

**YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

113716

**GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI VE
TÜRKİYE UYGULAMASI**

113716

Aslı DURAL
1171552

SBE İşletme Yönetimi Anabilim Dalında Hazırlanan

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**T.C. YÜKSEKÖĞRETİM BAKANLIĞI
DOKÜMANTASYON MERKEZİ**

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Salih DURER

İSTANBUL, 2002

İÇİNDEKİLER

Sayfa

KISALTMA LİSTESİ	i
ŞEKİL VE GRAFİK LİSTESİ	ii
TABLO LİSTESİ	iii
ÖZET	iv
ABSTRACT.....	v
GİRİŞ	1
I. BÖLÜM	
KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARI	3
1.1 Kollektif Yatırım Kuruluşlarının Varlık Nedenleri	5
1.1.1 Kollektif Yatırım Kuruluşlarının Yatırımcılara Sundukları Avantajlar	5
1.1.2 Kollektif Yatırım Kuruluşlarının Tarihsel Gelişimi	6
1.1.3 Kollektif Yatırım Kuruluşlarının Sınıflandırılması	7
1.1.3.1 Sözleşmeye Dayalı Model	7
1.1.3.2 Ortaksal Model	7
1.2 Yatırım Fonları	8
1.2.1 Yatırım Fonlarının Kuruluşu	9
1.2.1.1 Kurucularda Aranılan Nitelikler	10
1.2.2 Yatırım Fonlarının Sınıflandırılması	11
1.2.3 Fonlara Yatırım Yaparken Dikkat Edilecek Hususlar	13
1.2.4 Yatırım Fonlarının Avantajları	13
1.2.4.1 Tasarruflara Sağladığı Avantajlar	13
1.2.4.2 Ekonomi Açısından Avantajları	14
1.2.5. Kuruluş Esasları	15
1.2.6 Katılma Belgeleri	17
1.2.6.1 Katılma Belgelerinin Alım-Satımı	17
1.2.6.2 Katılma Belgesi Alım Satımına Aracılık	18
1.2.7 Fon Portföy Yönetimine İlişkin İlkeler	18
1.2.8 Portföye Getirilen Sınırlamalar	20
1.3 Yatırım Ortaklıkları	22
1.3.1 Yatırım Ortaklıklarının Kuruluşu	23
1.3.2 Yatırım Ortaklıklarının Faaliyetleri	24
1.3.3 Yatırım Ortaklıklarına Getirilen Yasaklar	25
1.4 Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları	26
1.4.1 Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları'nın Kuruluşu	28
1.4.2 Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları'nın Faaliyeti Yatırımcılara Ve Ekonomiye Katkıları	29
1.4.3 Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları'na Getirilen Yasaklar	31
II. BÖLÜM	
GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI	32
2.1 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kuruluşu.....	34
2.1.1 Ani Usûlde Kuruluş veya Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'na Dönüşüm İşlemleri.....	35
2.1.1.1 Ani Usûlde Kuruluş veya Dönüşüm İşlemlerinde Gerekli Belgeler	39
2.1.2 Kurucularda Aranılan Nitelikler	40
2.1.3 Bankaların Gayrimenkul Yatırım Ortaklığına Kurucu Olabilmesi	42
2.1.4 İnşaat Şirketlerinin Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Faaliyetinde Bulunabilmesi Hususu.....	42
2.2 Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınması Ve Satışı	43
2.2.1 Kurul Kaydına Alınma	44
2.2.2 Halka Arz	45
2.2.3 Halka Arz Aracılık	52

2.2.4 Borsada Satış Ve Kotasyon	56
2.2.5 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'na Aynı Sermaye Konabilmesi	57
2.3 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nda Ortaklığın Yönetimine İlişkin Kurallar	60
2.3.1 Ortaklık Portföyünün İdaresi	62
2.4 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nda Yatırımlar Ve Portföy Yönetimine İlişkin Kurallar	62
2.4.1 Yatırım Faaliyetleri.....	65
2.4.2 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına Yatırımlar Konusunda Getirilen Kısıtlama ve Yasaklamalar	67
2.5 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nda Değerleme	72
2.5.1 Gayrimenkul Değerleme Şirketleri	72
2.5.2 Değerlemeye İlişkin Esaslar, Değerleme Gerektiren İşlemler	75
2.5.3 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nda Yeniden Değerleme Ve Amortisman Ayırımı	76
2.6 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nın Mali Tabloları	77
2.7 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın Vergilendirilmesi	79
2.7.1 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'na Katma Değer Vergisi ile Tanınan Ayrıcalıklar	82
2.8 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'ndan Kâr Payı Elde Edenlerin Vergilendirilmesi	82
2.8.1 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'ndan Kâr Payı Elde Eden Gerçek Kişiler Açısından (Pay Sahipleri Açısından) Vergilendirme	83
2.8.2 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarından Kâr Payı Elde Eden Kurumlar Açısından Vergilendirme	83
2.9 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Ekonomi İçindeki Yeri- Kamu Taşınmaz Mallarının GYO Aracılığı İle Değerlendirilmesi	84

III. BÖLÜM

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ YURT DIŞINDAKİ UYGULAMALARI	85
3.1 ABD'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları.....	85
3.2 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Türleri.....	86
3.3 GYO'nın Örgütlenme Biçimleri.....	87
3.4 GYO'nın Yatırım Alanları.....	89
3.5 GYO'nın Avantaj Ve Dezavantajları.....	90
3.6 GYO'nda Portföy Çeşitlendirmesi.....	90
3.7 GYO'na Getirilen Sınırlamalar.....	91
3.8 GYO'nın Değerlemesi.....	95
3.8.1 Satış Değeri Yaklaşımı.....	95
3.8.2 Gelir (Kazanç) Yaklaşımı.....	95
3.8.3 Maliyet Yaklaşımı.....	96
3.9 GYO'nın Finansal Açısından Karşılaştırılması.....	96
3.10. ABD'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nda Vergilendirme.....	97

IV. BÖLÜM

GAYRİMENKULLERİN MENKULLEŞTİRİLMESİ VE KONUT FİNANSMAN SİSTEMLERİ.....	98
4.1 Gayrimenkullerin Menkulleştirilmesi	98
4.2 Gayrimenkullerin Menkulleştirilmesi Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı.....	101
4.2.1 Gayrimenkul Sertifikaları.....	101
4.2.1.1 Gayrimenkul Sertifikalarında Bulunması Zorunlu Hususlar.....	102
4.2.1.2 Gayrimenkul Sertifikaları'nın Yatırımcıya Ve Ekonomiye Katkıları.....	104
4.2.1.3 Gayrimenkul Sertifikaları'nın Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarından Farkları.....	104
4.2.2 İpotekli Borç Senedi-İrad Senedi.....	106
4.2.2.1 İpotekli Borç Senedinin Avantajları.....	107
4.2.2.2 İpotekli Borç Senedinin Mevzuatımızdaki Yeri.....	108
4.2.2.3 İpotekli Borç Senedinin Dezavantajları.....	108
4.2.2.4 İpotek Piyasalarının Sermaye Piyasalarından Farkları.....	109
4.2.3 Rehinli Tahviller.....	110

4.2.4 Gayrimenkul Karşılıklı Senet.....	111
4.2.5 Varlığa Dayalı Menkul Kıymet.....	112
4.2.5.1 VDMK'lerin Konusu Olabilecek Alacak Türleri	112
4.2.5.2 VDMK İhraç Edebilecek Kuruluşlar.....	113
4.2.5.3 VDMK Sözleşmesinde Yer Alması Gereken Unsurlar.....	114
4.3 Diğer Konut Finansman Sistemleri.....	115
4.3.1 Doğrudan Finansman Sistemi	116
4.3.2 Mukavele Sistemi.....	116
4.3.3 Mevduat Finansman Sistemi.....	117
4.3.4 İpotek Bankası Sistemi.....	117

V.BÖLÜM

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ TÜRKİYE UYGULAMALARI.....	119
5.1 Ülkemizde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Mevcut Durumu.....	119
5.2 Hisse Senetleri Borsada İşlem Gören GYO'nun İncelemesi.....	133
5.2.1 Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı.....	134
5.2.2 Atakule Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı.....	142
5.2.3 EGS Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	150
5.2.4 Garanti Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	153
5.2.5 İhlas Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı.....	161
5.2.6 İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı.....	169
5.2.7 Nurol Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı.....	177
5.2.8 Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı.....	185
5.2.9 Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı.....	193
5.3 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nın Ekonomiye Katkıları.....	201
5.4 Deprem'in Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Etkileri - Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Yapısal Sorunları.....	203

SONUÇ.....	205
-------------------	------------

KAYNAKLAR	
------------------------	--

ÖZGEÇMİŞ	
-----------------------	--

KISALTMA LİSTESİ

GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları
GYODER	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Derneği
İBS	İpotekli Borç Senedi
Kanun	Sermaye Piyasası Kanunu
KDV	Katma Değer Vergisi
Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
SPK	Sermaye Piyasası Kanunu
Tebliğ	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'na İlişkin Esaslar Tebliği Seri VI No.14
TTK	Türk Ticaret Kanunu
TTSG	Türk Ticaret Sicil Gazetesi
UPREIT	şemsiye Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları
VDMK	Varlığa Dayalı Menkul Kıymet
VUK	Vergi Usul Kanunu

ŞEKİL VE GRAFİK LİSTESİ

Şekil 1.1	Kollektif Yatırım Kuruluşlarının Sınıflandırılması	8
Şekil 2.1	Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Portföy İşletmeciliği Yetki Belgesi	36
Şekil 2.2	GYO Kuruluş Başvuru Dilekçesi	38
Şekil 2.3	Halka Arz Başvuru Dilekçesi	52
Şekil 2.4:	Sermaye Artırım Dilekçesi	59
Şekil 2.5	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Portföy Tablosu	64
Şekil 3.1	Geleneksel GYO Yapısı	86
Grafik 5.1	İMKB'deki GYO'ların Net Aktif Değerleri ve Piyasa Değerleri	128
Grafik 5.2	İMKB'deki GYO'ların Toplam Aktifleri ve Net Aktif Değerleri (31.12.2001 – 31.03.2002 Karşılaştırmalı)	129
Grafik 5.3	İMKB'deki GYO'ların Fiyat Performansları	132
Grafik 5.4	İMKB'deki GYO'ların Toplam Piyasa Değerinin Toplam Net Aktif Değere Olan iskontosu / Primi	132

TABLO LİSTESİ

Tablo 2.1	GYO'larda Portföye Getirilen Sınırlamalar	70
Tablo 3.1	ABD'de GYO'nun Türlerine Göre Dağılımı	87
Tablo 3.2	A.B.D.'de GYO'nun Yatırım Yaptıkları Alanlara Göre Dağılımı (4.1.2001 itibariyle)	89
Tablo 4.1	Gayrimenkul Sertifikaları ile Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Arasındaki Farklar	105
Tablo 5.1	GYO'larının Portföylerindeki Taşınmazlar	121
Tablo 5.2	GYO'nun Kuruluş Biçimleri	123
Tablo 5.3	GYO'nun Portföyleri İtibariyle Mevcut Durumu	124
Tablo 5.4	GYO'nun Karşılaştırmalı Portföyleri	127
Tablo 5.5	GYO'nun Gayrimenkul Portföylerinin % olarak Dağılımı	130
Tablo 5.6	GYO'nun Gayrimenkul Portföylerinin Rakamsal Ve % olarak Dağılımı	130
Tablo 5.7	İMKB'deki GYO'ların Net Aktif Değerlerinin Dağılımı (%)	131
Tablo 5.8	Borsa'da İşlem Gören GYO'ların 6 aylık karşılaştırmalı Kar/Zarar Durumu	133
Tablo 5.9	Alarko GYO'nun 31.12.2001 İtibariyle Portföyünde Yer Alan Gayrimenkuller	135
Tablo 5.10	Atakule GYO'nun 31.12.2001 İtibariyle Portföyünde Yer Alan Gayrimenkuller	143
Tablo 5.11	EGS GYO'nun 31.12.2001 İtibariyle Portföyünde Yer Alan Gayrimenkuller	151
Tablo 5.12	Garanti GYO'nun 31.12.2001 İtibariyle Portföyünde Yer Alan Gayrimenkuller	153
Tablo 5.13	İhlas GYO'nun 31.12.2001 İtibariyle Portföyünde Yer Alan Gayrimenkuller	162
Tablo 5.14	İş GYO'nun 31.12.2001 İtibariyle Portföyünde Yer Alan Gayrimenkuller	170
Tablo 5.15	Nurol GYO'nun 31.12.2001 İtibariyle Portföyünde Yer Alan Gayrimenkuller	178
Tablo 5.16	Vakıf GYO'nun 31.12.2001 İtibariyle Portföyünde Yer Alan Gayrimenkuller	186
Tablo 5.17	YK Koray GYO'nun 31.12.2001 İtibariyle Portföyünde Yer Alan Gayrimenkuller	194

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI VE TÜRKİYE UYGULAMASI

Aslı Dural

İşletme Yönetimi, Yüksek Lisans Tezi

Gayrimenkul yatırımları, yer aldıkları ekonomide diğer sektörleri de etkileyerek piyasayı hareketlendiren, ekonomik kalkınmayı hızlandıran yatırımlardır. Bu yatırımların, yüksek tutarda bir kaynak birikimini gerektirmesi, küçük yatırımların sisteme katılmasını sağlayacak yeni finansman yöntemlerini ortaya çıkarmıştır.

Bu çalışmada, esas konumuz olan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'na değinmeden önce, kollektif yatırım kuruluşları olan Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıkları, Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları incelenmiştir. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nın kuruluşundan vergilendirmesine kadar geçen süreç, kuruluş şartları, portföy yönetimi, yatırım faaliyetleri ve yasakları incelenmiştir. Konut finansman sistemlerine de kısaca değinilmiştir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nın Türkiye'deki uygulamasında ise, ülkemizde bulunan, kayıtlı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nın yapıları incelenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Gayrimenkul Yatırımları, Gayrimenkul Sektörü

REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS AND IMPLEMENTATION IN TURKEY

Aslı Dural

Business Administration, M.S. Thesis

Real estate investments activate the markets by affecting other sectors in the economy and accelerate economic growth. The necessity of large amount of capital for these investments has revealed new financing methods to provide small investments to take part in the system.

In this study, Venture Capital Investment Trusts, Investment Funds and Investment Trusts are analyzed prior to the main subject, Real Estate Investment Trusts. Real Estate Investment Trusts' process between establishment and taxation, conditions of establishment, portfolio management, investment activities and prohibition is researched. House and home financing systems are also viewed.

The Real Estate Investment Trusts registered in Turkey have been studied for demonstrating the practice in Turkey.

Key words: Real Estate Investment Trusts, Real Estate Investments, The Real Estate Sector

GİRİŞ

Tasarruf sahipleri birikimlerini değerlendirmede farklı yollar seçmekte; mevduat, hisse senetleri, tahvil, altın ve diğer kıymetli madenler ya da gayrimenkuller gibi değişik alternatif yatırım araçlarına yatırım yapmaktadır. Yatırım alternatifleri farklılaştıkça getiri ve riskleri de farklılaşmaktadır.

Tasarruf sahipleri, kendilerine yüksek kar sağlayacak yatırım alternatiflerini seçerken aynı zamanda ülke ekonomisine de yön vermektedirler. Sözelimi; tasarrufların hisse senedi vb. yatırım araçlarına yönlendirilmesi, ekonomiyi canlandırarak, kalkınmayı hızlandırırken, altın vb. araçlara yönlendirilmesi ise ekonomiyi olumsuz etkilemektedir. Bu nedenle yatırım araçlarının çeşitliliği ve ağırlığı, sadece küçük tasarruf sahipleri için değil, ülke ekonomisi açısından da büyük önem arz etmektedir. Birikimlerin menkul kıymet yatırımlarına yönlendirilmesi paranın dolaşımını ve ekonomik canlılığı sağlayacaktır. Bununla birlikte, menkul kıymet yatırımları, bilgi ve uzmanlık gerektiren yatırımlar olup, küçük çaplı bireysel birikimler için risk faktörü de taşımaktadırlar. Bu nedenle yatırımcıları menkul kıymet yatırımlarına teşvik etmek ve portföy yönetimi hizmeti vermek amacıyla Sermaye Piyasası Kurumları kurulmuştur.

Çalışmamızın esasını teşkil eden Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları da bu şekilde oluşmuş sermaye piyasası kurumlarıdır. Özellikle son yıllarda Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları giderek artan bir ilgiyle karşı karşıyadır. GYO, gayrimenkul sektörüne finansman sağlanması ve taşınmaz malların likit hale getirilmesi işlevlerini üstlenerek, yatırım ve finansman konusunda yeni bir boyut açmıştır.

Gayrimenkul yatırımlarının menkul kıymet pazarında yer alabilmesi için öncelikle, finansal sistemin gelişmiş olması zorunluluk teşkil eder. Finansal sistemin gelişmiş olduğu ülkelerde, gayrimenkulün finansman maliyeti azalmakta, yeni finansman imkanları ortaya çıkmaktadır.

Ülkemizde finansal sistemin gelişim düzeyi henüz istenen aşamaya gelmemekle birlikte, bu amaçla son dönemlerde bazı kurum ve araçların faaliyete geçmeye başladığı görülmektedir.

Gayrimenkul yatırımlarının toplam yatırımlar içindeki payı düşünülürse, sermaye birikiminin gayrimenkul yatırımlarına yönelmesi, ekonomik gelişmeyi engelleyici bir durum olarak karşımıza çıkacaktır. Bu nedenle gayrimenkullerin finansal sisteme dahil edilmesini sağlayacak kurumların varlığı zorunluluk göstermektedir. Finansal sistemi gelişmiş ekonomilerde, gayrimenkullerin finansal sisteme dahil edilerek menkul kıymetleştirildiği görülmektedir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, gayrimenkul gibi likit olmayan bir yatırım enstrümanını likit hale dönüştürerek yatırımcıya alternatif araçlar sunmakta, küçük tasarrufları ekonomiye kazandırmaktadır.

GYO konusuna geçmeden önce diğer sermaye piyasası kurumlarına değinmenin kanımızca GYO'ların yapısını, işleyişini ve diğer mevcut kurumlarla farklılıklarını görmek açısından yol gösterici olacağı düşünülerek birinci bölümde Kollektif Yatırım Kuruluşları incelenmiş, sermaye piyasasında yer alan kurumlar ve araçlara değinilmiştir.

İkinci bölümde çalışmamıza esas teşkil eden Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları incelenerek, yapıları, işleyişleri, faaliyetleri, yükümlülükleri hakkında bilgi verilmiştir.

Üçüncü bölümde, GYO'nı yurtdışındaki uygulamalarıyla kıyaslayabilmek açısından GYO'nın ABD'deki uygulamalarına yer verilmiştir.

