yatırım ortaklıklarına ilişkin usul ve esaslar ve uymak zorunda oldukları diğer yükümlülükler SPK tarafından belirlenmektedir (Anonim 2016b).

Başka bir kollektif yatırım kuruluşu olan yatırım fonları bireysel yatırımcıların yatırımlarının bir havuzda biriktirildiği ve bu birikimlerin alanında uzman kişiler tarafından değerlendirildiği finansal kurumlardır (Bolat 2006). 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri uyarınca yatırım fonları “tasarruf sahiplerinden fon katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre Kurulca belirlenen varlık ve haklardan oluşan portföy veya portföyleri işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından fon iç tüzüğü ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığına” denilmektedir. Yatırım fonları kuruluş ve faaliyet aşamasında SPK tarafından denetlenmektedir. Yatırım fonlarını yatırım ortaklıklarından ayıran en temel fark yatırım fonlarının mal varlıkları şeklinde kurulmaları ve herhangi bir şekilde tüzel kişiliğe sahip olmamalarıdır. Ayrıca yatırım ortaklıkları gibi borsaya kote edilmemekte yatırım fonlarında hisse senedi yerine yatırımcılara katılım payı verilmektedir. Yatırım fonlarında katılma belgelerinin fona geri iadesi mümkünken yatırım ortaklıklarında yatırımcıların hisse senetlerinin satışı ancak borsada gerçekleştirilirken ancak bu da hisse senedinin alıcı bulabilmesi durumunda mümkündür.

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na göre kollektif yatırım kuruluşlarından olan portföy yönetim şirketi, ana faaliyet konusu yatırım fonlarının kurulması ve yönetimi olan anonim ortaklıktır. Şirketin kurulması ve faaliyete geçmesi ancak SPK tarafından verilen izinle olmaktadır. Portföy yönetim şirketi tarafından gerekli başvurular yapıldıktan sonra altı ay içerisinde Kurul şirkete ilişkin karar vermekte ve ilgililere bilgi verilmektedir.

2.5 Yatırım Fonlarının Özellikleri ve Türleri

Yatırım fonları Anglo Sakson Hukuku’nda “Trust” (Emanet) müessesinden yararlanılarak kurulmuşlar olup, çeşitli kuruluşlara ait menkul kıymetlerden meydana gelen bir portföyü ortakları adına bir nevi “yediemin” sıfatıyla işletmişlerdir (Kocahanoğlu 1982). Yatırım fonlarının dünyadaki gelişimi gözlemlendiğinde ilk olarak “Trust” kavramı ortaya çıkmaktadır. Buna göre mal varlığı sahipleri “Trustee” adı

verilen kişi ve kuruluşlara sahip oldukları serveti yönetmeleri için vermişlerdir (Karaahmet 1989).

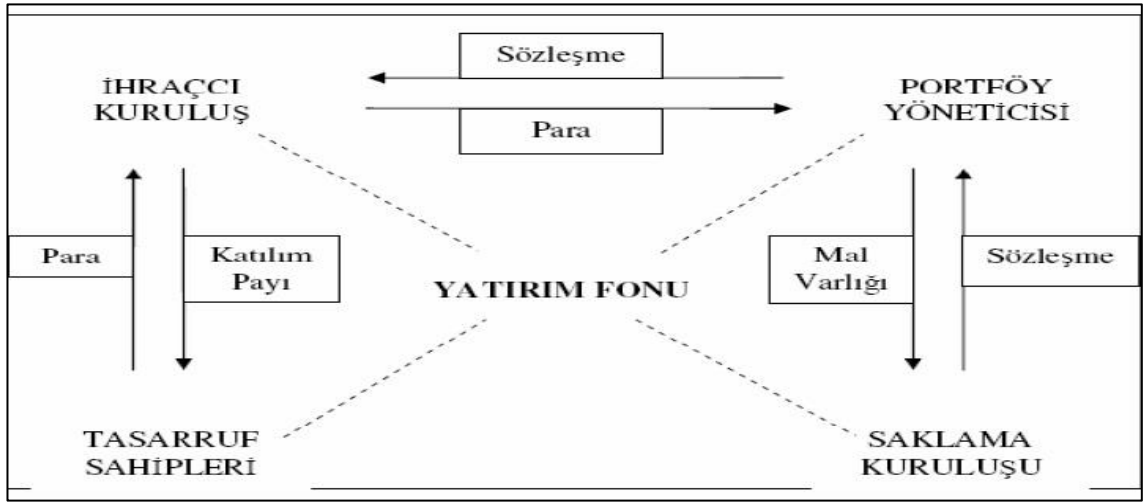
İlk yatırım fonu 1822 yılında Belçika'da Societe de Belgique adıyla kurulmuş ve daha sonra 1860 yılında İskoçya'da ikinci yatırım fonu kuruluşu yapılmıştır. Günümüzdeki sisteme benzeyen kuruluş ise 1868 yılında İngiltere'de kurulan fon yapısıdır (Topçuoğlu 1981). ABD'de ilk yatırım fonu 1924 yılında kurulmuş olup zaman içerisinde getirilen yeniliklerle fon sayısında artış olmuştur (Tuncer 1985). İsviçre'de yatırım fonlarının kurulması ise ancak 1930'lu yıllarda gerçekleşebilmiştir. Fransa'da fonların kuruluşu Anglo Sakson uygulamasını hayata geçirerek başlamıştır (Yasaman 1980).

Yatırım fonlarının işleyişinde en temelde yatırımcılar, yatırım fonu ve portföy yönetim şirketi yer almaktadır. Portföy, yönetici tarafından fonun amaçlarına uygun olarak yönetilmektedir. Yatırımcılar fona yatırım yaparak getiri elde etmek isteyen gerçek ya da tüzel kişi olan tasarruf sahipleridir. Bunlardan bağımsız bir diğer unsur olan saklama kuruluşu; fon portföyündeki varlıkları saklama görevini ve bu varlıklara bağlı olarak ortaya çıkan faiz ve temettü gibi gelirleri tahsil etme işlerini üstlenmişlerdir (Kılıç 2002).

Yatırım fonlarında yer alan taraflar portföy yöneticisi, tasarruf sahipleri, ihraççı kuruluş ve saklama kuruluşudur. İhraççı kuruluş tarafından katılım paylarının verilmesi suretiyle tasarruf sahiplerinden toplanan paralar fonda biriktirilmekte, fonda biriktirilen paralar ise portföy yöneticisi tarafından varlıklara çevrilmektedir. Fon adına hangi varlıklara yatırım yapılacağı portföy yöneticisi tarafından inançlı mülkiyet esaslarına göre karar verilmekte ve fonda yer alan varlıkların kayıtları ise saklama kuruluşu tarafından tutulmaktadır (Şekil 2.4).

Yatırım şirketleri, iki farklı fon çeşidini yönetebilmektedir. Bunlar; yatırım fonları (mutual funds veya open-ended funds) ve yatırım ortaklıkları (investment trust veya closed-end-funds) olarak sıralanabilir. İki fon çeşidi arasındaki temel fark, genel borsada işlem görüp görmeme ve pay sayılarının sabit olup olmaması konularında

ortaya çıkmaktadır. Yatırım ortaklıkları borsada işlem görmekte ve pay sayıları sabit olmaktadır. Yatırım fonları ise borsada işlem görmeyip usulen tasarruf sahiplerine katılım payı belgesi verilmesine dayanmakta ve fonlarda oluşan arz ve talebe göre pay sayısı değişebilmektedir (Kıymaz 1997). Yatırım fonlarının fonksiyonları sinerji ve ölçek ekonomisi sağlaması, çeşitlendirme yaratması ve profesyonel portföy yönetiminden yararlanılması şeklinde sınıflandırılabilir (Karacabey 1998).



Şekil 2.4 Yatırım fonları şeması (Kılıç 2002)

Portföyde yer alan hisse senedi oranına göre yatırım fonları A tipi fon ve B tipi fon olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır. Bunlar kısaca aşağıda açıklanmıştır:

- **A Tipi Fon:** Fon içtüzüğünde yer almak şartıyla fon portföy değerinin aylık ağırlıklı ortalamasının en az %25'inin Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış olan fonlar bu kategoride sayılmaktadır. A Tipi yatırım fonlarının belirli bir kısmı hisse senetlerine yatırım yaptığından borsadaki çıkış ve düşüşlerden etkilenmektedir. Bu nedenle B tip yatırım fonlarına nazaran daha fazla risk içermekte, ancak getirisi de riskin fazlalığına göre daha yüksek olmaktadır (Ural 2010).

- **B Tipi Fon:** B tipi fonlarda A Tipi fonlarda olduğu gibi belirli bir oranda hisse senedi içirme gibi koşullar yer almamakta ve portföy yapısı daha çok sabit getirili yatırım

araçlarından oluşmaktadır. Bu nedenle A Tipi fonlara göre içerdiği risk az ve getiri beklentisi de düşük düzeydedir (Özdemir 2016).

Yatırım fonları pek çok sınıflandırmaya tabi tutulabilmekte olup, bu sınıflandırmalarda dikkat çekici olan husus ise pay sayısının değişip değişmemesi ölçütü olmaktadır. Pay sayısının değişebilirliğine göre yatırım fonları; açık uçlu ve kapalı uçlu olmak üzere iki grupta toplanabilir. Bunlar kısaca aşağıda açıklanmıştır:

- **Açık Uçlu Yatırım Fonları:** Açık uçlu (open-ended) yatırım fonlarında pay sayısı, temel sebebi ihraç edilen paylara talep olması halinde yeni payların satışa sunulması ya da payların fona tekrar iade edilebilmesi nedeni ile değişkenlik gösterebilmektedir (Karşlı 2004). Kapalı uçlu yatırım fonlarından farklı olarak katılma belgeleri borsada işlem görmemekte, fon katılma belgeleri direkt olarak fondan temin edilmekte ve katılma paylarının fona iadesi mümkün olduğundan likiditesi fazla olmaktadır. Katılma belgelerinin değeri ise net varlık değeri üzerinden saptanmaktadır (Kılıç 2004).

- **Kapalı Uçlu Yatırım Fonları:** Kapalı uçlu (closed-ended) yatırım fonlarının en genel özelliği ihraç edilen pay sayısının sabit olmasıdır. Paylar ilk ihraç döneminde fondan temin edilebilirken, sonraki dönemlerde payların borsadan temini mümkün olduğundan, yatırımcı payların alım-satımını borsada gerçekleştirebilmektedir. Bu bağlamda fon payları hisse senedine benzetilebileceğini ifade etmek mümkündür. Fon payları borsada işlem gördüğünden fiyat oluşumunda fon payına olan arz ve talep etkilidir (Karşlı 2004). Yatırımcı ilk ihraç sırasında ve ikincil piyasadan pay aldığı belirlenir bir komisyon ücreti ödemekte olup, komisyon ücreti, genel olarak fon payının fiyatına yansıtılmakta ve fonun fiyatı piyasada belirlendiğinden, payın birim fiyatı toplam fon değerinin bir ölçüsü olmayabilecektir (Kılıç 2004).

2.6 Türkiye’de Yatırım Fonları Türleri ve Hukuki Çerçevesi

SPK’nın VII Seri nolu Tebliğ ile düzenlenen yatırım fonlarına ilişkin ilk düzenlemeler 1981 tarihli SPK’nın 35-46 maddeleri arasında ve 1986 tarihli konuya ilişkin ilk Tebliğ’de yer almaktadır. Bu çerçevede ilk yatırım fonu T.C. Hazine ve Dış Ticaret

Müsteşarlığı'nın 16.10.1986 tarihli izni ile Türkiye İş Bankası A.Ş. tarafından kurulmuş ve fon katılma belgeleri SPK tarafından 06.07.1987 tarihinde kayda alınmıştır (Özütürk 1999).

Yürürlükte olan 06.12.2012 tarihli 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu 52., 53., 54., 55. ve 56. maddelerinde yatırım fonları; “tasarruf sahiplerinden fon katılma payı karşılığında toplanan para ya da diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre Kurulca belirlenen varlık ve haklardan oluşan portföy veya portföyleri işletmek amacıyla portföy yönetim şirketleri tarafından fon iç tüzüğü ile kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığı” şeklinde tanımlanmaktadır. Fonun kurulmasında, fon karının tespitinde, fonun tasfiyesinde ve diğer ilgili işlerde denetleyen kurum SPK'dır.

SPK Kanununa göre portföy yönetim şirketi, fonu temsil etmekte ve yatırımcıların ya da katılma fonu sahiplerinin haklarını temsilen yönetmekte veya yönetimini denetlemektedir. Buna göre portföy yönetim şirketi yasal kurallar içerisinde fondaki varlıkları kendi adına ve fon hesabına uygun olarak tasarrufta bulunmaya yetkilidir. Portföy yönetim şirketi ve katılma payı sahipleri arasında mevzuatta hüküm bulunmayan hallerde Türk Borçlar Kanunu'ndaki “Vekalet Sözleşmesi” hükümleri uygulanmaktadır.

Fon, sadece tapuya tescil işlemleri sırasında tüzel kişiliğe sahiptir. Yatırım fonu portföyünde bulunan taşınmazlar, taşınmaza dayalı haklar ve taşınmaza dayalı senetler tapu kütüğüne fon adına tescil edilmektedir. Tapudaki fon adına yapılacak işlemler, portföy yönetim şirketi ile portföy saklama hizmetini yürüten kuruluş yetkililerinin müşterek imzalarıyla gerçekleştirilmektedir (Tebliğ, Md.14). SPK, TCMB ve Hazine Müsteşarlığı'nın görüşünü alarak fon katılma payları döviz üzerinden alınıp satılabilmektedir. Döviz kurları o günkü TCMB gösterge kurları üzerinden tespit edilerek işlem yapılmaktadır. Portföy yönetim şirketi ve saklamacı kuruluşun mal varlığı fonun mal varlığından ayrılmakta, fon mal varlığı iç tüzükte belirtilen haller dışında tasarrufta bulunamamakta ve ayrıca haczedilememekte ve iflas masasına konu

edilememektedir. Portföy yönetim şirketlerinin asıl faaliyet konusu yatırım fonlarına esas işlemler olup, anonim ortaklıklar şeklinde kurulmaktadır. Genel anlamda katılma payı sahiplerinin haklarını ve çıkarlarını gözetmekle yükümlü tutulmaktadır. Portföyde yer alan varlıklar saklama hizmeti veren kuruluşlar gözetiminde saklanmaktadır.

Türkiye’de yatırım fonlarının uygulanmasına ilişkin diğer esaslar Seri: III, No: 52.1 sayılı “Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği”nde yer almaktadır. Tebliğ’de ilk defa şemsiye fon kavramına yer verilmiştir. Tebliğe göre şemsiye fon; “katılma payları tek bir içtüzük kapsamında ihraç edilen tüm fonları kapsayan yatırım fonu” olarak tanımlanmaktadır. Fon türlerinin sınıflandırılması; portföy değerinin devam veya belirli aralıklar ile belirli bir oranından daha fazlasını yatırdığı araçlara göre yapılmaktadır (Çizelge 2.6).

Çizelge 2.6 Şemsiye fon türlerinin sınıflandırılması (Anonim 2016c)

Portföy değerinin % 80’inin devamlı olarak belirli araçlara yatırılmasına göre	Portföy değerinin tamamının devamlı olarak belirli araçlara yatırılmasına göre	Portföy değerinin belirli vadelerde yatırımcıya geri ödenmesine göre
Borçlanma Araçları Şemsiye Fonu	Para Piyasası Şemsiye Fonu	Garantili Şemsiye Fon
Hisse Senedi Şemsiye Fonu	Katılım Şemsiye Fonu	Koruma Amaçlı Şemsiye Fon
Kıymetli Madenler Şemsiye Fonu	Değişken Şemsiye Fon	
Fon Sepeti Şemsiye Fonu	Serbest Şemsiye Fon	

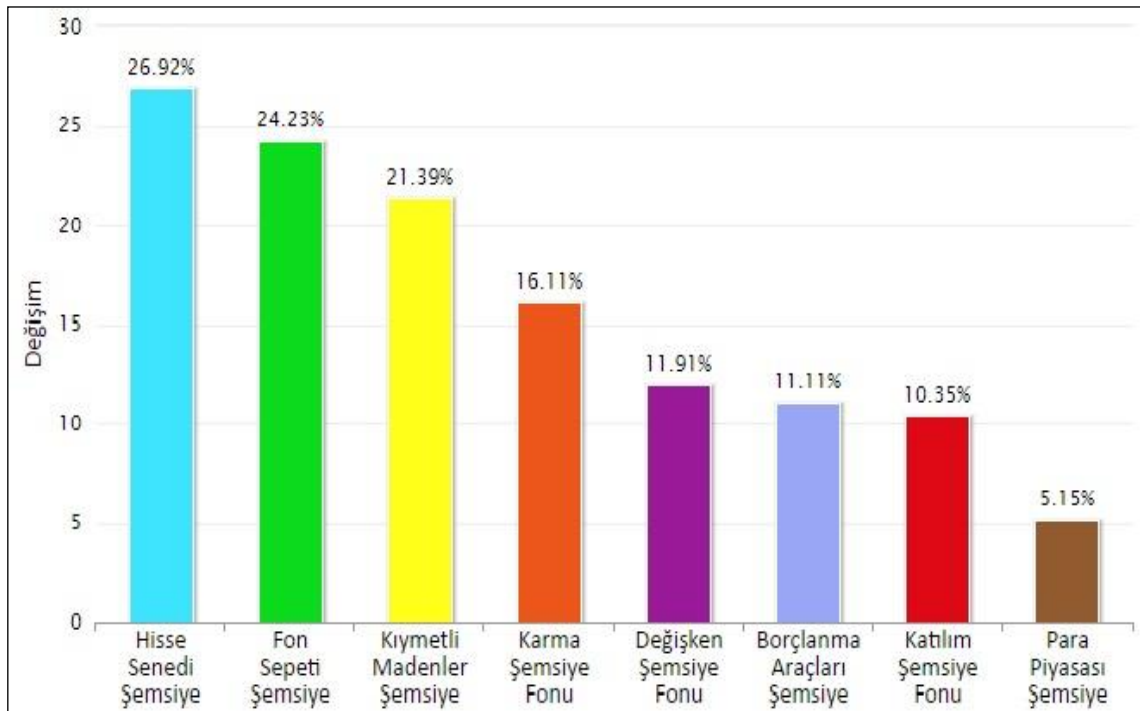
Şemsiye fonun kapsamına ilişkin olarak aşağıdaki açıklamaların yapılması gerekecektir:

- Borçlanma araçları şemsiye fonu, yerli veya yabancı kamu ve özel sektör borçlanma araçlarına yapılan yatırımları,
- Hisse senedi şemsiye fonu, yerli veya yabancı ihraççıların paylarına yapılan yatırımları,
- Kıymetli madenler şemsiye fonu, borsada alınıp satılan altın ve diğer kıymetli madenler ile kıymetli madenlere dayalı araçlara yapılan yatırımları,

- Fon sepeti şemsiye fonu, diğer fonların ve borsa yatırım fonlarının katılma paylarına yapılan yatırımları,
- Para piyasası şemsiye fonu, portföyünün tamamı devamlı olarak, vadesine en fazla 184 gün kalmış likiditesi yüksek para ve sermaye piyasası araçlarından oluşan ve portföyünün günlük olarak hesaplanan ağırlıklı ortalama vadesi en fazla 45 gün olan fonları,
- Faize dayalı olmayan para ve sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırımları,
- Değişken şemsiye fon, portföy sınırlamaları neticesinde herhangi bir fon türüne girmeyen yatırımları,
- Serbest şemsiye fon, yatırımcılarının sadece nitelikli yatırımcılardan oluşturulmuş,
- Garantili şemsiye fon, uygun bir yatırım stratejisine ve garantiye dayanılarak taahhüt edilen fonları,
- Koruma amaçlı şemsiye fon, uygun bir yatırım stratejisine dayanılarak en iyi gayret esası çerçevesinde amaçlanan fonları kapsayan fonlardır.

Türkiye’de 2016 yılı sonu verilerine göre en çok kazandıran fon türünün % 26,92’lik oranla hisse senedi şemsiye fonu ve en az kazandıran fon türü ise % 5,15 oranla para piyasası şemsiye fonu olmuştur (Şekil 2.5). Farklı fonlardan oluşturulan sepetin getirisinin hisse senedi şemsiye fonuna oranla daha düşük olması, fonlarda portföy yönetiminin önemi ve alternatif yatırım araçları içinden en avantajlı olanlar ile riski en düşük olanların seçimine yönelik tercihlerin yatırımcıların getiri düzeylerini doğrudan etkilediği ortaya çıkmaktadır. Benzer biçimde başlı başına birer değer ölçüsü olan kıymetli madenlerden oluşan şemsiye fonun da getirisi karma fon ve hisse senedi fonundan daha düşük olmuştur. Son yıllarda metal madenler ve petrol ürünlerinin dünya piyasalarında satış fiyatlarındaki gerilemeye rağmen, altın fiyatlarında çok yüksek artışın olduğu ve altının geleneksel yatırım araçları içinde önemini koruduğu gözlenmektedir. Bununla birlikte kıymetli madenlerden oluşan şemsiyenin getirisinin pay senedine oranla daha düşük olması, ancak altın dışı madenlerin fiyatlarındaki gerileme ile açıklanabilir.

Türkiye’de 2016 yılı Haziran ayı verilerine göre portföy yönetim şirketleri ile yönettikleri portföy büyüklükleri incelendiğinde ülkemizde faaliyette bulunan portföy yönetim şirketlerinin sayısının 49 adet olduğu ve toplam portföy büyüklüğü 139.671.543.061 TL veya 39.583.829.690 ABD Doları olduğu görülmektedir (Çizelge 2.7). Portföy yönetim şirketlerinden 6 adedinin gayrimenkul portföy yönetim şirketi şeklinde kurulmuş olduğu tespit edilmiş olup, geçmiş yılların gelişme trendinin aynen sürmesi halinde gelecek yıllarda bu alanda hızlı gelişmenin olması beklenmektedir.



Şekil 2.5 Son 1 yılda en çok kazandıran fonlar (<http://www.tefas.gov.tr> 2016d)

Çizelge 2.7 Portföy yönetim şirketlerinin portföy büyüklükleri
(<http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr> 2017f)

PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETLERİ	YÖNETİLEN PORTFÖY BÜYÜKLÜĞÜ (TL)
24 GAYRİMENKUL PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETİ A.Ş.	0
ACTUS PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	581.398.357
AK PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	22.107.282.937
ALBARAKA GAYRİMENKUL PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	1.151.716.656
ALKHAİR PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	9.352.385
ARZ GAYRİMENKUL PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	172.973.168
ATA PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	333.694.705
ATLAS PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	110.292.093
AZİMUT PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	3.061.255.058
BİZİM PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	11.915.142
BURGAN PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	0
DENİZ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	3.225.173.212
FİBA PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	471.077.796
FİNANS PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	1.414.672.666
FOKUS PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	56.277.849
GARANTİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	16.190.670.948
GEDİK PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	139.261.885
GLOBAL MD PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	162.411.172
HALK PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	6.174.845.579
HEDEF PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	35.285.811
HSBC PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	4.544.636.362
ING PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	2.772.561.377
İCBC TURKEY PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	59.019.436
İSTANBUL PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	1.957.686.378
İŞ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	29.200.383.906
KALENDER GAYRİMENKUL PORTFÖY YÖNETİM A.Ş.	0
KARE PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	259.633.999
KT PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	602.042.102
LOGOS PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	44.047.251
MAGNA CAPITAL PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	57.030.156
MARMARA CAPITAL PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	40.749.082
MEKSA PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	12.902.244
MÜKAFAT PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	2.900.511
OMURGA GAYRİMENKUL PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETİ	0
OSMANLI PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	311.467.103
OYAK PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	217.377.514
PERFORM PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	294.230.811
QINVEST PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	959.950.878
RE-PIE GAYRİMENKUL PORTFÖY YÖNETİM ŞİRKETİ A.Ş.	11.681.785

Çizelge 2.7 Portföy yönetim şirketlerinin portföy büyüklükleri (devam)

STRATEJİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	56.247.226
ŞEKER PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	106.350.872
TAALERİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	94.810.652
TACİRLER PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	406.338.721
TEB PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	4.194.948.255
TROYA PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	7.548.060
ÜNLÜ PORTFÖY YÖNETİM .A.Ş	222.860.544
VAKIF PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	7.590.985.700
YAPI KREDİ PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	18.735.708.285
ZİRAAT PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	11.497.886.434
TOPLAM TL*	139.671.543.061
TOPLAM ABD DOLARI	39.583.829.690

* ABD Dolar Kuru: 3,5285 TL olarak alınmıştır.

“Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği” hükümleri boyunca yatırım fonu için herhangi bir süre belirtilmişse, belirtilmiş olan sürenin sonunda, fon süresiz ise kurucunun SPK’nın da görüşünü aldıktan altı ay sonrası için fesih ilan etmesi, kurucunun faaliyet konularının bitmesi, mali yükümlülüklerini yerine getiremeyecek durumda olması, iflas etmesi ya da Kurul tarafından fonun devamlılığının yatırımcıların aleyhine olmasının tespit edilmesi gibi durumlarda fon sona ermektedir. Fesih bildiriminden sonra yeni katılma payları ihraç edilememekte ve tasfiye bakiyesi de katılma payları sahiplerine katılma yüzdeleri oranında dağıtılması gerekmektedir. Anılan düzenlemelerin fonlara yatırım yapanların korunmasına yönelik olduğu ve bu tür düzenlemelerin özellikle yabancı yatırımcıların fonlara olan ilgisinin artırılmasına katkı yapacağı vurgulanmalıdır.

3. GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARININ KURULUŞU VE İŞLEVLERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Gayrimenkullerin menkulleştirilmesine imkan sağlayan GYF'ler dünyada birçok ülkede kabul gören bir uygulama olup, gelişmiş ülke ekonomilerinin ortak özelliği olan güçlü sermaye piyasaları Türkiye'de ise GYF'lerin, gayrimenkul sertifikaları ve diğer sermaye araçlarının gelişmesine bağlı olarak kendine yer bulması beklenmektedir. Bu durum ulusal ve uluslararası piyasada gayrimenkul yatırımlarına olan ilginin gelişmesine bağlı olarak artacağından, GYF'lerin özelliklerine ve uygulamalarına göz atmadan önce Türkiye'de gayrimenkul piyasasının gelişme trendlerine değinmek yararlı olacaktır.

Gayrimenkul ve inşaat sektörlerinin ülkenin gayrisafi yurtiçi hasılası içindeki payı yıllara göre % 10 ile % 12 arasında değişmekte, sektör toplam 4 milyona yakın kişiye istihdam sağlamakta, sabit sermaye yatırımları içinde en yüksek payı almaktadır. Bununla birlikte gayrimenkul ve inşaat sektörlerinde kayıt dışılığın çok yaygın bir sorun olduğu, gayrimenkul ve inşaat iş kollarının NACE sınıflama sisteminde bir bütün olarak yer almaması nedeni ile bu iki sektörün gerçek büyüklüğünün ölçülmesinin yapılmadığı ve sonuç olarak inşaat ve gayrimenkul sektörlerinin gerçek ekonomik büyüklüğünün ilan edilen göstergelerden daha yüksek olması gerektiği vurgulanmalıdır (Tanrıvermiş 2016).

Farklı ülkelerin yatırım gereksinimi, iç pazar büyüklüğü ve makro göstergeleri değiştiği için bir ülkeden başka ülkeye kaynak akışı olmaktadır. Dünyada yapılmış olan uluslararası doğrudan yatırımların hacminin gün geçtikçe artış gösterdiği ve 2016 yılı itibariyle en fazla uluslararası doğrudan yatırımın (UDY) yapıldığı ülke Amerika Birleşik Devletleri (ABD) olduğu saptanmıştır. ABD'nden sonra en fazla UDY çeken ülke İngiltere olup, sıralamada Türkiye en son sırada gelmektedir. Türkiye'ye yapılan UDY miktarı 2016 yılında 2015 yılına göre düşmüş olup, Türkiye'ye gelen UDY'lerin dünya toplamı içerisindeki payı oldukça düşüktür. Dünya Yatırım Raporu (2017)'na göre Türkiye'ye gelen uluslararası doğrudan yatırımlar 2015 yılında 17,55 milyar ABD Doları ve 2016 yılında 12,31 milyar ABD Doları seviyesinde gerçekleşmiştir.

Türkiye'nin dünya genelinde uluslararası yatırımlardan aldığı pay geçmiş yıllarda % 1 seviyesinde iken, bu oran % 0,68 seviyesine gerilemiştir (Çizelge 3.1).

Çizelge 3.1 Dünyada en fazla uluslararası doğrudan yatırım çeken 10 ülke ve Türkiye (Milyar ABD Doları) (<http://www.borsaistanbul.com> 2017a)

Ülkeler	Yıllar			
	2013	2014	2015	2016
ABD	201,39	171,60	348,40	391,10
Çin Halk Cum.	123,91	128,50	135,61	133,70
Hong Kong	74,29	113,04	174,35	108,13
Kanada	69,39	59,06	41,51	33,72
Singapur	64,69	73,99	70,58	61,60
Avustralya	56,30	40,33	19,48	48,19
Rusya Fed.	53,40	29,15	11,86	37,67
Brezilya	53,06	73,09	64,27	58,68
Hollanda	51,10	53,31	68,75	91,96
İngiltere	51,68	44,82	33,00	253,83
Türkiye	12,90	12,83	17,55	12,31
Dünya Toplamı	1.443,23	1.323,86	1.774,00	1.746,42

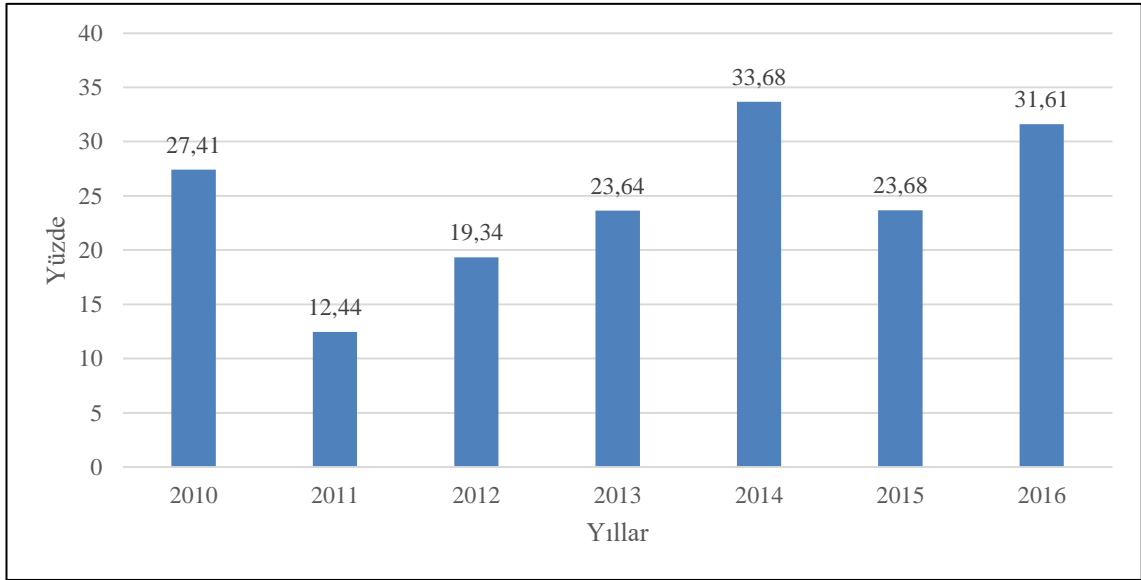
Türkiye'ye UDY girişleri yıllara göre dalgalanmanın olduğu görülmektedir. 2010-2016 dönemi verileri incelendiği zamanda en yüksek UDY'nin 2015 yılında gerçekleştiği dikkati çekmektedir. 2016 yılında yatırımlar yaklaşık 5 milyar ABD Doları'na düşerek 12.31 milyar ABD Doları olarak gerçekleşmiştir. Gayrimenkul alımlarının ise genel olarak yıllara göre artış gösterdiği, ancak 2016 yılında bir önceki yıla göre düşüş yaşandığı görülmektedir. 2016 yılında gerçekleşen gayrimenkul alımları 3,89 milyar ABD Doları olmuştur (Çizelge 3.2).

Çizelge 3.2 2010-2016 döneminde UDY girişleri (Milyon ABD Dolar) (Anonim 2016a)

Uluslararası Doğrudan Yatırım Girişi (Net Yükümlülük Oluşumu)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
		9.099,00	16.182,00	13.628,00	12.896,00	12.828,00	17.550,00
Uluslararası Doğrudan Sermaye	6.221,00	14.145,00	10.128,00	9.322,00	8.370,00	11.710,00	6.278,00
Sermaye	6.256,00	16.136,00	10.761,00	9.890,00	8.631,00	12.074,00	6.899,00
Tasfiye	35,00	1.991,00	633,00	568,00	261,00	364,00	621,00
Diğer Sermaye (Net)*	384,00	24,00	864,00	525,00	137,00	1.684,00	2.139,00
Gayrimenkul (Net)	2.494,00	2.013,00	2.636,00	3.049,00	4.321,00	4.156,00	3.890,00

(*) Uluslararası Sermayeli Firmaların Yabancı Ortaklarından Aldıkları Kredi

Türkiye’de gayrimenkul alımlarının UDY arasındaki oranları incelendiğinde 2011 ve 2014 yılları arasında hızlı bir artış gerçekleştiği, 2015 yılında yaşanan düşüşe rağmen 2016 yılında oranın tekrar artma eğiliminde olduğu görülmektedir. 2016 yılı verilerine göre gayrimenkul alımlarının uluslararası doğrudan yatırımlara oranının % 31,61 olarak gerçekleştiği (Şekil 3.1), gayrimenkul ve iş faaliyetlerinin UDY çekme açısından yaşamsal öneme sahip olduğu ve GYF’lerin kurumsallaşma ve rasyonel bilgilendirme yapılması ile UDY girişinde önemli ölçüde artışın olmasının beklendiği vurgulanmalıdır.