Dördüncü bölümde, gayrimenkulün menkul kıymetleştirilmesi ve bu yolla sağlanan finansman yönteminin yanısıra, diğer konut finansman modelleri ele alınmıştır.

Beşinci ve son bölüm ise, ülkemizdeki GYO'nun durumuna ilişkin bilgi sunarak halihazırda faaliyet gösteren, borsaya kote olmuş 9 adet GYO hakkında bilgi sunmaktadır.

I. BÖLÜM

KOLLEKTİF YATIRIM KURULUŞLARI

Kollektif Yatırım Kuruluşları, küçük çaplı bireysel yatırımları biraraya getirerek onlar adına portföy oluşturan, yatırım yapan sermaye piyasası kurumlarıdır.

Bu bölümde, kollektif yatırım kuruluşlarının tanımı, özellikleri anlatılarak, Kollektif Yatırım Kuruluşları olan, yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları incelenmiştir.

Sermaye Piyasası içerisinde Kollektif Yatırım Kuruluşlarının yerini görmek için öncelikle Sermaye Piyasası kurumlarını sıralamak gerekirse;

Sermaye Piyasası Kurumları:

- Aracı Kurumlar
- Yatırım Ortaklıkları
- Yatırım Fonları
- Sermaye piyasasında faaliyet göstermesine izin verilen diğer kurumlar

olarak Sermaye Piyasası Kanunu'nda sıralanmaktadır.

Sermaye Piyasası araçları ise;

- Hisse senedi
- Tahvil
- Katılma intifa senedi
- Kar-zarar ortaklığı belgesi
- Gelir ortaklığı belgesi
- Banka bonoları
- Banka garantili bonolar

- Finansman bonoları
- Konut sertifikaları
- Yatırım fonu katılma belgeleri

olarak sıralanabilir.

Gayrimenkul yatırımlarının ekonomiye kazandırılabilmesi, buna uygun yatırım araçlarının geliştirilmesi için hukuk sistemimizde düzenlemesi yapılmış mali araç ve kurumları şu şekilde sıralayabiliriz.¹

- İpotekli Borç Senetleri
- Gayrimenkul Yatırım Fonu
- Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
- Gayrimenkul Sertifikası
- Varlığa Dayalı Menkul Kıymet

Menkul kıymetlere yatırım yapmak, belli bir bilgi ve uzmanlık gerektirmektedir. Bireysel birikimlerin genelde yeterli büyüklükte olmaması bunlarla oluşturulan portföyleri de riskli kılmaktadır. Bu nedenle sermaye piyasasında kolektif yatırım kuruluşları olarak adlandırılan menkul kıymet yatırım fonları ve menkul kıymet yatırım ortaklıkları yaratılmıştır.

Kollektif Yatırım Kuruluşları, uzmanlar eliyle oluşturulacak ve uzmanlar eliyle yönetilecek bir büyük portföye küçük kapital sahipleri ortak edilerek, hem onları uzmanlık hizmetlerinden yararlandırmak, hem de herkes için aynı tip portföyü defalarca tekrarlamamanın anlamsızlığını bertaraf etmek, bu arada portföyden azami randıman sağlamak, portföyün riskini asgariye indirmek, dolayısıyla çok sayıda küçük kapital sahibine kar ile risk arasında optimal denge sağlamak, portföyün kupon tahsili, saklama, rüçhan hakkı kullanma gibi hizmetlerini tek elden yapan kuruluşlardır.²

¹ GÖKÇE, Gamze: Gayrimenkul Yatırım Fonları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Gayrimenkul Sertifikaları Ve Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi, Ankara, T.C. Maliye Bakanlığı Milli Emlak Genel Müdürlüğü, Ekim 1998, s. 3

² KARSLI, Muharrem: Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, 3.Basım, İstanbul ,Beta Basım Ve Dağıtım, Sermet Matbaa, 1989, ss.106-107

Kollektif yatırım kuruluşları, hukuki yapılarına göre ayrı ve bağımsız bir tüzel kişilik olarak kurulduklarında yatırım ortaklığı, başka bir tüzel kişilik tarafından bir sözleşme çerçevesinde kurulduklarında ise yatırım fonu olarak adlandırılır.³

Amaç ve ekonomik fonksiyon olarak birbirine benzemekle beraber, çalışma biçimleri ve yatırımcılara sundukları hizmet bakımından yatırım fonları ve yatırım ortaklıkları birbirlerinden ayrılmaktadırlar.

1.1 Kollektif Yatırım Kuruluşlarının Varlık Nedenleri

Kollektif yatırım kuruluşlarına duyulan ihtiyacın ilk ve en önemli sebebi, tasarrufların emin, kazançlı yatırımlarla değerlendirilmesini sağlamaktır. Yatırımcıların, sektörlerin karlılık ve riskleri hakkında bilgi edinerek bunları en fazla getiriyi sağlayacak likiditesi yüksek yatırımlara dönüştürmeleri oldukça güçtür. Bu işlemler, deneyimli, kurumsallaşmış kadroları gerektirmektedir. Ayrıca, küçük tasarruflarla yapılacak yatırımlar, menkul kıymet yatırımlarında varolan riski arttıracaktır. Oysa çok sayıda yatırımcının küçük tutarlı yatırımlarının bir araya gelmesi ile portföy çeşitlendirmesi yapılarak portföyün riskini en aza indirmek mümkündür. Bu sebeplerle, yatırımcıların birikimlerini en iyi şekilde değerlendirmelerini sağlamak amacıyla uzman kadrosuna ve teşkilatına sahip kuruluşlara gereksinim duyulmuş ve bu ihtiyacı karşılamak üzere “ kollektif yatırım kuruluşları” kurulmuştur.

Kollektif yatırım kuruluşları, küçük yatırımcıların yatırım ve portföy yönetiminde ve risk dağılımında, uzmandan yararlanma ihtiyacı, riskten korunma ve oluşan tip portföyün her küçük yatırımcı için yeniden tekrar edilmesinden kaçınma isteğinden dolayı tüm bu fonksiyonları yerine getirmek için kurulmuşlardır.⁴

1.1.1 Kollektif Yatırım Kuruluşlarının Yatırımcılara Sundukları Avantajlar

- Uzmanlar eliyle oluşturulup yönetilecek büyük bir portföye küçük tasarruf sahiplerinin ortak edilmesi ile uzmanlık hizmetinden yararlanmaları,
- Herkes için aynı tip portföyün tekrarının önlenmesi,

³ <http://www.spk.gov.tr/wwwroot/bilgi/yatirimfonlari.htm>, Şubat 2002

⁴ KARSLI, Muharrem, a.g.e, ss.106-107

- Portföyden azami randıman sağlamak,
- Portföyün riskini minimuma indirmek,
- Çok sayıda tasarruf sahibine karla risk arasında optimal denge sağlamak,
- Portföye ilişkin hizmetleri tek elden yapmak

Kollektif yatırım kuruluşlarının yatırımcılara sağladığı avantajlar olarak sıralanabilir.

1.1.2 Kollektif Yatırım Kuruluşlarının Tarihsel Gelişimi

Yatırım fonu fikri ilk kez, 1860 yılında ortaya çıkmıştır. 19. yüzyılın ilk senelerinden itibaren İngiltere, diğer memleketlere para ihraç eden ve elinde nakit sermaye olan bir memleket haline gelmiştir. Bu yüzden de memleket içindeki faiz oranı çok düşüktü. Buna karşılık başka memleketlerin, yeni yatırımlar için, sermayeye ihtiyaçları vardı; fakat dış piyasayı tanımadıkları gibi güvenebilecekleri kimseler de bulunmadığından, İngiliz sermayedarları paralarını başka memleketlere gönderemiyorlardı. Bu husustaki en önemli zorluk, hisse senetlerini satın alabilecekleri şirketler hakkında iyi bilgi sahibi olamamak idi. Bu zorluğu atlatmak için, sermayelerini dost veya avukatlara emanet ediyorlar, bu suretle bu gibi kimselerin elinde dışarıya gönderilmesi mümkün külliyetli miktarda para birikiyordu. Böylece bir elde toplanan paralar, ileride daha da gelişecek olan “yatırım fonlarının” ilk çekirdeğini oluşturuyordu.⁵

Amerika’da yatırım fonlarının gelişimi de İngiltere’ye paralel bir seyir izlemiştir. 1914 yılına kadar yaygın olmayan yatırım fonları, bu tarihten sonra büyük gelişmeler kaydetmişlerdir.

Avrupa ülkelerinde ise, İsviçre, Hollanda, Belçika, Fransa ve Almanya bu gelişimi takip etmiştir.

Bugünkü anlamda yatırım ortaklıkları ilk kez 1860’ta İskoçya’da ortaya çıkmış, daha sonraki yıllarda İngiltere’de hızla uygulamaya geçmiştir. 19.yüzyılda İngiltere’nin, tasarrufların artması, ticaretin gelişmesi sonucu parlak bir dönem geçirmesi kollektif yatırım kuruluşlarının gelişmesinde olumlu bir ortam yaratmıştır. İngiltere’deki gelişimi Avrupa ülkeleri takip etmiş, ABD’de ise, bu kurumlar daha geç ortaya çıkmıştır.

⁵ GÜRSOY, Kemal Tahir: Mukayeseli Hukukda, Özellikle Türk Ve İsviçre Hukuklarında Yatırım Fonları, Ankara, Banka Ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Yayın No:125, Sevinç Matbaası, 1977, s.15

Ülkemizde ise kollektif yatırım kuruluşları 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile düzenlenmiş olup, uygulamaları, yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarıdır.

1.1.3 Kollektif Yatırım Kuruluşlarının Sınıflandırılması

Kollektif Yatırım Kuruluşlarının hukuki düzenleniş şekli veya hukuki yapısı bakımından, ortaksal veya ortaklığa dayalı model ile sözleşmeye dayalı veya güvenilir kişi eliyle yönetim modeli ve olmak üzere iki temel model ortaya çıkmıştır.⁶

1.1.3.1 Sözleşmeye Dayalı Model

Bu modelde, tasarruf sahiplerinin katılmalarıyla bir fon oluşturularak, bir ortaklık veya yöneticiler grubu tarafından bir sözleşmeye dayanarak, tasarruf sahipleri hesabına, güven ilkelerine göre yönetilip işletilmesi sözkonusudur.

1.1.3.2 Ortaksal Model

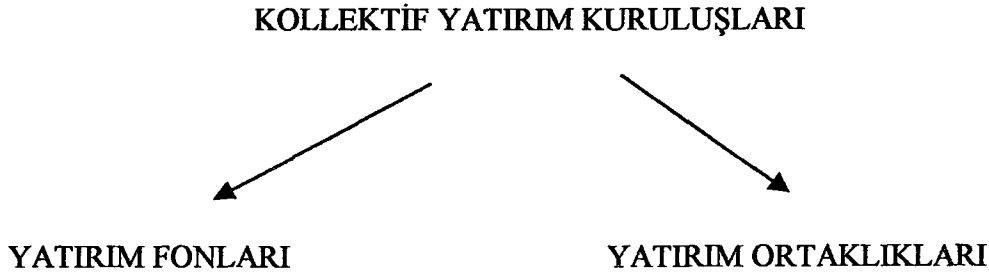
Bu modelde bir yatırım kuruluşu sözkonusudur. Birkaç ortaklık türüne göre kurulabilmekle beraber, genelde anonim ortaklık şeklinde kurulmaktadır. İşletme konusundaki farklılık dışında, anonim ortaklıklara ait ilke ve kurallar yatırım ortaklığı için de geçerlidir. Hukuki açıdan portföyün sahibi, anonim ortaklık tüzel kişiliğidir. Pay sahiplerinin portföy üzerinde doğrudan hakları olmayıp, portföyün işletilmesi sonucu gerçekleşecek kardan pay alırlar.

Görüldüğü gibi, sözleşmeye dayalı model ve ortaksal model olarak gerçekleştirilen sınıflama esasen yatırım fonları ve yatırım ortaklıklarını anlatmaktadır.

⁶ AYTAÇ, Zühtü: Sermaye Piyasası Yardımcı Kuruluşu Olarak Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları, Türkiye’de Sermaye Piyasası (Araçlar ve Kuruluşlar), Seminer Tebliğleri-Tartışmalar-Panel, İktisadi Araştırmalar Vakfı ve Sermaye Piyasası Kurulu, Doğu Matbaa, 20-21 Nisan 1984 s.s.248-249’ dan aktaran, UZAY, (Erkılınc) Tülin: “Sermaye Piyasasında Yatırım Fonları Ve Yatırım Ortaklıklarının Yeni Düzeni Üzerine Bir İnceleme”, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, YTÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1993,s.6

Bu sınıflamayı şekillendirecek olursak Kollektif Yatırım Kuruluşlarını şu şekilde özetleyebiliriz.

Şekil 1.1 Kollektif Yatırım Kuruluşlarının Sınıflandırılması



Kaynak: KARSLI, Muharrem: Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler, 3.Basım, İstanbul, Beta Basım Ve Dağıtım, Sermet Matbaa, 1989'dan yararlanarak tarafımızdan hazırlanmıştır.

1.2 Yatırım Fonları

Yatırım Fonları, inançlı mülkiyet esasına göre, birçok yatırımcının birikimlerini bir araya getirerek onlar adına portföy yapan finansal kuruluşlardır.

Kanun'a (SPK Madde 37) göre Yatırım Fonları, "Halktan katılma belgeleri karşılığında toplanan paralarla, belge sahipleri hesabına riskin dağıtılması ve inançlı mülkiyet esaslarına göre sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek amacıyla kurulan malvarlığıdır" şeklinde tanımlanmıştır.

Sermaye Piyasası Araçları; menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları olarak sınıflandırılabilir.

Menkul Kıymetler; ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Sermaye Piyasası Kurulu'nca belirlenen kıymetli evraklardır.

Diğer Sermaye Piyasası Araçları; gayrimenkul, altın ve diğer kıymetli madenlerdir.

Fon portföyleri karma da olabilmektedir.

Fonun tüzel kişiliği olmamakla birlikte mal varlığı, kurucunununkinden ayrıdır.SPK yatırım fonlarını, inançlı mülkiyet esasına göre portföy işleten mal varlığı olarak tanımlamıştır.

Yatırımcıların, bazı şartların gerçekleşmesi halinde fon yönetimine karşı alacak hakları ortaya çıkar ki bu da inançlı mülkiyet kavramını açıklamaktadır.

Yatırım Fonlarının fiyatları hisse senetleri gibi alım satımda değişmemekte, gün sonunda portföylerindeki menkul kıymetlerin değerlendirilme yöntemlerine göre belirlenmektedir.

Genellikle açık uçlu olmakta (değişken sermayeli), yani istenildiğinde pay sayısı artırılabilir. Bu sayede sağlanan likitide, yani yatırımcıların fon alım satımında karşılaştıkları kolaylık, fonların finans piyasasına getirdiği önemli bir avantajdır.⁷

1.2.1 Yatırım Fonlarının Kuruluşu

Yatırım Fonları ülkemizde ve yurtdışındaki uygulamalarda, üçlü bir ilişki içinde oluşur: Kurucu, Yed-i Emin ve Tasarruf Sahipleri.

Kurucu; fonu kurarak bu fona katılımı sağlayan, katılma belgelerini halka arz eden, fonun her türlü işleminden, ortakların üçüncü kişi, kamu kurum ve kuruluşlarına karşı sorumlu olan kuruluştur. Fon portföyünün kurucu tarafından kötü kullanımını önlemek amacıyla fon portföyü, kurucu tarafından atanan bağımsız yetkili bir portföy yöneticisi kuruluş tarafından yönetilir. Kurucu, portföy yöneticisinin fon yönetimi ile ilgili yaptığı tüm işlemlerden sorumludur.

Yed-i Emin; fon portföyündeki varlıkları muhafaza eder, portföy yöneticisinin verdiği talimatlara uygun olarak portföydeki menkul kıymet hareketlerini yürütür. Portföydeki menkul kıymetlerin faiz ve temettü gelirlerini tahsil ederek katılımcılara aktarılmasına aracılık eder.

Tasarruf Sahipleri; yatırım amacıyla katılma belgelerini satın alan gerçek veya tüzel kişilerdir.

Tebliğ'de belirlenmiş esaslara uyan ve Kurul'ca aranacak nitelikleri taşıyan bankalar, aracı kurumlar, sigorta şirketleri ve kanunlarında engel bulunmayan emekli ve yardım sandıkları ile 506 sayılı Kanun'un geçici 20'nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar Kurul'dan izin almak koşuluyla fon kurabilirler.⁸

⁷ TEVFİK, Gürman: Dünyada ve Türkiye'de Yatırım Fonları Teori ve Uygulama, Ankara, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Tisamat Basım Sanayii, 1995, s.1

⁸ ERTAŞ, Vahdettin-TUNCEL, Kürşat- TEKER, Bahadır: Yatırım Fonları Türkiye Uygulaması, Ankara, SPK, Yayın No:103, Nurol Matbaacılık, Ekim 1997

1.2.1.1 Kurucularda Aranılan Nitelikler

Yatırım Fonu kurmak isteyen aracı kurumların;

- Sermaye piyasası faaliyetlerinin halka arzına ve alım-satımına aracılık faaliyetlerinde bulunmak üzere Kurul'dan izin almış olmaları,
- Öz sermayelerinin, "Aracı Kurumların Sermayelerinde ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği" esasına göre hesaplanan tutardan az olmaması,
- Banka ve sigorta şirketlerinin kendi mevzuatları esasınca sahip olmaları istenen asgari ödenmiş sermayeye sahip olmaları,
- Kurucuların faaliyetlerinin tamamen veya belirli faaliyet alanları itibarıyla sürekli veya son bir yıl içinde 1 ay veya daha fazla süreyle geçici olarak durdurulması kararı verilmemiş olması,
- Kurucuların yetkililerinin, müflis olmamaları ve zimmet, ihtilas, irtikap, rüşvet, emniyeti suistimal, sahtecilik, hırsızlık, dolandırıcılık, istihsal kaçakçılığı hariç kaçakçılık gibi yüz kızartıcı suçlardan dolayı veya kendi özel mevzuatları ve sermaye piyasası mevzuatına aykırılıktan dolayı mahkumiyet kararlarının bulunmamış olması gerekir.

Kurul, haklarında kesinleşmiş bir mahkumiyet kararı olmamakla birlikte, kurucu yetkililerinden birisi veya birkaçı aleyhinde bu maddede sayılan fiillerden dolayı suç duyurusunda bulunmuş olması halinde, fonun kuruluşuna veya tutarının artırılmasına izin verilmesini yargılama sonuçlanıncaya kadar erteleyebilir.

SPK'nın yatırım fonlarına, menkul kıymetlerle birlikte gayrimenkullere de yatırım yapma izni vermiş olmasına karşın, Kurul'un, menkul kıymet yatırımlarını düzenleyen Tebliği'ne göre menkul kıymet yatırım fonları, ilgili yönetmeliğin yayınlanmaması ve gerekli şartların oluşmaması sebebiyle gayrimenkullere yatırım yapamamaktadır. Gayrimenkul Yatırım Fonlarının uygulama olanağı bulunmamasının bir nedeni de, gayrimenkul yatırımının uzmanlık gerektiren ayrı bir faaliyet alanı olmasıdır.

Yatırım fonlarında asgari fon tutarı şu şekilde hesaplanır:

+	Çıkarılmış / Ödenmiş Sermaye (Kurul'a gönderilen bağımsız denetimden geçmiş son mali tabloda yer alan)
+	Yedek Akçeler (Genel Kurulca onaylanan son mali tabloda görülen)
+	Yeniden Değerleme Değer Artış Fonu
-	Zararlar

X 10

1.2.2 Yatırım Fonlarının Sınıflandırılması

Yatırım fonları iki tipte kurulabilir:

- A Tipi Yatırım Fonları,
- B Tipi Yatırım Fonları

Portföylerinin aylık ortalama bazda, en az % 25'i Türk şirketlerinin hisse senetlerinden oluşan fonlar, A Tipi yatırım fonu olarak adlandırılır. B Tipi Fonların portföylerinde ise böyle bir sınırlama bulunmamaktadır.

A ve B tipi olarak yapılan tip sınıflamasına ilave olarak bir de tür kavramı geliştirilmiştir. Bu uygulamanın amacı ise farklı portföy yapılarına sahip fonlar oluşturulmak yolu ile farklı yatırımcı tercihlerine hitap edebilmektir.

Portföye alınacak menkul kıymetler göz önüne alınarak, 11 ayrı yatırım fonu türü tanımlanmıştır. Bunlar; Tahvil ve Bono Fonu, Hisse Senedi Fonu, Sektör Fonu, İştirak Fonu, Grup Fonu, Yabancı Menkul Kıymetler Fonu, Altın ve Diğer Kıymetli Madenler Fonu, Değişken Fon, Karma Fon, Likit Fon ve Endeks Fon'dur.

Buna göre, fonun tipi vergileme açısından yatırımcıya bilgi verirken, türü; portföyün ağırlıklı olarak hangi varlıklardan oluştuğunu göstermektedir.

Fonlar aşağıda belirtilen türlerde kurulabilir:⁹

- **"Tahvil ve Bono Fonu"**; Fon portföyünün en az % 51'ini devamlı olarak, kamu ve/veya özel sektör borçlanma araçlarına yatırmış fonlar,
- **"Hisse Senedi Fonu"**; Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış fonlar,
- **"Sektör Fonu"**; Belirli bir sektörü (örneğin, çimento, tekstil gibi) oluşturan ortaklıkların menkul kıymetlerine yatırmış fonlar,
- **"İştirak Fonu"**; Kurucunun iştiraklerince çıkarılmış menkul kıymetlere yatırım yapan fonlar,
- **"Grup Fonu"**; Belli bir topluluğun (Koç Topluluğu, Sabancı Topluluğu gibi) menkul kıymetlerine yatırım yapan fonlar,
- **"Yabancı Menkul Kıymetler Yatırım Fonu"**; Yabancı özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerine yatırmış fonlar,
- **"Altın ve Diğer Kıymetli Madenler Fonu"**; Ulusal ve uluslararası borsalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler ile bu madenlere dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırmış fonlar,
- **"Karma Fon"**; Portföyünün tamamı; hisse senetleri, borçlanma senetleri, altın ve diğer kıymet madenler ile bunlara dayalı sermaye piyasası araçlarından en az ikisinden oluşan ve her birinin değeri fon portföy değerinin %20'sinden az olmayan fonlar,
- **"Likit Fon"**; Vadesine 90 günden az kalmış sermaye piyasası araçlarından oluşan fonlar,
- **"Değişken Fon"**; Portföy sınırlamaları itibariyle yukarıdaki türlerden herhangi birine girmeyen fonlar,
- Portföyünün en az %80'i devamlı olarak; baz alınan ve Kurul tarafından uygun görülen bir endeksin değeri ile fonun birim pay değeri arasındaki korelasyon katsayısı (ilişki/paralellik) en az %90 olacak şekilde, endeks kapsamındaki menkul kıymetlerin

⁹ ERTAŞ, Vahdettin-TUNCEL, Kürşat- TEKER, Bahadır, a.g.e, s.14

tümünden ya da örnekleme yoluyla seçilen bir kısımdan oluşan fonlar “Endeks Fon” olarak adlandırılır.

Yukarıdaki sayılanlar dışında da, içtüzüklerde belirtilmek suretiyle, oluşturulacak portföy yönetim stratejilerine uygun fon türleri, Kurul’ca uygun görülmesi koşuluyla belirlenebilir.

1.2.3 Fonlara Yatırım Yaparken Dikkat Edilecek Hususlar

Yatırım Fonlarına yatırım yaparken şu hususlar önem arz eder:

- Fon kurucusu,
- Fonların türü, tipi,
- Portföy birikimi,
- Portföy Yöneticisi,
- Portföyün geçmiş dönemlerde sağladığı verim
- Katılma belgelerinin alım satım vb. koşulları

Fonlara yatırım yapılırken geçmiş dönemde elde edilen getirinin gelecek dönemde de elde edileceğinin garantisinin olmadığı unutulmamalıdır. Yatırımcının risk ve vade tercihi ile fonun risk ve vade yapısı karşılaştırılarak yatırım kararı alınmalıdır.

1.2.4 Yatırım Fonlarının Avantajları

Yatırım Fonlarının avantajlarını ekonomi açısından ve tasarrufçular açısından iki ayrı başlıkta inceleyebiliriz.

1.2.4.1 Tasarrufçulara Sağladığı Avantajlar

Yatırım fonları, gerek tasarruf sahiplerine gerek fon kurucularına çeşitli avantajlar sağlamaktadır. Bunların başlıcalarını şu şekilde sıralayabiliriz.¹⁰

¹⁰ <http://www.spk.gov.tr/kyd/yf/yf.htm>, Nisan 2002

- Tasarruflar, profesyonel yöneticiler tarafından değerlendirilmektedir.
- Portföy çeşitlendirilmesi sonucu riskin dağıtılması sözkonusu olmaktadır.
- Küçük tasarrufları yatırıma dönüştürebilmektedir.
- Fon portföyündeki değer artışları portföy değerine günlük olarak yansır, bu sayede yatırımcı işlemiş gelirle birlikte istediği miktarda fonu nakde çevirebilir.
- Faiz ve temettü tahsilatı, değerlendirme ve kontrol işlemleri fon yönetimi tarafından yapıldığından, yatırımcı, zaman ve kaynak tasarrufu sağlamaktadır.
- Bazı yatırım fonları, katılma belgesi üzerinden çek yazabilme imkanı sağlamaktadırlar. Kurucular ise yatırımcılara yeni bir hizmet sunmakta, halka arzına aracılık ettikleri menkul kıymetleri, mevzuatın izin verdiği limitler dahilinde kurucusu oldukları fonlara satabilmektedirler. İştirakleri tarafından çıkarılan menkul kıymetlere fonlar aracılığıyla yatırım yapabilmektedirler.

Ayrıca portföy büyüklüğü üzerinden hesaplanan bir yönetim ücretini fon bünyesinden alabilmektedirler. Başarılı bir şekilde yönetilen Yatırım Fonları, kurucusu açısından önemli bir reklam ve prestij kaynağıdır.

1.2.4.2 Ekonomi Açısından Avantajları

Gelişmiş mali piyasalarda Yatırım Fonları, yeni kurulan kuruluşların finansmanında önemli bir rol oynamaktadırlar.

Hazine bonusu ve tahvillere yatırım yapmak suretiyle, kamu açığının finansmanına katkıda bulunmaktadır.

Hisse senetlerine yatırım yapmak suretiyle özel sektöre kaynak aktarımı sağlar.

Portföy yönetim faaliyetlerinin gelişmesini sağlar, küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerini menkul kıymet yatırımlarına dönüştürür. Borsanın işlem hacminin artmasına ve derinleşmesine yardımcı olur.

1.2.5. Kuruluş Esasları

Kurucu, fon kurmak için hazırlayacağı fon içtüzüğü taslağı ve aşağıda belirtilen bilgi ve belgelerle Kurul'a başvurarak izni alır. ¹¹

Kuruluş Dilekçesi

Yatırım fonu kuruluşuna dair kurucunun yetkili organ kararının noter tarafından onaylanmış örneğı. Yetkili organ kararında bulunacak asgari unsurlar :

- Fonun adı,
- Fonun tutarı,
- Tahsis edilecek avans tutarı,
- Fon kurulu üyeleri ve denetçisi,
- Yönetici,

Yatırım Fonu içtüzüğü

Kurucunun;

- Son durum itibariyle ortaklık yapısı,
- Genel kurulca onaylı son tarihli mali tabloları ve genel kurul toplantı tutanağı,
- Bağımsız denetimden geçmiş son mali tabloları,
- Faaliyet raporu,
- Kurucu yetkilileri, fon kurulu üyeleri ve denetçilerin imza sirküleri,
- Kurucunun yetkilileri hakkında adli sicilden alınacak belgeler,
- Fon kurulu üyelerinin ve fon denetçisinin sermaye piyasası faaliyet izinlerinin birinin veya birden fazlasının sürekli geçici olarak kaldırılmasında yahut borsa üyeliğinden çıkarılmış kuruluşlarda sorumluluğı tespit edilmiş kişilerden olmadıklarına dair noter tarafından onaylanmış beyanları ve özgeçmişleri,

¹¹ ERTAŞ, Vahdettin-TUNCEL, Kürşat- TEKER, Bahadır, a.g.e, s.22

Kurul'ca istenebilecek diğ er bilgi ve belgeler.

Banka ve sigorta Şirketlerinin fon kurmak veya fon tutarını artırmak üzere Kurul'a başvurmaları halinde;	→	T.C. Başbakanlık Hazine ve Dış Ticaret M¼steŐarlıđı'nın
Vakıfların fon kurmak veya fon tutarını artırmak üzere Kurul'a başvurmaları halinde	→	Vakıflar Genel M¼d¼rl¼đ¼'n¼n

g¼r¼Ő¼ alınır.

Kurucunun fonla ilgili işlemleri y¼r¼tebilmesi için her bir fon için en az ¼ kişiden oluşan bir fon kurulu ve bir denetçi ataması gereklidir.

Fon portf¼y¼n¼n y¼netiminde, y¼netici, Kanun, Tebliğ ve Fon it¼z¼k h¼k¼mlerine g¼re hareket etmekle y¼k¼ml¼d¼r. Fon it¼z¼đ¼, katılma belgesi sahipleri ile kurucu, saklayıcı ve y¼netici arasında fon portf¼y¼n¼n inandı m¼lkiyet esaslarına g¼re saklanmasını ve y¼netimini konu alan, genel işlem Őartlarını d¼zenleyen bir s¼zleŐme olup, Şu hususları içerir:

- Fonun adı, t¼r¼ ve tipi,
- Kurucunun ¼nvanı ve adresleri,
- Saklayıcı kuruluşun ¼nvanı ve adresleri,
- Fon tutarı, pay sayısı ve fon s¼resi,
- Avansın kurucu tarafından tahsis edilmesi ve geri alınması esasları ile avansa y¼r¼t¼lecek faizin hesaplama y¼ntemi,
- Fon t¼r¼ ve tipi çerçevesinde yatırım yapılacak varlıklar ve portf¼y y¼netim ilkeleri,
- Katılma belgelerinin satıŐına ve geri satın alınıŐına ilişkin usul ve esaslar,
- Portf¼y¼n y¼netimine ve saklanmasına ilişkin esaslar,

- Portföyün değerlendirmesine ilişkin esaslar,
- Fon varlıklarından yapılabilecek harcamalara ilişkin esaslar,
- Fon gelir gider farkının katılma belgesi sahiplerine aktarılmasına ilişkin esaslar,
- Fon'a katılma ve fondan ayrılma şartları,
- Fonun tasfiye şekli.

1.2.6 Katılma Belgeleri

Katılma belgesi, belge sahibinin, kurucuya karşı sahip olduğu hakları taşıyan ve fona kaç pay ile katıldığını gösteren kıymetli evrak niteliğinde bir senet olup, kaydi değer olarak tutulur. Öngörülen A tipi yatırım fonların içtüzüğünde kurucu dışındaki aracı kuruluşlarca serbestçe alım satımı öngörülmüş olup, bu tip fonların katılma belgeleri menkul kıymet sayılır.

Katılma belgelerinin itibari değeri yoktur. Fon pay değeri, fon toplam değerinin tedavüldeki katılma belgelerinin kapsadığı pay sayısına bölünmesiyle elde edilir.

Katılma belgesi, temsil ettiği değer tam olarak nakden ödenmesi şartıyla satılabilir.

Fon içtüzüğünde belirlenen esaslara göre hesaplanan pay değerleri, katılma belgelerinin alım-satım yerlerinde açıkça görülebilecek şekilde asılan ilanlarla duyurulur.

Tebliğ'in öngördüğü durumlarda, Kurul'ca uygun görülmesi halinde, katılma belgelerinin birim pay değerleri hesaplanmayabilir ve alım satımları durdurulabilir.

1.2.6.1 Katılma Belgelerinin Alım-Satımı

Katılma belgesi sahipleri, belgelerini fon içtüzüklerinde belirlenen esaslara göre fona iade etmek suretiyle paraya çevirebilirler. Ayrıca içtüzüğünde hüküm bulunmak şartı ile kurucusunun talebi ve borsanın uygun görmesi üzerine menkul kıymet niteliği verilen fonların katılma belgeleri borsada işlem görebilir. Özel fon katılma belgeleri borsada işlem göremezler.

Likit fonlar dışında kalan fonlarda, içtüzüklerinde hüküm bulunmak ve kuralları belirlenmiş olmak şartıyla, katılma belgelerinin tasarruf sahipleri tarafından fona geri satımında komisyon

uygulanabilir. Komisyon tutarını saptamada, elde tutma süresi esas alınır. Elde edilecek komisyon tutarı fona gelir olarak kaydedilir.

1.2.6.2 Katılma Belgesi Alım Satımına Aracılık

Borsa'da işlem görmeyen katılma belgelerinin, aracılık amacıyla borsa dışında alım satımı fon içtüzüklerinde hüküm bulunması kaydıyla mümkündür. Bu durumda kurucu dışında alım satıma aracılık edecek aracı kuruluşların içtüzükte belirtilmesi zorunludur.

Katılma belgelerinin kurucu tarafından fon adına alım satımı esastır. Kurucu borsada işlem gören katılma belgelerini ve özel fon katılma belgelerini kendi adına alıp satamaz. Bunlar dışında kalan katılma belgelerinin ise günlük olarak geri dönen miktarının azami % 10'u kurucu tarafından kendi portföyüne alınabilir. Bu şekilde alınabilecek katılma belgelerinin toplamı, fonun toplam pay sayısının %10'unu aşamaz.

Aracılık amacıyla katılma belgelerinin borsa dışında alım satımı için, kurucu ile alım satımı gerçekleştirecek kuruluşlar arasında alım-satıma aracılık sözleşmesi yapılması zorunludur.

Alım-satıma aracılık sözleşmesinde yer alması gerekenler şunlardır:

- Sözleşmenin tarafları ile katılma belgeleri sözleşmeye konu olan fonun adı,
- Sözleşmenin süresi,
- Katılma belgelerinin alım-satımına aracılık edecek kuruluşlara ödenecek ücret ve ödeme biçimi,
- Katılma belgelerinin alım-satım esasları,
- Günlük alım-satım sonuçlarının fona bildirilme esasları,
- Kurul tarafından gerekli görülecek diğer hususlar.

1.2.7 Fon Portföy Yönetimine İlişkin İlkeler

Yatırım fonlarının yönetiminde aşağıdaki ilkelere uyulması zorunludur.¹²

¹² www.spk.gov.tr , Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği, Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Yapılmasına Tebliğ, Seri: VII, No: 18

- a. Yönetici, yönettiği her fonun çıkarını ayrı ayrı gözetmek zorundadır. Yönetimindeki yatırım fonları veya diğer müşterileri arasında bunlardan biri lehine diğerleri aleyhine sonuç verebilecek işlemlerde bulunamaz.
- b. Yönetici fon portföyü ile ilgili alım satım kararlarında objektif bilgi ve belgelere dayanmak ve sözleşme ile belirlenen yatırım ilkelerine uymak zorundadır. Bu bilgi ve belgelerin en az 5 yıl süreyle yönetici nezdinde saklanması zorunludur.
- c. Fon portföyüne hiçbir şekilde rayiç değerinin üzerinde varlık satın alınamaz ve portföyden bu değer altında varlık satılamaz. Rayiç bedel borsada işlem gören varlıklar için borsa fiyatı, borsada işlem görmeyen varlıklar için ise işlem gününde fon lehine alımda en düşük satışta en yüksek fiyattır.
- d. Borsada işlem gören varlıkların alım satımlarının borsa kanalıyla yapılması zorunludur. Fon adına katılma belgelerinin alım satımı nedeniyle, İMKB Tahvil ve Bono piyasasından aynı gün valörü ile aynı gün valörlü işlem saatleri dışında fon portföyüne alım veya fon portföyünden satım zorunluluğu bulunuyorsa, İMKB’ce belirlenen işlem kurallarına uyulması şarttır. Yönetici, fon portföyüne hisse senedi alım satım işlemlerinde, işlemi gerçekleştiren aracı kuruluşun, fonu temsil eden müşteri numarasıyla İMKB’de işlem yapmasını temin etmek zorundadır.
- e. Yönetici fon adına yaptığı alım satım işlemlerinden dolayı herhangi bir ihraççı veya aracı kuruluştan kendi lehine bir menfaat sağlıyorsa, bu durumu kurucuya açıklamak zorundadır.
- f. Yönetici, herhangi bir şekilde kendisine ve üçüncü kişileri çıkar sağlamak amacıyla fon portföyünde bulunan varlıkların alım satımını yapamaz. Fon adına vereceği emirlerde gerekli özen ve basireti göstermek zorundadır. Fon adına yapılacak alım satımlarda sözleşme ile belirlenecek genel fon stratejilerine ve kurucunun genel kararlarına uyulur.
- g. Fon portföyünün önceden saptanmış belirli bir getiri sağlayacağına dair yazılı veya sözlü bir garanti verilemez.
- h. Kurucu, fon kurulu üyeleri, yönetici ve fonların yönetimi ile ilgili olarak meslekleri nedeniyle veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek olanlar, bu bilgileri kendileri veya üçüncü bir tarafın menfaati doğrultusunda kullanamazlar.