Şekil 3.1 Türkiye’de yıllara göre gayrimenkul alımlarının UDY’ye oranları

Türkiye’ye doğrudan yatırım yapan ülkeler sıralamasında 2016 yılında ilk sırada 955,00 milyon ABD Doları ile Hollanda’nın yer aldığı, Hollanda’yı İngiltere ve Azerbaycan’ın izlediği görülmektedir. Hollanda, Türkiye’ye yapılan toplam dünya yatırımlarının % 13,84’ünü gerçekleştirmektedir. Türkiye’ye yapılan UDY içinde ilk 20 ülke yatırımının toplam UDY içindeki payının % 90,22 olduğu saptanmıştır (Çizelge 3.3). Sıralamalı analiz sonuçlarına göre UDY girişi bakımından Körfez Ülkelerinin Avrupa Ülkelerine oranla payının çok düşük olduğu, Türkiye’nin konum, iç pazarın büyüklüğü, ekonomik performansı ve diğer özellikleri yönünden ticaret dengesi pozitif olan ülkeler, Körfez Ülkeleri ve Asya-Pasifik Bölgesi ülkelerinden önemli ölçüde UDY çekme potansiyelinin olduğu ve günümüz koşullarında bu potansiyelden yeterince

yararlanılmadığı dikkati çekmektedir. Belirtilen ülkelerden yatırımcı taleplerinin artırılması açısından başta GYF olmak üzere İslami kurallara dayalı gayrimenkul araçlarının geliştirilmesi gerekecektir.

Çizelge 3.3 Türkiye'ye yapılan yabancı ülke yatırımları (Anonim 2016a)

	ÜLKELER	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Yüzde
1	Hollanda	486,00	1.424,00	1.381,00	918,00	2.022,00	1.184,00	955,00	13,84
2	ABD	323,00	1.401,00	439,00	326,00	334,00	1.619,00	390,00	5,65
3	Avusturya	1.584,00	2.419,00	1.519,00	667,00	31,00	80,00	361,00	5,23
4	İngiltere	245,00	906,00	2.044,00	300,00	1.051,00	585,00	950,00	13,77
5	Lüksemburg	311,00	562,00	1.186,00	278,00	565,00	1.252,00	309,00	4,48
6	Almanya	597,00	664,00	491,00	1.970,00	606,00	355,00	437,00	6,33
7	İspanya	205,00	2.251,00	193,00	506,00	74,00	2.305,00	409,00	5,93
8	Belçika	48,00	1.495,00	39,00	60,00	38,00	767,00	23,00	0,33
9	Fransa	623,00	1.000,00	86,00	217,00	286,00	164,00	88,00	1,28
10	Yunanistan	436,00	111,00	58,00	68,00	52,00	48,00	36,00	0,52
11	Rusya	2,00	762,00	11,00	875,00	723,00	747,00	259,00	3,75
12	Azerbaycan	12,00	1.266,00	338,00	803,00	884,00	839,00	652,00	9,45
13	Birleşik Arap Emirlikleri	104,00	89,00	52,00	176,00	115,00	80,00	36,00	0,52
14	İtalya	25,00	111,00	154,00	148,00	488,00	180,00	80,00	1,16
15	İsviçre	123,00	233,00	454,00	204,00	149,00	175,00	350,00	5,07
16	Japonya	347,00	231,00	106,00	439,00	257,00	314,00	329,00	4,77
17	Katar	52,00	50,00	46,00	469,00	8,00	350,00	375,00	5,44
18	Suudi Arabistan	39,00	9,00	439,00	39,00	10,00	17,00	11,00	0,16
19	Kuveyt	193,00	43,00	271,00	185,00	197,00	7,00	22,00	0,32
20	Lübnan	29,00	45,00	315,00	573,00	35,00	0,00	152,00	2,20
İlk 20 Ülke Toplamı		5.784,00	15.072,00	9.622,00	9.221,00	7.925,00	11.068,00	6.224,00	90,22
Diğer		472,00	1.064,00	1.139,00	669,00	706,00	1.006,00	675,00	9,78
TOPLAM DÜNYA		6.256,00	16.136,00	10.761,00	9.890,00	8.631,00	12.074,00	6.899,00	100,00

Türkiye'de 2016 yılında yapılmış olan doğrudan yatırımların en çok hizmet sektörüne yapılmış olduğu görülmektedir. Hizmet sektörüne yapılan yatırımların toplam yatırımlar içindeki oranı % 61,89 olarak gerçekleşmiştir. UDY içinde hizmetler sektörünü % 24,82 oranla imalat sektörü izlemektedir. Hizmetler sektörü içinde yer alan gayrimenkul ve inşaat sektörüne yapılan yatırımların doğrudan sermaye yatırımları içindeki payı ise %

8,47 ve UDY girişine oranı % 4,75 olarak gerçekleşmiştir. Buna göre direkt gayrimenkul alımları şeklinde gerçekleşen % 31,61'lik oran ile birlikte gayrimenkul ve ilgili iş alanlarına yapılan yatırımlar toplam UDY girişleri içinde % 36,36 gibi oldukça yüksek bir oranı sahip olduğu dikkati çekmektedir (Çizelge 3.4).

Çizelge 3.4 2016 yılı doğrudan yatırımların sektörel dağılımı (Anonim 2016a)

SEKTÖRLER	2016 (Milyon ABD Doları)	2016 Oran (%)
TARIM	26,00	0,38
MADENCİLİK	149,00	2,16
İMALAT	1.712,00	24,82
GIDA-İÇECEK TÛTÛN	586,00	8,49
KİMYA	288,00	4,17
RAFİNE EDİLMİŞ PETROL ÜRÜNLERİ	0,00	0,00
BİLGİSAYAR-ELEKTRONİK VE OPTİK ÜRÜNLER	223,00	3,23
ANA METAL SANAYİ	167,00	2,42
TEKSTİL-GİYİM-DERİ	47,00	0,68
METALİK OLMAYAN ÜRÜNLER	96,00	1,39
KAUÇUK-PLASTİK	98,00	1,42
ULAŞIM ARAÇLARI	62,00	0,90
KAĞIT	72,00	1,04
MAKİNA-TEÇHİZAT	23,00	0,33
MOBİLYA	47,00	0,68
AĞAÇ VE AĞAÇ ÜRÜNLERİ	3,00	0,04
ENERJİ	740,00	10,73
HİZMETLER	4.270,00	61,89
FİNANS VE SİGORTA	1.713,00	24,83
TELEKOMÜNİKASYON	91,00	1,32
TOPTAN-PERAKENDETİCARET	602,00	8,73
ULAŞTIRMA-DEPOLAMA	614,00	8,90
İNŞAAT	307,00	4,45
GAYRİMENKUL	277,00	4,02
SAĞLIK	273,00	3,96
TURİZM	235,00	3,41
DİĞER HİZMETLER	158,00	2,29
SU TEMİNİ ve ATIK YÖNETİMİ	2,00	0,03
TOPLAM	6.899,00	100,00

2016 yılında yabancılara yapılan toplam konut satışı 18.391 adet olup, uyruklarına göre en çok konut satışı Irak uyruklulara yapılmıştır. Irak'ı sırasıyla Suudi Arabistan, Kuveyt ve Rusya Federasyonu gibi ülkeler izlemektedir. Yabancılara yapılan konut satışlarına ilişkin 2016 yılı verilerine göre ülkemizde en çok konut satın alanların Körfez Ülkeleri vatandaşları ile Rusya vatandaşları olduğu (Çizelge 3.5) ve her iki ülkenin vatandaşlarının konut tercihlerinin de büyük ölçüde farklılık gösterdiği bilinmektedir.

Çizelge 3.5 Yabancılara 2016 yılında uyruklarına göre konut satışları (TÜİK)

Ülkeler	Toplam Konut Satışı (2016 Yılı)
Toplam	18.391,00
Irak	3.036,00
Suudi Arabistan	1.886,00
Kuweyt	1.744,00
Rusya Federasyonu	1.224,00
Afganistan	1.205,00
İngiltere	827,00
Almanya	714,00
İran	664,00
Azerbaycan	610,00
Ukrayna	484,00
İsveç	417,00
Kazakistan	380,00
Mısır	348,00
Ürdün	345,00
Norveç	296,00
Çin Halk Cumhuriyeti	281,00
Katar	256,00
Hollanda	217,00
Belçika	198,00
Birleşik Arap Emirlikleri	192,00
Diğer ülkeler	3.067,00

Türkiye’de konut, arazi, ticari taşınmazlar ve diğer taşınmaz türlerine göre gayrimenkul değeri ve kira gibi endekslerin ülke genelinde ve illere göre tespiti ve ilanı oldukça yavaş gelişme gösteren bir alan niteliğine sahiptir. Gayrimenkullerin türlerine göre kira paraları ve değerlerine ilişkin sağlıklı verilerin kayıt altına alınamadığı ve bu yüzden de sağlıklı endeks geliştirme çalışmalarının uzun zaman boyunca gerçekleştirilemediği bilinmektedir (Hatipoğlu ve Tanrıvermiş 2015, Tanrıvermiş 2017). Bu alandaki mali göstergelerin yetersizliği ve güven derecesinin zayıflığı birlikte ele alındığı zaman yabancı yatırımcıların yatırım fonlarına ilgi göstermesi ve özellikle yabancıların GYF kurmaları ve kapsamlı analizlere dayalı gayrimenkul seçme olanaklarının oldukça zayıf olması kaçınılmaz olacaktır. Gayrimenkul endeksleri alanındaki boşluğu gidermek üzere TC Merkez Bankası tarafından doğrudan bankalardan alınan kredi – teminat

amaçlı değerlendirme raporlarının verileri kullanılarak konut fiyat endeksine (KFE) geliştirilmiş olup, konut fiyat ve kira endeksleri ülke geneli ve NUTS bölgelerine göre Ocak 2010 döneminden günümüze kadar ilan edilmektedir. Türkiye’de KFE endeksine göre Mayıs 2017’de KFE bir önceki yılın Mayıs ayına göre % 12,58 oranında değişim göstermiştir. İnceleme sonuçlarına göre Türkiye’de konut fiyatları son 1 yıl içinde artış gösterdiği ve bu artışın enflasyon oranının üzerinde gerçekleşmiş (Çizelge 3.6) ve doğal olarak konut yatırımı yapanların kira yanında gayrimenkul değer artışından da avantaj sağladıkları ifade edilebilir.

Çizelge 3.6 Türkiye’de konut fiyat endeksi (TCMB)

Dönem	KFE	Bir Önceki Aya Göre Değişim (%)	Bir Önceki Yılın Aynı Ayına Göre Değişim (%)
Mayıs 2016	211,93	1,64	14,57
Haziran 2016	213,89	0,92	13,87
Temmuz 2016	217,41	1,65	13,98
Ağustos 2016	219,70	1,05	14,18
Eylül 2016	221,38	0,76	13,90
Ekim 2016	222,45	0,48	12,86
Kasım 2016	224,05	0,72	12,26
Aralık 2016	225,95	0,85	12,26
Ocak 2017	228,61	1,18	12,99
Şubat 2017	231,14	1,11	13,33
Mart 2017	233,80	1,15	13,37
Nisan 2017	235,90	0,90	13,13
Mayıs 2017	238,60	1,14	12,58

Makro verilerin birlikte analizi neticesinde Türkiye’de gayrimenkul ve inşaat sektörünün yıllara göre hızlı gelişme gösterdiği ve yabancı yatırımcıların da yatırımlarının arttığı görülmüştür. Doğrudan sermaye yatırımlarında en çok Hollanda ve İngiltere gibi ülkeler Türkiye’yi tercih etmekte iken, konut satışlarında ise Körfez Ülkeleri’nin yatırımları göze çarpmaktadır. Gayrimenkul yatırımlarının Türkiye’ye gelen net sermaye artışlarında önemli bir yere sahip olduğu dikkate alındığında, GYF’lere verilen önem sayesinde Türkiye’de yatırım yapmak isteyen ancak yatırım yapabilme konusunda yeterli tecrübeye sahip olmayan yatırımcıların belirli bir sermaye girişi ile kolaylıkla yatırım yapabilmelerine olanak sağlayacak ve bu yolla ülkemize yapılacak yabancı yatırımda artış sağlanması mümkün olacaktır.

3.1 Dünyada GYF'lerin Uygulamaları

Tarihteki ilk yatırım şirketi Hollanda Kralı Wilhelm tarafından 1822 yılında kurulmuş ve daha çok merkez bankası olarak görev yapmıştır. Merkez bankası konumundaki bu yatırım şirketi kamu yatırım finansmanında büyük rol oynamış, klasik manadaki bankacılık ikinci planda olmuştur. İlk GYF'ler 1938 yılında İsviçre ve 1959 yılında Almanya'da düzenlenmiştir (Anonim 2015c). GYF'ler; 1940'lı yılların sonuna doğru artan gayrimenkul sermayesi ile mortgage fonlamanın ihtiyari olması ihtiyacından doğmuştur. GYF'ler çeşitli sayıdaki fon çeşitleriyle diğer finansal araçlar içinde 21. yüzyılın başlarına damgasını vurmuşlardır (Sodin 2009). Hızla gelişen GYF'ler dünya ekonomisinin gelişmesi anlamında önemli bir yer tutmuştur. Dünya genelinde 2015 yılında 489,00 milyar Avro olan GYF'lerin varlık toplamı 2016 yılı verilerine göre 565,00 milyar Avro olduğu tespit edilmiştir (Çizelge 3.7).

2016 yılında dünyada yer alan GYF'lerin toplam varlık büyüklüklerinin büyük çoğunluğu Avrupa'da yer almakta ve bunu Asya ve Pasifik Ülkeleri izlemektedir. Avrupa'daki GYF'lerin toplam varlık büyüklüğü yaklaşık 505,00 milyar Avro olup, bu oran dünyadaki toplam GYF varlık portföy büyüklüğünün % 89,24'ünü temsil etmektedir (Çizelge 3.8).

Çizelge 3.7 Dünyada açık uçlu GYF'lerin varlık toplamı (Milyar Avro) (Anonymous 2017b)

Göstergeler	2015				2016			
	1. Çeyrek	2. Çeyrek	3. Çeyrek	4. Çeyrek	1. Çeyrek	2. Çeyrek	3. Çeyrek	4. Çeyrek
Toplam Yatırım Fonları	37.674,00	37.064,00	34.881,00	37.610,00	36.657,00	38.108,00	39.408,00	41.295,00
Uzun Dönemli	33.446,00	32.966,00	30.558,00	32.951,00	32.210,00	33.612,00	34.887,00	36.523,00
Sermaye	15.576,00	15.137,00	13.653,00	15.051,00	14.378,00	14.874,00	15.516,00	16.444,00
Tahvil	7.876,00	7.678,00	7.333,00	7.756,00	7.793,00	8.335,00	8.666,00	8.941,00
Dengeli	6.754,00	6.870,00	6.401,00	6.756,00	6.579,00	6.860,00	7.054,00	7.343,00
Garantili	89,00	77,00	70,00	68,00	64,00	63,00	61,00	63,00
Gayrimenkul	374,00	389,00	391,00	489,00	495,00	524,00	536,00	565,00
Diğer	2.751,00	2.789,00	2.650,00	2.830,00	2.901,00	2.956,00	3.054,00	3.166,00
Para Piyasası	4.228,00	4.098,00	4.323,00	4.659,00	4.447,00	4.496,00	4.521,00	4.772,00
Borsa	2.402,00	2.384,00	2.283,00	2.519,00	2.472,00	2.592,00	2.852,00	3.136,00
Kurumsal	2.472,00	2.449,00	2.786,00	2.919,00	2.982,00	3.191,00	3.322,00	3.366,00

Avrupa’da 2016 yılında yer alan GYF’lerin sayısı 1.616,00 adet olup, bu sayı dünyadaki GYF’lerin yaklaşık % 57’sini oluşturmaktadır. Avrupa’da yer alan GYF’lerin yine Avrupa’da yer alan toplam yatırım fonları arasındaki payı ise % 2,91 ve dünyada yer alan GYF’lerin toplam yatırım fonları arasındaki oranı ise % 2,34 olmuştur (Çizelge 3.9). Küresel düzeyde bölgelere göre GYF toplam varlıkları ile kişi başına düşen gelir veya refah düzeyi arasındaki ilişkinin analiz edilmesi ve buna göre küresel düzeyde kaynak akışı ve GYF’lerin çekim gücünü etkileyen faktörlerin tespitine gereksinim vardır.

GYF’lerin toplam yatırım fonları arasındaki oranının diğer yatırım fonlarından düşük olma nedenleri arasında; GYF’lerin ana faaliyet konusunu oluşturan gayrimenkullerin diğer sermaye piyasası araçlarının konularına göre daha az likit olması ilk sırada gelmektedir. Ayrıca GYF’ler borsa yatırım fonu gibi diğer yatırım fonlarına nazaran daha uzun vadeli bir yatırım aracı olduğu dikkate alındığı zamanda, kısa sürede getiri elde etmek isteyen yatırımcıların GYF’lerden daha çok diğer yatırım araçlarına yönlendirdiklerine tanık olunmaktadır. Genel olarak yatırımcıların gayrimenkul yatırım araçları konusundaki bilgi düzeyleri ve alternatif yatırım araçlarına göre avantaj ve/veya dezavantajlarının tanımlanmasına ilişkin bilgilendirilmelerinin yetersizliği ve daha doğrusu sayılan yönlerden bilgi çarpıklığının olması, gayrimenkul ve iş faaliyetlerine olan kaynak akışını olumsuz etkilemektedir.

Dünyadan seçilmiş ülkelerden GYF’lerin durum analizinin yapılması ve farklı ülkelerdeki gelişmelerden Türkiye’de GYF’lerin geliştirilmesi sürecinde yararlanma olanakları irdelenmiştir. Bu kapsamda Avrupa’da çok yaygın bir model olarak öne çıkan GYF’lerin özellikle Lüksemburg, Almanya, İrlanda, Fransa ve İngiltere’de başarıyla uygulandığı görülmektedir. Dünyada GYF’lerin gelişimi ve mevcut durumunu irdelenmek bakımından seçilmiş ülkelerde GYF modelleri incelenmiş olup, sonuçları özet olarak sunulmuştur.

Çizelge 3.8 Bölgelere göre yatırım fonlarının toplam varlıkları (Milyon Avro) (2016 Yılı) (Anonymous 2017b)

Bölge	Toplam	Sermaye	Bono	Dengeli	Para Piyasası	Korumalı	Gayrimenkul	Diğer	Borsa	Kurumsal
Dünya	41.294.736,00	16.443.922,00	8.940.500,00	7.342.998,00	4.771.739,00	63.420,00	565.473,00	3.165.707,00	3.136.348,00	3.366.346,00
ABD	22.641.222,00	10.589.461,00	5.059.014,00	4.082.082,00	2.741.950,00	1.115,00	17.627,00	149.974,00	2.396.010,00	379.774,00
Avrupa	13.721.616,00	3.768.408,00	3.271.276,00	2.826.218,00	1.265.840,00	61.775,00	504.630,00	2.023.470,00	490.616,00	2.385.661,00
Asya ve Pasifik Ülkeleri	4.768.560,00	2.047.981,00	606.317,00	346.761,00	743.482,00	530,00	37.685,00	984.826,00	249.722,00	600.911,00
Afrika	163.338,00	38.072,00	3.893,00	97.937,00	20.467,00		5.531,00	7.437,00		

Çizelge 3.9 Bölgelere göre GYF'lerin ve yatırım fonlarının sayısı (2016 Yılı) (Anonymous 2017b)

Bölge	Toplam	Sermaye	Bono	Dengeli	Para Piyasası	Korumalı	Gayrimenkul	Diğer	Borsa	Kurumsal
Dünya	121.511,00	36.532,00	20.318,00	33.244,00	2.706,00	1.407,00	2.843,00	17.919,00	3.259,00	18.053,00
ABD	33.654,00	10.620,00	6.998,00	12.862,00	1.064,00	34,00	256,00	1.818,00	1.732,00	2.782,00
Avrupa	55.505,00	11.981,00	8.855,00	14.523,00	931,00	1.358,00	1.616,00	9.771,00	849,00	10.442,00
Asya ve Pasifik Ülkeleri	30.386,00	13.498,00	4.405,00	4.597,00	661,00	15,00	893,00	6.247,00	678,00	4.829,00
Afrika	1.966,00	433,00	60,00	1.262,00	50,00		78,00	83,00		

•Avusturya: Avusturya’da açık uçlu ve kapalı uçlu yapılar bulunmakta olup, her iki yapıda da hukuki kişilik bulunmamaktadır. Kapalı uçlu yapılar uzun süreli yatırımların olduğu ve riskin daha az dağıldığı, bir ya da birkaç tane gayrimenkule yatırımın olduğu yapılar olduğu, kapalı uçlu fon yapılarının ise minimum yatırım seviyesi bulunmadığı görülmektedir. Açık uçlu fon yapısı ise minimum yatırım özellikleri taşımakta ve fonun dört sene içinde en az 10 adet gayrimenkul yatırımı yapması zorunlu görülmektedir. Açık uçlu fon yapısında kapalı uçlu fona göre riskin çeşitlendirildiği görülmekte, her iki fon yapısı da gelir vergisinin konusunu oluşturmamaktadır. Kapalı uçlu fon yapısında yatırımcıları sınırlı ortaklıklardan oluştururken, açık uçlu fon yapısının yatırımcılarını her çeşit yatırımcı oluşturabilmektedir (Anonymous 2012).

•Fransa: OPCI-FPI (Organisme de Placement Collectif en Immobilier) ile OPCI-SPPICAV (Societe de Placement a Preponderance Immobiliere a Capital Vairable) gibi iki ayrı yapı mevcut olmakla birlikte, her iki yapının da asgari portföy yükümlülüğü bulunmadığı dikkati çekmektedir. Her iki fon yapısında da fonların en az % 60’nın gayrimenkullerden oluşması zorunlu olup, fon kurulduktan üç yıl sonra minimum sermaye gerekliliğinin sağlanmış olması gerekmektedir. Minimum sermaye gerekliliği her bir FPI’nın yapısına göre değişmekle beraber her bir nitelikli yatırımcı için 500.000,00 Avro’yu bulabilmekte, OPCI SPPICAV ayrı bir tüzel kişiliğe sahip olup, her iki fon da vergiden muaftır (Anonymous 2012).

•Almanya: Avrupa’daki sermaye yapısı bakımından en güçlü GYF’ler Almanya’da kurulmuş olup özellikle “4. Finansal Piyasaları Destekleme Anlaşması” ndan sonra Almanya’da yer alan GYF’lerin uluslararası alanda da yatırım yapabilecek tarzda kurulabilecek olması fonların öneminin artmasına neden olmuştur. Bu anlaşma kapsamında açık uçlu GYF’ler için riskin çeşitlendirilmesi, düşük yatırım hacmi ve payların günlük alım-satımının yapılabilmesi gibi özellikler GYF’lere kazandırılmıştır. Bu yatırım aracının Almanya’da çok yaygın olmasına ve getirilerinin sürekli yükselmesine rağmen GYO’lar kadar tanınmama nedenleri arasında sadece yerel piyasada işlem görmesi yatmaktadır. Anlaşmayla beraber bu enstrümanın uluslararası alanda da kendine yer bulmasıyla GYF’lerin sayısı ve portföy büyüklüğünün daha da büyüyeceği düşünülmektedir. Fon kapsamında yer alan en önemli kuruluş “Sermaye

Yatırım Şirketi (Capital Investment Company)” olup, bu şirketin gayrimenkulleri “Alman Yatırım Kanunu” kapsamında tanımlanmıştır. Bir banka kurumu olan Sermaye Yatırım Şirketinin asıl amacı yatırımcılar tarafından ortaya konan sermaye yatırımı yatırımcılar adına yapabilmek ve katılma paylarının yatırımcılara verilmesini sağlamaktır. Yeni bir fon kurulabilmenin ilk adımı yatırım kanununda belirlenen fon çeşitlerinden hangisinin kurulacağına karar vermek, ikinci aşamada yatırımcının haklarını ve fonda yer alan tarafların özelliklerini gösterir iç tüzük hazırlamak ve üçüncü ve son adımda ise fonların gelir ve giderleri ile mali durumunu izlemektedir. Özet olarak Alman GYF’lerin temel özellikleri arasında; fonların tüzel kişiliklerinin bulunmaması, fonların riskin dağıtılması ilkesine göre hareket etmesi, fon paylarının ikincil piyasada işlem görmemesi ve genel olarak fonun hacmine göre yatırım kuruluşunun yıllık yönetim ücretinin olması gibi özellikler sıralanabilmektedir (Focke 2006).

Almanya’da en yaygın olarak açık uçlu yatırım fonu kullanılmaktadır. GYF’ler daha çok küçük bireysel yatırımcıları teşvik etmek için düzenlenmiş olmasına rağmen kurumsal yatırımcılar da fona yatırım yapmaktadır. Almanya’da açık uçlu fonlar ilk kez 1959 yılında kurulmuş olup fonların sayısı zamanla artmıştır. Özellikle Avrupa Para Birliği oluşumundan sonra fon sayısında ciddi artış meydana gelmiştir. GYF’de bulunması gereken özelliklerin başında varlıkların en az % 5 ve en fazla % 49’unun likit olması gelmekte, fonda yer alan varlıkların en az % 51’inin gayrimenkullerden oluşma zorunluluğu bulunmaktadır. Tek başına bir gayrimenkulün değeri toplam portföy değerinin % 15’inden daha fazla olmayacağı ve fonun kaynakları varlıkların değerinin % 30’unu geçemeyeceği kuralı Alman GYF’lerin temel ilkeleri arasında yer almaktadır (Himbert 2014).

Açık uçlu GYF’ler kendi aralarında özel yatırımcılar için kamu fonları, kurumsal yatırımcılar için kamu fonları ve özel fonlar olmak üzere ayrılmaktadırlar (Piazolo 2013). Almanya’da açık uçlu GYF’lerin kapalı uçlu GYF’ler ve GYO’lara göre daha çok tercih edilme sebeplerinin başında GYO’ların borsada işlem görmeleri ve piyasada meydana gelen iniş-çıkışlardan etkilenmesi sayılmaktadır. Kapalı uçlu GYF’lerde yatırılması gereken asgari tutarın fazla oluşu, ikincil piyasada işlem görmeleri, ve

portföy çeşitlendirmesinin olmaması gibi sebepler açık uçlu GYF'lerin daha tercih edilebilir olmasının nedenlerindedir. Ayrıca açık uçlu GYF'lerin geçmiş dönem istatistiklerinde her zaman getirisi yüksek seviyelerde olması da bu fon türüne olan talebin artmasına neden olmuştur (Özgüç 2008).

- İrlanda: İrlanda'da Transfer Edilebilir Menkul Kıymetlere Yatırım Yapan Kolektif Yatırım Kuruluşu (Undertakings for The Collective Investment of Transferable Securities-UCITS) ve UCITS niteliğine haiz olmayan yapılar GYF kurabilmektedir. UCITS Avrupa Birliği tarafından 1985 yılında yayınlanan bir direktifle yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları gibi kolektif yatırım amacı ile kurulan yapıların tanımlandığı ve bunlara yönelik esasların düzenlendiği kurallardır. Direktifin öngördüğü koşulları taşıyan fonlar UCITS niteliğine haiz olarak adlandırılmakta, UCITS terimi, bu direktifin gerekliliklerine uyan kolektif yatırım kuruluşları için kullanılmaktadır. UCITS kurallarının genel amacı yatırımcıların Avrupa'da kolaylıkla yatırım yapabilmesi, Avrupa genelinde yatırım fonları için yasal bir çerçeve oluşturulması ve konulan kurallar neticesinde yatırımcıların korunmasının sağlanmasıdır. 1985 yılında kabul edilen UCITS direktifleri sonrası UCIT III, UCITS IV ve UCITS V direktifleriyle yeni kurallar teknolojik değişimlere uydurulmuştur. UCITS niteliğine haiz olmayan fonlar da büyüklüklerine ve yatırım konularına göre ayrılmaktadır. Hukuki yapı olarak da GYF'lerin farklı yapılarla kurulabilmesine izin verilmektedir (Şahan ve Kepkep 2015).

- İtalya: İtalya'da hakim olan GYF yapısı kapalı uçlu GYF'lerdir. Payların sayısı yasa tarafından belirlenmekte, birinci aşama olan başlangıç aşamasında portföy yönetimi için yatırımcılardan para toplanmaktadır. Parlamento tarafından kabul edilen 2001 tarih ve 351 ile 2003 tarih ve 47 numaralı yasalar çerçevesinde likiditeyi artırmak için ön ödemelerin miktarı ve payların durumu belirlenmektedir. Tasarruf sahiplerinden toplanan yatırımların ardından fona uygun gayrimenkuller saptanmaktadır. Gayrimenkullerin seçimi fon yöneticisi tarafından yapılmakta ve fonu elde tutma süresi yatırımların niteliğine göre değişmekle birlikte yasaya göre fonu elde tutma süresi 10 yıl ile 30 yıl arasında değişim göstermektedir. GYF'ler yatırımı yapan yatırımcıların niteliğine, yatırım yapılan gayrimenkul çeşidi ve kar payı dağıtım şekline göre sınıflandırmalara ayrılmaktadır. Payların borsada işlem görmemesi halinde pay fiyatları

günlük olarak hesaplanmamakta her altı ayda bir bağımsız denetçiler tarafından değerlendirilmektedir. Net varlık değeri gayrimenkullerin ve diğer varlık değerlerin toplanması ve kaynakların bu değerden çıkarılması şeklinde olmaktadır. Fonun kendi değeri üzerinden % 1 ve fon üzerinden sağlanan kazançlarda % 12,50 oranlarında vergi alınmakta, aynı zamanda fonlar veraset ve intikal vergisi ile emlak vergisinin de konusunu oluşturmaktadır. Fonların yurtdışında varlık göstermeleri halinde bulunduğu ülkenin vergi sistemine göre vergi verilmekte ve fon, bünyesinde bulunan gayrimenkullerin değerinin % 60'ına kadar borçlanabilmektedir (Galoppo ve Mundula 2015).

- Lüksemburg: Lüksemburg gayrimenkul yatırımları için pek çok seçenek sunan ülkelerin başında gelmektedir. Gayrimenkul yatırım araçlarını organize ve organize olmayan yatırım araçları olarak ayırmak mümkündür. Organize yatırım araçlarında SIF (specialized investment fund) ve SICAR (the investment company in risk capital) adı altında iki yapı mevcut olup, özelleştirilmiş yatırım fonları (SIF) en popüler yatırım aracı olarak görülmektedir. Lüksemburg Finansal Sektör Denetleme Kurulu (CSSF) tarafından fon onaylanmakta, fon yatırımcıları profesyonel ya da kurumsal yatırımcılar ve diğer nitelikli yatırımcılardan oluşmaktadır. Fon yatırım yapacağı gayrimenkul türünü seçmekte esnek olabilmekle birlikte riskin dağıtılması adına varlıklarının % 30'undan daha fazlası aynı gayrimenkul türünden oluşmamalıdır. Özelleştirilmiş yatırım fonları sabit ya da değişken sermayeli bir yatırım şirketi şeklinde olabileceği gibi sözleşmeden doğan yaygın fon şeklinde de olabilmekte ve fonlar şemsiye fon şekline de dönüşebilmektedir. Fonların net varlık değerinin % 1'i oranında yıllık üyelik vergisi kesilmekte olup, fonlar kurumlar ya da servet vergisinin konusunu oluşturmamaktadır (Anonymous 2015).

- Amerika Birleşik Devletleri: Amerikan GYF'lerine yerli ve yabancı gerçek ya da tüzel kişiler yatırım yapabilmektedirler. Hatta başka devletler de fonların yatırımcısı olabilmektedir. Vergiden muaf kuruluşlar, emeklilik fonları, eğitim kurumları ve diğer büyük yardım kurumları da Amerikan GYF'lerine yatırım yapabilen diğer kuruluşlardır. Fonun yatırım yaptığı gayrimenkul türlerine göre yatırımcıların profilleri de değişebilmektedir. Örneğin, otel gibi ticari mülklerin işletilmesini içeren yatırımlarda

yabancı yatırımcıların kolaylıkla yatırım yapmalarını sağlayabilecek vergi muafiyetleri bulunmaktadır (Anonymous 2012).

3.2 GYF'lerin Sınıflandırılması

GYF'ler de varlık sınıfına veya stratejiye göre sınıflandırılabilirler. Varlık sınıfları ofis, ticari, sağlık, endüstriyel, tarımsal, hastane gibi çeşitleri kapsamaktadır. Yatırım stratejilerini de kendi içinde sınıflamak mümkündür. Yatırım alanlarına göre GYF'ler; özkaynağa dayalı fonlar, ipoteye dayalı fonlar ve karma fonlar olarak ayrılmaktadır. Bunlar kısaca aşağıda açıklanmıştır:

- Özkaynağa dayalı fonlar: Bu tür GYF çeşidinde fonlar gayrimenkullerin mülkiyetine sahip olup gayrimenkullerden alım-satım ya da kira geliri elde etmektedirler. Alım-satım bedelleri ya da kira gelirleri enflasyona göre ayarlanacağından bu fon çeşidi enflasyona karşı korunaklıdır.
- İpoteğe dayalı fonlar: Bu fon çeşidinde GYF sahip olduğu ipotekler karşılığında anapara ve faiz geliri elde etmektedirler. Katılma sözleşmeleri ile birlikte bir gayrimenkulün mülkiyetine ortak olmayı seçebilir ve satın aldığı gayrimenkulün satışını gerçekleştirebilir ve kazanç elde edebilmektedir. Ayrıca inşaat ve yenileme projelerinde kredi verebilmektedirler.
- Karma fonlar: Hem özkaynak hem de ipotek fonlarını bünyesinde barındırıp ikisine de yönelik faaliyetlerin yapılabildiği fon türüdür (Süngü 1989).

Pay sayısının değişebilirliğine göre GYF'ler açık uçlu (open-end) ve kapalı uçlu (closed end) olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Bunlar kısaca aşağıda açıklanmıştır:

- Açık Uçlu GYF'ler: Açık uçlu GYF'ler ikincil piyasalarda hisse senedi gibi işlem görmezken, yatırımcılar fondan pay satın alabilmekte, hisse alımları her gün gerçekleştirilebilmekte, ancak hisse itfası için özel kurallar ve zaman sınırları nedeniyle

bu her zaman mümkün olmayabilmektedir. Herhangi bir süre kısıtlaması olmayan GYF'lerin fiyatı, aşağıdaki gibi tanımlanan net varlık değerine eşit olacaktır:

Net Varlık Değeri = (Toplam Aktiflerin Değeri – Yabancı Kaynaklar) / Toplam Hisse Sayısı

Açık uçlu GYF'lerde yatırım genelde ticari gayrimenkullere yapılmaktadır. Açık uçlu fonlarda uzun dönemli yatırım yapılacağından, işlem maliyetleri genel olarak daha yüksek olmaktadır. Her ülkede bu tarz fonların başarılı olma süreçleri değişmektedir. Örneğin, Hollanda gibi ülkelerde yatırımın uzun dönemli olması beraberinde başarısızlığı getirmiş olsa da Almanya'da diğer ülkelerin aksine en popüler gayrimenkul yatırım tiplerinden sayılmaktadır (Himbert 2014).

Açık uçlu GYF'ler dolaylı gayrimenkul yatırım araçlarıdır. Açık uçlu olarak nitelendirilmesinin temel nedeni, fonun yatırım yapabileceği gayrimenkul sayısında, yatırım yapacak olan yatırımcı sayısında ve yatırım süresi konusunda herhangi bir sınırlama olmamasından kaynaklanmaktadır (Sodin 2009). Girişim sermayesi fonları ya da kapalı uçlu fonlara göre talep olması durumunda, pay sayısı değişebilmektedir. Yatırımcılar net varlık değeri üzerinden fondan pay satın alabilmekte veya satabilmektedirler. Bu değer fonların satın alındığı başlangıç fiyatının üzerinde ya da altında olabilmektedir. Kapalı uçlu yatırım fonlarına nazaran daha yüksek likidite içermekte ve pay fiyatları, işlem zamanındaki gayrimenkul değerlendirme ve likit varlıklara göre günlük işlem görmektedir. Gayrimenkul değerlendirme işlemleri her bir gayrimenkul için ayrı ayrı yılda bir kere yaptırılmakta olup, payların elden çıktığı zamanda oluşan değer, yavaşça piyasa fiyatına yaklaşmaktadır (Bannier vd. 2007).

1950'li yıllardan beri gelişme gösteren açık uçlu GYF'lere yaygın olarak Almanya'da rastlanmaktadır. Bu tip fonların en önemli yararı yatırımcıların dünya gayrimenkul piyasalarında çoklu yatırım yapabilmeleri adına harcanılan zaman ve nakit yönlerinden yatırımcılara fırsat sunmasıdır. Fonlar yediemin tarafından yönetilmekte ve devlet denetimi altında bulunmaktadır (Sodin 2009).

- Girişim Sermayesi Fonları (Kapalı Uçlu Fonlar): Girişim sermayesi fonlar veya bilinen diğer adıyla kapalı uçlu fonlar kurumsal yatırımcılar veya yüksek gelirli bireylerden sermaye çekmektedir. Yatırımcılar uzun dönem (10 yıl veya daha fazla) sermayelerini bağlamak zorunda ve önemli derecede nakitlerini kaybetme riski ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Fona yüksek miktarlarda nakitle yatırım yapabilme koşulu (genellikle 1.000.000 Avro) çok sayıdaki yatırımcı arasından küçük bir kısmının cazibesini çekmektedir. Fona girememe nedenleri olarak payların ikincil piyasalarda ticaretinin olmaması ve portföy çeşitlendirmesinde riske girilmemesi sayılabilmektedir (Focke 2006).

Kapalı uçlu yatırım fonu, dışarıdan yönetilen, belirli süreli, vergi avantajları olan ve müşterek yatırımları içeren fonlar olup, sermaye ve borç yatırımlarını içeren varlık sınıflarına yatırım yapmaktadır (Sodin 2009). Kapalı uçlu GYF'ler bireysel olarak yatırım yapamayan yatırımcılardan ziyade 1.000 ve üzerindeki yatırımcının bir araya gelerek yatırım yaptığı fonlardır. Bütün belirli süreli fonlar uzun vadeli yatırımlar olup fonların belirli bir süresi bulunmaktadır. Yatırımlar genel olarak gemi ve uçak gibi varlıklara yapılmaktadır (Himbert 2014).

Yatırım stratejileri bakımından GYF'ler yedi grup altında toplanmakta olup, bunlar aşağıda özet olarak açıklanmıştır (Anonim 2015c):

- Çekirdek Gayrimenkul Fonları: Bu fonlar düşük risk ve düşük gelir stratejisine göre hareket etmekte olup, öngörülebilir nakit akışına sahip olan fonlardır. Bu yüzden fonların yatırım yaptığı gayrimenkuller ile fon portföyünün çeşitlendirilmesi amaçlanır. Yüksek oranda getirileri kiralama gelirleri üzerinden sağlanmaktadır (Anonymous 2014). Büyük çoğunlukla bu yatırım aracı İngiltere ve Almanya'da kullanılmaktadır (Suarez ve Vassallo 2005).

- Çekirdek Artı Gayrimenkul Fonları: Bu fon yapısı orta dereceli risk ve buna bağlı olarak da orta dereceli gelir stratejisine göre hareket etmeye dayanmaktadır. Çekirdek

gayrimenkul fonu gibi garanti kazanç sağlanacak taşınmazlara yatırım yapılabileceği gibi, belirli seviyede iyileştirmeye ihtiyaç duyan taşınmazlara da yatırım yapılabilmektedir. Bu fon türünün çekirdek GYF'lerden farkı çekirdek artı GYF'lerin yatırım stratejisinin daha çok sermaye büyümesine odaklanmasıdır (Suarez ve Vassallo 2005).

- **Katma Değer Fonları:** Orta derecede risk alıp orta seviyede gelir sağlayacak çekirdek artı gayrimenkul fonlarından farklı olarak daha riskli, belirli bir katma değer yaratılarak gelir yaratacak olan gayrimenkullere yatırım yapılması suretiyle oluşturulan fonlardır. Taşınmazın bir şekilde geliştirip ve doğru zamanda satılarak gelir elde edilmesi sağlanmaktadır. Fiziki iyileştirme gerektiren, yönetsel ya da operasyonel sorunları olan veya sermaye sıkıntısı çeken taşınmazlar katma değer fonlarının yapısında bulunmaktadır (Anonim 2015c).

- **Fırsatçı Gayrimenkul Fonları:** Yüksek risk ve yüksek gelir stratejisine göre hareket eden fon yapısıdır. Fonun yapısında yer alan gayrimenkuller ciddi renovasyona ihtiyaç duymaktadırlar. Bu fon yapısında geliştirmeye açık yatırımlar, ham araziler, ipotekli borç senetleri, yeniden kullanıma hazır hale getirilebilir yapılar, birleşme ve satın almalar bulunmaktadır. Fırsatçı GYF'ler % 60'ı aşan yüksek kaldıraç oranına sahip gayrimenkule yatırım yapmaktadır. Yatırım stratejileri bakımından sermaye büyümesi ile performansı arasında eşit mesafede yer almakta ve getiri oranı % 17 ila % 25 arasında değişmektedir. Bu tür GYF'lerin sayısı az olup, ABD'de uygulamalarına rastlanmakta ve iyi bir fırsat yakalandığı zaman fona yatırım yapılması stratejisini içermektedir (Suarez ve Vassallo 2005).

- **Ruhsatlı GYF'ler:** İngiltere'ye özgü bir fon yapısı olup, İngiltere'de GYO'larda görülen bazı yükümlülükleri esnetmek için GYO'lara yatırım yapamayan yatırımcılara yatırım şansı tanımak amacıyla düzenlenmiştir. Fon, açık uçlu bir yatırım şirketine ya da GYO'lara yatırım yapabilmektedir (Anonim 2015c).

• Gayrimenkul Borçlanma Fonları: Yüksek risk ve yüksek gelir stratejisi ile çalışan fonlar olup, bu fonla gayrimenkul yatırımlarını finanse eden kredilere doğrudan ya da dolaylı olarak yatırım yapılabilir. Bu yatırımlar bir gayrimenkulü finanse eden banka kredisine de yapılabilir gibi, doğrudan kredilendirme şeklinde de yapılabilir. Fon yapısında öncelikli borçlar, ikinci derece ödeme öncelikli borçlar, krediler, ara krediler ve karma borç enstrümanları gibi çeşitlendirilmiş borçlanma araçları mevcuttur (Anonim 2015c).

• Altyapı Fonları: Gayrimenkule dayalı altyapı çalışmalarına yatırım yapan fonlar olarak bilinir. Inrev'in (European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles) 2016 yılında yayımlanmış olduğu "Fon Terminolojisi Çalışması"nda süresi bitecek olan fonların hangi tür fon çeşidine ait oldukları ve yüzdeleri verilmiştir. Anılan çalışmaya göre 2016 yılında katma değerli fonların yüzdesi % 41,40, fırsatçı fonların yüzdesi % 31,00 ve çekirdek fonların yüzdesi ise % 27,60 olarak, 2017 yılında ise eğilim genellikle çekirdek fonlarından yana olup oranı % 41,40 olarak gerçekleşmiş iken, fırsatçı fonların payı ise % 31,00 olmuştur (Anonymous 2016).

• İslami GYF'ler: Bunlar ayrı bir GYF kategorisinde değerlendirilmese de portföyde yer alan varlıkların faizsiz çalışma prensibine dayandırılması bakımından ayrı bir başlık altında sınıflandırılabilir. GYF'lerde ana faaliyet konusu yatırımların gayrimenkullerden oluşması GYF'leri kolaylıkla İslami finans aracı haline getirmektedir. İslami GYF'lerin yatırım stratejileri değer artış kazancı, alım-satım karı ya da kira geliri elde etmek şeklinde tanımlanabilmekte ve İslami GYF'lerde portföydeki gayrimenkul haricindeki varlıkların faizsiz çalışma prensibinde çalışan varlıklar olması gerekmektedir. Buna göre katılma hesapları, gayrimenkul sertifikaları gibi faizsiz çalışma prensibine haiz araçlar fon portföyüne dahil edilebilmektedir (Tower ve Dean 2010).

3.3 GYF'lerde Risk Kavramı

GYF'lerin ana faaliyet konusunu gayrimenkuller oluşturması her ne kadar enflasyona karşı bir koruma sağlasa da gayrimenkullerin para ve benzeri araçlara göre daha az likit olması, portföy çeşitlendirmesinde kullanılan diğer sermaye piyasası araçlarının durumu GYF'lerde birçok riskin oluşmasına neden olmaktadır. Başlıca risk kaynakları aşağıda kısaca açıklanmıştır (Anonim 2017g):

- **Yasal Riskler:** GYF'de bulunan varlıklara daha sonradan eklenebilecek yasal düzenlemeleri içermektedir. Vergi ve gayrimenkul mevzuatında yapılabilecek değişiklikler yasal riskleri oluşturmaktadır.
- **Likidite Riski:** Fon portföyünde bulunan varlıkların gayrimenkullerden oluşması sonucu katılım belgesi sahiplerinin katılım belgelerini fona iade etmek istediklerinde ortaya çıkabilecek risk türüdür. Likidite riskini azaltabilmenin yollarından biri fonda yeterli miktarda nakit saklayabilmektir.
- **Olağanüstü Olaylar Riski:** Doğal afetler sonucu portföyde bulunan gayrimenkullerin tahrip olması nedeniyle ortaya çıkan risk türüdür.
- **Yoğunlaşma Riski:** Portföyde bulunan gayrimenkullerin belirli bir bölgeye yığılması sebebiyle riskin çeşitlendirilmediği durumlarda ortaya çıkmaktadır.
- **Karşı Taraf Riski:** Sözleşme şartlarına uyulmaması, yükümlülüklerin yerine getirilmemesi nedeniyle ortaya çıkmaktadır.
- **Piyasa Riski:** Gayrimenkul ve finansal piyasalardaki negatif yönlü değişimlerden kaynaklı risk türüdür. Kur riski, faiz oranı, fiyat riski gibi risk türleri piyasa riskleri arasında yer almaktadır.

- Finansman Riski: Finansman kaynaklarına zamanında ulaşamaması nedeniyle ortaya çıkan risk türüdür.

Sağlam bir GYF yapısına sahip Almanya gibi ülkelerde fonlara ilişkin olarak yaşanabilecek yukarıdaki risklere karşı zaman içinde çeşitli stratejiler geliştirilmiştir. Bu stratejilerden bazıları katılma belgelerinin fona geri alımlarının ertelenmesi, yatırımcıların ani giriş çıkışlarına karşın portföyde yeterli nakdin bulundurulması, nakit rezervlerin tükenmesi halinde belirli bir portföy değerine kadar borçlanabilme, portföy değerinin belirli bir kısmını likit olmayan gayrimenkullerden oluşturmak yerine tahvil gibi risksiz araçlardan oluşturmak, fon katılma belgelerinin fona iadesini önleyici cezai işlem gerçekleştirmek, fon yöneticisi şirketlerin bankalar arasından seçimi ile birlikte gerekli durumlarda likiditenin sağlanması gibi çeşitli stratejiler geliştirmişlerdir (Özgüç 2008).

3.4 Türkiye’de GYF Kavramının Tanımı ve Kapsamı

Günümüzde sermaye piyasalarının gelişmesi ülke ekonomilerinin gelişmesine olanak sağlayacağından son derece önem taşımaktadır. Gelişmiş bir sermaye piyasası yapısı beraberinde küreselleşme neticesinde ülkeler arası ticaretin gelişmesine olanak sağlamakta, ülkeler de dış yatırımların ve dolayısıyla uluslararası sermayenin önünü açacak girişimlerde bulunmaktadır. Uluslararası rekabetin gelişmekte olan ülkeler lehine oluşabilmesinin temelinde gelişmiş bir sermaye piyasası yatmaktadır. Uluslararası sermaye hareketlerinden yararlanabilmenin temelinde sermaye piyasası araçlarının gelişmesi ve bu yönde atılacak adımlar son derece önem taşımaktadır.

Sermaye hareketlerinden yararlanabilme adına oluşturulmuş sermaye piyasası araçları çeşitlilik arz etmekle birlikte bu araçlardan biri de çalışmanın dayanağını oluşturan GYF’ler olmaktadır. GYF’ler bütün piyasalarda mali durumu yüksek yatırımcılara hitap eden yatırım araçları olup, genel anlam olarak tasarrufların bir havuzda toplandığı ve

yatırımların konu uzmanı kişiler tarafından büyük oranda gayrimenkullere yapıldığı mal varlıkları şeklinde tanımlanabilmektedir.

GYF'ler bireysel tasarrufların bir araya getirilmesini ve toplu olarak alanında profesyonel olan kişiler tarafından gayrimenkul yatırımlarında değerlendirilmesini sağlayan kurumsal bir yapıdır. Hem yerli hem de yabancı tasarruf sahiplerine hitap eden, kazançlarından tüm pay sahiplerini payları oranında faydalandıran, vergisel açıdan avantaj sağlayan SPK tarafından düzenlenen ve denetlenen mal varlıklarıdır (<http://www.kasaroglu.av.tr/tr> 2015b).

GYF, yatırımcıların fondan temin edecekleri katılım payları sayesinde, portföyde yer alan gayrimenkuller vasıtasıyla oluşacak olan kazançların elde edilmesini sağlayan yapılar olarak tanımlanabilmektedir. Bu sayede GYF'ler, hem gayrimenkul pazarına anlamlı bir rekabet getirmekte hem de sermaye piyasalarının gelişmesine katkıda bulunmaktadır (Hepşen 2014).

GYF'lerin tanımları birlikte değerlendirildiği zaman, yerli ve yabancı tasarruf sahiplerinin yatırımlarının profesyonel yatırımcılar tarafından değerlendirildiği, portföy dahilinde bulunan tüm varlıklardan elde edilen getirilerin tasarruf sahiplerinin payları oranında faydalandırıldığı, vergisel anlamda avantajları olan ve SPK tarafından denetlenen mal varlıkları olarak değerlendirilmelerinin mümkün olduğu ortaya çıkmaktadır. Fonun tüzel kişiliği bulunmamakta, yalnızca tapuya tescil işlemleri ile sınırlı olmak kaydıyla tüzel kişiliğe sahip olabilmektedir. Yatırımlardan elde edilen kazançlar fon üzerinden dağıtmakta, GYF'ler süreli ya da süresiz olarak kurulabilmekte ve portföyde yer alan pay sayılarının sabit olup olmamasına göre türlere ayrılmaktadır.

Türkiye'de GYF kavramının ilk defa resmi statüye kavuşturulması 03.01.2014 tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan "Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile olmuştur. Tebliğde de GYF kavramı tanımına yer verilmiştir.

Tebliğde yer alan şekli ile GYF'lerde bulunması gereken özellikler aşağıda sıralanmıştır:

- Fonların belirli bir süresi bulunabileceği gibi süresiz bir şekilde de kurulabilir.
- Fon kurabilme yetkisi portföy yönetim ya da gayrimenkul portföy yönetim şirketlerine verilmiştir.
- Fon portföy yöneticisi ya da kurucu tarafından inançlı mülkiyet esaslarına göre yönetilmektedir.
- Fona nakit akışı sağlayan tasarruf sahiplerinin nitelikli yatırımcılardan oluşması gereklidir.
- Tasarruf sahiplerine toplanan paralar karşılığında katılma payları verilmektedir.
- Fonun tüzel kişiliği bulunmamaktadır.
- Fonun tüzel kişilik kazanması tapu işlemleri ile sınırlıdır.

Sayılan özelliklerden hareketle tebliğde yer alan “nitelikli yatırımcı” ve “inançlı mülkiyet” kavramlarına değinmekte fayda olacaktır. “İnançlı mülkiyet” tasarruf sahiplerinin fonla ilgili her türlü işlem yapma yetkisinin fon kurucusuna devredilmesi, kurucunun da içtüzük çerçevesinde tasarruf sahiplerinin her türlü menfaatini gözeterek işlem yapması, fonu yönetmesi anlamına gelmektedir (Anonim 2016b). Bu kavrama göre inanan ve inanılan taraflar karşılıklı borç altına girmektedir. İnanılan taraf inanç sözleşmesinde belirtilen kurallara uygun olarak inanç konusu şey üzerinde tasarrufta bulunabilmekte, amaç gerçekleştiğinde ise belirlenen şekilde inanç konusu şeyin inananı iadesi gerekmektedir (<http://www.bariscabuk.av.tr> 2017h).

Yasal düzenleme kapsamında nitelikli yatırımcılar, başka bir deyişle GYF kapsamında yatırım yapabilecek kişiler Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği 3. maddesinde ve Sermaye Piyasası Araçlarının Satış Yöntemleri ve Dağıtımını ile Teslim Esasları Tebliği 4. maddesinde aşağıdaki şekilde sayılmıştır:

- Yerli ve yabancı kolektif yatırım kuruluşları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri,
- Konut ve varlık finansmanı fonları, ipotek finansmanı kuruluşları, varlık kiralama şirketleri, varlık yönetim şirketleri,
- Emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20. maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar ve kamuya yararlı dernekler, kamu kurumları,
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu gibi uluslararası kuruluşlar ile nitelikleri itibarıyla bu kurumlara benzer olduğu Kurulca kabul edilecek diğer kurumsal yatırımcılar,
- Sermaye piyasası araçlarının ihraç tarihi itibarıyla en az iki milyon TL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek veya tüzel kişiler,
- Sermaye piyasası faaliyetleri ileri düzey lisansı ve türev araçları lisansına sahip kişiler.

GYF'ler ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) arasında benzerlik bulunmasına karşın GYO'lar anonim şirket şeklinde kurulmakta olup tüzel kişiliği bulunmakta, GYF'lerde ise sadece tapu işlemleri sırasında tüzel kişiliğe haiz yapılar olarak karşımıza çıkmaktadır. GYF'ler açısından yatırımcılara satılan pay sayısında değişiklik olabilmekte iken payları borsada işlem gören GYO'lar için pay sayısı sabittir. Aynı zamanda paylarını fona iade etmek isteyen tasarruf sahipleri açısından bu mümkünken, GYO'lar için payların satışı ancak borsada satılmak istenen paylara olan talep varsa mümkündür. GYF'lerde yatırım paylarını gösterir fona katılım belgeleri verilmekte iken, GYO'larda ise pay senetleri mevcut ve senetlerin ancak borsada satışı mümkün olmaktadır.

GYF'lerin en önemli özellikleri enflasyona karşı koruma sağlayarak yüksek kazanç sağlayabilmesi ve aynı zamanda gayrimenkullere iştirak edilebilmesidir. Aynı zamanda fonlar gayrimenkul sektörünün gelişmesine de katkı sağlamaktadırlar. Genel anlamda

GYF'ler bankalardan kredi olarak, ipotek satarak kendilerine kaynak yaratmakta ve bu kaynakları gayrimenkul ve diğer varlıkları satın alarak kullanmaktadırlar (Süngü 1989).

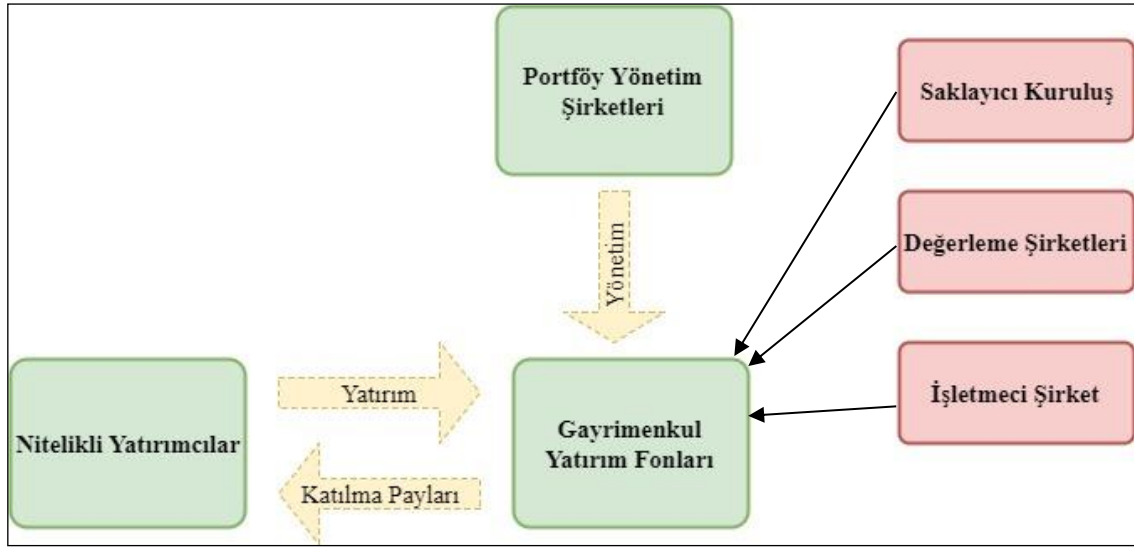
Mevcut fonların gayrimenkul ve proje seçimi ile yatırım alanlarının karşılaştırmalı analizi aşamalarında sorunlarla karşılaştıkları gözlenmektedir. Genel olarak gayrimenkul yatırımları ile ilgilenen, ancak bunların güvenilirliğinden emin olamayan veya yeterli zamanı olmayan yerli ve yabancı nitelikli yatırımcılar açısından GYF'ler bir alternatif yatırım aracı olarak görülmektedir. Özellikle yabancı yatırımcılar için ülkemizdeki gayrimenkullerin alım-satımı ve yatırımı hususunda yerel firmalarla çalışmaktansa devlet garantili, SPK tarafından sıkı denetime ve korumaya tabi tutulmakta olan bir yatırım sistemine dahil olarak dolaylı yoldan da olsa gayrimenkul sahibi olmak hem güvenilirlik, hem zaman, hem de vergisel avantajları yönünden makul bulunmakta ve genel olarak bu fonların avantajlı olduğu ifade edilmektedir. Gelişmiş ülkeler yanında özellikle Körfez ülkeleri, Asya-Pasifik Bölgesi orijinli sermaye için önemli bir yatırım alanı olarak Türkiye'de gayrimenkul yatırımlarının hızlı artış göstermesi ve fonların hızla büyümesi beklenmektedir. Ancak bu alanda birkaç literatür analizinin dışında alan çalışmasına dayalı ve özellikle fonların sayısı, yatırım tutarı ve proje sayısının hızla büyümesini kısıtlayan sorunların tanımlanması ve temel çözüm önerilerinin ortaya konulmasına yönelik bilimsel çalışmalara gereksinim olduğu gözlenmektedir.

3.5 Türkiye'de GYF'lerin İşleyişi ve Tarafları

Yasal çerçeve öncesinde GYF'nin kurulabilmesi için anlaşılır bir misyonu, gerçekçi hedefleri ve yeterli kaynağı olması gerekmektedir. Bir fonun misyonu belirli bir alanda gayrimenkul projelerine yatırım yapabilmek ve yüksek derecede kazanç elde etmektir. Yönetimin bölgesel deneyimi, gayrimenkul yatırımlarındaki bilgisi, girişim sermayesi fon yönetimindeki deneyimi fonun başarısı için önemli bir oynamaktadır (Sodin 2009).

GYF'leri en genel anlamda gayrimenkullerden ve diğer varlıklardan oluşan bir havuzun nitelikli yatırımcılardan oluşan tasarruf sahiplerinden alınan nakitlerle yatırımcılara katılma paylarının verilmesi ile oluşturulan bir sistem şeklinde tanımlanabilmektedir. Her ne kadar en temel anlamda sistemin unsurlarını nitelikli yatırımcılar ve portföy yönetim şirketleri oluştursa da saklayıcı kuruluşlar, değerlendirme şirketleri, işletmeciler şirket GYF'lerin diğer önemli aktörlerindedir (Şekil 3.2).

GYF'lerde nitelikli katılımcılara yatırımda buldukları oran karşılığında katılma payı belgelerinin verilmesi sağlanmaktadır. Yatırımcılar fonda yer alan gayrimenkul ve diğer varlıklar üzerinden sağlanan değer artış kazançları ya da kira gelirleri üzerinden getiri elde etmekte, tasarruf sahiplerinin katılma belgelerini fona iade etme durumlarından karşılaşılabilecek risklerden portföy kurucusu sorumlu tutulmaktadır.



Şekil 3.2 GYF'de tarafların tanımlanması

GYF'ler tipik bir yatırım fonundan farklı çalışmaktadır. GYF'lerde yer alan aktörleri aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir:

- SPK
- Portföy Yönetim Şirketi

- GYF'nin Kendisi
- Nitelikli Yatırımcılar
- Saklayıcı Kuruluşlar
- Değerleme Kuruluşları
- İşletmeci Şirket
- Denetim Firmaları
- Risk Analizi Yapan Şirketler.

Sermaye Piyasası Kurulu: GYF'lerin kurulmasından ve işleyişinin denetiminden sorumlu kamu otoritesidir. Portföy yönetim şirketi tarafından hazırlanan iç tüzük ve izahname Kurul tarafından onaylanmaktadır.

Portföy Yönetim Şirketi: Portföy yönetim şirketi, kurucu ya da portföy yöneticisi tarafından tasarruf sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde inançlı mülkiyet esaslarına göre yönetilmektedir. "Portföy yönetim şirketi ile katılma payı sahipleri arasındaki hukuki ilişkiler Sermaye Piyasası Kanunu'nda, ilgili mevzuatta ve fon içtüzüğünde yer almakta olup kanunda yer almayan hallerde Borçlar Kanunu'nun vekalet sözleşmesini düzenleyen hükümleri kıyasen uygulanmaktadır" (Anonim 2015c).

GYF: Özet olarak nitelikli yatırımcılardan katılma payı karşılığında toplanan para ile oluşturulan bir mal varlığıdır. İchtüzüğün SPK tarafından onaylanması neticesinde kurulmuş olup fonun tüzel kişiliği bulunmamaktadır.

Nitelikli Yatırımcılar: Karşılığında katılma paylarının verildiği tasarruf sahiplerinden oluşmakta olup mevzuatta Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği 3. maddesinde ve Sermaye Piyasası Araçlarının Satış Yöntemleri ve Dağıtımını ile Teslim Esasları Tebliği 4. maddesinde nitelikli yatırımcıların kimlerden oluştuğu belirtilmiştir. Fona yatırım yapabilecek nitelikli yatırımcı sayısı belli olmamakla birlikte yatırımcı tek bir tane

olabileceği gibi birden fazla yatırımcı da fona yatırım yapabilmekte ve nitelikli yatırımcılar gerçek ya da tüzel kişilerden oluşmaktadır.

Saklayıcı Kuruluş: 02.07.2013 tarih ve 28695 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan “Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği” kapsamında kuruluş işlemleri ve uymaları gereken esasları belirlenen kurumlar olarak tanımlanabilir. Tebliğe göre kolektif yatırım kuruluşu portföylerinde yer alan ve saklamaya konu olabilecek varlıkların tümünün saklama kuruluşları tarafından saklanması zorunludur. Saklayıcı kuruluş, yatırım fonlarına ait finansal varlıkların saklanması, takibi, kayıtların tutulması, varlık ve nakit hareketlerinin kontrolü ve diğer varlıkların aidiyetinin tespitinden sorumludur. Türkiye’de 2017 yılı itibariyle yetkilendirilmiş saklama kuruluşlarının sayısı 13’tür. İstanbul Takas ve Saklama Bankası (Takasbank) portföy saklama hizmeti vermediği fonların da birim pay değerlerinin mevzuat ve diğer sözleşme hükümleri ile değerlendirilmesine uygun olup olmadığının araştırılması ve aksi bir durum söz konusuysa durumu SPK’ya bildirmekle yükümlüdür (Çizelge 3.10). GYF modelin önemli işlevleri olan saklama kuruluşlarının sayısı 13 adede çıkmıştır.

Çizelge 3.10 Türkiye’de yer alan saklama kuruluşları (<http://www.spk.gov.tr> 2017i)

Portföy Saklama Kuruluşları	Kurul Tarihi
Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	23.9.2014
Denizbank A.Ş.	17.7.2014
Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	8.7.2014
İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.	24.7.2014
T. Garanti Bankası A.Ş.	27.6.2014
T. Halk Bankası A.Ş.	24.7.2014
T. İş Bankası A.Ş.	17.7.2014
T.C. Ziraat Bankası A.Ş.	2.10.2014
Türk Ekonomi Bankası A.Ş.	17.10.2014
Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O	16.4.2015
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	3.2.2015
Akbank T.A.Ş.	23.6.2015
Aktif Yatırım Bankası A.Ş.	3.11.2016

Değerleme Kuruluşları: Gayrimenkul Yatırım Fonları Esaslarına İlişkin Tebliğde yer alan hükümlere göre fonlar portföyde yer alan gayrimenkullerin ve gayrimenkule dayalı hakların satımı, bunların niteliğinin veya cinsinin değiştirilmesi veya portföye gayrimenkullerin ve gayrimenkule dayalı hakların alımı, portföyde yer alan gayrimenkullerin kiraya verilmesi, kiraya verilmek üzere gayrimenkul kiralanması, portföyde yer alan gayrimenkullerden kiraya verilenlerin kira sözleşmelerinin yenilenmesi veya uzatılması, gayrimenkul ipoteği tesis edilmesi, portföye Kurulca değerlendirilmesi uygun görülecek diğer varlıkların dahil edilmesi ve portföyden çıkarılması, portföyde yer alan ve fonun hesap döneminin son üç ayı içerisinde herhangi bir nedenle rayiç değeri tespit edilmemiş olan varlıkların yılsonu değerlerinin tespiti işlemleri için işleme konu olan varlıkların ve hakların rayiç değerlerini ve rayiç kira bedellerini tespit ettirmekle yükümlüdürler.

Tebliğ madde 28'de portföye alınacak varlıkların ve hakların rayiç değerleri ile rayiç kira bedellerinin değer tespitinin gayrimenkul değerlendirme kuruluşlarına yaptırılması zorunlu tutulmuştur. Buna göre gayrimenkullere ve gayrimenkule dayalı haklara ilişkin değer tespiti yapacak olan gayrimenkul değerlendirme kuruluşlarının;

- a) Kurulca listeye alınmış olması,
- b) Sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde gayrimenkul değerlendirme hizmeti verecek kuruluşlara ilişkin Kurul düzenlemelerinde yer alan hükümler çerçevesinde;
 - 1) Kurucunun ve varsa portföy yöneticisinin sermayesinin % 10 veya üzerinde paya veya bu oranda oy hakkına sahip ortaklarından,
 - 2) Kurucunun ve varsa portföy yöneticisinin yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazını içeren pay sahibi ortaklarından,
 - 3) Kurucudan ve varsa portföy yöneticisinden,
 - 4) (1), (2) ve (3) numaralı alt bentlerde sayılanların % 10'dan fazla paya veya bu oranda oy hakkına sahip oldukları diğer şirketlerden,

5) Kurucunun ve varsa portföy yöneticisinin ilişkili taraflarından bağımsız olması gerekli görülmektedir.

GYF portföyünde bulunan varlık, işlem ve yükümlülüklerin değerlendirilmesinde SPK tarafından yayımlanan Yatırım Fonları Finansal Raporlama Tebliğ hükümlerine uygun işlem yapılmaktadır.

İşletmeci Şirket: Gayrimenkul Yatırım Fonları Esaslarına İlişkin Tebliğe göre fon portföyünde yer alan gayrimenkullere ilişkin işletme hizmetleri işletmeci şirketlerden alınmaktadır. Fon portföyünde kira geliri elde etme amacına yönelik gayrimenkuller olması halinde, söz konusu gayrimenkullere veya onların bağımsız bölümlerine ilişkin olarak güvenlik, temizlik, genel idare ve buna benzer nitelikteki temel hizmetlerin verilmesi de, ancak kurucu ile bir işletmeci şirket arasında bu tür hizmetlerin sunulmasına yönelik bir sözleşme imzalanması ile mümkündür. Ayrıca fon portföyünde yer alan gayrimenkullerin pazarlanmasına ve değerinin artırılmasına yönelik olarak yapılacak reklam ve promosyon faaliyetlerinin yürütülmesi için işletmeci şirketten veya bu konuda hizmet veren diğer şirketlerden yapılacak bir sözleşme çerçevesinde hizmet alınmaktadır.

Denetim Firmaları: Tebliğe göre fon kurucusu ile portföy yöneticisi ve saklayıcısının fona ilişkin bütün hesap ve işlemleri SPK denetime tabidir. GYF'nin finansal raporlarının hazırlanması işi ise bağımsız denetim firmaları tarafından Türkiye Finansal Raporlama Standartlarına (TFRS) uygun şekilde gerçekleştirilmektedir.

Risk Analizi Yapan Şirketler: GYF'lerin maruz kaldığı ya da kalacağı çeşitli risklerin ölçülmesini ve buna bağlı olarak stratejiler geliştirilmesini sağlamaktadır. Fonlar; süresiz bir şekilde kurulabileceği gibi, belirli bir sürede sona ermek üzere de kurulabilmektedir. Süreli kurulan fonların ne zaman tasfiye olacağına dair hükümler fonun kendi iç tüzüğünde açıkça belirtilmesi gerekmektedir. Süre ölçütü dikkate alınarak GYF'lerin sınıflaması daha önce yapılmıştır. Belirli bir süre için kurulan fonlarda bile yatırımcıların giriş-çıkışlarına ilişkin hususların düzenlenmesi ile hem yatırımların, hem yatırımcıların, hem de yatırım yapılan ülkenin gayrimenkul ve inşaat

sektörlerinde faaliyette bulunan işletmelerin korunması mümkün olmakta, büyüme stratejileri ile mevcut ve yeni yatırımların risk analizlerinin yapılması kolaylaşmaktadır.