1.2.8 Portföye Getirilen Sınırlamalar

Yatırım fonlarının yönetiminde aşağıdaki portföy sınırlamalarına uyulması şarttır.

- a. Yatırım fonlarının portföy değerlerinin %10'undan fazlası bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatırılmaz.
- b. Yatırım fonu tek başına hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %9'undan fazlasına, bir yöneticinin yönetimindeki bir kurucuya ait yatırım fonları ise toplu olarak, hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy haklarının %20'sinden fazlasına sahip olamazlar.
- c. Fon portföyüne borsaya kote edilmiş varlıkların alınması esastır. Ancak, kurucunun ve yöneticinin borsa dışında halka arzına aracılık ettiği menkul kıymetlerin, borsaya kote edilmesi şartıyla, ihraç miktarının azami %10'u ve fon portföyünün azami %5'i oranında yatırım yapılabilir. T.C. Merkez Bankası tarafından düzenlenen ihalelerden ve T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı tarafından yapılan halka arzlardan ihale veya ihraç fiyatlarıyla fon portföyüne menkul kıymet alınabilir. Bu duruma konu menkul kıymetlerin İMKB'ye kote ettirilmeleriyle birlikte alış fiyatları tescil ettirilir. Bu menkul kıymetler (a) bendinde yer alan sınırlama kapsamında değerlendirilmez.
- d. Fon portföyüne kurucunun ve yöneticinin hisse senedi, tahvil ve diğer borçlanma senetleri satın alınmaz.
- e. Kurucunun ve yöneticinin,
 - i. Sermayesinin %10'undan fazlasına sahip olan kamu kuruluşları dışında kalan hissedarlarının,
 - ii. Yönetim kurulu başkan ve üyelerinin,
 - iii. Genel müdür ve genel müdür yardımcılarının,
- f. Ayrı ayrı ya da birlikte sermayesinin %20'sinden fazlasına sahip oldukları ortaklıkların menkul kıymetlerinin toplamı, fon portföyünün %20'sini aşamaz. Ancak iştirak fonları hakkında bu hüküm uygulanmaz.
- g. Kurucunun ve yöneticinin doğrudan ve dolaylı iştiraklerince çıkarılmış menkul kıymetlerin toplamı, fon portföyünün %20'sini aşamaz. Özel fonlarda, içtüzüğünde

katılma belgesi yatırımcısı olarak tanımlanmış şirketlerin ihraç ettikleri menkul kıymetlerin toplam değeri fon portföy değerinin azami % 25'I, bunlardan tek bir şirketin ihraç ettiği menkul kıymetlerin toplam değeri ise fon portföyünün azami %5'I olabilir.

- h. Kurucunun, yöneticinin ve bunların doğrudan ve dolaylı iştiraklerinin fonlarının katılma belgeleri ile ortağı oldukları yatırım ortaklıklarının hisse senetleri hariç olmak ve içtüzüklerinde belirtilmek koşuluyla, farklı türlerdeki diğer fonların katılma belgeleri ve yatırım ortaklıklarının hisse senetleri fon portföyünün %10'una kadar portföye alınabilir. Portföye alınan katılma belgelerinin toplam tutarı, bu belgeleri çıkaran fonun toplam pay sayısının %20'sini aşamaz.
- i. Portföydeki varlıkların değerinin fiyat hareketleri ve rüçhan haklarının kullanılması nedeniyle, fon içtüzüklerinde ve bu Tebliğ'de belirtilen asgari sınırların altına inmesi veya azami sınırların üzerine çıkması halinde oranın en geç 30 gün içinde içtüzükte ve Tebliğ'de belirtilen sınırlara getirilmesi zorunludur. Belirtilen süre içinde elden çıkartmanın imkansız olması veya büyük zarar doğuracağına belirlenmesi halinde süre Kurul tarafından uzatılabilir. Bu süre sonunda Kurul'a başvurmayan veya süre verilmesi Kurul'ca uygun görülmeyen fonların türleri Kurul'ca resen değiştirilir ve ilan ettirilmesi sağlanır.
- j. Fon, açığa satış ve kredili menkul kıymet işlemi yapamaz.
- k. Yatırım Fonları, Kurul'un seri: V, No:18 sayılı "Kredili Menkul Kıymet Açığa Satış ve Menkul Kıymetlerin Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ"inin 26'ncı maddesinde belirtilen esaslar çerçevesinde yapılacak bir sözleşme ile herhangi bir anda portföylerindeki menkul kıymetlerin piyasa değerlerinin en fazla %25'I tutarındaki menkul kıymetlerini ödünç verebilir veya aynı tutarı aşmamak üzere ödünç alabilirler. Ödünç verme ve alma işlemi en fazla 90 işgünü süreyle yapılır. Fon portföyünden ödünç verme işlemi, ödünç verilen menkul kıymetlerin en az %100'ü karşılığında nakit veya devlet iç borçlanma senetlerinden oluşabilecek teminatın fon adına saklayıcıda bloke edilmesi şartıyla yapılabilir. Teminat tutarının ödünç verilen menkul kıymetlerin piyasa değerinin %80'inin altına düşmesi halinde fon yönetimi teminatın tamamlanmasına ister. Yatırım fonunun taraf olduğu ödünç verme ve alma sözleşmelerine, fon lehine tek taraflı olarak sözleşmenin fesh edilebileceğine ilişkin bir hükmün konulması mecburidir.

- l. Endeks fonlarda, baz alınan endeksin kapsamının değiştirilmesi, portföyde bulunan menkul kıymetlerle ilgili olarak temettü ödemesi, faiz ödemesi ve bedelli hisse senedi ihracı, tutar artırımı ve nakit girişleri nedeniyle portföyün büyümesi, katılma belgesi geri dönüşleri ve diğer nedenlerle oluşacak nakit ihtiyaçlarının karşılanması ve endeksi izlemeyi etkileyecek diğer hususların ortaya çıkması nedenleriyle portföyde değişiklik yapılması zorunlu olduğunda, söz konusu değişiklikler, içtüzükte belirlenen esaslar çerçevesinde portföye yansıtılır.
- m. Özel fonlar için bu maddenin (d) ve (e) bentleri, iştirak fonları için ise (e) ve (f) bentleri uygulanmaz. Endeks fonlar hakkında, bu maddenin (a), (d), (e) ve (f) bentleri ile (b) bendinde yer alan %9 luk sınırlama, söz konusu menkul kıymetlerin baz alınan endekse dahil olması halinde uygulanmaz. Bu maddenin (b) bendinde yer alan %20 lik sınırlamanın hesaplanmasında ise, endeks fonların portföylerinde yer alan hisse senetleri baz alınan endekse dahil olması kaydıyla, dikkate alınmaz.
- n. Fonlar, hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıkların herhangi bir şekilde yönetimlerine katılma amacı güdemezler ve yönetimde temsil edilemezler.

1.3 Yatırım Ortaklıkları

Yatırım Ortaklıklarına ilişkin düzenlemeler, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 14.6.1996 tarih ve 22666 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:VI No:9 Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği ile düzenlenmiştir. Bu bölümde Söz konusu Tebliğ esaslarına bağlı kalınmış ve kısaca "Tebliğ" olarak anılmıştır.

Yatırım Ortaklıkları, sermaye piyasası araçları ile ulusal ve uluslararası borsalarda veya borsa dışı organize piyasalarda işlem gören altın ve diğer kıymetli madenler portföyü işletmek üzere anonim ortaklık şeklinde kurulan sermaye piyasası kurumlarıdır.¹³

Küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerini bir araya getirerek çeşitli menkul kıymetlerden oluşan bir portföye yatırmak ve elde ettikleri kazancı ortaklarına payları oranında dağıtmak yatırım ortaklıklarının başlıca fonksiyonudur.

¹³ Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği, Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Seri: VI, No: 9, Madde 3

Yatırım ortaklıklarının diğer ortaklıklardan farkı, faaliyet alanlarının sadece sermaye piyasası araçları ile altın ve diğer kıymetli madenlerden oluşan bir portföyün işletilmesi şeklinde sınırlandırılmış bulunmasıdır.¹⁴

Portföy değerinin en az %25'ini devamlı olarak özelleştirme kapsamına alınmış KİT'ler dahil Türkiye'de kurulmuş ortaklıkların hisse senetlerine yatırmış yatırım ortaklıkları A tipi ortaklık olarak adlandırılır. Bu asgari sınırın altında hisse senedi yatırımında bulunan yatırım ortaklıkları ise A tipi olmayan yatırım ortaklığıdır.

1.3.1 Yatırım Ortaklıklarının Kuruluşu

Tebliğ, kimlerin Yatırım Ortaklığı kurulabileceği konusunda bir sınırlama getirmediğinden, kurucular konusunda, anonim ortaklıklarda aranan şartlar geçerlidir. Bir anonim ortaklıkta kurucu olabilecek gerçek ve tüzel kişiler yatırım ortaklığı kurup işletebilirler. Bununla birlikte Tebliğ'de kuruculara aranan bazı koşullar dile getirilmiştir. Bunlar; kurucuların müflis olmaması, rüşvet, sahtecilik, kaçakçılık gibi yüz kızartıcı suçlardan dolayı hükümlülüklerinin bulunmaması ve ayrıca Sermaye Piyasası Mevzuatı'na aykırı işlemlerde bulunmamış olması gibi esas itibariyle sicile yönelik şartlardır. Bu niteliklere sahip gerçek ve tüzel kişiler Sanayi ve Ticaret Bakanlığı ile Kurul'dan izin alarak yatırım ortaklığı kurabilirler.

Yatırım Ortaklıkları, kayıtlı sermayeli olarak anonim ortaklık şeklinde ve hisse senetlerini halka arz etmek üzere kurulurlar. Başlangıç sermayeleri Kurul'un öngördüğü rakamın altında olamaz. Hisse senetleri nakit karşılığı çıkarılır. Ticaret ünvanlarında "Yatırım Ortaklığı" ibaresi yer almalıdır. Esas sözleşmeleri Sermaye Piyasası Kanunu'na uygun olmalıdır. Kurucular müflis olmamalı veya yüz kızartıcı herhangi bir suçtan dolayı hüküm giymemiş olmalıdırlar. Kuruluş izni almaları için, öncelikle portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak amacıyla Kurul'a başvurmaları gereklidir.

Yatırım Ortaklıkları bir anonim ortaklık şeklinde kuruldukları için, Sermaye Piyasası Mevzuatı'nda düzenlenmemiş tüm konularda, Türk Ticaret Kanunu'nun anonim ortaklıklara ilişkin düzenlemelerine uymakla yükümlüdürler.

¹⁴ <http://www.spk.gov.tr/wwwroot/bilgi/yatirimortakliklari.htm>, Nisan 2002

Yatırım Ortaklıkları ani veya tedrici olarak kurulurlar. Ani usulde kuruluşta, kuruluşun tescilini izleyen üç ay içinde halka arz edilecek hisse senetlerinin kayda alınması amacıyla Kurul'a başvurmak gerekmektedir.

Tedrici usulde kuruluşta ise, kuruluş izni alınmasını takibeden üç ay içinde, hisse senetlerinin kayda alınma başvurusunun yapılması, izahname ve sirküler hazırlanması ve hisse senetlerinin halka arz edilmesi gereklidir.

Yatırım Ortaklıkları;

Ani usulde; hisse senetlerinin satış süresinin bitiminden itibaren,

Tedrici usulde; yatırım ortaklığının ticaret siciline tescil ve ilanından itibaren ,

En geç 15 gün içinde kota alınmasını teminen, gerekli belgenin verilmesi istemiyle Kurul'a başvurulur. Belgenin alınmasını takibeden 15 gün içinde de çıkarılmış hisse senetlerinin kote edilmesi isteği ile menkul kıymetler borsasına başvurulur.

Ani usulde kuruluşta kurucular, başlangıç sermayesinin tamamını taahhüt ederek, hisse bedellerini tam olarak nakden bankada bloke ederler. Oysa tedrici usulde kuruluşta, başlangıç sermayesinin yalnızca %10'unu bloke etmeleri yeterlidir. Aradaki bu farklılık sermaye sıkıntısı içinde olan kurucular için bir avantaj gibi gözükse de Yatırım Ortaklıkları uygulama ve izinde yalnızca ani usulde kurulmaktadır.

1.3.2 Yatırım Ortaklıklarının Faaliyetleri

Yatırım Ortaklıkları, portföy işletmek amacıyla şu faaliyetleri gerçekleştirmekle yükümlüdür:

- Ortaklık portföyünü oluşturmak, yönetmek ve gerektiğinde portföyde değişiklikler yapmak
- Yatırım riskini, faaliyet alanlarına ve ortakların durumlarına göre en aza indirecek şekilde dağıtmak
- Menkul kıymetlere, mali piyasa ve kurumlara, ortaklıklara ilişkin gelişmeleri sürekli izlemek ve portföy yönetimiyle ilgili olarak gerekli önlemleri almak
- Portföyün değerini korumaya ve artırmaya yönelik çalışmalarda bulunmak

Yatırım Ortaklıkları bu faaliyetleri gerçekleştirirken, aşağıdaki yatırım araçlarından yararlanmaktadır:

- Düzenlemelere göre alım satımı yapılabilen yabancı özel ve kamu sektörü borçlanma senetleri ve hisse senetleri (sermaye ve yedek akçeleri toplamının %25'ine kadar),
- Türkiye'de kurulan ortaklıklara ait hisse senetleri, borçlanma senetleri ve kamu borçlanma araçları,
- Yabancı vadeli işlem sözleşmeleri ve opsiyonlar,
- Altın ve diğer kıymetli madenler.

Yatırım ortaklığının portföyü esas sözleşmesinde hüküm bulunmak ve Tebliğ ile belirlenen sınırlara uyulmak koşulu ile yukarıda sayılan her bir varlık türü esas alınarak oluşturulabileceği gibi varlık türleri itibariyle karma da olabilir. Bir başka ifade ile bir yatırım ortaklığının portföyü sadece devlet tahvilinden veya sadece hisse senetlerinden oluşabileceği gibi bunların değişik oranlardaki bileşiminden de oluşabilmektedir.

Yatırım Ortaklıkları, mevcut finansal servetin dağılmasında gerçek servetin büyümesine oranla daha önemli rol oynarlar. Bu kuruluşlar, tasarrufların gelişip çoğalmasını ve korunmasını sağlamak gibi işlevleri açısından sermaye pazarının önemli finansal kurumları olmuşlardır. Yatırım Ortaklıkları kanalıyla, gerekli sermaye yaratılarak sermaye darlığı ortadan kaktığı gibi, yabancı sermaye gereksinimi de önemli ölçüde azalmış olmaktadır.¹⁵

1.3.3 Yatırım Ortaklıklarına Getirilen Yasaklar

Yatırım Ortaklıklarına aşağıdaki faaliyetlerde bulunmaları yasaklanmıştır. Yatırım Ortaklıkları;

- Ödünç para verme işiyle uğraşamazlar.
- Mevduat toplayamaz, mevduat toplama sonucu verecek herhangi bir faaliyette bulunamazlar.
- Ticari, sınai ve zirai faaliyetlerde bulunamaz, aracılık işlemi yapamazlar.

¹⁵ ERSAY, Nesrin: "Yatırım Ortaklıkları ve Türkiye'de Uygulanabilirliği", Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, İ.Ü.İşletme Finansı Anabilim Dalı, İstanbul 1990, s.15

- Hiçbir ortaklıkta sermayenin ya da tüm oy hakkının %9'undan fazlasına sahip olamazlar.
- Portföy değerinin %10'undan fazlasını bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatıramazlar.
- Kısa vadeli fon ihtiyaçları sebebiyle çıkarabilecekleri borçlanma senedi ve alacakları kredi tutarı sermaye ve yedek akçelerinin %20'si ile sınırlıdır.
- Borsada ve borsa dışı piyasalarda işlem gören kıymetlerin alım satımı, bu piyasalar aracılığı ile yapılmalıdır.
- Portföydeki varlıkları rehin veremez ve teminat gösteremezler.
- Çıkarılmış sermaye ve yedek akçeleri toplamının %10'undan fazlasını altın ve diğer kıymetli madenlere yatıramazlar.
- Yatırım Ortaklıklarının hisse senetleri ve Yatırım Fonlarının katılma belgelerine yatırım yapamazlar. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları bunda istisnadır.
- Portföye yabancı kıymet alabilmeleri, sözleşmede bu hususun belirtilmesine bağlıdır.

1.4 Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları'na ilişkin esaslar, Sermaye Piyasası Kurulu'nun, 6.7.1993 tarih ve 21629 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan Seri:VI, No:10 sayılı Tebliği ile düzenlenmiştir. Bu bölümde adı geçen Tebliğ, kısaca "Tebliğ" olarak anılmıştır.

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları, başlangıç veya çıkarılmış sermayelerini esas olarak sermaye kazancı elde etmek amacıyla Risk Sermayesi yatırımlarına yönelterek risk sermayesi yatırım faaliyetlerinde bulunan ortaklıklardır.¹⁶

¹⁶ ÇANAKÇI, Ekrem : Yatırım Ortaklıkları –1996:Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları,Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No 100; Eylül 1997; s.8

RSYO'ları bir yatırım ortaklığı olup, sermaye piyasası mevzuatı düzenlemelerine tabidir. Aynı zamanda anonim şirket olmalarından dolayı da Sermaye Piyasası Mevzuatı'nda düzenlenmemiş konularda Türk Ticaret Kanunu düzenlemelerine bağlıdır.

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının temel fonksiyonu, Yatırım Ortaklıklarında olduğu gibi, küçük tasarruf sahiplerinin birikimlerini bir havuzda toplayarak değişik menkul kıymetlere yatırım yapmak ve bu yolla elde edilen kazancı ortaklarına payları oranında dağıtmaktır. Bununla beraber farklı oldukları konu, sermaye ve faiz kazancı elde etmek amacıyla riskli konulardaki şirketlere yatırım yapmasıdır.

Risk Sermayesi Yatırımı, girişim şirketince (Türkiye'de kurulmuş ve kurulacak olan, yüksek gelişme potansiyeli taşıyan ve menkul kıymetlerinin likitidesi düşük olan – kaynak ihtiyacı taşıyan- ortaklıklar) birinci el piyasalarda ihraç edilen, ortaklık ya da alacaklılık sağlayan Sermaye Piyasası araçlarına yapılan uzun vadeli yatırımlardır.