3.6 Türkiye’de GYF’lerde Vergilendirme

GYF’lerin vergisel yönünü incelemeyen önce gayrimenkullere ilişkin vergi uygulamaları ve sorunlarına değinmek gerekir. Vergi rejiminde yaşanan sorunların başında gayrimenkullerden alınacak kamu paylarının hesabında esas alınacak bedelin tespitinde karmaşa yaşanması gelmektedir. Özellikle beyan değeri, vergi değeri, rayiç bedel, devir ve iktisap bedeli, maliyet bedeli, emsal bedel, kayıtlı bedel, satış bedeli, alım-satım bedeli, sözleşmede yazılı bedel, yeniden değeri bedel gibi kavramlar sıklıkla kullanılmakla birlikte, söz konusu kavramlar da başlı başına karmaşa nedeni olmakta ve gayrimenkullerin vergilenmesinde çeşitli sorunların yaşanmasına neden olmaktadır. 492 sayılı Harçlar Kanunu’nun 63. maddesi ile gayrimenkul devir ve iktisaplarında gerçek alım-satım bedeli üzerinden tapu harcı tahsil edilmesi esas getirilmiştir. Ancak uygulamada gayrimenkulün emlak vergi değeri üzerinden tapu harcı, verasete ve intikal vergisi ve diğer vergi yükümlülüklerinin ödenmesi yaygın olduğu görülmektedir. Ancak emlak vergisi değerinin genel olarak piyasa değerinin altında kaldığı ve gerçek satış bedelinin söz konusu değerin çok üzerinde olduğu bilinmektedir. Gayrimenkul sektöründe yaygın olarak vergi kayıp ve kaçığı olmakta olup, bunun temel nedeni; emlak vergisi değerinin gerçekçi olmaması ve resmi amaçlarla değerlendirme çalışmasının değerlendirme konusunda uzmanlığı olmayan kişilerden oluşan komisyonların takdirine bırakılmasıdır.

GYF’ler kapsamında yapılacak olan yatırımlarda yatırımcılara bazı vergisel avantajlar sağlamaktadır. GYF’leri kapsayan vergi düzenlemeleri aşağıda özet olarak sunulmuştur:

Kurumlar Vergisi: 03.06.2006 tarihli 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanununun 5. maddesinde kurumlar vergisinden istisna tutulan kazançlar sayılmıştır. Buna göre Türkiye’de kurulmuş olan GYF’ler veya ortaklıklarının kazançları kurumlar vergisinden

istisna tutulmuştur. 2009 yılı 14594 sayılı Bakanlar Kurulu kararı ile birlikte kesinti oranı % 0 olarak belirlenmiş olup GYF'lerin kazançları üzerinden vergi doğmakla birlikte % 0 kesinti ile istisna kapsamındadır (Kartaloğlu 2015).

Gelir Vergisi: Kazanç elde edildiği ve bu kazancın pay sahiplerine dağıtılmadığı ve yeniden yatırım araçlarına yönlendirildiği takdirde gelir vergisi tahakkuk etmemektedir. Gerçek kişiler için elde ettikleri kazancın yarısı vergiden istisna olup, kalan yarısı beyan edilmektedir. Tüzel kişilerde elde edilen kazanç, kurum kazancına dahil edilerek vergileme yapılmaktadır. Yatırım fonlarının katılma belgelerinin fona iade edilmesinden veya diğer şekillerde elden çıkarılmasından elde edilen kazançlardan % 10 oranında vergi kesintisine tabi olmaktadır. Elde edilen kazanç için ayrıca yıllık gelir vergisi beyannamesi verilmesi gerekmemektedir (Yöner 2015).

Tapu Harçları: GYF'lerin tapu harçlarıyla ilgili herhangi bir istisna ya da muafiyeti bulunmamaktadır.

Damga Vergisi: 01.07.1964 tarih ve 488 sayılı Damga Vergisi Kanuna göre "Gayrimenkul yatırım fonlarının münhasıran gayrimenkul portföylerine ilişkin alım satım sözleşmeleri ile gayrimenkul satış vaadi sözleşmeleri" damga vergisinden istisnadır. Buna göre ilgili kanunda damga vergisinden istisna tutulan sözleşmeler belirtilmiş olup bunların dışında GYF'lerin yapmış olduğu işlemler damga vergisinin konusunu oluşturmaktadır.

Katma Değer Vergisi: 25.10.1984 tarih ve 3065 sayılı Katma Değer Vergisi Kanununa göre GYF'lere ilişkin herhangi bir istisna ya da muafiyet bulunmamakla birlikte gayrimenkul alım-satımından doğan KDV ödemelerinden GYF'ler de yükümlüdür.

Kar payı geliri: GYF'lerde kar payı gelirlerinden vergi alınması vergi mükellefinin gerçek ya da tüzel kişi olmasına göre şekillenmektedir. Gerçek kişi yatırımcılardan alınacak olan kar payı gelir vergisine tabi olmakta, tam mükellef kurumlardan elde edilen kar paylarının yarısı gelir vergisinden istisna edilmektedir. Buna göre

GYF'lerden elde edilen kar paylarının % 50'si gelir vergisinden istisna tutulmaktadır (Yöner 2015).

Gerçek kişiler, yatırım fonları katılma belgelerini fona iade etmeleri halinde % 10 oranında vergi kesintisine tabi olmaktadır. Gayrimenkul kira gelirlerinde artan oranlı vergi tarifesine göre % 15 - % 35 oranları arasında vergi ödenmesi gerekmektedir. GYF'lerden elde edilen kazanç için ayrıca yıllık gelir vergisi beyannamesi verilmesi gerekmediğinden, bu durum GYF sahiplerine gayrimenkul kira getirisi sağlayanlara oranla ciddi bir vergi avantajı sağlamaktadır (Çizelge 3.11).

Çizelge 3.11 Gerçek ve tüzel kişilerde vergi rejimi karşılaştırılması (Bingöl 2015)

Göstergeler		Katılma Payı Satışı	Kar Payı Geliri
Mükellef	Mükellefiyetin Niteliği	Kazancı (Fona İade)	
Gerçek Kişiler	Tam Mükellef	% 10 Stopaj, stopaj nihaidir, gelir vergisi beyannamesi gerekmez.	Karın % 50'si gelir vergisinden istisnadır. Vergi stopajı % 0. Yıllık gelir beyannamesi verilmesi gerekir. Efektif vergi maksimum % 17,5 olur.
	Dar Mükellef	% 10 Stopaj, stopaj nihaidir, gelir vergisi beyannamesi verilmez.	Vergi stopajı: % 0. Türkiye'de gelir vergisi beyannamesi verilmez (münferit beyan yoktur).
Tüzel Kişiler (Anonim Şirket, Limited Şirketler, Yatırım Fonları Gibi)	Tam Mükellef	Vergi stopajı: % 0. Şirket kazanca dahil edilir. Böylece yıllık kurumlar vergisine (% 20) dahil olur.	İştirak kazancı istisnası kapsamında değildir. Kurumlar vergisine (% 20) tabi olur.
Tüzel Kişiler (Anonim Şirket, Limited Şirketler, Yatırım Fonları Gibi)	Dar Mükellef	Vergi stopajı: % 0. Türkiye'de yıllık kurumlar vergisi beyannamesi verilmez (özel beyan yoktur).	Vergi stopajı: % 0. Türkiye'de kurumlar vergisi beyannamesi verilmez (özel beyan yoktur).
Emeklilik Yatırım Fonları (BES)		Herhangi bir vergiye tabi değildir: -Vergi stopajı (% 0) -Kurumlar vergisi yoktur	Herhangi bir vergiye tabi değildir: -Vergi stopajı (% 0) -Kurumlar vergisi yoktur
Vakıf, Sandık, Dernek, Sendika, Üniversite vb. Kurumlar vergisi mükellefi olmayan kurumlar		Vergi stopajı: % 10 Kurumlar vergisine tabi değildir, kurumlar vergisi beyannamesi verilmez.	Vergi stopajı: % 0 Kurumlar vergisine tabi değildir, kurumlar vergisi beyannamesi yoktur.
Yabancı Banka ve Finans Kuruluşları		Vergi stopajı: % 0 Türkiye'de kurumlar vergisi beyannamesi verilmez (özel beyan yoktur).	Vergi stopajı: % 0 Türkiye'de kurumlar vergisi beyannamesi verilmez (özel beyan yoktur).

Gelir Vergisi Kanununa göre şahsi mülkiyete dahil olan gayrimenkullerin süreklilik arz edecek şekilde, bir yıl içinde birden fazla veya yıllara yayılan bir şekilde birçok kerede satılmaları halinde, Gelir Vergisi mevzuatı açısından “ticari kazanç” olarak değerlendirilmekte ve bu gayrimenkul kazançlarından % 35’e kadarı gelir vergisi kapsamında kesilmektedir. Ancak GYF katılma belgelerinin elden çıkarılması yoluyla elde edilen kazançlar, sadece % 10 oranında vergi kesintisine tabidir. Elde edilen kazanç için ayrıca yıllık gelir vergisi beyannamesi verilmesi gerekmemektedir.

Bireysel Emeklilik Fonlarının (BES) kazancı, Kurumlar Vergisi’ne tabi olmadığı gibi, ayrıca BES’ler alım satım kazançlarında herhangi bir vergi stopajına da tabi değildir. Bu nedenle BES’lerin GYF’lerde yatırımcı konumunda olması durumunda kazanç sağlayacakları getiriler de verginin konusunu oluşturmayacak ve bu durumda da GYF’ler BES’ler için çok önemli bir yatırım kaynağını oluşturacaklardır. Birçok ülkede gelecek yıllarda GYF’lerdeki yatırımcı sayısının büyük çoğunluğunu BES’lerin oluşturacağı beklenmektedir. Türkiye’de Kurumlar vergisi mükellefi olmayan, yani vergiden muaf olan dernek, vakıf, sandık, sendika, vakıf üniversiteleri gibi kurumların GYF’lerden elde edeceği gelirler % 10 vergi stopajı dışında herhangi bir vergiye tabi değildir. Oysa bu kurumların gayrimenkul kira gelirleri üzerinden % 20 oranında vergi stopajı yapılmaktadır. Bu yönüyle GYF’ler aracılığıyla elde edilecek gelirlerde bu oranda vergi avantajı ortaya çıkacaktır (Bingöl 2015).

Sonuç olarak GYF’lere ilişkin bazı vergi avantajları bulunmakla birlikte uygulamada GYF’lere olabilecek yerli ve yabancı yatırımcı talebini artırabilmek için mevcut vergi mevzuatında bazı değişikliklerin yapılması yararlı görülmektedir. Bu çerçevede özellikle Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanunu’nun 37. maddesinde yer alan “satıp geri kiralama yöntemi ile yapılan kiralama sözleşmeleri kapsamında kiralanmış taşınmazların sözleşme süresi sonunda kiracı adına tapuya tescilli tapu harcından müstesnadır” gibi bir düzenlemenin GYF’lerde de uygulanabilmesine yönelik olarak mevzuatın “istisna ve muafiyetler” başlığının yeniden ele alınması ve vergi kolaylıklarının sınırlarının genişletilmesi ile yatırımcı açısından iç piyasaların risklerine karşın, GYF’lere yabancı yatırımlarının teşvik edilmesi sağlanmalıdır.

3.7 Türkiye’de GYF’lerin Hukuki Çerçevesi

GYF, taşınmaz ve diğer varlıklarından oluşan portföyün, yatırım fonu yönetilmesine benzer şekilde kapsamında işletilmesine dayanmaktadır. “Mevzuatta ilk defa 08.12.2004 tarih ve 5273 sayılı Arsa Üretimi ve Değerlendirilmesi Hakkında Kanun ile (mülga) 29.04.1969 tarih ve 1164 sayılı Arsa Ofisi Kanununun 2’nci maddesi (g) bendi ile Arsa Ofisi Genel Müdürlüğü’ne (mülga) 2499 Sayılı Kanun hükümleri çerçevesinde gayrimenkul yatırım ortaklıkları veya fonları kurma ve işletme yetkisi verilmiştir. GYF’lere ilişkin sermaye piyasası mevzuatı mülga 2499 Sayılı Kanun ile bu kanunu yürürlükten kaldıran 6362 Sayılı Kanun ile yeniden düzenlenmiş ve ardından Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.3) ile de kapsamlı düzenleme yapılmıştır” (Coşkun 2015).

Türkiye’de GYF kavramından ilk defa 03.01.2014 tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan “Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile bahsedilmiş, 31.12.2014 tarih ve 29222 ile 20.11.2016 tarih ve 29904 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan tebliğ değişikliklerinin ardından güncel haline kavuşturulmuştur. Tebliğde GYF’lerin genel itibariyle işleyişine dair bilgiler yer almakta olup, GYF Tebliği’nde yer alan şekliyle süreli ya da süresiz şekilde kurulabilen, inançlı mülkiyet esaslarına göre yönetilen, nitelikli yatırımcılardan sağlanan paralarla kurulan, tüzel kişiliği olmayan mal varlığı olarak tanımlanmaktadır. Daha da farklı bir tanımla ise gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesinde rolü olan, daha likit varlıklar olmalarına imkan sağlayan genel anlamda gayrimenkullere yatırım yapmak isteyen tasarruf sahiplerinin ve gayrimenkul piyasasına ürün sağlayanları bir araya getiren sermaye piyasası kurumları olduğunu ifade etmek mümkündür (Hepşen 2014).

Tebliğde fon kuruluşu ve çalışma ilkelerine ilişkin hükümleri aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür:

- Fon kuruluş amacında herhangi bir seçenek belirtmeksizin istediği türde gayrimenkule yatırım yapabilir. Kuruluş amacını tek bir gayrimenkul ya da tek bir sektöre yatırım yapmak şeklinde sınırlandırabilir.

- Fonların portföylerinde kullanabilecekleri varlık ve işlemler kanunla belirlenmiştir. Bunların dışındaki işlemlerle uğraşamazlar. Bu varlık ve işlemler aşağıda sayılmıştır:

a) Gayrimenkuller ve gayrimenkule dayalı haklar,

b) Özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye’de kurulan anonim ortaklıklara ait paylar, özel sektör ve kamu borçlanma araçları,

c) 7/8/1989 tarihli ve 89/14391 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yürürlüğe konulan Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen, yabancı özel sektör ve kamu borçlanma araçları ve anonim ortaklık

ç) Vadeli mevduat ve katılma hesabı,

d) Yatırım fonu katılma payları,

e) Repo ve ters repo işlemleri,

f) Kira sertifikaları ve gayrimenkul sertifikaları,

g) Varantlar ve sertifikalar,

ğ) Takasbank para piyasası işlemleri,

h) Türev araç işlemlerinin nakit teminatları ve primleri,

ı) Kurulca uygun görülen özel tasarlanmış yabancı yatırım araçları ve ikraz iştirak senetleri,

i) Kurulca uygun görülen diğer yatırım araçları.

- Fonun malvarlığı ticaret şirketlerinde olduğu gibi portföy yöneticisi ve saklayıcısının malvarlığından ayrıdır.

- Kurucu, fonu inanca mülkiyet esaslarına göre yönetmekle yükümlüdür.

- Fon portföyünde bulunan varlıklar ile varlıklara ait bilgi, belge ve dokümanlar portföy saklayıcısı nezdinde saklanmaktadır.

- Fon portföyünde yer alan gayrimenkuller ve gayrimenkullere dayalı haklar tapuda tescili sırasında fon tüzel kişiliğe haizmişçesine işlem yapılır ve tescil gerçekleşir. Fon, sadece tapuya tescil işlemleri sırasında tüzel kişiliğe sahiptir. Tapudaki fon adına yapılacak işlemler, portföy yönetim şirketi ile portföy saklama hizmetini yürüten kuruluş yetkililerinin müşterek imzalarıyla gerçekleştirilir.
- Fon, yönetim kurulu tarafından temsil edilir ve fonun kurulması, katılma paylarının ihraç edilmesi, fonun tasfiyesi gibi konular ancak yönetim kurulu kararı ile yapılabilir.
- En az üç kişiden (gayrimenkul değerlendirme uzmanı, genel müdür ve yönetim kurulu üyesi) oluşan bir yatırım komitesinin oluşturulması zorunludur. Ayrıca gayrimenkul yatırımlarında oluşabilecek finansman, likidite ve diğer risklerin de gözetilerek yönetilmesi gerekmektedir.
- Fonun kurulması aşamasında fona ait iç tüzüğün hazırlanması ve Kurul tarafından onaylanması gerekmektedir. İç tüzük onaylandıktan sonra kurucu merkezinin bulunduğu yer ticaret siciline tescil ettirilir ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde ilan edilir.
- Sadece nitelikli yatırımcılar fona yatırım yapabilmektedir. Nitelikli yatırımcılara sunulan katılma payları karşılığında ihraç belgesinde yer alan ilkeler neticesinde yatırım yapılması zorunludur.
- Katılma paylarının itibari değeri bulunmamakta, fonun birim pay değeri fonun toplam değerinin katılma payları sayısına oranlanmasıyla elde edilmektedir. Farklı esaslar söz konusu olmakla birlikte katılma payı değerinin yılda en az bir kere hesaplanması zorunludur.
- Katılma paylarının satışı veya fona iadesi mümkün olmakla beraber belirli bir komisyon kesintisi uygulanabilir. Fona edilen katılım belgeleri beraberinde likidite sorununu da ortaya çıkaracaktır. Kurucu likiditenin sağlanmasından sorumludur. Bu nedenle fon katılma belgelerinin en fazla % 50'si kurucunun portföyüne alınabilmektedir. Ancak kurucunun bu katılma belgelerini iki yıl içinde fona iadesini gerçekleştirilmesi zorunludur. Gerekli likiditenin sağlanamaması durumunda Kurulun uygun görmesi halinde katılma paylarının fona iadesi mümkün olmayabilir.

- Katılma payları MKK nezdinde izlenmektedir. Payların devredilebilmesi için devir alacak yatırımcının da nitelikli yatırımcı olması gerekmektedir.
- Fon portföy değeri katılma paylarının satışıyla birlikte en geç bir yıl içerisinde on milyon TL büyüklüğe ulaşması ve yatırımcılardan toplanan paraların da yatırımlara yönlendirilmesi gerekmektedir.
- Fon portföy değerinin on milyon TL'ye ulaşmaması halinde fonun yatırım faaliyetleri sona erdirilir ve en geç altı ay içinde fon iç tüzüğü ticaret sicilinden terkin ettirilmektedir.
- Fon kurucusu ya da portföy yöneticisi fon adına her türlü gayrimenkulü alıp satabilir ya da kiralayabilir veya satmayı ya da satın almayı vaat edebilir. Portföye alınacak olan bina ve benzeri yapıların kullanma izni alınmış ve kat mülkiyeti tesis edilmiş olması gerekmektedir. Tapuya tescil edilmek şartıyla mülkiyeti başka şahıslara ait olan gayrimenkuller üzerinde fon adına üst hakkı, intifa hakkı ve devre mülk irtifakı tesis edilebilir. Yine tapuya tescil edilmek şartıyla fona ait olan gayrimenkuller üzerinde başkaları lehine üst hakkı, intifa hakkı ve devre mülk hakkı tesisi gerçekleştirilebilir.
- Portföy, gayrimenkul projelerine yatırım yapamaz, gayrimenkullerin inşaat işleriyle uğraşamaz ancak TOKİ, İller Bankası, belediyeler ve bunların bağlı ortaklıkları ve iştirakleri ve imtiyazlı şirketler tarafından gerçekleştirilmiş inşaat ruhsatı alınmış projeler inşaatın tamamlanma oranı önemli olmadan fon portföyüne alınabilmektedir.
- Fon ticari anlamda gayrimenkulleri işletemez, süreklilik arz eden kısa vadeli gayrimenkul alım satımı gerçekleştiremez, kıymetli madenlere ve diğer emtialara ve bağlı vadeli işlem sözleşmelerine yatırım yapamaz ve gayrimenkul alım satım ya da kiralama işlerini yurtdışında gerçekleştiremez.
- Portföyde yer alan varlıkların en az % 80'inin gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunludur.
- Gayrimenkullerin işletilmesine yönelik hizmetler işletmecisi şirket tarafından karşılanmaktadır. Gayrimenkullerin değerinin artırılmasına yönelik pazarlama, reklam gibi hizmetler ile gayrimenkullerin kiraya verilmesinden doğacak giderler işletmecisi şirket ile yapılan sözleşme hükümlerine göre değerlendirilmektedir.

- Portföyde yer alan gayrimenkullerin bakım, onarım ve tadilat gibi inşaat hizmetleri müteahhitler tarafından fonla yapılan sözleşme dahilinde yapılmaktadır.
- Fonlar toplam portföy değerinin % 50'si oranında kredi kullanabilirler. Kredi kullanabilmek için gerekli olan rehin ve diğer sınırlı aynı haklar portföyde yer alan gayrimenkuller üzerine tesis edilebilir.
- Portföyde yer alan varlıkların değerlendirme işlemlerinde yatırım fonlarının finansal raporlamalarına ilişkin düzenlemelere uyulmaktadır.
- Portföy yönetim ücreti dahil tüm giderler fonun mal varlığından karşılanmaktadır. İhraç belgesinde yer almak koşuluyla katılma payı sahiplerine kar dağıtımı mümkün olabilmektedir.
- Fonların değerlendirme yapmasını gerektiren işlemler bulunmaktadır. Buna göre portföyde bulunan gayrimenkuller ve gayrimenkullere dayalı hakların bedelinin tespiti, gayrimenkullerin kira bedellerinin tespiti, gayrimenkullerin yeniden kiralanması sonucu oluşacak yeni kira bedelinin tespiti, gayrimenkul ipoteği değerinin tespiti, değerlendirme yapılması uygun görülmüş varlıkların değerinin tespitini gerektiren durumlarda gayrimenkul değerlendirme kuruluşlarından değer tespiti yapılması istenmektedir.
- Gayrimenkul değerlendirme şirketlerinin seçiminde ilk olarak Kurul tarafından oluşturulmuş listede yer alıp alınmamasına dikkat edilmektedir. Dikkat edilmesi gereken bir diğer husus da kurucu ve portföy yöneticisiyle ilişkili taraflarının bulunmamasıdır. Gayrimenkul değerlendirme kuruluşları aynı fon portföyündeki her bir varlık için en fazla üç yıl değerlendirme yapabilir ve üç yıllık sürenin ardından ise tekrar aynı fonla çalışabilmesi için iki senenin geçmesi gerekmektedir.
- Değerleme raporlarında uluslararası değerlendirme standartlarına ilişkin Kurul düzenlemelerinde yer alan esaslara uyulmaktadır.
- Fonun sona ermesi ve tasfiyesinde Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliğ hükümleri kıyasen uygulanmaktadır.
- Fon SPK tarafından denetlenmektedir.

Türkiye’de 2016 yılında yatırım fonu istatistiklerine göre GYF’lere ait veri bulunmamaktadır. Ancak 2017 yılı itibariyle GYF kurucusu olan portföy yönetim ya da gayrimenkul portföy yönetim şirketlerinin sayısı 11 olup, bunlara bağlı GYF sayısı 26 olmuştur (Çizelge 3.12).

Çizelge 3.12 Türkiye’de bulunan portföy yönetim şirketleri ve GYF’ler

SAYI	FON KURUCUSU	FONUN UNVANI
1	24 Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş.	Al Zamil GYF
		Turyap GYF
		Al Zamil Kira Getirili GYF
		Portakal Çiçeği GYF
		Primo GYF
2	Albaraka Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş.	One Tower GYF
		Batışehir GYF
		Dükkan GYF
		Flora GYF
3	Ak Portföy Yönetimi A.Ş.	SOFAZ Türkiye Özel GYF
		Birinci GYF
4	Arz Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş.	Birinci GYF
		İkinci GYF
5	Global Md Portföy Yönetimi A.Ş.	Birinci GYF
6	İş Portföy Yönetimi A.Ş.	Birinci GYF
7	Kalender Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş.	Trakya GYF
		Konutfon GYF
8	Logos Portföy Yönetimi A.Ş.	Birinci GYF
9	Omurga Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş.	Karma Birinci GYF
10	Re-Pie Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş.	Anadolu Stratejik GYF
		Maslak 1453 GYF
		Milenyum GYF
		Novada Tokat GYF
		Novada Söke GYF
11	Ünlü Portföy Yönetimi A.Ş.	Novada Akhisar GYF
		Birinci GYF

SPK tarafından ihraç belgesi onaylanan GYF'lerin sayısı ise 23 olup, bu GYF'lerin isimleri ve kurucusu oldukları portföy yönetim şirketleri aşağıda verilmiştir (Çizelge 3.13). Ancak kurulan portföy yönetim şirketlerinin en fazla yarısının fiilen çalışmaya başladığı ve diğerlerinin henüz kuruluş aşamasında olduğu vurgulanmalıdır.

Çizelge 3.13 İhraç belgesi onaylanan GYF'ler (<http://www.spk.gov.tr> 2017j)

Ticaret Unvanı
24 Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Primo GYF
24 Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Al Zamil Gayrimenkul Yatırım Fon
24 Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Turyap GYF
24 Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Al Zamil Kira Getirili GYF
24 Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Portakal Çiçeği GYF
Albaraka Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. One Tower GYF
Albaraka Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Batışehir GYF
Albaraka Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Dükkan GYF
Albaraka Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Flora GYF
Ak Portföy Yönetimi A.Ş. Birinci GYF
Ak Portföy Yönetimi A.Ş. SOFAZ Türkiye Özel GYF
Arz Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Birinci GYF
Arz Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. İkinci GYF
Kalender Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Trakya GYF
Kalender Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Konutfon GYF
Logos Portföy Yönetimi A.Ş. Birinci GYF
Omurga Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Karma Birinci GYF
Re-Pie Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Anadolu Stratejik GYF
Re-Pie Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Maslak 1453 GYF
Re-Pie Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Milenyum GYF
Re-Pie Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Novada Tokat GYF
Re-Pie Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Novada Söke GYF
Re-Pie Gayrimenkul Portföy Yönetimi A.Ş. Novada Akhisar GYF
Ünlü Portföy Yönetimi A.Ş. Birinci GYF

Türkiye’de 2017 yılında GYF’ler adına ilk yatırım Re-Pie Portföy Yönetim Şirketi tarafından Anadolu Stratejik GYF adına yapılmıştır. Bu yatırım, Bilecik ilinde arsa yatırımı olarak gerçekleştirilmiştir. 2017 yılı Ağustos ayında ise GYF’ler adına Tapu ve

Kadastro Genel Müdürlüğü kayıtlarına göre tescil işlemlerinin sayısı 10 adet olmuştur. Yatırımların 5 adedi İstanbul, 2 adedi Balıkesir, 1'er adetleri ise Ankara, Bartın ve Bilecik illerinde yapıldığı tespit edilmiştir. Türkiye'de 2017 yılının ilk çeyreğinde ihraç belgesi onaylanan GYF'lerin toplam portföy değerleri incelendiği zaman; One Tower GYF'nin 393.858.727,4 TL ile en yüksek değere sahip olduğu ve en yüksek yatırımcı sayısına sahip GYF'nin ise 127 yatırımcı ile Birinci GYF olduğu görülmektedir (Çizelge 3.14).

Türkiye'de oldukça yeni bir araç olarak görülen GYF'lerden İslami Finans kurallarını benimseyenlere yabancı talebinin yüksek olması beklenmektedir. Geleneksel finansman yöntemleri ve özellikle geleneksel bankacılık sisteminin aksine, İslami Finans sisteminde bankacı-müşteri veya alacaklı-borçlu ilişkisi bulunmamaktadır. İslami kurallar uyarınca bir sözleşmenin konu, fiyat, teslimat zamanı gibi unsurlarının sözleşme anında mutlak şekilde belirlenmesi gerektiğinden, İslami finansın temel prensiplerinden bir diğeri de Gharar olarak adlandırılan belirsizlik yasağı olmaktadır². Mevcut fonlarda Al Zamil GYF ve Al Zamil Kira Getirili GYF'nin esasen İslami finans kurallarına uygun çalıştıkları ve bu alanda yeni fonların kuruluş işlemlerinin yapılmakta tespit edilmiştir. GYF'lere İslami Finans kapsamında yoğun ilginin olduğu gözlenmekte olup, bu tür GYF'ler, körfez yatırımcısının, doğrudan satın almaların dışında, ilk kez güvenilirliği yüksek finansal araç yoluyla Türkiye gayrimenkul sektörüne yatırım olanağını sağlamaktadır. Fonların özellikle tamamlanmaya yakın projelere, gelir potansiyeli yüksek yatırım araçlarına ve riski düşük yerleşimlere yönelik olması beklenmektedir. Türkiye gayrimenkul pazarına yönelik güçlü bölgesel ilgi dikkate alınarak yeni fon yapısının bölgedeki nitelikli bireysel ve kurumsal yatırımcıların ilgisini çekeceği ve İslami Finans esasına dayalı fonların İslam ülkelerinden yatırımcı talebinin artmasına imkan vereceği düşünülmektedir³.

² <http://www.kasaroglu.av.tr/tr/27997/Islami-Finans-Kavram-ve-Temel-Islami-Finansman-Araclari>, Erişim Tarihi: 03.04.2017.

³ <http://www.dunyainsaat.com.tr/haber/turkiyenin-ilk-uluslararası-gayrimenkul-fonu-icin-imzalar/15328>, Erişim Tarihi: 02.06.2017.

Çizelge 3.14 Türkiye’de GYF’lerde portföy dağılımı (2017 İlk Çeyrek) (<http://www.spk.gov.tr> 2017k)

Fonun Kurucusu	Fonun Unvanı	Portföy Dağılımı (%)							Toplam Değeri (TL)	Yatırımcı Sayısı	Birim Fiyat TL
		Gayrimenkul Yatırımları	Mevduat / Katılma Hesabı	Kamu Borçlanma Araçları	Ters Repo	Takasbank Para Piyasası İşlemleri	Özel Sektör Borçlanma Aracı	Diğer			
		ARZ GAYRİMENKUL PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	İKİNCİ GAYRİMENKUL YATIRIM FONU	84,47	15,53	0	0	0			
AK PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	BİRİNCİ GAYRİMENKUL YATIRIM FONU	0	0	0	0	0	0	100	118.712.051,57	127	1,054071
ALBARAKA GAYRİMENKUL PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	BATIŞEHİR GAYRİMENKUL YATIRIM FONU	96	0	0	0	0	0	4	302.494.742,5	4	1,025406
ALBARAKA GAYRİMENKUL PORTFÖY YÖNETİMİ A.Ş.	ONE TOWER GAYRİMENKUL YATIRIM FONU	92	0	0	0	0	0	8	393.858.727,4	1	0,997111
RE-PIE GAYRİMENKUL PORTFÖY YÖNETİM A.Ş.	ANADOLU STRATEJİK GAYRİMENKUL YATIRIM FONU	32,74	0	0	0	0	0	67,26	8.313.812,94	25	1,0025097
ÜNLÜ GAYRİMENKUL PORTFÖY YÖNETİM A.Ş.	BİRİNCİ GAYRİMENKUL YATIRIM FONU	81,92	0	0	0	0	18,08	0	4.740.862,17	1	0,948172

GYF'lere yabancı yatırımcıların ilgisinin artırılması için yapılan teşviklerden biri de yabancı uyruklu kişilere vatandaşlık olanağının sağlanmasıdır. 05.05.2017 tarihli ve 30057 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "Türk Vatandaşlığı Kanununun Uygulanmasına İlişkin Yönetmelikte Değişiklik Yapılmasına Dair Yönetmelik" kapsamında "en az 1.500.000 Amerikan Doları tutarında gayrimenkul yatırım fonu katılma payı veya girişim sermayesi yatırım fonu katılma payı aldığı ve üç yıl süre ile elinde tuttuğu Sermaye Piyasası Kurulunca tespit edilen yabancılar ise Bakanlar Kurulu Kararı ile Türk vatandaşı olabilme hakkına sahiptirler.

Arazi, konut veya diğer gayrimenkullere yatırım yapacak olan gerçek veya tüzelkişi finansmanı özkaynak ve/veya yabancı kaynak ile sağlamakta ve yatırım büyüklüğü, yeri ve yatırım yapılacak gayrimenkulün türüne alıcı karar vermektedir. Halbuki GYF'lerde yatırımcının nitelikli yatırımcı olması ve bu tür yatırımcı bilgilerinin, ilgiliden alınan beyan üzerine Merkezi Kayıt Kuruluşu Anonim Şirketi (MKK) üyesi yatırım kuruluşları tarafından Merkezi Kayıt Sistemi'nde kayıt altına alınması zorunluluğu bulunmaktadır. Bu çerçevede ülkemizde GYF'lerin müşterilerinin ilk aşamada nitelikli yatırımcılar ile yabancı yatırımcılar olması beklenmektedir. Daha önce de vurgulandığı üzere nitelikli yatırımcıların en az 2 milyon TL tutarında Türk parası veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek veya tüzel kişiler ile sermaye piyasası faaliyetleri ileri düzey lisansı ve türev araçları lisansına sahip kişiler olarak tanımlandığı dikkate alınır, bu koşulları sağlayabilen yerli yatırımcı sayısının sınırlı olması doğaldır. Nitelikli yatırımcı tanımına ilave olarak her bir nitelikli yatırımcının GYF'lerde yapması gereken asgari yatırım tutarı ile birden fazla GYF'lerde yatırım yapmasına imkan verilir verilmeyeceğinin düzenlenmesine gereksinim bulunmaktadır. Belirli bir tarihte anılan parasal büyüklük koşulunu sağlayan yatırımcının zaman içinde değişen mali yükümlülüklerini yerine getirmesine bağlı olarak söz konusu parasal tutar değişebileceğinden, MKK tarafından nitelikli yatırımcıların periyodik olarak kontrollerinin yapılması ve nitelikli yatırımcı özelliğini yitiren yatırımcıların tespiti ve ilanının yapılmasına gereksinim olacaktır. Bu husus Türk vatandaşlığına geçmek isteyen yabancı nitelikli yatırımcı açısından daha da önemli olacaktır.

3.8 GYF'lerin Tapuya Tescili ve Tapu Uygulamaları

Finansal kurumların gayrimenkul ve sınırlı ayni haklara olan yatırımlarının güvencesi, tescil ile sağlanmaktadır. Özellikle 4721 sayılı Türk Medeni Kanunu ve Tapu Sicil Tüzüğüne göre lehine tescil işlemi yapılacak gerçek ve tüzelkişiler tanımlanmaktadır. Mevzuatta taşınmaz kapsamına giren varlıkların kolaylıkla ticarete konu olması, yatırımın niteliği ve değerini doğrudan etkilemektedir.

Fon kurucusu ya da portföy yöneticisi fon adına her türlü gayrimenkulü alıp satabilmekte ya da kiralayabilmekte veya satmayı ya da satın almayı vaat edebilir veya fona ait olan gayrimenkuller üzerinde başkaları lehine üst hakkı, intifa hakkı ve devre mülk hakkı tesisi gerçekleştirilebilir. Fonun tüzel kişiliği olmamasına rağmen fon portföyünde yer alan gayrimenkuller ve gayrimenkullere dayalı hakların tapuda tescili sırasında fon tüzel kişiliği haiz olarak tescil edilir. Tapudaki fon adına yapılacak işlemler, portföy yönetim şirketi ile portföy saklama hizmetini yürüten kuruluş yetkililerinin müşterek imzalarıyla gerçekleştirilir.

T.C. Çevre ve Şehircilik Bakanlığı Tapu ve Kadastro Genel Müdürlüğü'nün (TKGM) 22.03.2016 tarihli Genelgesi'nde tapu işlemlerinin nasıl gerçekleştirileceğine dair bilgiler yer almaktadır. Anılan Genelgeye göre "kurucu portföy yönetim şirketi ve portföy saklayıcısı şirketin yönetim kurulu başkan ve üyeleri ile yönetim kurulunca yetkilendirilecek en az ikinci derece imza yetkisine sahip kişiler olabileceği ve bu kişilerin müşterek imzaları ile fon adına tapuda işlem yapabileceği hükme bağlanmıştır". Tapu işlemlerinde aşağıdaki hususların dikkate alınması gerekmektedir:

- Kurucu portföy yönetim şirketi ve portföy saklayıcısı şirketi temsilcilerinin sunulan yetki belgelerinden yönetim kurulu üyesi olduklarının tespiti,
- İmza sirkülerinin kontrol edilmesi,
- Yönetim kurulu üyesi olmayan temsilcilerin bulunması halinde ise söz konusu işlemleri yapabilmek için yönetim kurulunun yetkilendirme kararı ve imza sirküleri

uyarınca en az ikinci derece imza yetkisine sahip kişiler olup olmadıklarının da kontrol edilmesi,

- Vekaletname ile temsilde de bu olguların değerlendirilmesi.

GYF'de tapu işlemleri Tapu ve Kadastro Bilgi Sistemi (TAKBİS) üzerinden tanımlanmış olup tescil fon adına yapılmaktadır. Ancak TAKBİS uygulamalarında gerçekleşen sorunların başında Türkiye'de tapuya tescil işlemlerinin genelde alıcı ve satıcı arasında gerçekleştirilmesi, GYF'lerde ise uygulamada alıcı ve satıcıya bir de saklayıcı kurumun eklenmesi, saklayıcı kurumun TAKBİS üzerinden tanımlanmamasıdır. Uygulamada ayrıca bir diğer karşılaşılabilecek sorun GYF'lerin tebliğ değişikliği ile birlikte TOKİ-Emlak Konut ve iştirakleri gibi kurumların yapmış olduğu projelere yatırım yapabilmesidir. Projelerin tapuya tescilinin ne şekilde gerçekleştirileceğine dair bir hüküm mevzuatta bulunmamaktadır.

4. TÜRKİYE'DE GAYRİMENKUL YATIRIM FONU UYGULAMASININ DEĞERLENDİRİLMESİ

4.1 GYF Uygulamalarının Değerlendirilme Yaklaşımları

Araştırmada GYF'lerin paydaşları olan taraflarla yüzyüze görüşme metodu ve açık uçlu soru formu kullanılarak paydaşlardan Türkiye'de GYF'ler ile ilgili uygulamada ortaya çıkan sorunlar, GYF'lerin etkileri, yasal düzenlemelerdeki eksikliklerin tanımlanması ve bu bağlamda çözüm önerilerine ilişkin görüş ve değerlendirmeleri alınmıştır. Soru formlarının oluşturulmasında ülkede yeni bir araç olan ve uygulama alanı bulan fonların gelecek dönemlerde daha hızlı geliştirilerek sermaye piyasasına katkı sağlanması ve böylece ülke ekonomisi ve özellikle inşaat ve gayrimenkul sektörlerine fonların katkılarının artırılabilmesi için alınması gereken önlemlerin tanımlanması hedeflenmiştir. Araştırmanın hedef kitlesi olan paydaşlar; GYF yöneticileri, gayrimenkul değerlendirme şirketleri, saklayıcı kuruluşlar, bağımsız dış denetim firmaları, yatırımcılar ve GYF'lere ürün sağlayan şirketler olmak üzere altı grupta kategorize edilmiştir. Kategorize edilen paydaşlara aynı sorular yöneltilmeye çalışılmış ve aynı konu üzerindeki farklı yaklaşımları ve bakış açıları irdelenmiştir.

Saha çalışmasında yüzyüze görüşme ve derinlemesine araştırma veya mülakat tekniğinin seçilmiş olmasının temel nedeni; gözlem sayısının azlığı ve GYF'lerin çok yeni bir sermaye piyasası aracı olması nedeniyle konuyla ilgili tecrübesi olan yeterli sayıda uzmanlara ulaşılammış olması sayılmaktadır. Araştırmada GYF yöneticilerine 34 adet, değerlendirme şirketlerine 23 adet, saklayıcı kuruluşlara 27 adet, yatırımcılara 22 adet, bağımsız dış denetçilere 24 adet ve fona ürün sağlayanlara ilişkin 26 adet soru yöneltilmiş ve alınan cevapların gruplanması yapılmış olup, şirket veya kurum ismi verilmeden tartışılmıştır. GYF'lerin paydaşları ile yapılan görüşme sonuçlarının çizelge halinde özetlenmesi yanında elde edilen sonuçların tartışılması yapılmıştır. Derinlemesine ilişkin görüşme sonuçlarının oran veya sayı olarak ifade edilmesi yerine üzerinde görüş birliği olan hususların vurgulanması ve görüş ayrılıklarının önemli görülmesi halinde ayrıca belirtilmesi yoluna gidilmiştir.

4.2 GYF Yöneticileri ve İlişkili Kurumların Görüş ve Değerlendirmeleri

4.2.1 GYF Yöneticilerinin Görüşlerinin Değerlendirilmesi

Bünyelerinde GYF bulunan portföy yönetim şirketleri ya da gayrimenkul portföy yönetim şirketlerinin yöneticileri veya uzmanları ile yapılan görüşmelerin sonuçlarına göre GYF'lerin öncelikle ülke ekonomisi ve özel olarak inşaat ve gayrimenkul sektörlerine olan katkıları ile bu katkıların artırılması için alınması gereken önemlere ilişkin düşünceleri irdelenmiştir. Bu amaçla fiilen faaliyette bulunan 11 adet portföy yöneticisi ile görüşülmüş olup, çeşitli nedenlerle bunlardan 9 adedinin yöneticileri veya uzmanları ile daha önce hazırlanan soru formu kullanılarak görüşme yapılmıştır.

Araştırmada GYF'lerin ülke ekonomisi ile gayrimenkul ve inşaat sektörlerine katkıları incelenmiştir. Görüşülen GYF yöneticilerine göre GYF'lerin genel olarak ülke ekonomisi ve özel olarak inşaat ve gayrimenkul sektörlerine önemli katkılarının olduğu beyan edilmektedir. Sadece bir portföy yöneticisi fonların çok yeni bir yatırım aracı olması nedeniyle henüz ülke ekonomisine önemli bir katkısının gerçekleşmediğini beyanda etmiştir. Ancak gerekli desteğin verilmesi halinde GYF'lerin ülke ekonomisine katkısından söz etmek mümkün olabileceği vurgulanmıştır.

Portföy yöneticilerinin GYF'lerin ülke ekonomisine sağladıklarını düşündükleri katkıların başında yabancı yatırımcıların Türkiye'de kolaylıkla yatırım yapabilecek olması ve bu yolla ülkeye sıcak para girişinin sağlanabilmesi gelmektedir. Ülke ekonomisine sağlayabileceği diğer önemli bir katkı ise küçük birikim sahiplerinin büyük gayrimenkul yatırımlarına katılabilmeleri ve bu yolla tasarruf sahiplerinin yastık altında kalan birikimlerinin dolaşıma açılarak ülke ekonomisine canlılık getirilebilmesi mümkün görülmektedir (Çizelge 4.1). Saha çalışmalarının sonuçlarına göre GYF'lerin ülke ekonomisine katkısının; bankacılık sistemi için yeni kaynak yaratılması ve bankaların kredilerinin rahatlatılması, ülke ekonomisine yeni kaynak girişinin sağlanması ve sermaye piyasası araçlarında çeşitliliğin artırılması, yabancılara yönelik yeni yatırım alanlarının oluşturulması, döviz girişinin artırılması ve ödemeler dengesine olumlu katkı yapılması olarak sıralanması yapılabilir.

Çizelge 4.1 GYF'lerin ülke ekonomisi açısından katkıları

No	A Portföy Yöneticisi	B Portföy Yöneticisi	C Portföy Yöneticisi	D Portföy Yöneticisi	E Portföy Yöneticisi	F Portföy Yöneticisi	G Portföy Yöneticisi	I Portföy Yöneticisi
1	Daralan gayrimenkul sektörünü ve buna bağlı kredileri rahatlatması	Sıcak para girişi sağlanması	GYF'lerin sadece yurtiçinde yatırım yapma zorunluğunun bulunması ile yeni yatırımların Türkiye'de teşvik edilmesi	Denetim mekanizması sebebiyle yabancıların daha güvenli ve avantajlı yatırım yapmalarının sağlanması	Yabancı yatırımcının Türkiye'de kolaylıkla yatırım yapabilmesi	Bankaların fonlanması	Gerekli desteklerin sağlanması ile birlikte ülke ekonomisine katkıların artırılması	Sermaye piyasası araçlarının çeşitlendirilmesi
2	İşlerin kısa sürede tamamlanabilmesi için kaynak yaratabilmesi	Döviz kazandırıcı nitelikte olması	Yabancı para cinsinden yatırımın hedeflenmesi	Mevcut gayrimenkul stoklarının eritilmesine imkan vermesi	Yabancı para cinsinden yatırımın hedeflenmesi	Banka dışı fonlamanın sağlanması	Yabancı para cinsinden yatırımın hedeflenmesi	Tasarruf oranlarının ve sürelerinin artırılması
3	Mevcut gayrimenkul stoklarının eritilmesine imkan vermesi	Gayrimenkullerin menkul sermayeye dönüştürülmesine imkan sağlanması ve ekonomik güç yaratması	Sektörde mevcut gayrimenkul stoklarının eritilmesi ve balon riskinin azaltılması	Sektörde mevcut gayrimenkul stoklarının eritilmesi ve balon riskinin azaltılması	Sektörde mevcut gayrimenkul stoklarının eritilmesine imkan vermesi	Doğrudan gayrimenkul faaliyetlerine verilmeyen kredilerin başka katma değerli yatırımlarda kullanılabilmesi	Sektörde mevcut gayrimenkul stoklarının eritilmesi ve balon riskinin azaltılması	Bireysel emeklilik fonları, sigorta fonları ve kamu fonları için alternatif yatırım imkanı
4		İşlerin kısa sürede tamamlanabilmesi için kaynak yaratabilmesi				Küçük birikim sahiplerinin büyük yatırımlar yapabilme olanağının verilmesi		
5		Küçük ve nitelikli yatırımcıları yatırıma özendirilecek nitelikte olması						
6		Yeni piyasa ve oyuncular yaratarak farklı yatırım ürünleri sağlayacak nitelikte olması						

Portföy yöneticileri genel olarak GYF'lerin inşaat ve gayrimenkul sektörlerine katkılarının olabileceği yönünde görüş bildirmişlerdir. Bir diğer hem fikir oldukları görüş de mevcut konut ve ticari gayrimenkul stokunun erimesinde GYF'lerin önemli katkılarının olabileceği vurgulanmaktadır. Esasen fonların alternatif bir finansman sistemi olması, inşaat sektörüne şeffaflık getireceği, inşaat firmalarına yeni satış kanalı getirmesi gibi görüşler de GYF'lerin inşaat sektörüne getireceği diğer katkılar arasında sayılabilmektedir (Çizelge 4.2).

GYF'lerin inşaat ve gayrimenkul sektörlerine katkılarının başında sektördeki kayıt dışılığın azaltılması, süreçlerin şeffaflaştırılması, değerlendirme ve dış denetim çalışmasının geliştirilmesi ile sektörlere önemli katkıların yapılması mümkün görülmektedir. Türkiye'de gayrimenkul ve inşaat sektörlerinde genel olarak kayıtdışı çok yüksek olup, bu özellikle alım-satım değeri ile alış-veriş işlemlerinde çok daha yaygın olduğu bilinmektedir. Her iki sektörde geleneksel işletmelerin temel özellikleri arasında; kayıt dışılık profesyonel yönetim olmaması, faaliyetin sürekliliğinin olmaması ve yenilikçilik kapasitesinin sınırlılığı öncelikle sayılmaktadır. Bu alanda özellikle gayrimenkul yatırım ortaklıkları, irtifak hakkı sahibi sermaye şirketleri, varlık ve tesis yönetimi işletmeleri, varlık kiralama şirketleri, gayrimenkul yatırım fonları ile değerlendirme şirketleri, yeni işletme modelleri hızla gelişmekte ve yeni yapılanma ile arazi edinimi, imar, inşaat işleri, üretim ve pazarlama stratejileri büsbütün değişmektedir (Tanrıvermiş 2016).

Özellikle GYF'lerin kurulması ile sektörün için yeni bir satış kanalı ortaya çıkmış ve özellikle geliştirilen ürünlerin toplu satışının yapılması ile pazarlama giderlerinin azaltılması, üretilen bağımsız bölümlerin kısa sürede satışı, satılmayan ünite sayısının azaltılması ile olası balon risklerinin hafifletilmesi ve sektörün yeni bir finansman yönetimi ile buluşmasının özel önem taşıdığı vurgulanmalıdır. Bunlara ilave olarak inşaat ve gayrimenkul sektörlerinde GYF'ler ile know-how sağlanması ve yönetim becerilerinin geliştirilmesi, işlemlerin kayıt altına alınması, yatırım analizleri ve gayrimenkul geliştirme çalışmalarının profesyonelleştirilmesine de katkı yapılması mümkün olacaktır. Bu çerçevede İslami finans modelini benimseyen GYF'lerin kurulması, özellikle İslam ülkelerinden gelecek yabancı yatırımcılar için önemli bir avantaj sağlayacağı açıktır.

Çizelge 4.2 GYF'lerin inşaat sektörü açısından katkıları

No	A Portföy Yöneticisi	B Portföy Yöneticisi	C Portföy Yöneticisi	D Portföy Yöneticisi	E Portföy Yöneticisi	F Portföy Yöneticisi	G Portföy Yöneticisi	H Portföy Yöneticisi	I Portföy Yöneticisi
1	İnşaat firmalarına yeni satış kanalı oluşturulması	Arazi ve arsaların daha efektif kullanılmasına imkan tanınması	GYF ile şeffaf olmayan inşaat sektörünün şeffaf, elle tutulur ve kurallara uygun bir sektör haline gelmesi	İnşaat sektörünün kar realizasyonuna yardımcı olması	Büyük ölçekli gayrimenkullerin stoklarının eritilmesi	Konut stokunun erimesine yardımcı olması	Gerekli yasal alt yapının sağlanması durumunda sektöre ciddi anlamda katkısının olması	İnşaat firmalarına finansman sağlanmış olacak	Geliştiricilerin ürünlerini toplu olarak satabilmeleri
2		İşin kanunlara, mevzuata uygun ve kaliteli yapılmasını sağlaması				Bankalara gerek kalmadan finansman sağlanması			Geliştiricilerin fonların kabul edebileceği kalitede ve yasal şartlarda inşaat yapmaları
3		Sektörün gelişmesine olanak sağlaması							
4		Sektörün edinilen know-how ile globalleşmesine imkan tanınması							

Görüşme yapılan fon yöneticilerinin hemen hepsi GYF'lerin gayrimenkul sektörüne katkısı olacağı yönünde görüş bildirirken, sadece bir yönetici GYF'lerin henüz gayrimenkul sektörüne bir katkısının olmadığını ve gelecek yıllarda belirgin biçimde anlaşılabilirliğini belirtmişlerdir. Buna ilave olarak GYF'lerin gayrimenkul sektörü açısından önemli katkısının yatırım yapılan gayrimenkulün mevcut olan planlara da uyum göstermesi neticesinde bu tür gayrimenkullerin yapımının fazlaşması ve gayrimenkul sektörünün iyileşmesi olarak gösterilebilmektedir. Görüşme yapılan gayrimenkul fon yöneticileri GYF'lerin finans sektörü açısından da riskin dağıtılmasına olanak sağlayan önemli bir enstrüman olduğunu belirtmişlerdir (Çizelge 4.3).

Saha çalışmasının sonuçlarına göre yöneticiler GYF'lere yatırım yapmanın pek çok avantajı bulunduğu konusunda hem fikir olmuşlardır. GYF'lere yatırım yapma nedenlerinin başında GYF'lerin alanında uzman kişiler tarafından profesyonel olarak yönetilmesi ve yatırımcının tasarruflarını uygun yerlerde değerlendirilecek olması gelmektedir. Büyük nitelikli projelere tek başına yatırım yapamayacak olan küçük yatırım sahiplerine de büyük katkı sağlayacak olan GYF'ler sayesinde yatırım yapılabilirliğin önü açılmaktadır. GYF'lerin SPK tarafından denetlenmesi de tasarruf sahiplerinin yatırımlarının nerelerde değerlendirildiğinin izlenmesi ve denetlenmesine imkan sağlamaktadır. Ayrıca tapu gibi işlemlerdeki kolaylık da GYF'lere yatırım yapma nedenleri arasında yer almaktadır (Çizelge 4.4).

Bireysel olarak taşınmaz edinen kişi ve kurumların bakım – onarım, yenileme çalışmaları ile mali yükümlülüklerin olması ve bunların doğrudan malikler tarafından yapılmasının gerekmede olması nedeniyle maliklere ilave yük getirmektedir. Halbuki GYF'lerin taşınmaz yönetimi işlerini yapmaları nedeni ile yerli ve yabancı yatırımcılara önemli katkısının olduğu ortaya çıkmaktadır. Paydaş görüşlerine göre GYF'lerin inşaat ve gayrimenkul sektörlerine önemli katkısının olabilmesi yanında yatırım yapan yerli ve yabancı kişi ve kurumlara da avantajının olduğu açıkça ortaya çıkmaktadır. Paydaş görüşmelerinin sonuçları ile saha çalışması aşamasında incelenen örnek olayın sonuçları, GYF'lerin yatırımcı için önemli bir avantaj olduğunu göstermektedir.

Çizelge 4.3 GYF'lerin gayrimenkul sektörü açısından katkıları

No	A Portföy Yöneticisi	B Portföy Yöneticisi	C Portföy Yöneticisi	D Portföy Yöneticisi	E Portföy Yöneticisi	F Portföy Yöneticisi	G Portföy Yöneticisi	H Portföy Yöneticisi	I Portföy Yöneticisi
1	Yabancı yatırımcıların Ülkemiz gayrimenkullerine çok daha kolay yatırım yapma imkanı tanınması	Gayrimenkullerin menkulleştirilerek sürdürülebilir yatırım aracı olmasına imkan tanınması	Fonların yapmış oldukları yatırımlarla girmiş oldukları bölgeyi canlandırmaları ve gayrimenkul sektörünün gelişimine katkı sağlaması	Gayrimenkul sektörünün sağlıklı büyümesi	Gayrimenkul sektörüne yatırım yapmak isteyen yatırımcılar için yeni bir alternatif olması	Yatırımların kurumsallaşması	GYF'lerin tapuda yapmış olduğu işlem sayısı Temmuz/2017 itibarıyla 10 adedi geçmediğinden gayrimenkul sektörüne herhangi bir katkısı bulunmamaktadır.	Durağan seyreden piyasada işlemlerin artması	Gayrimenkul yatırımlarının kurumsallaştırılması
2		Konusunda uzman, eğitilmiş ve deneyimli kadrolar yaratacak olması			Doğrudan gayrimenkul alım ya da satım işiyle ilgilenmek isteyenler için yatırım ve geri dönüş süresinin kısalığı				Gayrimenkul piyasasının şeffaflaşması
3		Alıcı ve satıcılara ekonomik imkanlar yaratabilmesi							Özellikle ticari ürünlerin parça parça satılması nedeniyle ortaya çıkan yönetim problemlerinin ve değer düşüklüğünün önüne geçilmesi
4		Yaşam alanı imkanları olan, ekonomik değerler yaratabilen, altyapı ve çevre düzeni problemleri olmayan alanlara yatırım yapılacak olması nedeniyle sektörün birey-toplum ihtiyaçlarına yönelik çalışmalarını yanında mevcut planlara da uyum göstermesi							Ailelerin atıl durumda bulunan gayrimenkullerini GYF'ler aracılığı ile ekonomiye kazandırabilmeleri

Çizelge 4.4 Yatırımcıların GYF'lere yatırım yapma nedenleri

Yatırım Nedenleri	A Portföy Yöneticisi	B Portföy Yöneticisi	C Portföy Yöneticisi	D Portföy Yöneticisi	E Portföy Yöneticisi	F Portföy Yöneticisi	G Portföy Yöneticisi	H Portföy Yöneticisi	I Portföy Yöneticisi
1	Alım-satım işlemlerindeki kolaylık	İşin kalitesinin uzmanlarca denetlenmesi	Vergi avantajının olması	Daha karlı gayrimenkullere yatırım imkanı sağlaması	Profesyonel yönetim hizmeti	Bakım-onarım gibi yönetim işleri ile uğraşılmaması	Vergi avantajlarından yararlanılması	Vergi avantajının olması	Bireysel yatırımların kolektif yatırımlara dönüşmesi
2	Yatırımcıların diledikleri an paylarını nakde çevirebilmeleri	GYF tüzük ve izahnamelerin ve uygulamalarının SPK onay ve denetiminde olması hem fona yatırım yapan yatırımcıları hem de fon kurucularına güven vermesi	Operasyon kolaylığının olması	Nispeten daha likit olması	Yüksek riskli fonların diğer yatırım araçlarına göre agresif getiri istatistikleri	Profesyonel kişilerce yatırımların yönlendirilmesi	Profesyonel kişiler tarafından yatırımların yapılabilmesi	Büyük ölçekli gayrimenkullere yatırım yapılabilmesi	Profesyonel yönetim imkanı
3	Tek bir yatırımcının tek başına yatırım yapamayacağı büyüklükteki gayrimenkullere kolaylıkla yatırım yapabilmesi		Profesyonel yönetimin olması	Vergi avantajlarının bulunması	Güvenilir, şeffaf ve SPK denetiminde olması	AVM, ofis gibi büyük çapta yatırımlara da yatırım yapabilmesinin mümkün olması		SPK denetimi sayesinde yatırımların şeffaf olması	Ölçek ekonomisi
4	Profesyonel gayrimenkul yatırım aracı olması		Mal varlığı ayrılığı						Portföy çeşitliliği ile risklerin dağılımı
5	Vergi avantajları sağlaması		Ölçek ekonomisi						

Saha çalışması aşamasında görüşülen GYF portföy yöneticilerine göre GYF'lerin önemli avantajları yanında bazı dezavantajları da bulunmaktadır. Görüşmede verilen yanıtlar arasında en çok GYF'lerin vergisel anlamda avantajının bulunduğu belirtilmiştir. Bunun dışında GYF'lerin SPK tarafından denetlenmesi neticesinde fonların sağlamış olduğu kurumsallık ve şeffaflık diğer sayılan avantajlardandır. GYF'ler sayesinde bireylerin tek tek yapabilecekleri yatırımların toplu halde yapılarak fiyat avantajı sağlaması da verilen yanıtlar arasında gelmektedir (Çizelge 4.5).

Portföy yönetim şirketi yöneticilerine GYF'lerin dezavantajı olup olmadığına ilişkin bunların neler olduğuna dair soru yöneltilmiştir. Portföy yönetim şirketlerinden 3 adedi GYF'lerin herhangi bir dezavantajı olmadığı konusunda birleşmişlerdir. Diğer yöneticilere göre ise ülkede henüz yeni bir yatırım aracı olması sebebiyle yasal çerçevede meydana gelen eksiklikler, yurtdışında yatırım yapılamaması ve GYF'lerde bazı masraf kalemlerinin olmasının başlıca dezavantajlar arasında sayılması gerektiği belirtilmektedir (Çizelge 4.6). GYF'lerin gayrimenkul yatırımlarının menkulleştirilmesi ve uluslararasılaşma açısından önemli katkılarının sıklıkla literatürde vurgulanması dikkate alındığı zaman, Tebliğde yapılabilecek değişiklik ile fonların yurt içinde kurulması ve belirli bir büyüklüğe ulaşmasından sonra yurt dışında da yatırım yapabilmesi mümkün olmalıdır.

Türk inşaat sektörünün yurt dışı taahhüt işlerinin boyutları ve gelişme eğilimleri birlikte ele alındığı zaman GYF'lerin de yurt dışı projelere ve ticari gayrimenkul yatırımlarına katılmalarının sağlanmasının yararlı olabileceği ortaya çıkmaktadır. Diğer yandan GYF'lerin yatırımlarının hızlandırılması ve yabancı yatırımcıların sektöre ilgilerinin artırılması bakımından işletme giderleri ve yasal yükümlülüklerin azaltılması da gerekli görülmektedir. Bu çerçevede sektörün değerlendirme, dereceleme, bağımsız dış denetim ve diğer paydaşlarının mutlaka uluslararası düzeyde akredite olmuş kişi ve kurumlar olmasının başta SPK olmak üzere ilgili kamu otoriteleri ve meslek örgütleri tarafından sağlanması ve yabancı yatırımcılara bu yolla da ilave güvence verilmesi mümkün olabilmelidir. Fon operasyon maliyetlerinin azaltılması, yatırımcının getiri oranına olumlu etki yapacak ve uluslararası kurumlarla çalışma da psikolojik olarak yatırımcı olumlu etkileyecek etkenler arasında olacaktır.

Çizelge 4.5 GYF'lerin avantajları

Avantajlar	A Portföy Yöneticisi	B Portföy Yöneticisi	C Portföy Yöneticisi	D Portföy Yöneticisi	E Portföy Yöneticisi	F Portföy Yöneticisi	G Portföy Yöneticisi	H Portföy Yöneticisi	I Portföy Yöneticisi
1	Toplu alımlardan dolayı fiyat avantajı	Gayrimenkul ve inşaat sektörüne kaynak yaratması	Gayrimenkulün ana yatırım olması	Geniş yatırım alanları	Gayrimenkulün menkul kıymetleştirilmesi	Vergi avantajı	SPK denetiminin olması	Değerleme fiyatı üzerinden iskontosuz fiyatlanması	Kollektif yatırım yapma
2	Vergisel avantajlar	Yatırımcıların yatırımlarının maddi teminat altında olması	Fon toplam değerini aynen katılma belgelerine yansıtması	Yüksek denetim	Vergisel Avantajları	Kurumsallık	Vergisel yönden avantajlı olması	Vergisel avantajlar	Katılma paylarının yatırımcılar arasında devri
3	Kolay operasyonel işlemler	Gayrimenkullerin menkulleştirilerek sermaye piyasası aracılığı olmasına imkan tanınması	Tebliğin yatırımcıyı korumaya yönelik kısıtlamaları içermesi	Vergisel avantajlar	Şirketler için uluslararası platformlarda prestij sağlaması	Şeffaflık		Çeşitlilik sağlaması	Vergi avantajı
4		Uluslararası yatırımcıya ulaşabilme imkanı yaratabilmesi						Yasal güvencenin olması	Katılma payı fiyatlarının portföydeki varlık değerlemesi ile oluşması
5								Ölçek avantajı sağlaması	

Çizelge 4.6 GYF'lerin dezavantajları

Dezavantajlar	A Portföy Yöneticisi	B Portföy Yöneticisi	C Portföy Yöneticisi	D Portföy Yöneticisi	E Portföy Yöneticisi	F Portföy Yöneticisi	G Portföy Yöneticisi	H Portföy Yöneticisi	I Portföy Yöneticisi
1	KDV ve taşıma maliyetlerinin yüksekliği	İnşaat, gayrimenkul proje geliştirme, gayrimenkul yönetimi, gayrimenkul finansmanı ile yapı denetimi ve piyasa analizleri konularında uzmanlara ihtiyaç olması	Türkiye için yeni bir yatırım aracı olması	Saklama ve değerlendirme hizmetlerinden kaynaklanan masraflar	KDV ve taşıma maliyetlerinin yüksekliği	Tebliğ ve diğer yasal düzenlemelerin eksiklikleri ve sınırlayıcı yönlerinin olması	KDV ve taşıma maliyetlerinin yüksekliği	Yurtdışında gayrimenkul yatırımı yapılamaması	Katılma payının fonun sahibi olduğu gayrimenkullerde kullanım hakkı verilmemesi
2	Tebliğ ve diğer yasal düzenlemelerin eksiklikleri ve sınırlayıcı yönlerinin olması	Yatırımcılara karşı yasal ve idari sorumluluklar	Tebliğ ve diğer yasal düzenlemelerin eksiklikleri ve sınırlayıcı yönlerinin olması	Tebliğ ve diğer yasal düzenlemelerin eksiklikleri ve sınırlayıcı yönlerinin olması	Tebliğ ve diğer yasal düzenlemelerin eksiklikleri ve sınırlayıcı yönlerinin olması	KDV ve taşıma maliyetlerinin yüksekliği	Tebliğ ve diğer yasal düzenlemelerin eksiklikleri ve sınırlayıcı yönlerinin olması	Tebliğ ve diğer yasal düzenlemelerin eksiklikleri ve sınırlayıcı yönlerinin olması	Yurtdışında gayrimenkul yatırımı yapılamaması
3		Kamu kurum ve kuruluşları nezdinde işin yönetiminin bürokratik uzun süreçlerinin olması							

Araştırmaya katılan portföy yöneticileri, gayrimenkul alım-satımından ziyade GYF'lere yatırım yapmanın daha karlı olduğunu beyan etmişlerdir. Sadece 1 portföy yöneticisi doğrudan ya da dolaylı olarak yapılan yatırımların avantajının gayrimenkul türüne veya getirisine göre değiştiğini vurgulamıştır. Görüşme sonuçlarına göre doğrudan yatırımlara nazaran GYF'lere yatırım yapmanın daha avantajlı olma nedenleri aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir:

- Gayrimenkul alımında takip edilmesi gereken tapu işlemleri, belediye işlemleri ile ilgili diğer kurumlardan görüş alınmasına gerek olmadığı için işlemleri çok daha pratik ve kısa sürede tamamlanan bir yatırım aracı olması
- Katılma paylarını fona iade edilebilme olanakları bulunmasından direkt alım-satımlara göre daha likit bir yatırım olması,
- Vergisel avantajlarının bulunması,
- Fonun aynı zamanda toplu alıma olanak sağlaması nedeniyle daha düşük fiyattan gayrimenkul alınabilmesinin mümkün olması,
- Gayrimenkullerin menkulleştirilmesine imkan tanıyarak hızlı geri dönüşüm sağlaması,
- Gayrimenkullerin kısa bir süre içerisinde satılmasına olanak sağlanabilmesi,
- Denetimi olan ve güvenilir yatırımlar olması nedeniyle yatırım risklerinin azalması ve yatırım yapılan gayrimenkullerin yüksek kaliteye sahip olması,
- Büyük ölçekli gayrimenkullere yatırım yapılabilme olanaklarının bulunması,
- Fonun profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmesi,
- Tasarruf sahiplerinin fona yatırım yapmaları sebebiyle fon çeşitliliğinden faydalanabilmesi.

GYF'lerin bir diğer sermaye piyasası aracı olan gayrimenkul sertifikalarına (GS) göre rakip ya da birbirlerini tamamlayan araçlar olup olmadığı sorusuna portföy yöneticileri çeşitli açılardan yaklaşmışlardır. Buna göre GYF ve GS'lerin ana faaliyet konusunu gayrimenkul yatırımları oluşturması sebebiyle birbirlerine rakip araçlar gibi düşünülse de GS'lerin borsaya kote olmaları ve yatırımcıların niteliklerinin farklı olması, karşılaştırılan iki sermaye piyasası aracını birbirine rakip olmaktan çıkarmıştır. Bu bağlamda GYF'lerin ve GS'lerin birbirini destekler nitelikte araçlar olduğu portföy

yöneticileri tarafından beyan edilmiştir. Hatta gayrimenkule dayalı bütün sermaye piyasası araçları arasında büyük ölçüde tamamlayıcılık özelliğinin bulunduğu gözlenmektedir.

GYF'lere sadece nitelikli yatırımcıların yatırım yapabilmesi, GS'lerde ise böyle bir uygulamanın söz konusu olmaması, aynı zamanda GYF'lerin GS'lere de yatırım yapabilmesi durumlarının isabetli bulunup bulunmadığına dair düşünceleri sorulan portföy yöneticilerine göre GYF'lerin, GS'lere de yatırım yapabilmesinin fondaki gayrimenkullerin risk dağılımının çeşitlendirdiğini, ancak GS'lerin borsaya kote olmaları nedeniyle bu yatırımın riskli bir yatırım aracı olduğuna dikkat çekmektedir. GYF'lere nitelikli yatırımcıların yatırım yapabilmesi, GS'lere ise her türlü yatırımcının yatırım yapabilmesi ise yöneticiler tarafından isabetli bulunmuş olup, bu durumun sistemin sürdürülebilirliği açısından önemli olduğu ortaya konmuştur. Yalnızca bir portföy yöneticisi gayrimenkul sertifikalarının proje finansman aracı olduğundan içinde barındırdığı proje ve geliştirici riskinden ötürü bu yatırımın da nitelikli yatırımcılar tarafından yapılması gerektiğini belirtmiştir.

Portföy yöneticileri Türkiye'de GYF'lerin gelişim potansiyelini genel olarak "yavaş gelişme eğiliminde" olarak tanımlamışlardır. Gelişim potansiyeli görece olarak değişmekte olup, soru formuna katkıda bulunan portföy yöneticilerinin bir kısmı ise "hızlı gelişme eğiliminde" yanıtını vermişlerdir. GYF'lere ilişkin fon yöneticilerine göre uygulamada doğabilecek temel sorunların genel olarak aşağıdaki gibi sıralanmaktadır:

- GYF paydaşları ve ilgili kuruluşlarda yer alan personelin teknik konularda olan eksikliği ve bu konularla ilgili kurumlarda çalışan personellerin eğitilmesi gerekliliği,
- GYF konusunda hem reel sektörü, hem de kamu sektörü gözlemleyip denetleyebilecek tek bir birim kurulmasının gerektiği,
- Yabancı yatırımcıların ülke riski nedeniyle yatırım yapmamaları,
- Mevzuatta henüz kesinleşmeyen hususların mevcut olması ve Tebliğde yer alan bazı maddelerin yoruma açık olması,

- Gayrimenkullerin yapısı gereği likit varlık olmayışının beraberinde risk barındırması,
- Yabancı yatırımcılara vergi teşviki gibi teşviklerin yetersiz olması,
- GYF’lerde KDV istisnasının bulunmaması,
- GYF’lere aynı sermaye konulamaması,
- Gelecek yıllarda tapu ve arsaların imar haklarına ilişkin olarak yaşanabilecek sıkıntıların yaşanması riskinin muhtemel olması.