Risk sermayesi yatırımında varolan risk, yeni bir ürün yaratılması ve piyasada tutulması riskidir. Ancak yüksek riskin yüksek getiriye getireceğinden yola çıkan bu finansman modelinde; alınan riskin başarıya dönüşmesi durumunda sağlanacak yüksek kar marjı ve büyük satış hacminden kaynaklanan verimlilik artışı bu şirketlere ortak olmak suretiyle finansman sağlayan yatırımcıların faydasını oluşturur. Bu çerçevede, risk sermayesi, fon fazlasına sahip yatırımcıların, gelişme potansiyeli yüksek olan küçük ve orta ölçekli işletmelerin oluşumu ve faaliyete geçmesi için yaptıkları uzun vadeli bir yatırım olarak da ifade edilebilir.¹⁷

¹⁷ http://www.spk.gov.tr/wwwroot/kyd/yo/rsyo/rsyo_tanitimrehberi.htm, Nisan 2002

1.4.1 Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları'nın Kuruluşu

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları, ani usulde kurulabilirler. Faaliyet konuları farklı olan şirketler esas sözleşmelerini Kanun ve Tebliğ hükümlerine uygun olarak değiştirerek risk sermayesi yatırım ortaklığına dönüşebilirler. Ortaklıkların kuruluşunun ya da risk sermayesi yatırım ortaklığına dönüşümlerinin Kurul'ca uygun görülebilmesi için, aşağıdaki şartları taşıması gereklidir:

Ani usulde kurulacak ise,

- Kayıtlı sermayeli anonim şirket şeklinde kurulması,
- Çıkarılmış sermayesinin asgari %49'u oranındaki hisse senetlerini, Tebliğ'de belirlenen süre ve esaslar dahilinde halka arz etmek üzere kurulmuş olması,
- Başlangıç sermayesinin Tebliğ'in öngördüğü tutardan az olmaması
- Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması,
- Ortaklık süresinin 10 yıldan az olmaması,
- Ticaret unvanında "Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı" ibaresinin bulunması,
- Esas sözleşmesinin TTK, Kanun ve Tebliğ hükümlerine göre düzenlenmesi,
- Kurucularının Tebliğ'in öngördüğü şartları taşıması,
- Portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere Kurul'a başvurması,
- Kurul'un uygun görüşünün alınması,

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığına dönüşecek ise,

- Kayıtlı sermaye sistemi içinde yer alması veya bu amaçla Kurul'a başvurmuş olması,
- Çıkarılmış sermayesinin asgari %49'u oranındaki hisse senetlerini, Tebliğ'de istenen biçimde halka arz edeceğini Kurul'a karşı taahhüt etmiş olması,
- Başlangıç veya ödenmiş sermayesinin Tebliğ'in öngördüğü tutardan az olmaması,

- Dönüşümden itibaren ortaklık süresinin 10 yıldan az olmaması,
- Ticaret unvanını “Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı” ibaresini içerecek şekilde değiştirmek üzere Kurul'a başvuruda bulunması,
- Esas sözleşmesinin TTK, Kanun ve Tebliğ hükümlerine göre düzenlenmesi için Kurul'a başvurmuş olması,
- Ortaklıkta %10 dan fazla paya sahip gerçek kişi ortakların ve tüzel kişi ortakların yönetim kurulu üyelerinin Tebliğ'in kurucularda aradığı şartları taşıması,
- Portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere Kurul'a başvurması,
- Kurul'un uygun görüşünün alınması,

gereklidir.

Ani usulde kuruluş için gerekli olan asgari başlangıç sermayesi veya dönüşümün uygun görülebilmesi için gereken asgari ödenmiş veya çıkarılmış sermaye tutarı, Maliye Bakanlığı'nca ilan edilen yeniden değerlendirme oranının %80 inin altında olmamak şartıyla her yıl Kurul'ca yeniden belirlenerek ilan edilir.

Kurucuların, Sermaye piyasası faaliyetlerine ilişkin izinlerine herhangi bir sınırlama getirilmemiş olmalıdır. Borsa üyeliğinden çıkarılmayı gerektirecek bir olayda, sorumluluğu bulunan kişilerden olmamaları gereklidir. Sermaye Piyasası Kanunu'na muhalefetten veya yüz kızartıcı suçlardan dolayı hüküm giymemiş olmaları ve müflis olmamaları gereklidir. Kurucuların yabancı uyruklu olmaları durumunda, Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu uyarınca gereken izinlerin alınması zorunludur.

1.4.2 Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları'nın Faaliyeti Yatırımcılara Ve Ekonomiye Katkıları

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları adi veya imtiyazlı hisse senetlerini satın almak suretiyle girişim şirketlerine ortak olabilirler.

Girişim şirketlerinin ihraç ettiği borçlanma senetlerini satın alabilir, yönetimine katılabilir, bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilirler.

Herhangi bir yönetim ve sermaye ilişkisi olmamak kaydıyla, diğer risk sermayesi yatırım ortaklıklarına; portföylerini çeşitlendirmek amacıyla ikinci el piyasalarda işlem gören sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilirler.

Sermaye Piyasası Mevzuatı dahilinde borçlanma senedi ihraç edebilirler.

Faaliyet alanlarını bu şekilde sıralayabileceğimiz Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları'nın yatırımcılara ve ekonomiye olan katkılarında kısaca değinmek gerekirse;

Yatırımcı Açısından:

- Tasarrufu, profesyonel ve güvenilir portföy yöneticileri tarafından yönetilmektedir,
- Teknolojik gelişmeye bağlı olarak yatırım projesinden, piyasanın ortalama getirisinin üzerinde bir kar elde edebilmektedir,
- Kar payı hakkı hariç olmak üzere, diğer tüm anonim ortaklıklarda geçerli olan tasfiye payı hakkı, bedelsiz hisse senedi hakkı, yeni pay alma hakkı (rüçhan hakkı), genel kurullara katılma hakkı, oy verme hakkı, bilgi alma hakkı, inceleme ve denetleme hakkı vb. hakları vardır.
- Portföye alınacak farklı risk sermayesi şirketlerinin menkul kıymetleri ve diğer sermaye piyasası araçlarıyla çeşitlendirilmek suretiyle portföyün riski azaltılabilmektedir.

Ekonomi Açısından :

Finansal desteğe ihtiyacı olan yaratıcı girişimcilere yatırım fikirlerini gerçekleştirme imkanı sunarak, yeni ürünlerin ortaya çıkması sağlanabilmekte, teknolojik alanda rekabet imkanı doğmaktadır.¹⁸

¹⁸ http://www.spk.gov.tr/wwwroot/kyd/yo/rsyo/rsyo_tanitimrehberi.htm, Nisan 2002

1.4.3 Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları'na Getirilen Yasaklar

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları;

- Ödünç para verme işleri ile uğraşamaz, mevduat toplayamaz, mevduat toplama sonucunu verecek iş ve işlemlerde bulunamazlar.
- Ticari, sınai veya zirai faaliyetlerde bulunamaz, altın ve kıymetli madenlere yatırım yapamazlar.
- Risk sermayesi yatırımı ve Tebliğ'de izin verilmiş diğer faaliyetler dışında sermaye piyasası faaliyetinde bulunamazlar.
- Herhangi bir amaçla vadeli işlem sözleşmesi yapamaz, menkul kıymetleri açığa satamaz ve ödünç menkul kıymet işlemi yapamazlar.
- Faaliyetlerinin gerektirdiği miktar ve değerden fazla gayrimenkul edinemezler.

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları'nın yatırımlarına ilişkin sınırlamalar ise şunlardır:

- Ortaklık sermayesinde %10 dan fazla pay sahibi olan ortakların, yönetim kurulu üyelerinin ve genel müdürün ayrı ayrı ya da birlikte sermayelerinin %10 undan fazlasına sahip oldukları şirketlere esas sözleşmelerinde hüküm olmadıkça yatırım yapamazlar,
- Girişim şirketlerinin ihraç ettiği menkul kıymetler dışında kalan ve ikincil piyasalarda işlem gören menkul kıymetlere portföy değerinin %35 inden fazlasını yatıramaz, bu kapsamda tek bir şirketin ihraç etmiş olduğu menkul kıymetlere portföy değerinin %10 undan fazlasını yatıramaz, sermayesi veya oy haklarının %5 inden fazlasına sahip olamaz,
- Diğer risk sermayesi yatırım ortaklıklarına portföy değerinin %10 undan fazlasını yatıramazlar.

II. BÖLÜM

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARI

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, 24 Mart 2001 tarih ve 24352 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Sermaye Piyasası Kurulu’nun Seri:VI, No:14 sayılı “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile belirlenen çerçevede faaliyet gösteren anonim şirketlerdir. Çalışmanın bu bölümünde sözkonusu Tebliğ’in sıralamasına bağlı kalınmış ve alıntılar yapılmıştır.

Tebliğ’in 4. Maddesine göre Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları; gayrimenkullere, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek üzere adi ortaklık kurabilen ve Tebliğ’de izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen Sermaye Piyasası kurumlarıdır.

Bilindiği üzere gayrimenkul, Türk insanının klasik yatırım araçlarından biridir. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları bu klasik yatırım aracını modern sermaye piyasası ile buluşturmaktadırlar.¹⁹

Ortaklıkta tek başına ya da bir araya gelmek suretiyle sermayenin asgari %25’i oranında pay sahibi olan ve Tebliğ’de kuruculara ilişkin belirtilen şartları taşıyan ortak ya da ortaklar, lider girişimci adını alır.Tebliğ’e göre, ortaklığın ticaret ünvanında doğrudan ya da dolaylı olarak ismi yer alan gerçek veya tüzel kişilerin lider girişimci olması zorunludur.

Ortaklığın portföyünde bulunan gayrimenkul projelerinin inşaat işleri belirli bir sözleşmeye bağlı kalınarak müteahhitler tarafından gerçekleştirilir. Müteahhit, gerçek veya tüzel kişi olabilir.

Ortaklığın mülkiyetindeki gayrimenkulleri ticari maksatla işletmek ve gelir elde etmek ise işletmeci şirketin sorumluluğundadır.

¹⁹ CHAMBERS, Nurgül R.: “ Yasal Düzenlemelerde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Ve Uygulamadaki Durum”, Mükellefin Dergisi, Ocak 1999, sayı:73, s.120

Ortaklık portföyünün geliştirilmesi, farklı yatırım imkanlarının araştırılması, yeni projelerin üretilip kontrolünün sağlanması faaliyetleri, danışman şirket tarafından yürütülür. Bu projelerin, portföyde yer alan diğer gayrimenkuller ve gayrimenkule dayalı hakların rayiç değerinin tespiti ise, ekspertiz şirketince gerçekleştirilir.

Taraflar arasında son 2 yıl içinde herhangi bir şekilde ilişki kurulmamış olmalı ve kan bağı veya akrabalık bulunmamalıdır.

Ortaklığın aktifinde yer alan gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, haklar, Sermaye Piyasası araçları ve ters repo işlemlerinin rayiç değerleri Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının portföy değerini oluşturur. Bu değere hazır değerler, alacaklar ve diğer aktiflerin eklenmesi ve toplam borçların düşülmesi ise net aktif değerini vermektedir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nın piyasada iyi bir konumda olması, ortaklığın aktifleri, yönetimi ve yapısı ile doğrudan ilişkilidir.²⁰

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nın aktifleri yıllar itibariyle değişim göstermiştir. 1990 öncesinde GYO yatırımları toplu alışveriş merkezleri, küçük işyerleri ve apartmanlar iken son dönemde, büyük alışveriş merkezleri, ofis katları, büyük villa tipi konut siteleri vb. olmuştur.

Aktiflerle ilgili önemli bir konu da aktifin niteliğinin yanısıra nasıl değerlendirildiğidir. Yönetim; Gayrimenkul Yatırım Ortaklığını değerlendirmede en önemli unsurdur. Yönetimin gayrimenkulden iyi getiri sağlayabilme yeteneğine sahip olup olmadığı, yönetimin risk ölçütü ile ekonomi ve piyasadaki dalgalanmalara karşı hassasiyeti, vizyon sahibi olmaları, hissedarlara verdikleri önem, Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının başarısını etkiler.

Gayrimenkullerin nasıl inşa edildiği, kira artış nedenleri, rekabet düzeyi, aktiflerin hangi sektörde yoğunluk gösterdiği, piyasa talebine göre değişim gösterip gösteremeyeceği gibi sorular, aktifleri değerlendirmede göz önüne alınacak başlıca hususlardır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının yapısı ise aktifler ve yönetimden en etkin seviyede yararlanmayı sağlayacak şekilde olmalıdır.

²⁰ AKÇAY, Belgin: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları., Ankara, İktisat İşletme Ve Finans, Yayın No:5, İşletme Ve Finans Yayınları, 1999, s.18

2.1 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Kuruluşu

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, kuruluş amaçlarına göre birkaç sınıfa ayrılır. Bu sınıflamalara göre Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları;

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

olarak kurulabilirler.

Belirli bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla kurulan GYO'lar, projenin sona ermesiyle süresini doldurmuş olduğundan, infisah edecek veya diğer iki türe dönüşmek amacıyla esas sözleşmesini değiştirecektir.

Ani usûlde kurulabilecekleri gibi, mevcut ortaklıklar esas sözleşmelerini Kanun ve Tebliğ hükümlerine göre değiştirerek Gayrimenkul Yatırım Ortaklığına dönüşebilirler.

Her ne kadar Türk Ticaret Kanunu'nda tedrici kuruluş, bir seçenek olarak mümkün olsa ve Sermaye Piyasası Kanunu'nda aksine bir hüküm olmasa da, Tebliğ tedrici kuruluşu GYO'ları için düzenlemediğinden bu usul uygulanamaz.²¹

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları halka açılırken belli bir portföye sahip olması istendiğinden, yukarıdaki düzenleme getirilmiştir. Tedrici usûlde kuruluşta, başlangıç sermayesinin sadece %10'u kurucu ortaklarca ödenip kalanı için halka başvurma olanağı sunulmaktadır. Bu şekilde kuruluşta, şirketin yatırım portföyü tamamen oluşturulmamış olup, halka arzdan sağlanacak gelirle yatırım yapılabilir.

Ani usulde kuruluşta ise ortakların koydukları başlangıç sermayesi ile şirketin yatırım portföyü, halka açılma öncesinde hazır durumdadır. Bu durumda, halka arzdan yeterli kazanç sağlanamasa da yatırımcılar mevcut bir portföye ortak olacaklarından zarara uğramayacaklardır.

²¹ TUNCEL, Kürşat: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Türkiye Uygulaması, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:105, Tisamat Basım Sanayi Kasım 1997, s.17

2.1.1 Ani Usûlde Kuruluş veya Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'na Dönüşüm İşlemleri

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının kuruluşunun ya da faaliyet konusu farklı olan şirketlerin Gayrimenkul Yatırım Ortaklığına dönüşmesinin Kurul'ca uygun görülebilmesi için aşağıda belirtilen şartların gerçekleşmesi gerekmektedir:

Ani usulde kurulacak şirketlerin:

Kayıtlı sermayeli olarak anonim ortaklık şeklinde ve çıkarılmış sermayesinin asgari %49'u kadar hisse senedini, Tebliğ'de belirlenen süre ve esaslar dahilinde halka arz etmek üzere kurulmuş olması gerekmektedir.

Başlangıç sermayesi belirtilen tutardan az olmamalı, bu sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin en az %25'i nakit karşılığı çıkarılmalıdır.

Ani usûlde kurulacak Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları için bir başka şart da ticaret ünvanının da "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı" ibaresini taşıması zorunluluğudur. Ayrıca portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak için Kurul'a başvurmuş olmak da Tebliğ'de belirtilen bir başka şarttır. Şekil 2.1'de Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin portföy işletmeciliği yetki belgesi örnek olarak verilmiştir.

Kurucular için aranan şartlar ise:

Kurucu ortaklardan en az birinin lider girişimci olması, ortaklık payı %10'un üzerinde olan gerçek ve tüzel kişi ortakların, Tebliğ'de kurucular için belirtilen asgari şartları (ileri sayfalarda detaylandırılmıştır) taşımalarıdır.

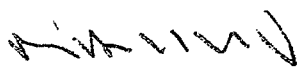
Esas sözleşmesi, Kanun ve Tebliğ hükümlerine uygun olarak düzenlenmeli, Kurul'un uygundur görüşü alınmalıdır.

Faaliyet konusu farklı olan şirketler Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'na dönüşmek isterlerse:

Şirketlerden beklenen yine kayıtlı sermaye sistemi içinde yer alması ve bu amaçla Kurul'a başvurusudur. Çıkarılmış sermayesinin asgari %49'u oranındaki hisse senetlerini, Tebliğ'de belirtilen şartlara uygun olarak halka arz edeceğini Kurul'a taahhüt etmek zorunluluğundadır.

Şirket, esas sözleşmesini Kanun ve Tebliğ hükümlerine uygun şekilde değiştirmek üzere Kurul'a başvurmalıdır.

Şekil 2.1: Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. Portföy İşletmeciliği Yetki Belgesi

Sermaye Piyasası Kurulu	
PORTFÖY İŞLETMECİLİĞİ YETKİ BELGESİ	
<u>Numarası</u>	<u>Tarihi</u>
GYO.P.İ. 1./1552	13.12.1996
<p>Sermaye Piyasası Kurulu'nca, Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin 13.12.1996 tarihinden itibaren "Portföy İşletmeciliği" faaliyetinde bulunması uygun görülmüştür.</p> <p>Bu belge, 3794 sayılı Kanun'la değişik 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu 'nun 31 'inci maddesi uyarınca verilmiştir.</p>	
<p>Ali İhsan KARACAN Kurul Başkanı</p> 	
<u>Ortaklığın:</u>	
Bağlı olduğu T. Sicil Memurluğu :	İSTANBUL
Sicil No :	155313/102702

Kaynak: Alarko G.Y.O. A.Ş. 2001 Yılı Faaliyet Raporu

Hisse senetlerini halka arz etmiş ortaklıklar ile kurulmuş olup da sermaye arttırımı suretiyle hisse senetlerini halka arz edecek ortaklıklar, kayıtlı sermaye sisteminden SPK'nın izniyle yararlanabilirler.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığına dönüşecek şirketler, Kurul onayı ve genel kurullarının onaylaması şartıyla kayıtlı sermaye sistemine geçebilirler. Ancak, Gayrimenkul Yatırım Ortaklığına geçiş için kayıtlı sermaye bir zorunluluk olduğundan, kuruluş veya dönüşüm aşamasında belirlenen kayıtlı sermaye tavanının yükseltilmesi, esas sözleşme değişikliğini gerektirmekte ve ayrıca Kurul'un onayına bağlı olmaktadır.

Ani usûlde kuruluş için gerekli olan asgari başlangıç sermayesi veya dönüşümün uygun görülebilmesi için gereken asgari ödenmiş veya çıkarılmış sermaye tutarı, Maliye Bakanlığı'nca ilan edilen yeniden değerlendirme oranının %80'inin altında olmamak şartı ile her yıl Kurul'ca yeniden belirlenerek ilan edilir.