GYF’lerin yatırım yapacakları gayrimenkul türü iç tüzükle belirtilebilmekte ve sadece iç tüzükte yer alan o gayrimenkul türüne göre yatırım yapılabilir. Ya da fon portföyü içerisinde farklı gayrimenkul türlerini barındırabilmektedirler. GYF yöneticilerinin en fazla hangi gayrimenkul türüne yatırım yapmak istedikleri sorusuna GYF yöneticileri çeşitli yanıtlar vermişlerdir. Saha çalışmalarının sonuçlarına göre en fazla ticari gayrimenkullere yatırım yapma eğiliminde oldukları saptanmıştır. Ticari gayrimenkullere yatırım yapmayı istemelerinin nedenleri arasında satış getirilerinin yüksek olması, yatırımın geri dönüş süresinin kısalığı ve sürdürülebilir bir yatırım aracı olması gelmektedir. Ayrıca GYF yöneticileri getiri oranlarının yüksek olması, nakde dönüştürülmesinin kolaylığı ve satış oranlarının yüksek olması nedenleriyle konut yatırımlarını tercih etmektedir. Henüz yeterince bilinmeyen veya doymamış pazar olması bakımından lojistik, eğitim ve sağlık yatırımları da GYF yöneticilerinin tercihleri arasında ilk sıralarda gelmektedir (Çizelge 4.7).

GYF yöneticilerinin gayrimenkul yatırımı yapmada dikkat ettikleri hususlar ise aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Alış bedelinin yatırım yapılabilir düzeyde olduğu,
- Kira veya satış getirisi yüksek,
- Kolay satılabilir veya kiraya verilebilir ve likidite riski düşük,
- Mevzuatta kısıtlamanın olmadığı,
- Uygun konuma sahip,
- Yapı denetim uygunluğu bulunan,
- Onaylı mimari projeye uygun olarak inşa edilmiş olması,
- Gelişme potansiyelinin yüksek olması,

- Bina veya konut yatırımlarında iskan problemi olmayan,
- Alternatif yatırım araçlarına göre getirisinin yüksek olması,
- Fonun kendi yatırım stratejilerine uyan bulunan gayrimenkuller olması.

Çizelge 4.7 GYF yöneticilerinin yatırım tercihleri

Gayrimenkul Türü	Yatırım Gereçesi
Ticari (dükkan-ofis)	Satış getirisinin yanında satış anına kadar kira getirisi de sağlayabilmesi Nakde dönüştürülmesi kolay olması
Konut (lokasyon durumuna göre)	Satılabilirlik oranı yüksek, inşaatı yapan şirketlerin güvenilirliği ve yüksek kazanç oranları yaratabilecek nitelikte olması
Arsa - arazi	Değer artış potansiyelinin yüksek olması
Kıra getirili varlıklar	Düzenli temettü dağıtması
Sorunlu varlıklar (distressed assets)	Potansiyel getiri
Ticari	Getiri potansiyelinin yüksek olması Daha güvenli ve geri dönüş süresinin daha kısa olması
Ticari gayrimenkul (ofis, AVM, cadde mağaza, endüstriyel tesis gibi)	Sürdürülebilir yatırım aracı olması
Lojistik, eğitim ve sağlık yatırımları	Bilinmeyen veya doymamış pazar olması

Türkiye’de GYF mevzuatında yer alan vergisel avantajların yeterli olup olmadığı sorusuna GYF yöneticilerinin büyük çoğunluğu “yetersiz” yanıtını vermişlerdir. Özellikle gayrimenkul alım-satımında ödenen tapu harçlarına sat-geri kirala işlemlerinde olduğu gibi istisna getirilmesi, gayrimenkul alımlarında ödenen KDV’nin gayrimenkul satışına kadar fon üzerinde kalması nedeni ile fona gayrimenkul alımlarında KDV istisnası uygulanması gerektiği, portföy yöneticileri tarafından vergisel anlamda düzeltilmesi gereken eksikliklerin başında gelmektedir. Menkul kıymet fonları, girişim sermayesi fonları ve gayrimenkul yatırım fonlarının aynı vergi rejiminde ve benzer vergi avantajlarına sahip olması, Türkiye’nin içinde bulunduğu ekonomik ve siyasi koşulları içerisinde gayrimenkul yatırımlarının kurumsallaşması adına GYF’lerde vergisel teşviklerin olmasının son derece önemli olduğu verilen yanıtlar arasında yer almaktadır.

GYF yöneticilerinin gayrimenkul yatırımları yapmadan önce almış oldukları değerlendirme raporlarının sayısı her fonda değişkenlik göstermektedir. Bu yöndeki soruya portföy yöneticileri tarafından en fazla 4 adet değerlendirme raporunun alınmış olduğu beyan

edilmiştir. Genel olarak gayrimenkul yatırımı yapmadan önce alınan değerlendirme raporu sayısı ise 1 adettir. Portföy yöneticilerinin değerlendirme şirketleri arasından SPK lisanslı şirketleri seçmeleri mevzuat gereği zorunluluk olup, bu konuda en çok dikkat ettikleri husus ise firmaların bilinirliği ve firmanın iş tecrübesi olmaktadır. Firmanın daha önce GYF değerlemesi yapmış olması da portföy yöneticileri tarafından bir tercih sebebi olarak gösterilmektedir. Firmanın uluslararası düzeyde akredite olmuş olması ve GYF'lerin masraf kalemlerinin düşmesi adına fiyat avantajı sağlayan firmalara yönelim olması da verilen yanıtlar arasında sayılmaktadır. Alınan değerlendirme raporlarının kalitesi ise portföy yöneticileri tarafından "yeterli" bulunmakta olup, GYF'lerin gelişimi ve fona yabancı ilgisi bakımından gayrimenkul ve varlık değerlendirme çalışması ve rapor kalitesi yaşamsal öneme sahiptir. Bu çerçevede yabancı yatırımcı çekmek isteyen fon yöneticilerinin mutlaka raporlarının Türkçe ve yabancı dilde alması ve raporların hazırlanmasında uluslararası düzeyde akredite olmuş Gayrimenkul Geliştirme ve Yönetimi Uzmanlarına önem ve öncelik verilmesinin gerekli olduğu, görüşme yapılan sınırlı sayıdaki yabancı yatırımcılarca da sıklıkla ifade edilmektedir.

Saha çalışmalarında GYF portföy yöneticilerine göre gayrimenkul değerlendirme çalışmalarında öncelikle dikkat edilmesi gereken temel hususlar aşağıdaki gibi sıralanmaktadır:

- Karşılaştırmalı satış analizinde emsallere uygunluk,
- Ticari gayrimenkullerde kiralama değerinin hesaba katılması,
- Mevzuat gereği gayrimenkullerin fon portföyüne dahil edilip edilemeyeceği,
- Taşınmazın üzerinde satmaya veya kiralamaya yönelik kısıtlamaların bulunmaması,
- Gayrimenkullerin ruhsat ve projeye uygunluğu,
- Yasal izinlerin alınmış olması,
- Taşınmazın imar durumu,
- Taşınmazın üzerinde yer alan kısıtlamaların durumu,
- Taşınmazın yer aldığı çevrenin analizi, arz-talep dengesi,
- Ekonomik konjonktür,
- Gayrimenkulde meydana gelecek potansiyel değer artışının hesaba katılması,
- Likidite riskinin hesaba katılması,
- Rayiç bedelden ziyade piyasa fiyatının hesaba katılması,

- Gayrimenkulün fiziksel özelliklerinin değerlendirilmesi.

GYF portföy yöneticilerinin verdikleri yanıtlara göre yabancı yatırımcıların en fazla ilgi gösterdikleri gayrimenkul türleri fonların getiri durumuna ve yüksek kira gelirlerine göre değişmekte olup en çok gerçek kişiler bazında konut ve tüzel kişiler bazında AVM gibi yatırım değeri yüksek ticari gayrimenkullerdir. Ayrıca gelişmekte olan projeler, lojistik tesisler gibi gayrimenkullere yönelik ilginin de olduğu yöneticiler tarafından verilen yanıtlar arasındadır. Yabancı yatırımcıların yatırım yeri tercihleri arasında İstanbul ili başta gelmekte ve bunu Bursa, Yalova ve Çanakkale illeri izlemektedir.

Türkiye’de yabancıların GYF’lere yönelik ilgi seviyesinin durumuna ilişkin portföy yöneticilerinin vermiş oldukları yanıtlar farklılık göstermektedir. Verilen yanıtlar yabancıların ilgi seviyelerinin ekonomik ve siyasi konjonktüre bağlı olarak değiştiğini göstermekte olup soru formuna verilen yanıtlardan genel anlamda ilginin arttığı görüşü çıkmıştır. Ancak son dönemlerde Türkiye’nin içinde bulunduğu ikili ilişkiler neticesinde yabancıların ilgi seviyesinin düştüğü ya da hızla düştüğü yönünde görüş bildiren portföy yöneticileri de bulunmaktadır. Yabancıların ilgi seviyelerini artırabilmek için içinde bulunulan siyasi ve ekonomik durumun iyileştirilmesi, yabancı yatırımcılara yönelik hukuki düzenlemelerin yapılması, jeopolitik risklerin azaltılması, döviz kurlarının belirli bir seviyede tutulabilmesi, yabancı sermayeyi çekebilecek ekonomik reformların düzenlenmesi gerektiği fon yöneticileri tarafından beyan edilmiştir. Yabancı sermayenin Türkiye’ye girişinde öncelikli amaç ise yatırımların uzun vadeli yatırımlara yönelik olabilmesini sağlamaktır.

GYF portföy yöneticilerinin vermiş oldukları yanıtlara göre Türkiye’de yatırım yapmak isteyen yatırımcıların çoğunu Körfez Ülkeleri’nden gelen yabancı yatırımcılar oluşturmaktadır. Körfez Ülkeleri’nin en çok yatırım yapmak istedikleri il İstanbul olup, Bursa, Çanakkale ve Yalova gibi özellikle Marmara Bölgesi’ndeki illerin gayrimenkul piyasaları da yoğun ilgi görmektedirler. Körfez Ülkeleri’nin yatırım yapma eğiliminde olma nedenleri arasında gayrimenkullerin fiyatı, kalitesi, ulaşım kolaylığı, havaalanına yakınlığı ve çevresel özellikler gibi faktörler etkili olmakta iken, sadece prestij sağlamak için yapılan yatırımların da olduğu dikkat çekmektedir. Ancak Türkiye’nin

içinde bulundurduğu politik riskler de yabancı yatırımcının yatırım yaparken dikkat ettiği hususlar arasında yer almaktadır. Avrupa Ülkeleri'nden gelen yabancı yatırımcıların aradıkları kriter arasında daha çok risk düzeyi düşük olan gayrimenkul yatırımlarını tercih ettikleri tespit edilmiştir (Çizelge 4.8).

Çizelge 4.8 Yabancı yatırımcıların Türkiye'deki yatırım tercihleri

Ülke	Proje Türü	İl	İlçe	Dikkat Edilen Hususular
Körfez Ülkeleri	Konut	İstanbul	Bağcılar	Konfor, fiyat, kalite, havaalanı, ulaşım
İngiltere	Genel	İstanbul	Merkeze yakın	Müteahhit firma, inşaat kalitesi, yatırım bölgesi, yerel özellikler
Körfez Ülkeleri	Konut ve AVM	İstanbul	-	Politik riskler
Avrupa Ülkeleri	Sabit getirili düşük riskli gayrimenkuller	İstanbul	-	Politik riskler
Körfez Ülkeleri	Her türlü gayrimenkul	İstanbul, Bursa, Çanakkale ve Yalova	-	Prestij

GYF'lerde asgari fon büyüklüğünün 10.000.000 TL tutarında olması ve bu tutarın azaltılıp ya da artırılması hususunda fikir beyan eden fon yöneticileri genel anlamıyla belirtilen tutarın yeterli olduğu konusunda görüş bildirmişlerdir. Sadece bir GYF yöneticisi asgari büyüklüğü 50 ile 100 milyon TL arasında olması gerektiğini belirtmiştir. Buna ilave olarak aynı sermaye konulmasında mutlaka yeni düzenleme yapılması gerektiği de vurgulanmaktadır.

GYF yöneticilerinin tapuda tescil işlemleri sırasında oluşan ya da oluşabilecek sorunlar olup olmadığı konusunda verdikleri yanıtlar ise değişim göstermektedir. Büyük çoğunlukla tapu tescil işlemleri sırasında oluşan bir sorun olmadığına değinen GYF yöneticileri olası sorunlara karşılık tapu çalışanlarının bilgilendirilmesi ve mevzuata hakim olmaları konularında çalışma yapılması gerektiği hususlarında görüş bildirmişlerdir.

GYF yöneticileri dünyadaki örnekleri ile karşılaştırıldığı takdirde Türkiye’deki yasal düzenleme ve uygulamaların genel olarak yetersiz olduğu kanaatini paylaşmışlardır. Uygulamada doğan sorunlarda menkul kıymet fonlarının baz alındığı, ancak GYF’ler için ayrıca daha kapsamlı yasal düzenlemeler yapılması gerektiği, GYF’lere sadece nakdi sermayenin değil, aynı zamanda aynı sermayenin de konulabilmesi, vergi yükümlülüğüne ilişkin düzenlemelerin genişletilmesi ve finansal kiralama şirketlerine sağlanan sat-geri kirala işlemlerinde olduğu gibi kolaylık sağlanan tapu harçları gibi düzenlemelerin GYF’ler için de uygulanabilmesi yapılması gerekli düzenlemeler arasında yer almaktadır (Çizelge 4.9).

Çizelge 4.9 GYF yöneticilerinin tebliğde yer almasını istedikleri konulara ilişkin görüşler

Tebliğde Eksik Bulunan Hususlar	Önerilen Tebliğ Hükümüne İlişkin Açıklama
Temsil	Şirket genel müdürü, genel müdür yardımcıları ve birim müdürlerine de temsil yetkisi tanımlanmalı
Gayrimenkul yatırımı sınırlamaları	Sadece TOKİ-Emlak Konut projelerine değil tüm projelere iskan çıkmadan yatırım yapılabilmeli
Menkul kıymet sınırlamaları	Birçok menkul kıymetin fona alım kısıtlamaları kaldırılmalı
Tebliğde yoruma açık konuların olması (Emlak Konut ve TOKİ Başkanlığı’nın olduğu projelerde tapuya kayıtların proje aşamasında olan yatırım için zorlukları gibi)	Emlak konut ve TOKİ’nin olduğu projelerde yatırımlarda uygulamada yaşanan sorunların hızlı çözümüne ilişkin alternatifler getirilmeli
Projeye yönelik sınırlandırmalar	Fonlar proje geliştirebilmeli
Vergisel kısıtlamalar	KDV ve tapu harçlarına yönelik düzenlemeler getirilmeli
Nakdi sermaye zorunluluğu	Aynı sermaye de konulabilmeli
Sadece Türkiye’de yatırım yapılabilmesi	Yurt dışında da gayrimenkul yatırımı yapılabilmeli
Katılma paylarının sadece yatırım aracı olması	Katılma paylarının yatırımcıya aynı zamanda gayrimenkulü kullanım hakkı vermesi

GYF yöneticilerinin “Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Esaslarına İlişkin Tebliğ”de yer almalarını istedikleri konuların başında GYF’lerin gayrimenkul projelerinin tamamına yatırım yapabilmeleri gelmektedir. Her ne kadar TOKİ, İller Bankası A.Ş., belediyeler ve ilgili kamu kuruluşlarınca gerçekleştirilen inşaat ruhsatı alınmış bağımsız bölümler fon portföyüne dahil edilebilse de bu konuda tapuya tescil işlemlerinin uygulamada nasıl olacağına dair eksikliklerin olduğu vurgulanmaktadır. GYF yöneticilerinin eksik

buldukları bir diğer husus ise gayrimenkul yatırımlarının sadece ülke sınırları içerisinde yapılabilmesidir. Gayrimenkul yatırımlarının aynı zamanda ülke sınırları dışında da yapılabilmesi gerektiği fon yöneticileri tarafından belirtilmiş (Çizelge 4.9) olup, mevcut düzenleme GYF'lerin gayrimenkul piyasalarının uluslararasılaşması fikri ile de çelişkili bulunmaktadır.

GYF yöneticilerinin çoğuna göre sadece Başbakanlık TOKİ Başkanlığı - Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı gibi kamu kurumları ve iştiraklerince geliştirilen projelerin daha inşaat aşamasında GYF'lerin yatırım yapabilmesi, özel sektör aleyhine haksız rekabet teşkil ettiği biçiminde değerlendirilmektedir. Haksız rekabetin önüne geçebilmek için proje aşamasında olan yatırımlarda bina tamamlama sigortası yapılması koşulu ile GYF'lerin proje aşamasında yatırım yapmasına imkan verilmesi önerilmektedir. Bazı fon yöneticilerine göre sadece belirtilen kuruluşların yer aldığı projelere yatırım yapılabilmesi, yatırımcıyı devlet nezdinde koruma altına almak açısından önem teşkil etmektedir (Çizelge 4.10).

Çizelge 4.10 GYF yöneticilerine göre GYF'lerin etkin olabilmesi için ilgili kurum ve kuruluşların yapmaları gereken işlemler

Özel Sektör	TOKİ-Emlak Konut	Diğer Kurum ve Kuruluşlar
Yabancı yatırımcının yatırım yapabilmesini sağlamalı	GYF konusunda deneyimli, nitelikli personel yetiştirmesi sağlamalı	SPK onay ve inceleme süreçleri kısa ve hızlı olmalı
Gayrimenkul geliştirme ve gayrimenkul yönetimi başta olmak üzere uzman kadronun yetiştirmesi sağlanmalı		Türkiye'nin her bölgesinde yatırım yapılabilmesini teşvik edici avantajlar yaratılmalı
Gayrimenkul yatırım kararlarında riskin doğru şekilde ölçülmesini sağlanmalı		SPK ve ilgili diğer kurumlar GYF'leri yurtiçi ve yurtdışında yoğun bir şekilde tanıtmalı
Tebliğde yoruma açık konuların olması (Emlak Konut ve TOKİ Başkanlığı'nın olduğu projelerde tapuya kayıtların proje aşamasında olan yatırım için zorlukları gibi)	Emlak konut ve TOKİ'nin olduğu projelerde yatırımlarda uygulamada yaşanan sorunların hızlı çözümüne ilişkin alternatifler getirilmeli	Tebliğde yoruma açık konuların olması (Emlak Konut ve TOKİ Başkanlığı'nın olduğu projelerde tapuya kayıtların proje aşamasında olan yatırım için zorlukları gibi)

GYF yöneticilerine göre fonların etkin çalışabilmesi için işleyişinde yer alan kurum ve kuruluşlara ilişkin bazı öneriler de yapılmaktadır. Bunların başlıcaları GYF'lerin

Türkiye’de yeni bir finansal araç olması dolayısıyla bütün kurum ve kuruluşlar tarafından yeterince iyi tanıtılabilmesi, GYF konusunda nitelikli personelin yetişmesine katkı sağlanması ve gayrimenkul yatırımlarının sadece tek bir bölge ile sınırlı kalmayıp ülkenin kıyı bölgeleri dahil bütün bölge ve illerine yayılabilmesi ve böylelikle ekonominin gelişmesine imkan sağlaması öneriler arasında yer almaktadır (Çizelge 4.10). Özet olarak ülkemizde GYF’lerin yatırımlarının il ve gayrimenkul yatırımının türü yönlerinden çeşitlendirilmesine gereksinim olduğu ortaya çıkmaktadır.

4.2.2 GYF’lerle ilişkili kurumların görüşlerinin değerlendirilmesi çalışması

Araştırmada GYF’lerin portföy yöneticileri hariç ilgili diğer paydaşlarına da açık uçlu sorular yöneltilmiş olup Türkiye’de GYF’lere yönelik sorun alanlarının tespiti farklı görüş açılarına göre irdeleme yapılmıştır. Bu çerçevede gayrimenkul değerlendirme şirketi, saklayıcı kuruluş, yatırımcı, denetçi firma ve fona ürün sağlayan kişi ve kurumlara yönelik görüşler de dikkate alınmıştır (Çizelge 4.11).

Çizelge 4.11 Paydaşlara göre GYF’lerin ülke ekonomisine katkılarının karşılaştırılması

Katkılar	Gayrimenkul Değerleme Şirketleri	Saklayıcı Kuruluş	Yatırımcılar	Bağımsız Denetçiler	Fona Ürün Sağlayanlar
1	Türkiye’deki gayrimenkul piyasasına hakim olmayan veya yapacağı yatırımın güvenilirliğinden emin olmayan yabancı nitelikli yabancı yatırımcıları pazara çekme şansı olması	Gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesine olanak sağlaması	Yabancı yatırımcıların yatırımlarını Türkiye’ye çekebilme fırsatı yakalanması	Ülkenin sermaye piyasalarına katma değer sağlaması	Farklı bir yatırım aracı olarak sermaye piyasalarının derinleşmesine katkıda bulunur.
2	Gayrimenkul piyasalarında yaratacağı ivme ile tapu vb. fiili süreçleri yaşamadan gayrimenkulden doğacak gelirlerden faydalanılabilmesi	Yasal altyapısı oluşturulmuş yeni bir sermaye piyasası aracı olarak sermaye piyasalarının gelişimine katkı sağlaması	Turizm sektörüne katkı ve gelişim	GSMH’nın artışı desteklemesi	Gayrimenkul sektöründe oluşan her gelişmenin ülke ekonomisini de olumlu etkilemesi
3	Mesleki gelişme ve kurumsallaşmaya katkı yapılması	Uluslararası finans merkezi hedefi olan ülkemiz sermaye piyasaları için faizsiz sermaye piyasası aracı olması yönünde önemli bir gelişme olması.	Gelişen sektörün ülke imajına olan pozitif etkisi	Mesleki gelişme ve kurumsallaşmaya katkı yapılması	Uluslararası nitelikli yatırımcıya da sunulabilen bu ürün ile ülkeye döviz girişi sunması
4			Kayıt dışılığın azalması		
5			Gayrimenkul ve ilgili yan sektörlerle olumlu etki yaratması		
7			Konut alma gücü olmayan tüketicinin fiyat artışından yararlanması (ölçek ekonomisi)		

Araştırmada soru formlarına yön veren ilgili kuruluşların tamamı GYF'lerin Türkiye ekonomisi ve gayrimenkul piyasasına katkısı olduğu konusunda birleşmişlerdir. GYF'lerin ülke ekonomisine olan katkılarının başında en çok sermaye piyasalarına olan katkısına değinen kurum çalışanları GYF'lerin sermaye piyasalarının gelişmesinde önemli aktör olduğu konusunda hem fikir olmuşlardır. Ayrıca GYF'lerin ülke ekonomisine en büyük katkısı yabancı yatırımcıların Türkiye'ye yatırım yaparak yabancı sermayenin ülkeye girişine destek olmaları yönündedir (Çizelge 4.11).

İlgili kuruluşlara göre GYF'lerin inşaat sektörüne sağlayacağı katkıların başında yatırımların inşaat sektörüne aktarılması neticesinde inşaat sektörünün gelişmesi, alternatif bir yatırım aracı olması sebebiyle finansman maliyetlerinin düşmesi, kaliteli ve markalı gayrimenkullerin gelişmesine fırsat vermesi gelmektedir. Ayrıca GYF'ler ile birlikte gayrimenkul alım satımları da kayıt altına alınacağından kayıt dışılığın önüne geçilmekte böylelikle GYF'lerin hem inşaat sektörüne, hem de Türkiye ekonomisine kazanımları olmaktadır (Çizelge 4.12).

Çizelge 4.12 Paydaşların GYF'lerin inşaat sektörüne katkıları hakkındaki görüşleri

Katkılar	Değerleme Şirketleri	Saklayıcı Kuruluş	Yatırımcılar	Bağımsız Denetçiler	Fona Ürün Sağlayanlar
1	İnşaat sektörüne yatırımların aktarılması	İnşaat sektörünün finansman maliyetini azaltması	Alternatif finansman opsiyonu	İnşaat arzının karşılanmasında sektörün sürdürülebilir olmasına katkı sağlaması	İnşaat sektöründe kayıt dışılığın önüne geç ve sektörün kurumsallaşmasına izin vermesi
2	Tasarruf sahiplerinin konutun yanı sıra, portföyde yer alan AVM, ofis, hastane, okul gibi fonksiyona sahip gayrimenkullere de yatırım yapabilecek olması	Uzun vadeli kesintisiz fon kaynağı sağlaması	Sektörde kalite ve markaların gelişimine teşvik		İnşaat sektörünün gelişimine ve canlanmasına olanak sağlaması
3		İnşaat sektöründe faaliyet gösteren şirketlere faizsiz kaynak sağlaması	Finansal hesaplama ve düzenlemelerde gelişim		GYF'ler gayrimenkul sertifikalarını portföylerine katabilmektedir. Böylece kentsel dönüşüme finansman desteği oluşturacak gayrimenkul sertifika piyasasının da gelişimine ve paralelinde kentsel dönüşüm projelerine destek sağlanabilmesi
4			Kayıt altına alma		
5			Kaliteli proje eğilimi		
6			Projelerde satışların hızlanması		
7			Proje karlılığının daha da ön plana çıkmasına sebep olması		

GYF'lerin gayrimenkul sektörüne olan katkılarının başında ise gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesine olanak sağlaması ve bu sayede daha likit varlıklar haline gelmesine yol açması gelmektedir. Gayrimenkullerin fonlanmasına aracı bir yatırım aracı olmasından bankalar gibi finans kaynaklarına başvurmadan alternatif bir çözüm önerisi yaratmaktadır. Gayrimenkul sektöründe kurumsallaşmanın sağlanması, şeffaflığın artırılması ve nitelikli personellerin yetişmesine olanak sağlaması da GYF'lerin inşaat ve gayrimenkul sektörlerine yaptığı katkıların başında gelmektedir (Çizelge 4.13).

Çizelge 4.13 Paydaşların GYF'lerin gayrimenkul sektörüne katkıları hakkındaki görüşleri

Katkılar	Değerleme Şirketleri	Saklayıcı Kuruluş	Yatırımcılar	Bağımsız Denetçiler	Fona Ürün Sağlayanlar
1	Değerleme ve gayrimenkul yönetimine ilişkin iş kollarına olanakların artması	Büyük ölçekli gayrimenkullere likidite sağlanmış olması	Sektöre finansal disiplin getirmesi	Gayrimenkulün menkul kıymetleştirilmesine olanak sağlaması	Daha nitelikli kurumsal yatırımcıların gayrimenkul sektöründe olması
2	Gayrimenkul sektörünün finansal bir piyasa haline gelmesi için olanak sağlaması	Gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren şirketlere faizsiz kaynak sağlamak sağlaması	Mevzuatlar doğrultusunda kalite ve kontrolün artması	Gayrimenkullerin likiditesinin artmasına yol açması	Sektörde eksik olan kurumsallaşma, nitelikli değerlendirme hizmetinin gelişimi, şeffaflık, hesap verilebilirlik gibi prensiplerinin gelişimine katkı sağlaması
3	Gayrimenkullerin alternatif bir yatırım aracı olması, daha likit bir ürün haline gelebilecek olması	Gayrimenkul piyasasına hukuki alt yapısı güçlendirilmiş alternatif finans kaynağı sağlaması	Alım-satım işlemlerinde artış ve standardizasyon	Tasarruf sahiplerinin yüksek maliyetli gayrimenkul projelerine yatırım yapmasına olanak sağlaması	
4			Kayıt altına alma		
5			Kaliteli proje eğiliminin artması		
6			Gayrimenkullerin menkulleştirilmesi		
7			Profesyonel yönetim standartlarına ulaşma eğilimi		

Paydaşlara göre yatırımcıların GYF'lere yatırım yapma nedenleri arasında özellikle GYF'lerin vergi avantajına sahip olması gelmektedir. Ayrıca GYF'de işlemlerin yatırımcı adına ilgili uzman kişiler tarafından yapılması nedeniyle yatırımcı üzerinde bulunan gereksiz işlem prosedürlerinin olmaması ve düşük riskli bir yatırım aracı olması da yatırımcıların GYF'lere yatırım yapma potansiyelini artıran nedenler arasında sayılmaktadır (Çizelge 4.14).

Çizelge 4.14 İlgili kuruluşlara göre yatırımcıların GYF'lere yatırım yapma nedenleri

Katkılar	Değerleme Şirketleri	Saklayıcı Kuruluş	Yatırımcılar	Bağımsız Denetçiler	Fona Ürün Sağlayanlar
1	Tapudaki işlem prosedürleri ile uğraşmadan gayrimenkul değer artış ya da kira getirilerinden faydalanabilme	Vergi avantajı sağlanması	Vergisel avantajlar sağlanması	Yüksek getirili gayrimenkullere yatırım yapabilme fırsatı sağlanması	Düşük riskli bir sermaye aracı olması
2	Vergi avantajları sağlanması	Yüksek değer artış ve kira getirisine sahip gayrimenkullere kolayca yatırım yapılabiliyor olması	Gayrimenkullerin menkulleştirilmesi ne olarak sağlanması		

GYF'lerin paydaşları olan kuruluşlara yöneltilen GYF'lerin avantajları hakkındaki soruya verilen yanıtlara göre ilk sırayı GYF'lerin sağladığı vergi avantajları gelmektedir. Küçük yatırımlarla yüksek getirili gayrimenkullere yatırım yapabilme olanağı ve GYF'lerin portföyünde pek çok gayrimenkulü barındırması neticesinde riskin tek bir gayrimenkulde toplanmasından ziyade çeşitlendirilmesi de GYF'lerin sağlamış oldukları diğer avantajlar arasında gelmektedir (Çizelge 4.15).

İlgili kuruluşlar tarafından GYF'lerin dezavantajlarına ilişkin yorumlarda en büyük sorun gayrimenkullerin yapısı gereği uzun vadeli yatırımlar olmaları, ancak yatırımcıların kısa vadede fonla ilgili beklentilerinin olması ve olası bir durumda yatırımcıların fondan ayrılma isteklerine karşın karşılaşılabilecek likidite riski olarak görülmektedir. Bu bağlamda fon yöneticilerinin seçmiş oldukları gayrimenkullerin çok kısa süre içinde nakde dönüştürülecek yatırımlar şeklinde seçilmesi, gayrimenkul

değerleme şirketleri tarafından gayrimenkullerin adil şekilde değerlemenin yapılması büyük önem teşkil etmektedir (Çizelge 4.16).

Çizelge 4.15 İlgili kuruluşlara göre GYF’lerin avantajları

Avantajlar	Değerleme Şirketleri	Saklayıcı Kuruluş	Yatırımcılar	Bağımsız Denetçiler	Fona Ürün Sağlayanlar
1	Büyük ölçekli gayrimenkullere likidite kazandırması	Gayrimenkul alımından doğabilecek riskin çeşitlendirilmesi	Ekonomideki kayıtsızlığın azalması	Enflasyona karşı koruma sağlanması	Portföy yöneticiliğinin uzman kişiler tarafından yapılması
2	Yatırımcı ile gayrimenkul sahiplerini buluşturması	Vergisel avantajlar sağlanması	Proje karlılıklarının artma potansiyeli	Az yatırımla büyük ölçekli projelerde pay sahibi olunması	Çeşitli vergi avantajları
3	Bireysel yatırımcılar açısından vergi avantajından yararlanarak küçük tutarlarla yatırım yapabilmelerini sağlanması	SPK tarafından sıkı denetime tabi bir yatırım sistemine dahil olması	Büyük nitelikli projelere yatırım yapabileme şansı yaratması		Riskin dağıtılabilmesi
4	Kurumsal yatırımcılar açısından gayrimenkul yatırımlarına yönelik risklerin dağıtılacağı yeni bir araca sahip olmalarını sağlanması		Vergisel avantajlar sağlanması		
5			Menkul kıymetleştirmeye olanak sağlanması		
6			İşlem prosedürleriyle uğraşılmaması		
7			Risklerin çeşitlendirilmesi ne olanak sağlanması		

Soru formuna yön veren ilgili kuruluş yöneticileri gayrimenkul alım-satımından ziyade GYF’lere yatırım yapmanın çok daha karlı olduğu konusunda görüş bildirmişlerdir. Bunun nedenleri arasında vergi avantajlarının bulunması ve GYF’lerde portföy çeşitlendirmesi neticesinde riskin dağıtılması gibi faktörlerin etkili olduğu belirtilmiş olup, Türkiye’de çok yeni bir yatırım aracı olan GYF’ler ve gayrimenkul alım satımlara

ilişkin karşılaştırma olanaklarının yıllara göre geliştirilebileceği ilgili kuruluş yöneticileri tarafından beyan edilmiştir.

Çizelge 4.16 İlgili kuruluşlara göre GYF’lerin dezavantajları

Dezavantajlar	Değerleme Şirketleri	Saklayıcı Kuruluş	Yatırımcılar	Bağımsız Denetçiler	Fona Ürün Sağlayanlar
1	Uzun vadeli varlıklara karşın kısa vadeli yükümlülüklerden doğan yatırımcı ani çıkışları tehlikesi içermesi	GYF’lerin portföylerindeki varlıkların büyük çoğunluğunun uzun vadeli yatırımlar olması ve varlıklarının likiditesinin düşük olması; “bank-run” (yatırımcı ani çıkışları) tehlikesi içerebilmesi	Fon içinde yer alacak gayrimenkullerin seçimi ve optimizasyonu	Giriş/Çıkış esnekliği ile yatırımcı beklentileri arasında uyumsuzluk çıkması	Belirli kurumlar haricinde özel sektörün geliştirmekte olduğu inşaat aşamasında olan gayrimenkul projelerine yatırım yapılamaması
2	Fon yönetiminin hatalı olması halinde yatırımcıların katılım belgelerini iade etme olasılığı ve dolayısıyla portföyün değerinin altında acil satışı söz konusu olabilmesi		Getirilerin sürdürülebilirliği	Likidite sorunu olması	Sahip olunan arsa üzerinde inşaat yapamaması ve bu arsaları kat karşılığı veya gelir paylaşımı yöntemiyle müteahhit firmalara verememesi
3	Gayrimenkul fiyatlarında yaşanan düşüşte fonda yer alan gayrimenkullerin değerlemesinin anlık olarak gerçekleştirilememesi, yatırımcılar için arbitraj fırsatı oluşturması		Vergi istisnası ile ilgili olası tebliğ değişikliği riski	Gayrimenkul lere ilişkin adil bir değerlemeye ulaşmak	
4	Likide dönme aşamasında herhangi bir kriz ortamında kırılğan bir yapı ile karşı karşıya kalınabilmesi				

Derinlemesine görüşme sonuçlarına göre yatırımcıların GYF seçiminde dikkate aldıkları temel faktörler aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Güvenilir, profesyonel ve deneyimli bir portföy yönetim şirketinin seçimi,
- Yatırım hedefleri doğrultusunda uygun portföy seçimi,
- Proje karlılığının yüksek olması,
- Kira getirisi potansiyelinin yüksek olması,
- Büyümede sürdürülebilirlik yakalanması.

Yatırımcıların GYF seçiminde dikkat ettikleri hususlardan biri de GYF'lerin yatırım stratejilerinde belirledikleri gayrimenkul türüdür. Yatırımcıların uzun vadede yatırım tercihleri arasında 5 yıl veya daha uzun vadede kira kontratı bulunan, TL'ye dayalı, ofis ve AVM gibi ticari gayrimenkullere yatırım yapan GYF'ler ilk sıralarda gelmektedir. İlgili kuruluş yöneticilerine göre GYF'ler ve GS'lerin faaliyet alanları ortak olsa da bu araçları birbirlerine rakip sermaye piyasası aracı olarak değerlendirmenin mümkün olmadığı belirtilmiş olup, GYF'lerin GS'lere yatırım yapabilmelerini ise portföy çeşitlendirmesi adına yerinde bir yaklaşım olarak görmektedirler.

GYF'lere ilişkin ilgili kuruluş yöneticilerine göre uygulamada ortaya çıkabilecek temel sorunlar aşağıdaki gibi özetlenebilir:

- GYF'lerin çok yeni bir yatırım aracı olması sebebiyle yerli yatırımcılar tarafından yeterince tanınmaması ya da GYF'lere olan güven sorunu,
- Sistemde yer alan tüm paydaşların birbirleriyle etkileşimlerinin doğru bir şekilde sağlanamaması,
- GYF portföyüne uygun mülk bulmadaki zorluklar ve portföye girebilecek gayrimenkul sayısının azlığı,
- Gayrimenkul fiyatlarının ani düşmesi sonucu likidite riskiyle karşı karşıya kalınması
- Kurumların şeffaflığının yeterince sağlanamaması,
- Vergisel avantajların sürdürülebilme garantisinin olmaması.

GYF'lerle ilgili vergisel avantajların yeterli olup olmadığı konusunda yatırımcılar KDV ve tapu harçları konusunda çalışmaların yapılmasının isabetli olduğu görüşünü savunurken, diğer kuruluşlar vergisel avantajların yeterli olduğunu belirtmişlerdir.

Gayrimenkul değerlendirme şirketi yöneticileri GYF değerlendirme çalışmalarında en sık karşılaşılan sorunun değerlendirme çalışmasının kısa dönem aralıklarıyla tekrarlanması nedeniyle değer farklılaştırmasının daha dikkatli irdelenmesi gerektiği olmuştur. Saklayıcı kuruluşlar değerlendirme işlemlerinin daha da kurumsallaşması gerektiği,

bağımsız denetçiler ise lisanslı personel niteliğinin yükseltilmesi hususunda görüş beyan etmişlerdir. Ayrıca değerlendirme çalışmalarında herhangi bir standardizasyonun sağlanmamış olması da değerlendirme çalışmalarına ilişkin sorunların başında gelmektedir. GYF'lerin en az 1 değerlendirme kuruluşundan hizmet alma şartının da 2 olarak değiştirilmesi değerlendirme maliyetlerini artırmanın yanı sıra değerlemeye ilişkin riskin azaltılması konusunda önem teşkil etmektedir.

Yabancı yatırımcılar açısından konusuna uzman kişiler tarafından yönetilen GYF'lere yatırım yapmak güvenli olacağından GYF'lerin tercih edilebilirliğini artırırken, vergisel avantajlar ve Türkiye'de vatandaşlık elde etme gibi konular da yabancı yatırımcıların yatırım yapabilmelerini ayrıca teşvik edilmektedir. Türk ya da yabancı yatırımcıların yatırım davranışı arasında fark olmadığını savunan kuruluşlar, yatırımcıların genel anlamda yüksek getiriyle ilgilendiklerini belirtmişlerdir. Değerleme çalışmalarında yabancı yatırımcılar genelde yerli firmaları tercih etmekte olup, yurtdışı menşeli firmaların Türkiye'deki ofislerinden de bilinirlikleri dolayısıyla rapor talep edildiği görülmektedir.

GYF paydaşlarına göre tapu tescil işlemleri sırasında oluşan veya gelecekte oluşabilmesi beklenen önemli bir sorun gözükmemektedir. İlgili Tebliğe göre asgari fon büyüklüğünün 10 milyon TL değerinde olması da genel olarak paydaşlarca yeterli bulunmaktadır. Bütün paydaşların koordineli biçimde çalışması, gayrimenkul geliştirme, gayrimenkul yatırımları ve finansmanı, gayrimenkul yönetimi, gayrimenkul proje geliştirme süreçleri ve uzmanlık alanlarında nitelikli personellerin yetiştirilmesi, GYF'lerin yatırımcılara iyi tanıtılabilmesi, yatırımcıların onaylı mimari projesi ve inşaat ruhsatı alınmış olan gayrimenkul projelerine yatırım yapabilmesinin –bina tamamlama sigortası, hakkediş bazlı ödeme veya bağlı kredi uygulamaları gibi önlemlerin alınması koşulu ile- önünün açılması ve kamu kurumları ve iştiraklerine sağlanan avantajların kurumsal gayrimenkul ve inşaat şirketlerine de sağlanması gerekliliği GYF paydaşlarınca genel olarak vurgulanan konular arasında yer almaktadır.

5. SONUÇ VE ÖNERİLER

Araştırma kapsamında GYF'lerin genel olarak çerçevesi çizilmiş ve Türkiye ekonomisinde ileriki dönemlerde lokomotif olabilecek GYF'lere ilişkin sorunlar ve çözüm önerileri ortaya konulmuştur. Bu çerçevede GYF'lerde paydaş niteliğinde olan kişi ve kurumlarla birebir görüşme niteliğinde derinlemesine görüşme mülakat tekniğine yönelik soru formları kullanılarak paydaşların görüş ve değerlendirmeleri alınmış, mevcut durum, gelişme eğilimleri ve temel sorun alanları ile çözüm önerilerinin katılımcı bir yaklaşımla geliştirilmesi hedeflenmiştir.

Araştırmada Türkiye'de sayıları 11 olan portföy yönetim şirketi yönetici ve uzmanlarından 9 adedine ulaşılmış olup genel hatlarıyla GYF'lere ilişkin sorunlara yönelik sorular yöneltilmiştir. Portföy yönetim şirketi yöneticisi veya uzmanları dışında diğer paydaşlar olan gayrimenkul değerlendirme şirketleri, saklama kuruluşları, yatırımcılar, denetim firmaları, fona ürün sağlayanlara yönelik benzer sorular yöneltilmiş olup GYF'de yer alan diğer tarafların da benzer sorular karşısında verdikleri cevaplar karşılaştırılmıştır.

Gayrimenkul yatırımlarının finansmanı ve yatırımların menkul kıymetleştirilmesine önemli katkısı olan GYF'ler, gelişmiş ülke ekonomilerinde önemli rol oynamaktadırlar. Avrupa'da çok yaygın bir yatırım aracı olan GYF'lerin Türkiye'de 2014 yılında yürürlüğe giren Gayrimenkul Yatırım Fonları Tebliği ile uygulama altlığı oluşturulmuştur. Türkiye'de 2017 yılına gelindiğinde GYF'lere olan ilgi artmış ve sayıları 30'u aşan yeni fonlar kurulmuştur. SPK'dan faaliyet izni alan GYF'ler 2017 yılında sayıları 10'u bulan yatırım yapmışlar ve başlıca yatırım alanları içinde marka konut projeleri, karma gayrimenkul projeleri ve arazi (veya imar parseli) edinimi bulunmaktadır. Yasal düzenleme yapılmasından bu yana çok kısa süre geçmesine rağmen, fon kuruluşu ve yatırımların hızla yapıldığının vurgulanması gerekir.

Araştırma sonuçlarına göre görüşmede yer alan taraflar GYF'lerin ülke ekonomisi, gayrimenkul sektörü ve inşaat sektörüne katkılarının olduğu konularında birleşmişlerdir. Henüz yeni bir yatırım aracı olması sebebiyle sektörlere ve ülke ekonomisine

katkılarının ileri dönemlerde daha iyi gözlemlenebileceği konusunda görüş beyan etmişlerdir. GYF'lerin yatırımcılara sunduğu birtakım avantajlarının olduğu görüşmelerde ortaya çıkan sonuçlar arasındadır. Buna göre GYF'lerin tasarruf sahiplerine sağlamış oldukları en önemli avantaj büyük ölçekli yatırımlara da yatırım yapılabilecek olması anlamında pay sahiplerinin teşvik edilmesidir. GYF'lerin SPK tarafından denetlenmesi, GYF'lere ayrıca şeffaflık kazandırmış bu durum ise GYF'lerin tasarruf sahiplerine sağlamış olduğu en önemli katkılar arasında sayılmaktadır. Ayrıca GYF'lerin vergisel avantajlarının bulunması, operasyonel anlamda işlem kolaylığı sağlaması veya portföy çeşitlendirmesi sayesinde riskin dağıtılabilmesi gibi etkenler de doğrudan yatırım yapan tasarruf sahiplerinin GYF'lere yatırım yapma nedenleri arasında gelmektedir. GYF'lerde yer alan sınırlayıcı faktörlerin başında ise Türkiye'de bilindik bir yatırım aracı olmaması nedeniyle tasarruf sahipleri tarafından yeterince tanınmaması ve mevzuatın henüz yeterince tamamlanmamış olmasıdır. Gayrimenkul değerlendirme işlerinde ulusal ya da uluslararası bazda bir değerlendirme standardının olmayışı da gayrimenkulün değerinin saptanması ve dolayısıyla birim pay değerlerinin ortaya çıkmasında yaşanan sorunlar da yatırımcı açısından dezavantaj oluşturmaktadır. Fon yöneticilerinin doğru gayrimenkul seçimleri de GYF'lerin likidite riskini azaltacağından son derece önem taşımaktadır.

GYF yöneticilerinin en fazla yatırım yapma eğiliminde olduğu gayrimenkul türünün ticari gayrimenkuller olduğu tespit edilmiştir. Yatırım kararlarının verilmesinde; satış getirilerinin yüksek olması, yatırımın geri dönüş süresinin kısalığı ve sürdürülebilir bir yatırım aracı olması etkili olan temel faktörlerdendir. Ayrıca GYF yöneticileri getiri oranlarının yüksek olması, nakde dönüştürülmesinin kolaylığı ve satış oranlarının yüksek olması nedenleriyle konut yatırımlarını da tercih etmektedir.

GYF portföy yöneticilerinin vermiş oldukları yanıtlara göre Türkiye'de yatırım yapmak isteyen yatırımcıların çoğunu Körfez Ülkeleri'nden gelen yatırımcıların oluşturduğu tespit edilmiştir. Körfez Ülkeleri'nin en çok yatırım yapmak istedikleri il İstanbul olurken, bu ili Bursa, Çanakkale ve Yalova gibi özellikle Marmara Bölgesi'ndeki illerin gayrimenkul piyasaları izlemektedir. Körfez Ülkeleri'nin yatırım yapma eğiliminde olma nedenleri arasında gayrimenkullerin fiyatı, kalitesi, ulaşım kolaylığı, havaalanına

yakınlık ve çevresel özellikler gibi faktörler etkili olmakta iken, sadece prestij sağlamak için yapılan yatırımların da olduğu dikkat çekmektedir.

Uygulamada GYF'lerin karşı karşıya olduğu sorunların başında; GYF'lerin çok yeni bir yatırım aracı olması nedeniyle yatırımcılar tarafından bilinirliğinin düşük düzeyde olması, konusunda uzmanlığa haiz ve deneyimli personel azlığı, paydaşların koordineli şekilde çalışamamaları, ilgili Tebliğ'de yer alan bazı hususların yoruma açık olması, gayrimenkullerin likit olmayan varlıklar olması dolayısıyla uygulamada likidite riskini doğurabilmesi ve vergi kolaylıklarının yatırımcıları yeterince tatmin etmemesi gelmektedir. Fon uygulamalarında ortaya çıkabilecek sorunları azaltabilmek için özellikle konu ile ilgili nitelikli personel sayısını artırmak, Tebliğ'de açık olmayan hükümler ile saha çalışmalarının sonuçlarına göre eksik bulunan hususların yeniden düzenlenmesini sağlamak, gayrimenkullerin likidite riskini azaltıcı önlemler almak ve ayrıca GYF'ler konusunda uzman ülkelerin deneyimlerinden yararlanmak gerekli görülmektedir. Buna ilave olarak GYF'lerin esas faaliyet konusunun gayrimenkullerden oluşması GYF'leri diğer sermaye piyasası araçlarına göre daha uzun vadeli yatırım aracı kılacağından, tasarruf sahiplerinin de yatırımlarını bu durumu göze alarak yapmaları, fona katılma belgelerini iade eden yatırımcıların fondan çıkış sıklıklarının düşmesine neden olması yönünden anlamlıdır. Ayrıca olası risklere karşı alınacak önlemlerin başında fonların portföylerinde bir miktar nakit rezervini tutması gelmektedir. Bu durum da likidite riskine karşılık bir önlem olarak kabul edilebilecektir.

Fon kurucusu ve portföy saklayıcısının mal varlığının portföyden bağımsız olması esasında yatırımcıları korumaya yönelik bir önlem olarak düşünülmüş olup uygulamada tasarruf sahiplerinin istedikleri anda yatırımlarını nakde dönüştürebilmesi, piyasada yakın tarihli fiyatlama mekanizmasının oluşturulması ve bu yönde devlet tarafından atılacak adım ya da yapılacak çalışmalar, yatırımcıların korunması ve ülkeye olan güvenlerinin artırılması açısından son derece önemli görülmektedir.

Yabancı yatırımcıların ilgi seviyelerini artırabilmek için içinde bulunulan siyasi ve ekonomik durumun iyileştirilmesi, yabancı yatırımcılara yönelik hukuki düzenlemelerin yapılması, jeopolitik risklerin azaltılması, döviz kurlarının belirli bir seviyede

tutulabilmesi, yabancı sermayeyi çekebilecek ekonomik reformların düzenlenmesi gerekmektedir. Yabancı sermayenin Türkiye'ye girişinde öncelikli amaç ise yatırımların uzun vadeli yatırımlara yönelik olabilmesini sağlamaktır. Özellikle İslam ülkelerinden yabancı yatırımcı çekebilmek açısından İslami finans kurallarına göre çalışan GYF kurulması ve ürün çeşitliliğinin sağlanması Türkiye'de finans sektörüne katkı sağlayacaktır.

GYF'lerde değerlendirme çalışmaları bütünüyle modelin temel bileşeni olup, değerlendirme çalışmalarındaki en önemli sorun GYF portföy ya da portföyde yer alan aynı varlıkların yıl içerisinde değerlerinin farklılaşabilmesindeki güçlüklerdir. Değerleme işleri GYF'lerin mihenk taşıını oluşturmakta ve değerlendirme çalışmalarında standardizasyona gidilmesi ya da uluslararası standartların uygulamaya esas olması, adil ve güvenilir değerlendirme çalışmaları açısından önem taşımaktadır. Büyük ölçekli gayrimenkul projelerinde değerlendirme, gayrimenkullerin değerleri ve kira bedellerinin tespitinde uluslararası düzeyde akredite edilmiş gayrimenkul geliştirme ve yönetim uzmanlarının görev yapmaları sağlanmalıdır. Bu çerçevede fonlar ve diğer paydaşların gayrimenkul geliştirme ve yönetimi uzmanlarını istihdam etmesi ve gayrimenkul yönetiminin iyileştirilmesi yoluyla gayrimenkul değeri ve kira gelirlerinin artırılacağı vurgulanmalıdır. Uluslararası akredite edilmiş uzmanların değerlendirme yapması ile GYF'lerin yönetiminde etkili olmaları özellikle yabancı yatırımcıların ilgisinin artırılması bakımından önem taşımaktadır.

GYF'lerin tüzel kişiliğe haiz olmaması sadece tapu işlemleri ile sınırlı olmak kaydıyla tüzel kişiliğe sahip olmaları neticesince tapu işlemlerinin nasıl gerçekleştireceğine işlemler Tapu ve Kadastro Genel Müdürlüğü tarafından yayımlanan genelge ile çözüme kavuşturulmuştur. Buna göre araştırma sonuçlarının değerlendirildiği tarih itibariyle SPK'dan faaliyet izni alabilen GYF'ler tapuda 10 adet işlem gerçekleştirmiş ve TAKBİS veri tabanı ile sisteme tanımlanmıştır. GYF'lerle ilgili olası sorunlara karşılık tapu çalışanlarının bilgilendirilmesi ve mevzuata hakim olmaları konularında çalışma yapılması gerekmektedir.

Sonuç olarak Türkiye’de önemli bir yatırım aracı olan gayrimenkullerin sermaye piyasaları aracılığıyla menkulleşmesine imkan sağlayan GYF’ler gelecek yıllarda önemli bir yatırım aracı haline gelmesi beklenmektedir. Beklenen gelişmelerin sağlanabilmesinin temel koşullarından biri GYF’lerin tasarruf sahipleri ve özellikle yabancı yatırımcılar yönünden bilinirliğini artırmak ve yabancı sermayenin Türkiye’ye girişini hızlandırmak yönündedir. Yasal düzenlemelerde yer alacak iyileştirmelerle birlikte GYF’ler sermaye piyasalarının daha da güçlenmesine yol açacaktır. Bu amaçla hedef ve alternatif piyasalara yönelik tanıtım çalışmalarına ağırlık verilmesi, uluslararası fuar ve toplantı organizasyonlarına katılımın sağlanması ve fonların uluslararası finans toplantılarında tanıtımlarına ağırlık verilmesi ve bu alandaki bilimsel çalışma ve yayınların artırılmasına özen gösterilmesi gerekmektedir.

KAYNAKLAR

- Ades, A. and Glaeser, E. 1995. Trade and Circuses: Explaining Urban Giants, Quarterly Journal of Economics,1:195-227.
- Altınok, T., Eken, M.H. ve Çankaya, S. 2010. Küresel Mali Piyasalarda Yeniden Yapılanma ve Türkiye, Küresel Ekonomik Araştırmalar, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, İstanbul.
- Anonim. 2011. Türk Ticaret Kanunu. Kanun No: 6102
- Anonim. 2014. Finansal Piyasalar Lisanslama Sınavları Çalışma Kitabı, SPL Yayını, 286 s., İstanbul.
- Anonim. 2015a. Türkiye Bankalar Birliği Faaliyet Raporu (2015-2016), İstanbul.
- Anonim. 2015b. Web Sitesi: <http://www.kasaroglu.av.tr/tr/28035/Gayrimenkul-Yatirim-Fonu-Ve-Yabancilarin-Gayrimenkul-Yatirim-Fonu-Kapsamindaki-Avantajlari>, Erişim Tarihi: 15.10.2015.
- Anonim. 2015c. Dünyada ve Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Fonları. 24GPY, İstanbul.
- Anonim. 2016a. Türkiye Bankalar Birliği Faaliyet Raporu (2016-2017), İstanbul.
- Anonim. 2016b. T.C. Sermaye Piyasası Kurulu, Sermaye Piyasası Araçları, Ankara.
- Anonim. 2016c. Yatırım Fonları, T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara.
- Anonim. 2016d. Web Sitesi: <http://www.tefas.gov.tr/Default.aspx>, Erişim Tarihi: 26.05.2017.
- Anonim. 2017a. Web Sitesi: http://www.borsaistanbul.com/kurumsal/yayinlar/faaliyet_raporlari, Erişim Tarihi: 10.08.2017
- Anonim. 2017b. Web Sitesi: <http://www.erdem-erdem.av.tr/yayinlar/hukuk-postasi/varliga-veya-ipotege-dayali-menkul-kiymetler/> Erişim Tarihi: 01.08.2017
- Anonim. 2017c. Web Sitesi: <https://www.toki.gov.tr/ihrac-bilgileri>, Erişim Tarihi: 08.08.2017.
- Anonim. 2017d. Web Sitesi: <https://www.turkiyefinans.com.tr/tr-tr/bireysel/yatirim-hizmetleri/sayfalar/kira-sertifikasi-sukuk.aspx>, Erişim Tarihi: 08.08.2017
- Anonim. 2017e. Kira Sertifikası Yatırımcı Kılavuzu, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Ankara.

- Anonim. 2017f. Web Sitesi: <http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr> Erişim Tarihi: 21.07.2017.
- Anonim. 2017g. Turkey Real Estate Review, First Half 2017, Colliers International, İstanbul.
- Anonim. 2017h. Web Sitesi: http://www.bariscabuk.av.tr/tr/blog_yazi/42/inanc_sozlesmesi_inancli_islem.html Erişim Tarihi: 02.08.2017
- Anonim. 2017ı. Re-pie, Gayrimenkul Portföy Yönetim Şirketi, İstanbul.
- Anonim. 2017i. Web Sitesi: <http://www.spk.gov.tr/apps/kyd/PortfoyDegerleri.aspx?type> Erişim Tarihi: 27.07.2017
- Anonim. 2017j. Web Sitesi: <http://www.spk.gov.tr/indexpage.aspx?pageid=1257&submenuheader=0>, Erişim Tarihi: 20.07.2017
- Anonim. 2017k. Web Sitesi: <http://www.spk.gov.tr/apps/aylikbulten/index.aspx?submenuheader=-1> Erişim Tarihi: 20.07.2017
- Anonymous. 2012. Investment Structures for Real Estate Investment Funds, KPMG, USA.
- Anonymous. 2014. The Investment Case For Core Non-Listed Real Estate Funds, Inrev Research & Market Information, Amsterdam.
- Anonymous. 2015. European Real Estate Investment Structures, A Comparison Paper: UK LP, Lux IFs, German KG and Dutch CV, CMS.
- Anonymous. 2016. Fund Termination Study, Snapshot Research, Inrev, Amsterdam.
- Anonymous. 2017a. World Investment Report 2017, Investment and The Digital Economy (UNCTAD). United Nations.
- Anonymous. 2017b. Efama International Statistical Release, Worldwide Regulated Open-Ended Fund Assets and Flows.
- Bardhan, A. and Kroll, C. A. 2007. Globalization and the Real Estate Industry: Issues, Implications, Opportunities, Sloan Industry Studies Annual Conference, Hass School of Business, Cambridge.
- Bolat, İ. 2006. Sermaye Piyasaları ve Yatırım Fonları Mevcut Durum, Sonuç ve Çözüm Önerileri. Yüksek Lisans Tezi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Kahramanmaraş.
- Bannier, C. E., Fecht, F. and Tyrell, M. 2007. Open-End Real Estate Funds in Germany-Genesis And Crisis, Discussion Paper, Deutsche Bundesbank, Almanya.

- Bingöl, M. 2015. Gayrimenkul Fonu Yatırımcılarında Vergi Avantajları. Finans Gündem, İstanbul.
- Brounen, D., Veld, H.O. and Raitio, V. 2007. Transparency in the European Non-Listed Real Estate Funds Market, Journal of Real Estate Portfolio Management, USA.
- Brueggeman, W.B., Chen, A.H. and Thibodeau, T.G. 1992. Some Additional Evidence on the Performance of Commingled Real Estate Investment Funds: 1972-1991, The Journal of Real Estate Research, USA.
- Büker, S., Aşıkoğlu, R. ve Sevil, G. 1997. Finansal Yönetim, Anadolu Üniversitesi Basımevi, İkinci baskı, Eskişehir.
- Canbaş, S. ve Doğukanlı, H. 1995. Finansal Pazarlar, Finansal Kurumlar ve Sermaye Pazarı Analizleri, Avcıol Basım Yayım, Ankara.
- Conner, P. and Liang, Y., 2006. Ask Not Why International, Ask Why Not International. Prudential Real Estate Investors.
- Coşkun, Y. 2015. Türkiye’de Konut Finansman Sorun ve Çözüm Önerileri. Türkiye Bankalar Birliği, İstanbul.
- Dirk, P.M. and De, W. 1993. Smoothing Bias in In-House Appraisal-Based Returns of Open-End Real Estate Funds, The Journal of Real Estate Research, USA.
- Dönmez, İ. 2005. Konut Finansman Sistemine İlişkin Mevzuat Değişiklikleri. İnşaat Sanayi, Sayı: 92
- Dönmez, İ. 2008. Konut finansmanında ipoteğe dayalı ve ipotek teminatlı menkul kıymetler ve Türkiye uygulaması. Yüksek Lisans Tezi, Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, 149, Ankara.
- Ertan, F.N. 2013. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Kolektif Yatırım Kuruluşları ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 71 (2), 131-144.
- Fujita, M., Krugman, P. and Venables, A. 2001. The Spatial Economy; Cities, Regions and International Trade, MIT Press, Cambridge, UK.
- Fletcher, S. 1993. Portfolio Considerations in Commingled Real Estate Funds, The Journal of Real Estate Research, USA.
- Focke, C. 2006. The Development of German Open_Ended Real Estate Funds, Department of Real Estate, Almanya.
- Galloppo, G. and Mundula, L. 2015. Analysis of Closed Real Estate Funds in Italy, Journal of Real Estate Literature, USA.

- Grinblatt, M. and Titman, S. 1992. The Persistence of Mutual Fund Performance, The Journal of Finance, USA.
- Güngör, M. 2009. Türkiye’de Uygulanan Para Politikasının Sermaye Piyasası Karlılığına Etkisi, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Para, Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar Bilim Dalı, İstanbul.
- Hatipoğlu, Ü. ve Tanrıvermiş, H., 2017. Türkiye’de Arz ve Talep Açısından Konut Yatırım Tercihlerini Etkileyen Faktörlerin Değerlendirilmesi”, Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılar, Cilt 28, Sayı:100:49-75.
- Hepşen, A. 2014. Gayrimenkul Finansman Piyasalarında Yeni Bir Soluk: Gayrimenkul Yatırım Fonları, İstanbul.
- Himbert, E. 2014. Analysis of German Real Estate Funds: Selection Criteria for Investment Opportunities Perspective, School of Architecture and the Built Environment. Master Thesis, Stockholm.
- Kara, Ş. 1990. Sermaye Piyasası. Doyuran Matbaası, İstanbul.
- Karaahmet, F. 1989. Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Yatırım Fonlarının Rolü, Para ve Sermaye Piyasası Dergisi.
- Karacabey, A.A. 1998. A Tipi Yatırım Fonları Performansının Değerlendirilmesi ve Analizi, Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- Karlı, M. 2004. Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler, Alfa Yayınları, İstanbul.
- Kartaloğlu, E. 2015. Yeni Bir Finansal Enstrüman, Yeni Bir Vergi Sorunu, Gayrimenkul Yatırım Fonları, Vergi Sorunları Dergisi, İstanbul.
- Kaushik, A. and Pennathur, A. 2013. On the Timing of Real Estate Mutual Funds Across Market Cycles, Journal of Real Estate Practice and Education, USA.
- Kılıç, D.H. 2004. Yatırım Fonları ve Performansının Ölçülmesi, Türkiye Uygulaması 1999-2003, Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finansman Bilim Dalı, Ankara.
- Kılıç, S. 2002. Türkiye’deki Yatırım Fonlarının Performanslarının Değerlendirilmesi, İMKB Yayınları, İstanbul.
- Kıymaz, H. 1997. Yatırım Fonlarının Performans Değerlendirmesi: B Tipi Fonlar Uygulaması, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Ankara.

- Kiremitçi, A.R. 2007. Yerel Yönetimlerin Para ve Sermaye Piyasalarından Fon Sağlama İmkanları, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Para, Sermaye Piyasaları ve Finansal Kurumlar Anabilim Dalı, İstanbul.
- Kocahanoğlu, O.S. 1989. Sermaye Piyasasında Menkul Kıymetler Yatırım Fonu, Yeni İş Dünyası.
- Korkmaz, T. Aydın, N. ve Sayılğan, G. 2013. Portföy Yönetimi, T.C. Anadolu Üniversitesi, Yayın No: 2852, 220s., Eskişehir.
- Kothari, V. 2006. Securitization The Financial Instrument of the Future., Published in John Wiley and Sons.
- Krugman, P. and Livas-Elizondo, R. 1996. Trade Policy and the Third World Metropolis, Journal of Development Economics 49:137-50.
- Lee, S.L. 1995. The Components of Property Fund Performance, Journal of Real Estate Portfolio Management, USA.
- Lichtenberger, E. 1993. Internationalization and Restratification of the Real-Estate Market, the Labor-Market and the Housing-Market - Comparative Research in Vienna, Budapest and Prague. Mitteilungen Der Osterreichischen Geographischen Gesellschaft. 135:7-40.
- Lin, C. Y. and Yung, K. 2004. Real Estate Mutual Funds: Performance and Persistence, Journal of Real Estate Research, USA.
- Myer, F.C.N. and Webb, J. R. 1992. The Effect of Benchmark Choice on Risk-Adjusted Performance Measures for Commingled Measures for Commingled Real Estate Funds, The Journal of Real Estate Research, USA.
- O'Neal, E.S. and Page, D. E. 1998. Real Estate Mutual Funds: Abnormal Performance and Fund Characteristics, Journal of Real Estate Portfolio Management, USA.
- Özdemir, I. 2016. Borsa Yatırım Fonları ile A Tipi Yatırım Fonlarının Karşılaştırmalı Performans Analizi: Borsa İstanbul (İMKB) Örneği, Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir.
- Özgüç, E. 2008. Gayrimenkul Yatırım Fonları: Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar ve Türkiye İçin Öneriler, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara.
- Özütürk, B. 1999. Yatırım Fonu Performanslarının Yatırım Fonu Endekslerinin Oluşturulması Yoluyla Ölçülmesi, Yeterlik Etüdü, T.C. Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi, Ankara.

- Özütürk, B. 2005. Türk Yatırım Fonu Sektörünün Rekabet Yapısı, Araştırma Raporu, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Dairesi, Ankara.
- Piazolo, D. 2013. Institutional Real Estate Funds: Retail Beats Office and German Focus Beats European Focus, IPD Investment Property Databank GmbH, Wiesbaden.
- Redding, L.S. 2006. Persistent Mispricing in Mutual Funds: The Case of Real Estate, Journal of Portfolio Management, USA.
- Sodin, M. 2009. Real Estate Funds, Undergraduate Thesis, University of Ljubljana Faculty of Economics, Slovenia.
- Soygür, N. 1999. Ticaret Hukuku Cilt-II Şirketler, Marmara Üniversitesi Nihat Sayar Eğitim, 160s., İstanbul.
- Suarez, J.L. and Vassallo, A. 2005. Indirect Investment in Real Estate: Listed Companies and Funds, Working Paper, University of Navarra, Barcelona.
- Süngü, S. 1989. Konut Finansmanında Sermaye Piyasasının Rolü, İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Ankara.
- Şahan, Ö. ve Kepkep, B. 2015. TSPB Birlikte Eğitim Mesleki Gelişim Eğitimleri, Ders Sunusu, İstanbul.
- Şakar, S. Ü. 1998. Araçları, Kurumları ve İşleyişi ile Sermaye Piyasası, Eğitim Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı Yayınları No:143, Eskişehir.
- Tanrıvermiş, H., 2016. Türkiye Ekonomisinde İnşaat ve Gayrimenkul Sektörleri, Kurumsallaşma ve Yeni İşletme Modelleri, IBBAS 2016, I. Uluslararası Karadeniz İşletmecilik Sempozyumu, 16-17 Mayıs 2016, s.665-690, Giresun.
- Tanrıvermiş, H. 2017. Gayrimenkul Değerleme Esasları, Lisanslama Sınavları Çalışma Kitabı, Ankara.
- Tekin, H.H. 2006. Nitel Araştırma Yönteminin Bir Veri Toplama Tekniği Olarak Derinlemesine Görüşme, Erciyes Üniversitesi, Fen Edebiyat Fakültesi Sosyoloji Bölümü, Erciyes.
- Topçuoğlu, A. N. 1981. Yatırım Fonları (ABD Uygulaması), Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, İstanbul.
- Tower, E. and Dean, J.W. 2010. Islamic Mutual Funds: Assessing Performance, Islam and Economic Development, Duke University, 1-3.
- Tuncer, S. 1985. Türkiye’de Sermaye Piyasası, Okan Yayıncılık, İstanbul.

- Ural, M. 2010. Yatırım Fonlarının Performans ve Risk Analizi, Detay Yayıncılık, Ankara.
- Uslu, G. ve Uzun, B. 2014. Kentsel Dönüşüm Projelerinde Deprem Etkisi, Harita Teknolojileri Elektronik Dergisi, 6 (2), 1-11.
- Vasques, F., Teixeira, J.C. and Brandao, E. 2009. Persistence of Portuguese Real Estate Investment Funds Performance, Journal of Real Estate Portfolio Management, USA.
- Xing, G., Geltner, D. and Venter, J. 2010. An Analysis of U.K. Property Funds Classified According to U.S. Styles: Core, Value-added, and Opportunistics, Journal of Real Estate Portfolio Management, USA.
- Yasaman, H. 1980. İsviçre ve Fransız Hukuku'nda Yatırım Fonları ve Türk Hukuku'nda Uygulanma İmkanları, Fakülteler Matbaası, İstanbul.
- Yöner, C. 2015. Gayrimenkul Yatırım Fonu ve Yabancıların Gayrimenkul Yatırım Fonu Kapsamındaki Avantajları, İstanbul.
- Yurtoğulları, G. 2013. Para ve Sermaye Piyasası Araçlarının Vergilendirilmesi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Maliye Anabilim Dalı Mali Hukuk Bilim Dalı, Yüksek Lisans Tezi, İstanbul.

EK

**GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARINA İLİŞKİN DERİNLEMESİNE
GÖRÜŞME FORMU**

**A. GAYRİMENKUL YATIRIM FONU YÖNETİCİLERİNE İLİŞKİN SORU
FORMU**

1. Yöneticisi olduğunuz fonun adı, kuruluş yılı ve projeleriniz nelerdir?

<u>Fon Adı</u>	<u>Kuruluş Yılı</u>	<u>Yatırım Projeleri</u>

2. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının (“GYF”) ülkemiz ekonomisi ve gayrimenkul piyasasına katkıları var mıdır?