Ödenmiş veya çıkarılmış sermayenin en az %25'i nakit karşılığı çıkarılmalıdır.

Ticaret ünvanı, "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı" ibaresini içerecek şekilde değiştirilmek üzere Kurul'a başvurulmalıdır.

Kurul'a başvurmak için bir diğer neden, Portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak amacıdır.

Mevcut ortaklardan en az birisi lider girişimci olmalı, ortaklar, Tebliğ'in kurucular için aradığı şartları taşımalıdır.

SPK uyarınca kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kuruluna,

- a) İmtiyazlı veya itibari değerinin üzerinde hisse senedi çıkarılması (Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında imtiyazlı pay çıkarılması özel düzenlemelere tabidir.)
- b) Pay sahiplerinin yeni pay alma haklarının sınırlandırılması veya imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını kısıtlama yetkileri

esas sözleşmeye hüküm konulmak suretiyle verilebilir.²²

²² TUNCEL, Kürşat: a.g.e., s.19

Gayrimenkul yatırım ortaklığı kurmak isteyen kurucu ortakların aşağıda yer alan dilekçe ve form ile bu form ekinde yer alan bilgi ve belgeleri doldurarak Kurul'a başvuruda bulunması gerekmektedir.²³

Şekil 2.2: GYO Kuruluş Başvuru Dilekçesi

Başvuru dilekçesi	
TARİH:.....	
SAYI:.....	
<p>T.C. BAŞBAKANLIK SERMAYE PİYASASI KURULU KURUMSAL YATIRIMCILAR DAİRESİ BAŞKANLIĞI'NA ANKARA</p>	
<p>Ortakları (<u>kurucu ortakların unvan ve isimleri</u>) olan (<u>miktar</u>) TL kayıtlı sermaye tavanı içinde (<u>miktar</u>) TL çıkarılmış sermayeli bir gayrimenkul yatırım ortaklığı kurulmasına karar verilmiştir. Bu amaçla hazırlanan başvuru formu ile başvuru formu ekinde yer alması gereken belgeler ilişikte sunulmakta olup sözkonusu gayrimenkul yatırım ortaklığının esas sözleşmesinin uygun görülmesini talep ederiz.</p>	
<p><u>Kurucu ortaklar adına yetkili kişilerin;</u></p>	
Adı / Soyadı	Adı / Soyadı
Unvanı	Unvanı
İmzası	İmzası
ŞİRKET KAŞESİ	
Kurucu ortakların adres ve yetkililerin irtibat numaraları ve e-posta adresleri	

²³ www.spk.gov.tr, Mayıs 2002

2.1.1.1 Ani Usûlde Kuruluş veya Dönüşüm İşlemlerinde Gerekli Belgeler

Ani usûlde kurulacak veya Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'na dönüşecek ortaklıklar, Tebliğ'de belirtilen aşağıdaki belgelerle birlikte Kurul'a başvurmak zorundadırlar:²⁴

1. TTK, Kanun'a ve bu Tebliğ'e uygun olarak hazırlanmış esas sözleşme,
2. Lider girişimciyi tanıtıcı bilgiler (gerçek veya tüzel kişi),
3. Lider girişimcinin bilgi ve tecrübesine ilişkin bilgiler (gerçek veya tüzel kişi),
4. Diğer ortakları tanıtıcı bilgiler,
5. Gerçek kişi lider girişimcinin vergi beyannamesi , mali yeterliliğini tevsik eden diğer belgeler,
6. Ortakların , yönetim kurulu üyeleri ve denetçinin adli sicil kayıtları,
7. Ortakların, yönetim kurulu üyeleri ve denetçinin müflis olmadıklarına ilişkin beyanları,
8. Tüzel kişi ortakların yöneticilerinin Tebliğ'de sayılan nitelikleri haiz olduklarını tevsik eden belgeler,
9. Yabancı ortakların 6224 sayılı Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu uyarınca alacakları izin belgesi,
10. Tüzel kişi lider girişimcinin son 3 yıla ilişkin mali tabloları,
11. Tüzel kişi lider girişimcinin son yıla ilişkin bağımsız denetim raporu,
12. Tüzel kişi lider girişimcinin esas sözleşmesi,
13. Lider girişimcinin iştirak ettiği şirketlere ilişkin bilgi (gerçek veya tüzel kişi),
14. Ortaklık yöneticilerinin iştirak ettiği şirketlere ilişkin bilgi,
15. Yönetim kurulu üyelerinin ve denetçinin bağımsızlık beyanları,

²⁴ GYO'na İlişkin Esaslar Tebliği Seri VI: No:14, Madde 9

16. Dönüşecek şirketin faaliyet raporu,
17. Dönüşecek şirketin bağımsız denetim raporu,
18. Portföye alınması düşünülen varlıklara, gerçekleştirilmesi planlanan proje ve faaliyetlere ilişkin bilgiler , varsa ekspertiz raporları ve fizibilite raporları,
19. Ortaklığın portföy işletmeciliği başvurusu,
Aynı sermaye konması sözkonusu ise bilirkişi ve ekspertiz raporları
20. Kurul'ca talep edilebilecek diğer bilgi ve belgeler.

Başvurunun Kanun ve Tebliğ hükümlerine uygunluk göstermesi halinde Kurul, kuruluş veya dönüşüm talebi için uygun görüşü verir. Bundan sonraki aşama ise, onaylanan talep, sermayenin Tebliğ hükümlerine uygun olarak ödendiğini gösterir belge ve gerekli diğer belgelerle birlikte Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'na başvurmaktır.

Ani usûlde kurulan ortaklıklar, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı'ndan izin alınmasının ardından şirketin TTK hükümlerine göre ticaret siciline tescili ile tüzel kişilik kazanırlar.

Mevcut ortaklıklar, Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'na dönüşecek ise, Bakanlığın onayının yanı sıra, değişikliklerin onaylanması için ortaklık genel kurulunu ve gerekirse TTK'nun 389. maddesi uyarınca imtiyazlı pay sahipleri genel kurulunu toplantıya çağırırlar. Sözkonusu değişiklik genel kurulda onaylanıp ticaret siciline tescil edildikten sonra dönüşüm gerçekleşmiş ve yeni tüzel kişilik oluşmuş olur.

2.1.2 Kurucularda Aranılan Nitelikler

Tebliğ'de kimlerin kurucu olabileceğine dair bir sınırlama bulunmamakla birlikte, kurucular için aranan birtakım genel şartlara değinilmiştir. Bu durumda Türk Ticaret Kanunu'na göre en az 5 gerçek ve/veya tüzel kişi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığına kurucu olabilir.

Tebliğe göre, gerçek kişi kurucularda aranılan nitelikler:

Müflis olmamaları, zimmet, ihtilas, irtikap, rüşvet, emniyeti suistimal, sahtecilik, hırsızlık, dolandırıcılık, istihsal kaçakçılığı hariç kaçakçılık gibi yüz kızartıcı suçlardan veya SPK'ya muhalefetten dolayı hüküm giymemiş olduklarını yetkili adli mercilerden belgelendirmeleridir.

Faaliyet izinleri geçici veya sürekli olarak kaldırılmış veya borsa üyeliğinden geçici veya sürekli olarak çıkarılmış kuruluşlarda bu duruma sebebiyet veren kişilerden olmamaları gerekmektedir.

Tüzel kişilerin kuruculuğunda aranacak şart ise:

Tüzel kişilerin yetkililerinin sözkonusu suçlardan veya SPK'ya muhalefetten dolayı hüküm giymemiş olmaları gerekliliğidir.

Kuruculardan biri veya birkaçı aleyhinde, sayılan fiillerden dolayı herhangi bir suç duyurusunda bulunulmuş ise, haklarında kesinleşmiş bir mahkumiyet kararı olmasa dahi, ortaklığın kuruluş veya dönüşüm talebi yargılama sonuçlanıncaya dek ertelenebilir.

Tebliğ'de sınırlama yapılmadığından yabancı uyruklular da Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına kurucu ve ortak olabilirler. Bu durumda (Yabancıların gayrimenkul iktisabına ilişkin mevzuat hükümleri saklı kalmak üzere) Yabancı Sermayeyi Teşvik Kanunu gereği, Dış Ticaret Müsteşarlığından 86/19177 sayılı Sermaye Çerçeve kararı uyarınca izin alınması zorunludur. Bu karara göre, ortaklık ya da kuruluş tutarı 150 Milyon Dolar ve daha az ise bu müsteşarlığa bağlı genel müdürlüğün, 150 Milyon Doların üzerindeki tutarlar Bakanlar Kurulu'nun iznine tabidir.²⁵

Yabancı ortakların hisse senedi satışlarından elde ettikleri gelirleri yurt dışına transfer etmeleri de Türk Parasının Kıymetinin Korunması hakkındaki karar gereğince serbesttir. Türkiye'de mevcut bir aracı kurumun gerçekleştirilmesi kaydıyla, Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın hisse senetleri, yabancı yatırımcılarca borsada alınıp satılabilmekte ve bedelleri yurt dışına transfer edilebilmektedir.

²⁵ ÇOLAK A. Ender, ALICI Aşkın: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları A'dan Z'ye, Ankara, SPK Yayınları, Yayın No:136, Tşof Plaka Matbaacılık ,2001,s.44

2.1.3 Bankaların Gayrimenkul Yatırım Ortaklığına Kurucu Olabilmesi

Bankaların Gayrimenkul Yatırım Ortaklığına kurucu olabilmesi, Bankalar Kanunu ile sınırlanmıştır. Söz konusu kanuna göre, bankaların edinebilecekleri gayrimenkullerin kayıtlı değeri toplamı öz kaynaklarının yarısını geçemez ve bankalar esas sözleşmelerinde bu konuda yatırım yapabileceği öngörülmemişse ticari amaçla gayrimenkul edinemez. Sermayesinin %10'undan fazlasına sahip oldukları ortaklıkların faaliyet konuları gereği edinebilecekleri gayrimenkuller Merkez Bankası'nın iznine tabidir.²⁶ Bankaların Gayrimenkul Yatırım Ortaklığına ortaklık tutarı, elinde bulundurduğu hisse senetlerinin nominal tutarı ile değerlendirilir.

Bankaların Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'na iştiraki, sadece bir menkul kıymet yatırımı olup, hisse senetleri halka arz edildiğinden, bankanın gayrimenkul edinimi amacı olmadığı düşünülebilir. Ancak gerek Hazine Müsteşarlığı Banka Kambiyo Genel Müdürlüğü, gerek Bankalar Kanunu'na göre, bankaların Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'na yüksek tutarlı yatırım yapmaları, bankacılık faaliyeti olmadığından istenmemektedir.

2.1.4 İnşaat Şirketlerinin Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Faaliyetinde Bulunabilmesi Hususu

İnşaat Şirketleri, Gayrimenkul sertifikası satarak finansman sağlama yolunun benzeri bir şekilde Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı kurabileceklerini düşünmektedirler. Oysa ki, anonim şirketler, esas sözleşmelerinde belirtilen konularda faaliyet gösterebilirler. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nın esas sözleşmelerinde yalnızca gayrimenkule dayalı portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmalarına, yatırım amacıyla söz konusu gayrimenkulleri alıp satabilmeleri veya kiraya vermelerine izin verilmiştir. Aktiflerinde makine, ekipman, araç-gereç ve inşaat işçisi bulunduramazlar. Kısaca inşaat yapamaz, proje yürütemezler. Ancak inşaatı başka şirketlerce gerçekleştirilen projelere finansman sağlayabilirler.

²⁶ TUNCEL, Kürşat: a.g.e, s.15

Bir inşaat şirketinin Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'na dönüşmesi ancak, mevcut faaliyetinden vazgeçmesi, aktifindeki inşaat faaliyeti ile ilgili kalemleri tasfiye edip, almış olduğu yatırım teşviklerinden vazgeçmesi ile mümkündür. Ancak bu şekilde bir dönüşüm, uygulama gücünü nedeniyle tercih edilmemekte, inşaat şirketleri, inşaat projelerini satabilecekleri ayrı bir Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı kurmaktadır. Böylece inşaatçı şirket olarak projelerini Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'na satarak inşaatın finansman yükünden kurtulmuş olacaklar, ikinci aşamada ise ortağı oldukları Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın hisse senetlerini halka satarak, koydukları ortaklık payını geri alabileceklerdir. Nihai olarak bu yolla inşaat şirketinin projesi Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı aracılığı ile dolaylı olarak halka satılmış olacaktır.²⁷

2.2 Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınması Ve Satışı

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığında hisse senetlerinin kurul kaydına alınma, halka arz ve satış işlemleri bu bölümün konusunu oluşturmaktadır.

Halka açılma kapsamında, klasik halka açılma prosedürünün ötesinde pratikte özellikle yabancı yatırımcıların aradığı belli başlı kriterleri şöyle sıralayabiliriz;²⁸

- Şirketin ve ortakların gayrimenkul ve finans sektöründeki tecrübe ve referansları
- Şirketin karar alma mekanizmasının bağımsızlığı
- Portföye alınan gayrimenkullerin niteliği ve pazardaki rekabet
- Gayrimenkullerin piyasa değeri ve likiditesi (gayrimenkulün bugünkü şartlarda elden çıkartılıp çıkartılamayacağı, hangi değerden satılabileceği)
- Portföydeki gayrimenkullerin riskleri ve karlılık oranları
- Şirketin bugünkü konumu ve gelecekle ilgili beklentiler

GYO hisselerinin halka açılması bir aktif veya projenin satışı değil, genellikle bir şirket ve portföy yönetim şirketinin hisselerinin satışı ile özdeşleştirilmektedir.²⁹

²⁷ TUNCEL, Kürşat: a.g.e, s.12

²⁸ KODAL, Hakan: "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Halka Açılma Ve Portföy Oluşumu", Yaklaşım, Yıl 6, sayı 68, Ağustos 1998, s.44

²⁹ KODAL, Hakan: a.g.e, s.44

2.2.1 Kurul Kaydına Alınma

Kurul kaydına alınmak, Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı hisse senetlerinin halka arz edilmesine izin verilmesi anlamını taşır. Sermaye Piyasası literatüründe kayda alınma terimi, şirkete ilişkin her tür olumlu ya da olumsuz bilginin kamuya açıklanması koşuluyla, Kurul'un, hisse senetlerinin halka arzını kabul edeceğini anlatır. İzin sisteminde ise, Kurul'un hukuki çerçevede başvuruları kabul veya red imkanı vardır. Günümüzde Sermaye Piyasası Kanunu, sistem olarak kayda alınma sistemini seçmiştir. Ancak uygulamada kayda alınma başvurusunda bulunulan şirketlere ilişkin olumsuz hususların kamuya duyurulması yolu değil, uygun hale getirilmesi yolu tercih edilmektedir. Bu nedenle tüm faktörlerin uygun hale getirilmesine kadar kayda alınmayan halka arzlar düşünüldüğünde fiilen izin sisteminin uygulandığı söylenebilir.³⁰

Tebliğ'e gere, ani usûlde kurulmuş veya sözleşme değişikliği ile Gayrimenkul Yatırım Ortaklığına dönüşmüş ortaklıkların, faaliyetlerini yürütebilmesi için gerekli olan mekan, araç-gereç vb. temini, kaynakların zorunlu giderler dışında kalan kısmı ile varlık portföyünü oluşturmaları ve halka arz edilecek hisse senetlerinin kayda alınması talebiyle, sözleşme değişikliğinin ticaret siciline tescilini takiben bir yıl içinde, Kurul'a başvurmaları zorunludur.

Halka arza kadar geçen süre başlar başlamaz sermayenin gayrimenkule yatırılması gerekmemektedir. Bu süre içinde menkul kıymetlere yatırımla suretiyle değerlendirilen sermaye halka arza kadar önemli ölçüde arttırılabilir. Bunun sonucunda Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının portföyü, sermayesini aşabilmektedir. Bu da portföyde yer alan projelerin rayiç değer yerine tamamlanma değeri ile gösterildiği şekilde bir yoruma neden olmaktadır. Oysa ki böyle bir uygulama Gayrimenkul Yatırım Ortaklığında mümkün değildir.³¹

Ortaklığın, ticaret siciline tescilini takip eden bir yıl içinde Kurul'a başvurmaması veya başvurunun Kurul'ca uygun görülmemesi halinde, Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı olarak faaliyette bulunma hakkı sona erer. Tebliğ'e göre ortaklar, bir yıllık sürenin bitiminden veya Kurul'un olumsuz görüşünün kendilerine bildirildiği tarihten itibaren en geç üç ay içinde esas sözleşme hükümlerini, Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı faaliyetlerini kapsamayacak şekilde değiştirmek ve kayıtlı sermaye sisteminden çıkmak üzere Kurul'a başvurmakla yükümlüdürler. Bu değişiklikler yapılmadığı takdirde TTK'nun 434. maddesinin birinci

³⁰ TUNCEL, Kürşat: a.g.e, s.25

³¹ TUNCEL, Kürşat: a.g.e, s.26

fıkrasının (2) ve (6) no.lu bentleri hükümleri gereğince münfesi addolunur. Belirtilen sürenin uygulanışında bazı istisnai durumlar da söz konusudur. Örneğin, ekonomik bir darboğaz, kriz vb. sonucu piyasaların bundan etkilenmesi halinde ortaklığın başvurusu Kurul tarafından bir yıl uzatılabilir.

2.2.2 Halka Arz

Kurul'un hisse senetlerinin halka arz ve satış için öngördüğü düzenlemeler, Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı hisse senetlerinin halka arzı sırasında da geçerlidir. Halka arz başvurusu, Kurul'un yetki verdiği bir aracı kuruluş tarafından yapılmalıdır.

Ani usûlde kurulan veya dönüşüm yoluyla Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı haline gelen ortaklıkların hisse senetleri:

- Mevcut sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin halka arzı ile,
- Sermaye artırımı yoluyla
- Veya her iki yöntemin birlikte uygulanmasıyla halka arz edilir.

Mevcut ortaklıkların paylarını halka arz edebilmeleri için, –ki buna portföyden satış yöntemi de denmektedir- aşağıdaki belgeler istenmektedir:³²

1. Gayrimenkul yatırım ortaklığının mekan, personel ,yönetici, organizasyon düzenini ve donanımını açıklayan belgeler,
2. Ortaklığın muhasebe kayıt düzenini açıklayan belgeler,
3. İmzalanan aracılık sözleşmesinin bir örneği,
4. Sözleşme taraflarının imza sirküleri,
5. Lider girişimcinin asgari payını 1 yıl süreyle satmayacaklarına ilişkin noter onaylı beyanı,
6. Hisse senetlerini halka arz edecek olan ortakların, ortaklıktan alacakları, o gayrimenkul yatırım ortaklığının ortağı oldukları ve çıkarılmış sermayedeki paylarının oran ve miktarını gösterir belge,

³²GYO'na İlişkin Esaslar Tebliği Seri VI: No:14, Madde 11

7. Halka arz bir tüzel kişi tarafından yapılıyorsa o tüzel kişinin yetkili organınca alınacak halka arz kararının noter tasdikli bir örneği,
8. Esas sözleşmenin son halinin bir örneği, kuruluşu takiben değişiklik olduysa tescile dair TTSG ilanlarının birer örneği,
Aynı sermaye konulmuş ise bilirkişi ve ekspertiz raporları ile genel kurul toplantı tutanağı ve hazirun cetveli,
9. İzahname,
10. Sirküler,
11. Hisse senedi örneği,
12. Halka arz edilecek hisse senetlerinin üzerinde devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar olmadığını belgeleyen ortaklıktan ve paylarını satacak olan ortaklardan alınmış beyanlar,
13. Halka arz edilecek hisse senetleri üzerindeki zilyetliğin herhangi bir rehin veya teminat işlemine dayanmadığına ilişkin ortakların beyanı,
14. Halka arz edilecek hisse senetlerinin seri numaraları ve kupür dağılımlarını içerecek şekilde dökümü,
15. Hisse senetlerinin satış fiyatının tespitine dayanak oluşturan fiyatlama raporu ve bu fiyatın hesaplanmasında esas alınan varsayımlar,
16. Yöneticilerin müflis olmadıklarına ilişkin beyanları,
17. Yöneticilerin adli sicil kayıtları,
18. Yöneticilerin özgeçmişleri ,
19. Ortaklığın kuruluş bilançosu ve gelir tablosu,
20. Ortaklığın portföy tablosu ,
21. Başvuru tarihi itibarıyla ortaklığın portföyünde yer alan varlıkların değerlerinin tespitine ilişkin ekspertiz raporları,

22. Portföydeki varlıkların tapu belgelerinin örnekleri,
23. Portföyde yer alan varlıkların üzerindeki ipotek ve teminatlar ile rehne verilme durumlarına ilişkin bilgi,
24. Kiralanan ve kiraya verilen gayrimenkullere ilişkin sözleşmeler ,
25. Kiralanan ve kiraya verilen gayrimenkullere ilişkin ekspertiz raporları,
26. Yöneticilerin, büyük ortakların ve lider girişimcinin iştirakleri hakkında bilgi ,
27. Başvuru tarihine kadar yapılan harcamalar ve kullanılan krediler hakkında bilgi,
28. Ön satışlar , satış yapılan taraflar ve satış koşulları hakkında bilgi,
29. Personelin özgeçmişleri ve Tebliğ kapsamında sayılan nitelikleri haiz olduklarını tevsik eden belgeler,
30. Portföydeki varlıkların sigorta durumlarına ilişkin bilgiler,
31. Bağımsız özel denetim raporu,
32. Tahsisli satış sözkonusu ise buna ilişkin yetkili organ kararı ve alıcılarla yapılan sözleşmelerin bir örneği,
33. Danışman şirketi, faaliyetlerini , ortaklık yapısını tanıtıcı bilgi ve danışmanlık sözleşmesinin bir örneği,
34. İşletmeci şirketin faaliyetlerini , ortaklık ve mali yapısını tanıtıcı bilgi ve yapılan sözleşmelerin bir örneği,
35. Müteahhitlerin faaliyetlerini , ortaklık ve mali yapılarını tanıtıcı bilgi ve yapılan sözleşmelerin bir örneği,
36. Hisse senedi bedellerinin yatırılacağı hesap numarasını bildirir yazı ,
37. Kurul'ca gerekli görülmesi halinde izahnamedeki bilgileri tevsik eden ortaklığın mali durumu veya faaliyetlerine ilişkin olarak istenebilecek diğer bilgi ve belgeler.

Sermaye artırımını yoluyla halka arzda ise:³³

³³ GYO'na İlişkin Esaslar Tebliği Seri VI: No:14, Madde 11

1. Gayrimenkul yatırım ortaklığının mekan, personel ,yönetici, organizasyon düzenini ve donanımını açıklayan belgeler,
2. Ortaklığın muhasebe kayıt düzenini açıklayan belgeler,
3. İmzalanan aracılık sözleşmesinin bir örneği,
4. Sözleşme taraflarının imza sirküleri,
5. Esas sözleşmenin son halinin bir örneği, kuruluşu takiben değişiklik olduysa tescile dair TTSG ilanlarının birer örneği,
6. Aynı sermaye konulmuş ise bilirkişi ve ekspertiz raporları ile genel kurul toplantı tutanağı ve hazirun cetveli,
7. İzahname,
8. Sirküler,
9. Hisse senedi örneği,
10. Halka arz edilecek hisse senetlerinin seri numaraları ve kupür dağılımlarını içerecek şekilde dökümü,
11. Hisse senetlerinin satış fiyatının tespitine dayanak oluşturan fiyatlama raporu ve bu fiyatın hesaplanmasında esas alınan varsayımlar,
12. Yöneticilerin müflis olmadıklarına ilişkin beyanları,
13. Yöneticilerin adli sicil kayıtları,
14. Yöneticilerin özgeçmişleri ,
15. Ortaklığın kuruluş bilançosu ve gelir tablosu,
16. Ortaklığın portföy tablosu ,
17. Başvuru tarihi itibariyle ortaklığın portföyünde yer alan varlıkların değerlerinin tespitine ilişkin ekspertiz raporları,
18. Portföydeki varlıkların tapu belgelerinin örnekleri,

19. Portföyde yer alan varlıkların üzerindeki ipotek ve teminatlar ile rehne verilme durumlarına ilişkin bilgi,
20. Kiralanan ve kiraya verilen gayrimenkullere ilişkin sözleşmeler ,
21. Kiralanan ve kiraya verilen gayrimenkullere ilişkin ekspertiz raporları,
22. Yöneticilerin, büyük ortakların ve lider girişimcinin iştirakleri hakkında bilgi ,
23. Başvuru tarihine kadar yapılan harcamalar ve kullanılan krediler hakkında bilgi,
24. Ön satışlar , satış yapılan taraflar ve satış koşulları hakkında bilgi,
25. Personelin özgeçmişleri ve Tebliğ kapsamında sayılan nitelikleri haiz olduklarını tevsik eden belgeler,
26. Portföydeki varlıkların sigorta durumlarına ilişkin bilgiler,
27. Bağımsız özel denetim raporu,
28. Tahsisli satış sözkonusu ise buna ilişkin yetkili organ kararı ve alıcılarla yapılan sözleşmelerin bir örneği,
29. Danışman şirketi, faaliyetlerini, ortaklık yapısını tanıtıcı bilgi ve danışmanlık sözleşmesinin bir örneği,
30. İşletmeci şirketin faaliyetlerini , ortaklık ve mali yapısını tanıtıcı bilgi ve yapılan sözleşmelerin bir örneği,
31. Müteahhitlerin faaliyetlerini, ortaklık ve mali yapılarını tanıtıcı bilgi ve yapılan sözleşmelerin bir örneği,
32. Hisse senedi bedellerinin yatırılacağı hesap numarasını bildirir yazı ,
33. Kurul'ca gerekli görülmesi halinde izahnamedeki bilgileri tevsik eden ortaklığın mali durumu veya faaliyetlerine ilişkin olarak istenebilecek diğer bilgi ve belgeler.
34. Sermaye artırımına ilişkin yönetim kurulu kararının noter onaylı bir nüshası ile aynı sermaye konması sözkonusu ise buna ilişkin bilir kişi ve ekspertiz raporları,

35. Kurul'un ilgili düzenlemeleri uyarınca ilan zorunluluğu bulunuyorsa, yönetim kurulu kararlarının ilanlarının yapıldığı gazetelerin birer nüshası,
36. Pay bedellerinin yatırılacağı özel hesabı bildirir yazı,
37. Kurul'ca ayrıca istenebilecek diğer bilgi ve belgeler.
38. Ortakların, sermaye paylarının bir kısmını halka arz edip, sermaye artırımını yapılarak artırılacak sermayeyi temsil eden hisse senetlerinin halka arz edilmesi yöntemlerinin birlikte kullanılması halinde ise yukarıda istenen belgelerin tümü ile Kurula başvurmak gerekmektedir.

Hisse senetlerinin kayda alınması başvurusu, Kurul'ca ortaklığın portföy işletmeciliği faaliyet izni başvurusu ile birlikte değerlendirilir. Ortaklığın, faaliyetlerini yürütmeye elverişli bir mekan, teçhizat ve organizasyona, güçlü bir yönetim yapısına sahip olup olmadığına bakılarak portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunup bulunamayacağı belirlenir. İnceleme sonucunda, portföy işletmeciliği faaliyetini yürütebileceği sonucu ortaya çıkarsa, Kurul tarafından bir yetki belgesi verilir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı hisse senetlerinin halka arz için saydığımız şartların yanısıra Tebliğ'de belirtilen şekil şartlarına uygun olarak bastırılması gerekir. Yeni kurulan ortaklıklar halka arzla birlikte hisse senetlerini bastırırlar. Kayıtlı sermaye sistemine göre, hisse senetlerinin, satış sırasında tasarruf sahiplerine teslimi zorunlu olduğundan Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'na dönüşen şirketler de yeni hisse senetlerini halka arzla birlikte bastırırlar. Eski hisse senetleri, yenileriyle değiştirildikten sonra noter huzurunda iptal edilir.

Hisse senetlerinin halka arz edilebilmesi için rehin veya teminat kaydı olmaması gerekir. Bu sınırlamanın olmadığı, hisse senetlerini halka arz edecek ortaklar tarafından beyan edilmelidir.

Halka arz ve sermaye artırımını konularında, Tebliğ'in getirdiği sınırlamalara bağlı kalınmalıdır. Asgari sermaye şartına uyarak kurulan veya dönüşen Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının yatırım hedeflerinin sermayelerini aşması halinde ticaret siciline esas sözleşmeleri veya değişiklikleri tescil edildiği halde halka arzdan önce mevcut ortakların sermaye artırımını talep ettiği görülmektedir. Oysa esas sözleşmenin ticaret siciline tescili kayıtlı sermaye sistemine geçildiğinin bir göstergesidir ve bu sisteme göre halka arzdan önce

sermaye artırımı yapılması söz konusu değildir. Sermaye artırımı bir zorunluluk halini almışsa prosedür baştan itibaren tekrarlanacaktır. Kurul izinleri, tesciller iptal edilecek, TTK dahilinde eski şirket olarak sermaye artırımı yapılması gerekecektir. Bu nedenle sermaye tutarı başlangıçta doğru belirlenmelidir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı hisse senetlerini Kurul kaydına aldirmek isteyen şirket yetkililerinin aşağıda yer alan dilekçe ve form ile bu form ekinde yer alan bilgi ve belgeleri doldurarak Kurul'a başvuruda bulunması gerekmektedir.³⁴



³⁴ www.spk.gov.tr, Nisan 2002

Şekil 2.3: Halka Arz Başvuru Dilekçesi

Halka Arz Başvuru Dilekçesi	
TARİH:..... SAYI:.....	
T.C. BAŞBAKANLIK SERMAYE PİYASASI KURULU KURUMSAL YATIRIMCILAR DAİRESİ BAŞKANLIĞI'NA ANKARA	
<p>Aracılık faaliyetleri tarafımızca yürütülmekte olan (<u>gayrimenkul yatırım ortaklığının unvanı</u>) A.Ş.'nin (<u>mevcut veya artırılan sermaye ile ilgili ifadeler yazılır</u>) nedeniyle (<u>mevcut veya artırılan</u>) sermaye miktarını temsil eden (<u>tertipleme sayısı veya sayıları</u>) tertipleme hisse senetlerinin Kurulunuz kaydına aldırılması amacıyla Kurulunuza başvuru yapılmasına karar verilmiştir.</p> <p>Bu amaçla hazırlanan başvuru formu ile başvuru formu ekinde yer alması gereken belgeler ilişikte sunulmakta olup sözkonusu şirketin hisse senetlerinin Kurulunuz kaydına alınmasını talep ederiz.</p>	
..... A.Ş. adına yetkili kişilerin;	
Adı / Soyadı	Adı / Soyadı
Unvanı	Unvanı
İmzası	İmzası
ARACI KURUMUN KAŞESİ	
NOT: BAŞVURUDA ARACI KURUMUN ANTETLİ KAĞIDI KULLANILACAKTIR.	

Kaynak: www.spk.gov.tr

TARİH:..... SAYI:.....							
T.C. BAŞBAKANLIK SERMAYE PİYASASI KURULU KURUMSAL YATIRIMCILAR DAİRESİ BAŞKANLIĞI'NA ANKARA							
<p>Şirketimizin portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunması amacıyla Kurulunuza başvuru yapılmasına karar verilmiştir. Bu amaçla hazırlanan başvuru formu ile başvuru formu ekinde yer alması gereken belgeler ilişikte sunulmakta olup sözkonusu şirkete portföy işletmeciliği faaliyeti izni verilmesini talep ederiz.</p>							
<p>..... A.Ş. adına yetkili kişilerin;</p> <table border="0" style="width: 100%;"> <tr> <td style="width: 50%; text-align: center;">Adı / Soyadı</td> <td style="width: 50%; text-align: center;">Adı / Soyadı</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;">Unvanı</td> <td style="text-align: center;">Unvanı</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;">İmzası</td> <td style="text-align: center;">İmzası</td> </tr> </table> <p style="text-align: center;">ŞİRKET KAŞESİ</p>		Adı / Soyadı	Adı / Soyadı	Unvanı	Unvanı	İmzası	İmzası
Adı / Soyadı	Adı / Soyadı						
Unvanı	Unvanı						
İmzası	İmzası						
NOT: BAŞVURUDA ŞİRKETİN ANTETLİ KAĞIDI KULLANILACAKTIR.							

Kaynak: www.spk.gov.tr

2.2.3 Halka Arza Aracılık

Halka arz, hissedarlarla aracılık sözleşmesini imzalamış bir aracı kuruluş vasıtasıyla yapılır. Bakiyeyi yüklenim veya tümünü yüklenim metodlarından biriyle gerçekleşir. Bakiyeyi yüklenim yönteminde, hisse senetlerinin aracı kuruluşlarca, halka arz yoluyla satılması, satılmayan kısmın ise bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınacağına satış yapana karşı taahhüt edilmesidir. Diğer yöntem olan tümünü yüklenim ise, Sermaye Piyasası araçlarının bedeli, satışın başlamasından önce tam ve nakden ödenmek suretiyle tamamının satın alınarak halka satılacağına, satış yapana karşı taahhüt edilmesidir. Hisse senetlerinin aracı kuruluş tarafından yüklenilmesi zorunlu olan kısmı, Tebliğ esaslarına göre belirlenir.

Ortaklar içinde yer alan aracı kuruluşların, kendi hisse senetlerinin halka arzına yüklenim yoluyla aracılık yapması, hisselerini satan ve almayı taahhüt edenlerin aynı kişi olması sonucunu doğuracağı için mümkün değildir.³⁵

Halka arza aracılık, ihraç eden ortaklığın talebiyle, birden fazla aracı kuruluşun oluşturacağı bir konsorsiyum tarafından veya bağımsız olarak da yerine getirilebilir.

İzahname ve sirkülerin, ortaklık ve halka arz olunacak hisse senetlerine ilişkin mevzuatın öngördüğü bilgileri içerip içermediği Kurul'ca incelenerek uygun görülen hisse senetleri Kurul kaydına alınır. Kurul, açıklamaların yeterli olmadığı, gerçeği yansıtmadığı veya halkın istismarına yol açtığı sonucuna varırsa, gerekçe göstererek hisse senetlerinin Kurul kaydına alınmasından imtina edebilir.

Kayda alınma; hisse senetleri veya ortaklık için Kurul'un garantisi anlamına gelmez, bu anlamı yaratacak ibarelere izahname, sirküler ve reklam metinlerinde yer verilemez.

Hisse senetleri Kurul kaydına alınan ortaklıklar, ilan tarihini takip eden altı işgünü içinde, kuruluş esas sözleşmesinin yer aldığı Türkiye Ticaret Sicil Gazetesinin bir nüshasını Kurul'a gönderirler.

Halka arza ilişkin izahname ve sirkülerin satışa ilişkin ilan ve reklamların yayınlandığı gazetelerin birer nüshasını yayın tarihini takip eden altı işgünü içinde satış sonuçları ve ortaklığın yapısı ile ilgili bilgileri ise satış süresinin bitimini takip eden altı iş günü içinde Kurul'a gönderirler.

Portföyden satış veya sermaye artırımını yoluyla halka açılma olsun, hisse senetlerinin satışında, talep toplama veya borsada satış yöntemlerinden biri uygulanır.

Talep toplama yönteminde, sabit fiyatla talep toplama veya fiyat teklifi olarak talep toplama yönteminden biri uygulanır.

Sabit fiyatla talep toplama yönteminde belli bir fiyat belirlenerek sirkülerde ilan edilir ve tasarruf sahiplerinin bu fiyattan ne kadar hisse senedi alacakları tespit edilir.

Fiyat teklifi alma yönteminde ise, ortalama bir fiyat belirlenerek sirkülerde ilan edilip bir talep toplama formu ile tasarruf sahiplerinden, hisse senedini almak istedikleri fiyat ve miktar

³⁵ TUNCEL, Kürşat, a.g.e, s.30

belirlenir. En çok talebin karşılanacağı fiyat, satış fiyatı olarak tespit edilir. Talep toplama süresi, sirkülerin ilanından en az 3, en fazla 5 iş günü geçtikten sonra başlar, en az 2 iş günü sürer.

Ön talepte bulunanlara satışta öncelik tanınacaksa, buna ilişkin esaslara ön talep toplama duyurusu, ön izahname, izahname ve sirkülerde yer verilir. Bu durumda, ön talep toplama duyurusunun ilanı zorunludur.

Hisse senedi başvuruları sirkülerde belirtilerek ihraç edenin çalışanlarına, belli bir bölgedeki veya meslekteki yatırımcılara veya belli bir yatırımcı grubuna yönelik olarak sınırlandırılabilir. Talep edilecek hisse senedi miktarı, Kurul'ca sınırlandırılabilir. Yatırım Fonları ve Ortaklıkları için bu sınırlamalar, halka arz edilecek hisse senedi tutarının %20'sini aşamaz. Yatırımcılar, talep ettikleri hisse senetleri için bir alt sınır belirleyebilir.