Evet

Hayır (Cevabınız hayır ise 4. soruya geçiniz.)

3. Cevabınız “evet” ise Gayrimenkul Yatırım Fonlarının (“GYF”) ülkemiz ekonomisi ve gayrimenkul piyasasına ne gibi katkıları olabileceğini düşünüyorsunuz?

<u>Ülke Ekonomisine Katkıları</u>	<u>İnşaat Sektörüne Katkıları</u>	<u>Gayrimenkul Sektörüne Katkıları</u>

4. Sizce yatırımcı neden GYF'lere yatırım yapmalıdır?

.....
.....
.....

5. Sizce GYF'lerin genel olarak avantajları ve dezavantajları nelerdir?

<u>GYF'lerin Avantajları</u>	<u>GYF'lerin Dezavantajları</u>

6. Gayrimenkul alım-satımından ziyade GYF'lere yatırım yapmanın yatırımcı açısından daha karlı olduğunu düşünüyor musunuz?

Evet

Hayır (Cevabınız hayır ise 8. soruya geçiniz.)

7. Cevabınız “evet” ise nedenlerini açıklayabilir misiniz?

.....
.....
.....

8. GYF ve Gayrimenkul Sertifikası (“GS”) birer sermaye piyasası aracı olarak birbirlerini tamamlar mı, yoksa birbirlerine rakip araçlar mıdır? Konu hakkındaki düşüncelerinizi paylaşır mısınız?

.....
.....
.....
.....
.....

9. Gayrimenkul Sertifikalarına GYF'larının da yatırım yapabiliyor olmasını, özellikle ilkinde "yatırımcı" ikincisinde "nitelikli yatırımcı"nın söz konusu olması bakımından isabetli buluyor musunuz? Görüşünüzü gerekçesiyle birlikte paylaşır mısınız?

.....
.....
.....

10. Türkiye'de GYF'lerin gelişim potansiyelini nasıl görüyorsunuz?

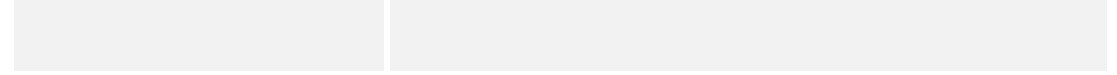
- Gerileme eğiliminde
 Durağan
 Yavaş gelişme eğiliminde
 Hızlı gelişme eğiliminde
 Fikri Yok

11. Türkiye'de GYF'lere ilişkin uygulamada doğabilecek sorunlar sizce neler olabilir?

.....
.....
.....
.....
.....

12. GYF yöneticisi olarak en çok hangi tür gayrimenkullere neden yatırım yapmak istersiniz?

<u>Gayrimenkul Türü</u>	<u>Yatırım Gerekçesi</u>



13. Fon yöneticileri yatırım yapılacak gayrimenkullerin seçiminde en fazla hangi kriterlere dikkate etmektedir?

.....
.....
.....
.....
.....

14. Türkiye’de GYF mevzuatında bulunan vergisel avantajlar sizce yeterli midir?

Evet Hayır Fikri Yok

15. Cevabınız “hayır” ise, vergi yönünden yapılmasını önerdiğiniz düzenlemeleri belirtiniz.

.....
.....
.....
.....

16. Yönetici olarak yatırım kararından önce hangi proje için kaç adet değerlendirme raporu aldınız?

<u>Projeler</u>	<u>Alınan Rapor Sayısı</u>

17. Değerleme raporu almak için firmaları seçerken nelere dikkati ettiniz?

- Firmanın daha önce GYF değerlemesi yapmış olması
- Firmanın bilinirliği
- SPK lisanslı olması
- Uluslararası düzeyde akredite olmuş olması
- Diğer (Belirtiniz).

18. Aldığınız değerlendirme raporlarının genel olarak kalitesi hakkındaki düşünceleriniz nelerdir?

- Çok yetersiz
- Yetersiz
- Yeterli
- Çok yeterli
- Kararsız

19. Cevabınız “yetersiz” veya “çok yetersiz” ise gerekçelerini açıklayabilir misiniz?

.....

.....

.....

.....

20. Gayrimenkul değerlendirme çalışmalarında sizce öncelikle hangi unsurların ele alınması gerekir?

.....

.....

.....

21. Yabancı yatırımcıların en fazla ilgi gösterdiği gayrimenkul proje türlerini ve buldukları yerleri belirtiniz?

.....
.....
.....

22. Yabancı yatırımcıların Türkiye’de GYF’deki ilgi seviyesini nasıl buluyorsunuz?

- Hızla Düştü
 Düştü
 Değişmedi
 Artıyor
 Hızla Artıyor
 Fikri Yok

23. Cevabınız “düştü” veya “hızlı düştü” yönünde ise sizce ilgi seviyesini artırmak için neler yapılabilir?

.....
.....
.....

24. Hangi ülkelerin yatırımcıları Türkiye’de gayrimenkul yatırımcılarına ilgi göstermektedir? Lütfen ülkelere göre yatırımcıların ilgi gösterdikleri proje türlerini ve hassasiyet gösterdikleri konuları belirtiniz.

<u>Ülke</u>	<u>Proje Türü</u>	<u>İl</u>	<u>İlçe</u>	<u>Dikkat Edilen Hususular</u>

25. Tebliğde yer alan fon büyüklüğünün asgari 10.000.000 TL olmasını nasıl değerlendiriyorsunuz?

Yeterli Yetersiz Fikri yok

26. Cevabınız yetersiz ise, bu alanda sizce ne yapılmalıdır?

Artırılmalı TL arasında

Azaltılmalı..... TL arasında

27. Tapuda tescil işlemleri sırasında veya öncesinde oluşan veya oluşabilecek sorunlar var mıdır?

Evet Hayır (Cevabınız hayır ise 29. soruya geçiniz.)

28. Cevabınız “evet” ise sorunların giderilmesinde bulunulabilecek çözümler nelerdir?

.....
.....
.....

29. Dünyada örnekleri ile karşılaştırıldığı zamanda Türkiye’deki yasal mevzuatı ve uygulamaları yeterli buluyor musunuz?

Evet Hayır Fikri yok

30. Cevabınız hayırsa ise, yasal mevzuatta ne gibi değişiklikler yapılmalıdır?

.....
.....
.....

31. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Esaslarına İlişkin Tebliğde eksik bulduğunuz konular ile eklemek istediğiniz hükümler nelerdir?

<u>Tebliğde Eksik Bulunan Hususlar</u>	<u>Önerdiğiniz Tebliğ Hükümüne İlişkin Açıklama</u>

32. GYF Tebliğinde yapılan değişiklikle TOKİ-Emlak Konut gibi kamu iştiraklerine ait projeler lehine yapılan düzenlemeler hakkındaki görüşünüzü belirtiniz. Bu düzenlemenin özel sektör aleyhine bir haksız rekabet teşkil ettiği görüşüne katılırmısınız?

.....

.....

.....

.....

33. Türkiye’de gayrimenkul yatırım fonlarının etkin olarak kullanılabilmesi için özel sektör, TOKİ-Emlak Konut ve diğer kurum kuruluşlara düşen görevler sizce nedir?

<u>Özel Sektör</u>	<u>TOKİ-Emlak Konut</u>	<u>Diğer Kurum ve Kuruluşlar</u>

34. Türkiye’de gayrimenkul sektörü ve GYF’ler hakkında eklemek istediğiniz başka hususlar var mıdır?

Gayrimenkul Sektörüne İlişkin Olarak:

.....
.....
.....
.....
.....

GYF'lere İlişkin Olarak:

.....
.....
.....
.....
.....

Teşekkürler.

Görüşme Yapılan:

Fonun Adı:

Kişinin Adı ve Soyadı:

Kişinin İletişim Bilgileri:

Görüşme Tarihi:

**GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARINA İLİŞKİN DERİNLEMESİNE
GÖRÜŞME FORMU**

B. GAYRİMENKUL DEĞERLEME ŞİRKETLERİNE İLİŞKİN SORU FORMU

1. Yöneticisi olduğunuz değerlendirme firmasının adı, kuruluş yılı ve personel sayısı nedir?

<u>Firma Adı</u>	<u>Kuruluş Yılı</u>	<u>Personel Sayısı</u>

2. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının (“GYF”) ülkemiz ekonomisi ve gayrimenkul piyasasına katkıları var mıdır?

Evet Hayır (Cevabınız hayır ise 4. soruya geçiniz.)

3. Cevabınız “evet” ise Gayrimenkul Yatırım Fonlarının (“GYF”) ülkemiz ekonomisi ve gayrimenkul piyasasına ne gibi katkıları olabileceğini düşünüyorsunuz?

<u>Ülke Ekonomisine Katkıları</u>	<u>İnşaat Sektörüne Katkıları</u>	<u>Gayrimenkul Sektörüne Katkıları</u>

4. Sizce yatırımcı neden GYF'lere yatırım yapmalıdır?

.....
.....
.....

5. Sizce GYF'lerin genel olarak avantajları ve dezavantajları nelerdir?

<u>GYF'lerin Avantajları</u>	<u>GYF'lerin Dezavantajları</u>

6. Gayrimenkul alım-satımından ziyade GYF'lere yatırım yapmanın yatırımcı açısından daha karlı olduğunu düşünüyor musunuz?

Evet Hayır (Cevabınız hayır ise 8. soruya geçiniz.)

7. Cevabınız “evet” ise nedenlerini açıklayabilir misiniz?

.....
.....
.....

8. Türkiye’de GYF’lerin gelişim potansiyelini nasıl görüyorsunuz?

- Gerileme eğiliminde
 Durağan
 Yavaş gelişme eğiliminde
 Hızlı gelişme eğiliminde
 Fikri Yok

9. Türkiye’de GYF’lere ilişkin uygulamada doğabilecek sorunlar sizce neler olabilir?

.....
.....
.....

10. GYF’lerde bulunan vergisel avantajlar sizce yeterli midir?

Evet Hayır Fikri yok

11. Cevabınız “hayır” ise, vergi yönünden yapılmasını önerdiğiniz düzenlemeleri belirtiniz.

.....
.....
.....
.....

12. Gayrimenkul değerlendirme çalışmalarında öncelikle dikkate alınması gereken unsurlar nelerdir?

.....
.....
.....
.....

13. GYF’ler en çok hangi konularda değerlendirme raporu alıyor?

<u>Rapor Türü</u>	<u>Rapor Sayısı</u>

14. GYF değerlendirme çalışmalarında karşılaşılan güçlükler nelerdir?

.....
.....
.....
.....

15. Yabancı ve Türk yatırımcılar arasında ne gibi farklılıklar bulunmaktadır?

.....
.....
.....
.....

16. Yatırımcıların değerleme raporlarına ilişkin gúvenilirlięini nasıl değerlendiriyorsunuz?

.....
.....
.....
.....

17. Aynı proje ile ilgili olarak genellikle kaç rapor alınıyor? Neden?

.....
.....
.....
.....

18. Yabancı yatırımcıların aynı zamanda yurtdışından rapor aldığı da oluyor mu? Nedenlerini açıklayabilir misiniz?

.....
.....
.....
.....

➤ 19. Tapuda tescil işlemleri sırasında veya öncesinde oluşan veya oluşabilecek sorunlar var mıdır?

Evet Hayır (Cevabınız hayır ise 21. soruya geçiniz.)

20. Cevabınız “evet” ise sorunların giderilmesinde bulunulabilecek çözümler nelerdir?

.....
.....
.....
.....

21. Dünyada örnekleri ile karşılaştırıldığı zamanda Türkiye'deki yasal mevzuatı ve uygulamaları yeterli buluyor musunuz?

Evet

Hayır

Fikri yok

22. Cevabınız “hayır” ise, yasal mevzuatta ne gibi değişiklikler yapılmalıdır?

.....
.....

23. Türkiye'de gayrimenkul sektörü ve GYF'ler hakkında eklemek istediğiniz başka hususlar var mıdır?

➤ Gayrimenkul Sektörüne İlişkin Olarak:

.....
.....

➤ GYF'lere İlişkin Olarak:

.....
.....

Teşekkürler.

Görüşme Yapılan:

Firmanın Adı:

Kişinin Adı ve Soyadı:

Kişinin İletişim Bilgileri:

Görüşme Tarihi:

**GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARINA İLİŞKİN DERİNLEMESİNE
GÖRÜŞME FORMU**

C. SAKLAYICI KURULUŞLARA İLİŞKİN SORU FORMU

1. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının (“GYF”) ülkemiz ekonomisi ve gayrimenkul piyasasına katkıları var mıdır?

Evet

Hayır (Cevabınız hayır ise 3. soruya geçiniz.)

2. Cevabınız “evet” ise Gayrimenkul Yatırım Fonlarının (“GYF”) ülkemiz ekonomisi ve gayrimenkul piyasasına ne gibi katkıları olabileceğini düşünüyorsunuz?

<u>Ülke Ekonomisine Katkıları</u>	<u>İnşaat Sektörüne Katkıları</u>	<u>Gayrimenkul Sektörüne Katkıları</u>

3. Sizce yatırımcı neden GYF'lere yatırım yapmalıdır?

.....

.....

.....

4. Sizce GYF'lerin genel olarak avantajları ve dezavantajları nelerdir?

<u>GYF'lerin Avantajları</u>	<u>GYF'lerin Dezavantajları</u>

5. Gayrimenkul alım-satımından ziyade GYF'lere yatırım yapmanın yatırımcı açısından daha karlı olduğunu düşünüyor musunuz?

Evet

Hayır (Cevabınız hayır ise 7. soruya geçiniz.)

6. Cevabınız “evet” ise nedenlerini açıklayabilir misiniz?

.....
.....
.....

7. GYF ve Gayrimenkul Sertifikası (“GS”) birer sermaye piyasası aracı olarak birbirlerini tamamlar mı, yoksa birbirlerine rakip araçlar mıdır? Konu hakkındaki düşüncelerinizi paylaşır mısınız?

.....
.....
.....
.....
.....

8. Gayrimenkul Sertifikalarına GYF'lerinin de yatırım yapabiliyor olmasını, özellikle ilkinde “yatırımcı” ikincisinde “nitelikli yatırımcı”nın söz konusu olması bakımından isabetli buluyor musunuz? Görüşünüzü gerekçesiyle birlikte paylaşır mısınız?

.....
.....
.....

9. Türkiye’de GYF’lerin gelişim potansiyelini nasıl görüyorsunuz?

Gerileme eğiliminde

Durağan

Yavaş gelişme eğiliminde

Hızlı gelişme eğiliminde

Fikri Yok

10. Türkiye’de GYF’lere ilişkin uygulamada doğabilecek sorunlar sizce neler olabilir?

.....
.....
.....
.....
.....

11. GYF’lerde bulunan vergisel avantajlar sizce yeterli midir?

Evet

Hayır

Fikri yok

12. Cevabınız “hayır” ise, vergi yönünden yapılmasını önerdiğiniz düzenlemeleri belirtiniz.

.....
.....
.....
.....

13. Saklayıcı kuruluşlar yönünden değerlendirme şirketlerinin önemini açıklayabilir misiniz?

.....
.....
.....
.....

14. Sizce Türkiye'deki değerlemeye ilişkin sorunlar nelerdir?

.....
.....
.....

15. GYF'ler için bir projeye ilişkin kaç adet değerlendirme raporu alınmalıdır?

.....
.....
.....

16. Tebliğde yer alan fon büyüklüğünün asgari 10.000.000 TL olmasını nasıl değerlendiriyorsunuz?

Yeterli Yetersiz Fikri yok

17. Cevabınız “yetersiz” ise, bu alanda sizce ne yapılmalıdır?

Artırılmalı TL arasında

Azaltılmalı..... TL arasında

17. GYF'ler açısından Saklayıcı Kuruluşların sorunları nelerdir?

.....
.....

18. Saklayıcılık yetkisinin bankalara verilmesi beraberinde yeni işlem yükü doğurdu mu? İstihdam edilen personel sayısı yeterli midir?

Evet Hayır Fikri yok

19. Cevabınız “evet” ise önerileriniz nelerdir?

.....
.....

20. Tapuda tescil işlemleri sırasında veya öncesinde oluşan veya oluşabilecek sorunlar var mıdır?

Evet

Hayır (Cevabınız hayır ise 22. soruya geçiniz.)

21. Cevabınız “evet” ise sorunların giderilmesinde bulunulabilecek çözümler nelerdir?

.....

.....

22. Dünyada örnekleri ile karşılaştırıldığı zamanda Türkiye’deki yasal mevzuatı ve uygulamaları yeterli buluyor musunuz?

Evet

Hayır

Fikri yok

23. Cevabınız “hayır” ise, yasal mevzuatta ne gibi değişiklikler yapılmalıdır?

.....

.....

24. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Esaslarına İlişkin Tebliğde eksik bulduğunuz konular ile eklemek istediğiniz hükümler nelerdir?

<u>Tebliğde Eksik Bulunan Hususlar</u>	<u>Önerdiğiniz Tebliğ Hükümüne İlişkin Açıklama</u>

25. GYF Tebliğinde yapılan değişikliklerle TOKİ-Emlak Konut gibi kamu iştiraklerine ait projeler lehine yapılan düzenlemeler hakkındaki görüşünüzü belirtiniz. Bu düzenlemenin özel sektör aleyhine bir haksız rekabet teşkil ettiği görüşüne katılırmısınız?

.....
.....
.....

26. Türkiye’de gayrimenkul yatırım fonlarının etkin olarak kullanılabilmesi için özel sektör, TOKİ-Emlak Konut ve diğer kurum kuruluşlara düşen görevler sizce nedir?

<u>Özel Sektör</u>	<u>TOKİ-Emlak Konut</u>	<u>Diğer Kurum ve Kuruluşlar</u>

27. Türkiye’de gayrimenkul sektörü ve GYF’ler hakkında eklemek istediğiniz başka hususlar var mıdır?

Gayrimenkul Sektörüne İlişkin Olarak:

.....
.....

GYF’lere İlişkin Olarak:

.....
.....

Teşekkürler.

Görüşme Yapılan:

Firmanın Adı:

Kişinin Adı ve Soyadı:

Kişinin İletişim Bilgileri:

Görüşme Tarihi:

**GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARINA İLİŞKİN DERİNLEMESİNE
GÖRÜŞME FORMU**

D. YATIRIMCILARA İLİŞKİN SORU FORMU

1. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının (“GYF”) ülkemiz ekonomisi ve gayrimenkul piyasasına katkıları var mıdır?

Evet

Hayır (Cevabınız hayır ise 3. soruya geçiniz.)

2. Cevabınız evetse Gayrimenkul Yatırım Fonlarının (“GYF”) ülkemiz ekonomisi ve gayrimenkul piyasasına ne gibi katkıları olabileceğini düşünüyorsunuz?

<u>Ülke Ekonomisine Katkıları</u>	<u>İnşaat Sektörüne Katkıları</u>	<u>Gayrimenkul Sektörüne Katkıları</u>

3. Sizce yatırımcı neden GYF'lere yatırım yapmalıdır?

.....
.....
.....

4. Sizce GYF'lerin genel olarak avantajları ve dezavantajları nelerdir?

<u>GYF'lerin Avantajları</u>	<u>GYF'lerin Dezavantajları</u>

5. Gayrimenkul alım-satımından ziyade GYF'lere yatırım yapmanın yatırımcı açısından daha karlı olduğunu düşünüyor musunuz?

Evet

Hayır (Cevabınız hayır ise 7. soruya geçiniz.)

6. Cevabınız “evet” ise nedenlerini açıklayabilir misiniz?

.....
.....
.....

7. Yatırımcı olarak GYF seçiminde kriterleriniz nelerdir?

.....
.....
.....

8. GYF seçiminizde gayrimenkul türleri etkili midir? Uzun vadede beklentileriniz nelerdir?

.....
.....
.....

9. GYF ve Gayrimenkul Sertifikası (“GS”) birer sermaye piyasası aracı olarak birbirlerini tamamlar mı, yoksa birbirlerine rakip araçlar mıdır? Konu hakkındaki düşüncelerinizi paylaşır mısınız?

.....
.....
.....
.....
.....

10. Gayrimenkul Sertifikalarına GYF'lerinin de yatırım yapabiliyor olmasını, özellikle ilkinde “yatırımcı” ikincisinde “nitelikli yatırımcı”nın söz konusu olması

bakımından isabetli buluyor musunuz? Görüşünüzü gerekçesiyle birlikte paylaşır mısınız?

.....
.....
.....

11. Türkiye’de GYF’lerin gelişim potansiyelini nasıl görüyorsunuz?

- Gerileme eğiliminde
 Durağan
 Yavaş gelişme eğiliminde
 Hızlı gelişme eğiliminde
 Fikri Yok

12. Türkiye’de GYF’lere ilişkin uygulamada doğabilecek sorunlar sizce neler olabilir?

.....
.....
.....
.....
.....

13. GYF’lerde bulunan vergisel avantajlar sizce yeterli midir?

- Evet Hayır Fikri yok

14. Cevabınız “hayır” ise, vergi yönünden yapılmasını önerdiğiniz düzenlemeleri belirtiniz.

.....
.....
.....
.....

15. Tebliğde yer alan fon büyüklüğünün asgari 10.000.000 TL olmasını nasıl değerlendiriyorsunuz?

Yeterli

Yetersiz

Fikri yok

16. Cevabınız yetersiz ise, bu alanda sizce ne yapılmalıdır?

Artırılmalı TL arasında

Azaltılmalı..... TL arasında

17. Tapuda tescil işlemleri sırasında veya öncesinde oluşan veya oluşabilecek sorunlar var mıdır?

Evet

Hayır (Cevabınız hayır ise 19. soruya geçiniz.)

18. Cevabınız “evet” ise sorunların giderilmesinde bulunulabilecek çözümler nelerdir?

.....
.....
.....

19. Dünyada örnekleri ile karşılaştırıldığında Türkiye’deki yasal mevzuatı ve uygulamaları yeterli buluyor musunuz?

Evet

Hayır

Fikri yok

20. Cevabınız “hayır” ise, yasal mevzuatta ne gibi değişiklikler yapılmalıdır?

.....
.....

.....

21. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Esaslarına İlişkin Tebliğde eksik bulduğunuz konular ile eklemek istediğiniz hükümler nelerdir?

<u>Tebliğde Eksik Bulunan Hususlar</u>	<u>Önerdiğiniz Tebliğ Hükümüne İlişkin Açıklama</u>

22. Türkiye’de gayrimenkul sektörü ve GYF’ler hakkında eklemek istediğiniz başka hususlar var mıdır?

➤ Gayrimenkul Sektörüne İlişkin Olarak:

.....
.....
.....

➤ GYF’lere İlişkin Olarak:

.....
.....

Teşekkürler.

Görüşme Yapılan:

Kişinin Adı ve Soyadı:

Kişinin İletişim Bilgileri:

Görüşme Tarihi

**GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARINA İLİŞKİN DERİNLEMESİNE
GÖRÜŞME FORMU**

E. BAĞIMSIZ DENETÇİLERE İLİŞKİN SORU FORMU

1. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının (“GYF”) ülkemiz ekonomisi ve gayrimenkul piyasasına katkıları var mıdır?

Evet

Hayır (Cevabınız hayır ise 3. soruya geçiniz.)

2. Cevabınız “evet”ise Gayrimenkul Yatırım Fonlarının (“GYF”) ülkemiz ekonomisi ve gayrimenkul piyasasına ne gibi katkıları olabileceğini düşünüyorsunuz?

<u>Ülke Ekonomisine Katkıları</u>	<u>İnşaat Sektörüne Katkıları</u>	<u>Gayrimenkul Sektörüne Katkıları</u>

3. Sizce yatırımcı neden GYF'lere yatırım yapmalıdır?

.....

.....

.....

4. Sizce GYF'lerin genel olarak avantajları ve dezavantajları nelerdir?

<u>GYF'lerin Avantajları</u>	<u>GYF'lerin Dezavantajları</u>

5. Gayrimenkul alım-satımından ziyade GYF'lere yatırım yapmanın yatırımcı açısından daha karlı olduğunu düşünüyor musunuz?

Evet

Hayır (Cevabınız hayır ise 7. soruya geçiniz.)

6. Cevabınız “evet” ise nedenlerini açıklayabilir misiniz?

.....
.....
.....

7. GYF ve Gayrimenkul Sertifikası (“GS”) birer sermaye piyasası aracı olarak birbirlerini tamamlar mı, yoksa birbirlerine rakip araçlar mıdır? Konu hakkındaki düşüncelerinizi paylaşır mısınız?

.....
.....
.....
.....
.....

8. Gayrimenkul Sertifikalarına GYF'lerinin de yatırım yapabiliyor olmasını, özellikle ilkinde “yatırımcı” ikincisinde “nitelikli yatırımcı”nın söz konusu olması bakımından isabetli buluyor musunuz? Görüşünüzü gerekçesiyle birlikte paylaşır mısınız?

.....
.....
.....

9. Türkiye’de GYF’lerin gelişim potansiyelini nasıl görüyorsunuz?

Gerileme eğiliminde

Durağan

Yavaş gelişme eğiliminde

Hızlı gelişme eğiliminde

Fikri Yok

10. Türkiye’de GYF’lere ilişkin uygulamada doğabilecek sorunlar sizce neler olabilir?

.....
.....
.....
.....
.....

11. GYF’lerde bulunan vergisel avantajlar sizce yeterli midir?

Evet

Hayır

Fikri yok

12. Cevabınız “hayır” ise, vergi yönünden yapılmasını önerdiğiniz düzenlemeleri belirtiniz.

.....
.....
.....
.....

13. Gayrimenkul değerlendirme çalışmalarında sizce öncelikle hangi unsurların ele alınması gerekir?

.....
.....
.....
.....

14. Tebliğde yer alan fon büyüklüğünün asgari 10.000.000 TL olmasını nasıl değerlendiriyorsunuz?

Yeterli

Yetersiz

Fikri yok

15. Cevabınız yetersiz ise, bu alanda sizce ne yapılmalıdır?

Artırılmalı TL arasında

Azaltılmalı..... TL arasında

16. GYF'lere ilişkin olarak bağımsız denetim firmalarının karşılaştığı veya muhtemel karşılaşılabileceği sorunlar nelerdir?

.....

.....

.....

17. GYF'lerde denetime ilişkin olarak dikkat edilen hususlar nelerdir?

.....

.....

.....

18. Bağımsız denetçilere GYF'lere ilişkin bilgilendirme eğitimi gerekli midir?

Evet

Hayır

Fikri yok

19. Dünyada örnekleri ile karşılaştırıldığı zamanda Türkiye'deki yasal mevzuatı ve uygulamaları yeterli buluyor musunuz?

Evet

Hayır

Fikri yok

20. Cevabınız "hayır" ise ise, yasal mevzuatta ne gibi değişiklikler yapılmalıdır?

.....

.....

.....

21. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Esaslarına İlişkin Tebliğde eksik bulduğunuz konular ile eklemek istediğiniz hükümler nelerdir?

<u>Tebliğde Eksik Bulunan Hususlar</u>	<u>Önerdiğiniz Tebliğ Hükümüne İlişkin Açıklama</u>

22. GYF Tebliğinde yapılan değişiklikle TOKİ-Emlak Konut gibi kamu iştiraklerine ait projeler lehine yapılan düzenlemeler hakkındaki görüşünüzü belirtiniz. Bu düzenlemenin özel sektör aleyhine bir haksız rekabet teşkil ettiği görüşüne katılırmısınız?

.....

.....

.....

.....

23. Türkiye’de gayrimenkul yatırım fonlarının etkin olarak kullanılabilmesi için özel sektör, TOKİ-Emlak Konut ve diğer kurum kuruluşlara düşen görevler sizce nedir?

<u>Özel Sektör</u>	<u>TOKİ-Emlak Konut</u>	<u>Diğer Kurum ve Kuruluşlar</u>

24. Türkiye’de gayrimenkul sektörü ve GYF’ler hakkında eklemek istediğiniz başka hususlar var mıdır?

➤ Gayrimenkul Sektörüne İlişkin Olarak:

.....
.....
.....
.....

➤ GYF’lere İlişkin Olarak:

.....
.....
➤
➤

Teşekkürler.

Görüşme Yapılan:

Şirketin Adı:

Kişinin Adı ve Soyadı:

Kişinin İletişim Bilgileri:

Görüşme Tarihi:

**GAYRİMENKUL YATIRIM FONLARINA İLİŞKİN DERİNLEMESİNE
GÖRÜŞME FORMU**

F. FONA ÜRÜN SAĞLAYANLARA İLİŞKİN SORU FORMU

1. Yöneticisi olduğunuz firmanın adı, kuruluş yılı nedir?

<u>Firma Adı</u>	<u>Kuruluş Yılı</u>

2. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının (“GYF”) ülkemiz ekonomisi ve gayrimenkul piyasasına katkıları var mıdır?

Evet Hayır (Cevabınız hayır ise 4. soruya geçiniz.)

3. Cevabınız “evet” ise Gayrimenkul Yatırım Fonlarının (“GYF”) ülkemiz ekonomisi ve gayrimenkul piyasasına ne gibi katkıları olabileceğini düşünüyorsunuz?

<u>Ülke Ekonomisine Katkıları</u>	<u>İnşaat Sektörüne Katkıları</u>	<u>Gayrimenkul Sektörüne Katkıları</u>

4. Sizce yatırımcı neden GYF'lere yatırım yapmalıdır?

.....
.....
.....

5. Sizce GYF'lerin genel olarak avantajları ve dezavantajları nelerdir?

<u>GYF'lerin Avantajları</u>	<u>GYF'lerin Dezavantajları</u>

6. Gayrimenkul alım-satımından ziyade GYF'lere yatırım yapmanın yatırımcı açısından daha karlı olduğunu düşünüyor musunuz?

Evet Hayır (Cevabınız hayır ise 8. soruya geçiniz.)

7. Cevabınız “evet” ise nedenlerini açıklayabilir misiniz?

.....
.....
.....

8. GYF ve Gayrimenkul Sertifikası (“GS”) birer sermaye piyasası aracı olarak birbirlerini tamamlar mı, yoksa birbirlerine rakip araçlar mıdır? Konu hakkındaki düşüncelerinizi paylaşır mısınız?

.....
.....
.....
.....
.....

9. Gayrimenkul Sertifikalarına GYF'lerinin de yatırım yapabiliyor olmasını, özellikle ilkinde “yatırımcı” ikincisinde “nitelikli yatırımcı”nın söz konusu olması bakımından isabetli buluyor musunuz? Görüşünüzü gerekçesiyle birlikte paylaşır mısınız?

.....
.....
.....

10. Türkiye’de GYF’lerin gelişim potansiyelini nasıl görüyorsunuz?

- Gerileme eğiliminde
- Durağan
- Yavaş gelişme eğiliminde
- Hızlı gelişme eğiliminde
- Fikri Yok

11. Türkiye’de GYF’lere ilişkin uygulamada doğabilecek sorunlar sizce neler olabilir?

.....

.....

.....

.....

.....

12. GYF’lere ürün sağlayanların ürün sağlamada dikkat ettiği hususlar nelerdir?

.....

.....

.....

.....

13. GYF’lere yatırım yapan yerli ve yabancı yatırımcılar yatırım kararlarında aynı kriterlere mi dikkat etmektedirler?

- Evet Hayır Fikri Yok

14. Cevabınız “evet” ya da “hayır” ise kriter farklılıkları nelerdir?

.....

.....

.....

.....

15. GYF'lerde bulunan vergisel avantajlar sizce yeterli midir?

Evet

Hayır

Fikri yok

16. Cevabınız “hayır” ise, vergi yönünden yapılmasını önerdiğiniz düzenlemeleri belirtiniz.

.....
.....
.....
.....

17. Tebliğde yer alan fon büyüklüğünün asgari 10.000.000 TL olmasını nasıl değerlendiriyorsunuz?

Yeterli

Yetersiz

Fikri yok

18. Cevabınız yetersiz ise, bu alanda sizce ne yapılmalıdır?

Artırılmalı TL arasında

Azaltılmalı..... TL arasında

19. Tapuda tescil işlemleri sırasında veya öncesinde oluşan veya oluşabilecek sorunlar var mıdır?

Evet

Hayır (Cevabınız hayır ise 21. soruya geçiniz.)

20. Cevabınız “evet” ise sorunların giderilmesinde bulunulabilecek çözümler nelerdir?

.....
.....
.....
.....

21. Dünyada örnekleri ile karşılaştırıldığı zamanda Türkiye'deki yasal mevzuatı ve uygulamaları yeterli buluyor musunuz?

Evet

Hayır

Fikri yok

22. Cevabınız “hayır” ise, yasal mevzuatta ne gibi değişiklikler yapılmalıdır?

.....

.....

.....

23. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının Esaslarına İlişkin Tebliğde eksik bulduğunuz konular ile eklemek istediğiniz hükümler nelerdir?

<u>Tebliğde Eksik Bulunan Hususlar</u>	<u>Önerdiğiniz Tebliğ Hükümüne İlişkin Açıklama</u>

24. GYF Tebliğinde yapılan değişikliklerle TOKİ-Emlak Konut gibi kamu iştiraklerine ait projeler lehine yapılan düzenlemeler hakkındaki görüşünüzü belirtiniz. Bu düzenlemenin özel sektör aleyhine bir haksız rekabet teşkil ettiği görüşüne katılırmısınız?

.....

.....

.....

.....

25. Türkiye’de gayrimenkul yatırım fonlarının etkin olarak kullanılabilmesi için özel sektör, TOKİ-Emlak Konut ve diğer kurum kuruluşlara düşen görevler sizce nedir?

<u>Özel Sektör</u>	<u>TOKİ-Emlak Konut</u>	<u>Diğer Kurum ve Kuruluşlar</u>

26. Türkiye’de gayrimenkul sektörü ve GYF’ler hakkında eklemek istediğiniz başka hususlar var mıdır?

➤ Gayrimenkul Sektörüne İlişkin Olarak:

.....
.....

➤ GYF’lere İlişkin Olarak:

.....
.....

Teşekkürler.

Görüşme Yapılan:

Firmanın Adı:

Kişinin Adı ve Soyadı:

Kişinin İletişim Bilgileri:

Görüşme Tarihi:

ÖZGEÇMİŞ

Adı Soyadı : Gülnaz ŞENGÜL

Doğum Yeri : Şarkışla

Doğum Tarihi : 08.04.1985

Medeni Hali : Bekar

Yabancı Dili : İngilizce

Eğitim Durumu

Lise : Ayrancı Lisesi (2005)

Lisans : Çankaya Üniversitesi (2011)

Yüksek Lisans : Ankara Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Gayrimenkul Geliştirme ve Yönetimi Anabilim Dalı (Eylül 2013-Ağustos 2017)

Çalıştığı Kurum ve Yıl

Ankara Üniversitesi (2013 -)