Talep edilen hisse senetlerinin bedelleri belirtilen bankalara yatırılır. Satış süresi sonunda 2 iş günü içinde dağıtım listesi düzenlenir. Liste teslim edildikten 2 iş günü içinde de onaylanır. Karşılanmayan taleplerin bedelleri iade edilir.

Talebin, satışa sunulan hisse senedi sayısını aşması durumunda, mevcut ortakların daha önceden belirlenen ve izahname ile sirkülerde açıklanan payları, toplam hisse senedi miktarına eklenebilir. Söz konusu tutar, halka arz edilen hisse senedi miktarının %15'ini geçemez. Bu durumda, talep toplama süresinin bitimini izleyen 2 iş günü içinde ek satışa konu olan hisse senetlerinin kayda alınması için SPK'ya başvurulur. Bu tutar, toplam hisse senedi sayısına eklenir.

GYO'nun hisse senetlerinin satış fiyatı, hisse senedini satan ortaklar veya sermaye artırımı durumunda şirket tarafından belirlenir. Bu fiyat portföy ile alakalı olabileceği gibi net aktif değerinden farklı da olabilir. Satış fiyatının tespit yöntemleri ve hesaplamalar, halka arz izahnamesinde yatırımcılara belirtilir. Böylece her yatırımcı belirlenen fiyatın nasıl hesaplandığını ve bu fiyatın ne kadarlık bir portföye karşılık geldiğini görebilir. Kurul satış fiyatına müdahale edemez. Kurul'un görevi yatırımcılara tüm bilgilerin sunulmasını sağlamaktır. Satış fiyatının hesaplanmasında kullanılan yöntemlerin Kurul'a bildirimini bir izin mahiyetinde değil izahname bilgilerini destekleyen bilgileri sunma amacıyla³⁶

³⁶ TUNCEL, Kürşat: a.g.e., ss. 39-40

2.2.4 Borsada Satış Ve Kotasyon

Borsada satış yöntemi, halka arzın; Kurul'un onayı üzerine İMKB'nin kotasyon yönetmeliği çerçevesinde borsada yapılmasıdır. Bu amaçla satıştan en az 20 gün önce, borsanın istediği belgelerle birlikte, borsa yönetim kuruluna başvuruda bulunulmuş ve başvuru kabul ve ilan edilmiş olmalıdır. Gayrimenkul Yatırım Ortaklığının kotasyonu Kurul'un talebiyle yapıldığından borsada satışın reddi söz konusu değildir.

Borsada satış, halka arz edilecek menkul kıymetlerin, borsa birincil pazarında işlem görmesidir. Halka arz süresi izahnamede belirlenir. Bu süreyi belirleme yetkisi Borsa Yönetim Kuruluna aittir. Genellikle 5 günlük bir süre tanınır. Bu süre zarfında satışlar tamamlandıysa, Borsa Yönetim Kurulu kararı ile ikincil piyasa işlemleri başlar. Satışlar tamamlanamaz ise, ikincil piyasada da aynı anda hisse senetleri işlem görmeye başlar. Bu durumda her piyasanın kendi marjları uygulanır. Birincil piyasada ilk günlük satış fiyatı, sirkülerde belirtilen halka arz fiyatıdır. Bu fiyata %5 marj uygulanır. Takip eden günlerde ise bir önceki günün ağırlıklı ortalama fiyatına %5 marj uygulanır.

Borsa dışı piyasalarda işlem gören ortaklıkların hisse senetleri de İMKB kararı ile borsa ikincil piyasasında işlem görmeye başlayabilir. Bu işlemlerde halka arz fiyatı baz alınır ve halka arzdan 15 gün öncesine kadar Borsaya başvurulması gereklidir.

Talep toplama yoluyla satış seçildiyse, Tebliğ uyarınca, hisse senetlerinin Borsa kotuna alınması için gereken belgeleri almak üzere Kurul'a başvurulmalıdır.

Kotasyon; menkul kıymetler borsalarında sürekli işlem görmesi talep edilen Sermaye Piyasası araçlarının, borsa yönetmeliklerinde yer alan şartları taşıması halinde, ilgili pazar listesine kayıt edilmesi ve işlem görmesinin kabul edilmesidir. Menkul kıymetler borsalarında alım satıma konu olabilecek Sermaye Piyasası araçlarının ilgili borsa yönetmeliğinde işleyiş esasları belirlenen pazarlara kote edilmesi zorunludur. Bir ortaklığın borsaya kote edilen Sermaye Piyasası aracı, kota alındığı ilgili pazarda işlem görür. Ortaklık veya alacaklılık sağlayan menkul kıymetler ve diğer Sermaye Piyasası araçları, ilgili borsa pazarında kote edilip sürekli işlem görürken, kote edilmeyen menkul kıymetler ancak kot dışı pazar olarak adlandırılan özel pazarlarda işlem görebilir.

Kota alma yetkisi, esasen borsa yönetim kurulunun olsa da yatırım ortaklıklarının, Kurul'un talebi üzerine borsa kotuna alınması zorunludur. Bu sayede, ortaklıklara likidite imkanı sağlanmış olmaktadır.

Satış sonucunda yeterli talep oluşmamış ise satınalma taahhüdü veren aracı kuruluş, sabit fiyatla talep toplama yöntemi seçildiyse, satış süresi sonunda sirkülerde belirtilen satış fiyatı üzerinden 3 gün içinde hisse senetlerini satın almakla yükümlüdür. Hisse senetleri borsada halka arz ediliyorsa, son 3 günlük ağırlıklı ortalama fiyatı üzerinden, alım taahhüdü gerçekleştirilir.

Sermaye artırımı yoluyla halka açılma seçildiyse, satılabilen tutar, şirketin yeni çıkarılmış sermayesi olarak belirlenir. Yönetim Kurulu, satılan tutarları belirtir bir kararla satış tutarının tescili için Kurul'a başvurur. Gerekli belgelerin Kurul'dan alınmasını takip eden 10 gün içinde ticaret siciline tescil ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde ilan olunur. Satılmayan hisse senetleri ise, noter huzurunda imha edilir. Böylece, şirketin çıkarılmış sermayesi, satış yapılan hisse senetlerinin nominal tutarı olarak tescil olunur. Fakat, kayıtlı sermaye sistemi gereğince, en son tescil edilmiş sermaye tutarı, çıkarılmış sermaye olarak yer alıp, çıkarılmış sermaye tutarı ancak sermaye maddesinde herhangi bir değişiklik yapılacaksa güncellenir.

Sermaye artırımı yolunda da aracılık yüklenimi yapmak mümkündür.

2.2.5 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'na Aynî Sermaye Konabilmesi

Tebliğ'e göre ortaklıklar, kuruluşlarında ve sermaye artırımlarında TTK hükümleri çerçevesinde, aynı sermaye koyabilirler. Ancak gerek kuruluş, gerekse sermaye artırımı sonrasında, çıkarılmış sermayenin daha önce de belirtildiği gibi %25'inin nakit karşılığı çıkarılması zorunluluğu olduğu unutulmamalıdır.

Aynî sermaye ile arsa, arazi, gibi gayrimenkullerin Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'na sermaye olarak konulması ve bu şekilde maddi kaynak yaratılması amaçlanmıştır.³⁷

Aynı sermaye artırımı, sadece genel kurulda alınacak bir karar olup, bu konu ortaklığın esas sözleşmesinde belirtilmiş olmalıdır. Aynı sermaye artırımı sırasında, Kurulun Seri:1, No:26. Tebliği'nin esas sermaye sistemine tabi ortaklıklar için öngörülen hükümleri uygulanır.

³⁷ TUNCEL; Kürşat, a.g.e, s.42

Aynı sermaye, kuruluş aşamasında konuluyorsa, değerinin tespiti için kurucular mahkemeye başvurarak bilirkişi atanmasını talep edebilirler. Sermaye rakamı belirlenirken sadece bilirkişi raporu değil, ekspertiz raporu da önem taşır. Sermaye rakamı belirtilmiş ve kurucularca imzalanmış sözleşme ile Kurul'a başvuruda bulunulur.

Aynı sermaye artırımını yapılırken, bilirkişi ve ekspertiz raporları, Kurul'a esas sözleşme ön izin başvurusu yapılmadan önce hazırlanmalıdır.

Tebliğ'e göre; Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'na aynı sermaye olarak, üzerinde ipotek bulunmayan veya gayrimenkulun değerini doğrudan ve önemli ölçüde etkileyecek nitelikte herhangi bir takyidat şerhi olmayan bina, arsa, arazi vb. nitelikteki gayrimenkuller konabilir. Bunların dışında kalan maddi ve gayri maddi varlıklar aynı sermaye olarak konulamaz.

Aynı sermaye olarak konulacak gayrimenkullerin değeri tespit edilirken, bilirkişi raporunun yanısıra, ekspertiz raporu alınması da zorunludur. Söz konusu raporlardan hangisinde, gayrimenkulun değeri düşük ise, aynı sermaye için o esas alınır.

Sermaye olarak konulacak gayrimenkullerin, ortaklığın tüzel kişilik kazanması veya sermaye artırımının tescilinden itibaren en geç 10 gün içerisinde tapu siciline ortaklık adına tescil ettirilmesi gerekir.

Gayrimenkul yatırım ortaklığının sermaye artırımını nedeniyle artırılan sermaye tutarını temsil eden hisse senetlerini Kurul kaydına aldırarak isteyen şirket yetkililerinin aşağıda yer alan dilekçe ve form ile bu form ekinde yer alan bilgi ve belgeleri doldurarak Kurul'a başvuruda bulunması gerekmektedir³⁸

³⁸ www.spk.gov.tr, Nisan 2002

Şekil 2.4: Sermaye Artırım Dilekçesi

Sermaye Artırım Dilekçesi							
<p>T.C. BAŞBAKANLIK SERMAYE PİYASASI KURULU KURUMSAL YATIRIMCILAR DAİRESİ BAŞKANLIĞI'NA ANKARA</p> <p>Aracılık faaliyetleri tarafımızca yürütülmekte olan (<u>gayrimenkul yatırım ortaklığının unvanı</u>) A.Ş.'nin (<u>mevcut veya artırılan sermaye ile ilgili ifadeler yazılır</u>) nedeniyle (<u>mevcut veya artırılan</u>) sermaye miktarını temsil eden (<u>tertip sayısı veya sayıları</u>) tertip hisse senetlerinin Kurulunuz kaydına aldırılması amacıyla Kurulunuza başvuru yapılmasına karar verilmiştir.</p> <p>Bu amaçla hazırlanan başvuru formu ile başvuru formu ekinde yer alması gereken belgeler ilişikte sunulmakta olup sözkonusu şirketin hisse senetlerinin Kurulunuz kaydına alınmasını talep ederiz.</p>	<p>TARİH:..... SAYI:...</p>						
<p>..... A.Ş. adına yetkili kişilerin;</p> <table style="width: 100%; border: none;"> <tr> <td style="width: 50%; text-align: center;">Adı / Soyadı</td> <td style="width: 50%; text-align: center;">Adı / Soyadı</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;">Unvanı</td> <td style="text-align: center;">Unvanı</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;">İmzası</td> <td style="text-align: center;">İmzası</td> </tr> </table> <p style="text-align: center;">ŞİRKET KAŞESİ</p>		Adı / Soyadı	Adı / Soyadı	Unvanı	Unvanı	İmzası	İmzası
Adı / Soyadı	Adı / Soyadı						
Unvanı	Unvanı						
İmzası	İmzası						
<p>NOT: BAŞVURUDA ŞİRKETİN ANTETLİ KAĞIDI KULLANILACAKTIR.</p>							

Kaynak:www.spk.gov.tr

Sermaye artırımını sırasında GYO'ların SPK'ya aşağıdaki bilgi, form ve tabloları sunması gerekmektedir.³⁹

- Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı sermaye artırımını halka arz başvuru formu,
- Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı sermaye artırımını halka arz izahname metni,
- Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı sermaye artırımını halka arz sirküler metni,
- Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı iç kaynaklardan artırım (Bedelsiz) sirküler metni,
- Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı iç kaynaklardan (Bedelsiz) ve nakit artırım (Bedelli) sirküler metni

2.3 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nda Ortaklığın Yönetimine İlişkin Kurallar

Ortaklıkta görev alacak yönetim kurulu üyelerinin ve denetçilerinin müflis olmamaları, zimmet, ihtilas, irtikap, rüşvet, emniyeti suistimal, sahtecilik, hırsızlık, dolandırıcılık, istihsal kaçakçılığı hariç kaçakçılık vb. yüz kızartıcı suçlar ya da Kanun'a muhalefetten dolayı hüküm giymemiş olmaları, Sermaye Piyasası faaliyetlerine ilişkin Kurul düzenlemeleri çerçevesinde faaliyet izinlerinden biri ya da birkaçı sürekli veya geçici olarak kaldırılmış veya borsa üyeliğinden geçici veya sürekli olarak çıkarılmış kuruluşlarda, bu yaptırım gerektiren olayda sorumluluklarının olmaması gereklidir. Bunun yanı sıra, gayrimenkul geliştirme, inşaat mühendisliği, mimarlık, ekonomi, işletme, hukuk, finans veya benzeri alanlarda eğitim veren dört yıllık yüksek öğrenim kurumlarından mezun olmaları, ortaklığın faaliyet konusu gereği hukuk, inşaat, finans gibi alanlarda en az üç yıllık deneyim sahibi olmaları gerekmektedir. Yalnızca gayrimenkul alım satımı ile uğraşmak, bu alanda kazanılmış bir tecrübe olarak kabul edilemez.

Yönetim Kurulu üyeleri, en fazla bir yıl için seçilebilir, ancak tekrar seçilmelerinde bir engel bulunmamaktadır.

Yönetim ve Denetim Kurulu, TTK'nın ilgili maddeleri uyarınca seçilir ve görev yapar. Yönetim Kurulunda görev alacak üyelerin çoğunluğunun Türkiye Cumhuriyeti vatandaşı olması gereklidir. Ayrıca yönetim kurulunun en az üçte birinin lider girişimciden, lider

³⁹ www.spk.gov.tr, Nisan 2002

girişimcinin %10'dan fazla pay veya oy hakkına sahip olduğu şirketlerden, ortaklıkta %10 veya üzerinde pay veya oy hakkı bulunan diğer ortaklardan, ortaklıkta; yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazını içeren pay sahibi ortaklardan, danışmanlık hizmeti alınan şirketten, işletmeci şirketlerden, ortaklıkta %10'un üzerinde pay veya oy hakkı sahibi veya imtiyazlı pay sahibi ortakların %10'dan fazla paya veya bu oranda oy hakkına sahip olduğu şirketlerden herhangi biriyle arasında son iki yıl içinde, istihdam sermaye veya ticari anlamda doğrudan veya dolaylı bir ilişki kurulmamış olmalı ve eş dahil, üçüncü dereceye kadar kan veya sıhrî hısımlık bulunmaması gereklidir. Bu konu, ortaklık esas sözleşmesinde de açıkça belirtilmelidir.

Tebliğ'de, Genel Müdür olacak kişide de Yönetim Kurulu üyeleri ve Denetim Kurulu üyeleriyle aynı nitelikler aranmakta, ek bir hükme yer verilmemektedir.

Yönetim Kurulu üyeleri, yönetim kurulunun alacağı kararlarda taraf olan kimselerden bağımsız olmamaları durumunda, bu konuya gerekçeleri ile birlikte yönetim kuruluna bildirmek ve toplantı tutanağına işletmekle yükümlüdür. Bu hususta TTK'nın 332. maddesi hükmü saklıdır.

Yönetim Kurulu üyeleri, TTK'nın 334 ve 335. maddeleri ile getirilen, şirketle muamele yapma yasağından ve rekabet yasağından muaf tutulmak için ortaklık genel kurulundan izin alamazlar. Bu husus, ortaklık esas sözleşmesinde belirtilmek zorundadır.

Ortaklık portföyünden varlık alınması, satılması, kiralanması veya kiraya verilmesi, portföydeki varlıkların pazarlamasını yürütecek şirketlerin tespiti, hisse senetlerinin halka arzında, satınalma taahhüdünde bulunan aracı kuruluşların belirlenmesi, ortaklığa danışmanlık hizmeti verecek gerçek veya tüzel kişilerin belirlenmesi, aynı şekilde, proje geliştirme kontrol veya müteahhitlik hizmeti verecek gerçek veya tüzel kişilerin belirlenmesine ilişkin kararlar, kredi ilişkisi kurulmasına, ortak yatırıma ilişkin kararlar, ortaklığa taraf olan kişilerin ihraç ettiği menkul kıymetlerin ortaklık portföyüne alınmasına ilişkin kararlar, ortaklığa taraf olanların herhangi birinin lehine sonuç doğuracak kararlar konularındaki Yönetim Kurulu kararları, ortaklık ile taraflar- lider girişimci, ortaklıkta sermayenin %10 ve üzerinde pay veya oy hakkına sahip ortaklar, ortaklıkta yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazını içeren pay sahibi ortaklar, yukarıda sayılanların %10'dan fazla pay veya oy hakkına sahip oldukları diğer şirketler- arasında oy birliği ile alınmalıdır.

Aksi takdirde gerekçeli kararın en seri haberleşme aracıyla en geç izleyen iş günü saat 09:00'a kadar Kurul'a ve hisse senetlerinin işlem gördüğü borsaya gönderilmesi ve yapılacak ilk genel kurul toplantısının gündemine alınarak ortaklara bilgi verilmesi zorunludur.

2.3.1 Ortaklık Portföyünün İdaresi

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları yeterli sayıda yönetici ve personel istihdam ederek kendi portföylerini yönetebilir veya ortaklık portföyünün geliştirilmesi, alternatif imkanların araştırılması konusunda danışmanlık şirketlerinden yararlanabilir. Ancak ortaklık portföyünün menkul kıymetlerden oluşan kısmının danışmanlık hizmeti kapsamında yönetilebilmesi için söz konusu şirketin Kurul'dan portföy yönetimi yetki belgesi almış olması gerekmektedir.

Ortaklık ile danışmanlık hizmeti veren şirket arasında düzenlenecek sözleşme, ortaklık Yönetim Kurulunca onaylanarak fesh-i ihbara gerek kalmaksızın bir yıl sonunda sona erer. Tarafların yazılı mutabakatı ile sözleşme yine bir yıl için yinelenebilir. Ancak Ortaklık Yönetim Kurulu kararı ile sözkonusu sürenin sona ermesi beklenmeksizin 30 gün önceden yazılı ihbarda bulunmak kaydıyla sözleşme sona erdirilebilir.

Ortaklığın, danışmanlık hizmeti için ödeyeceği komisyon gideri; ortaklığın varlıklarının değeri, dönem kârı veya her ikisi üzerinden belirlenir ve aktiflerin % 1'ini, yıllık net kârın %15'ini aşamaz.

2.4 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nda Yatırımlar Ve Portföy Yönetimine İlişkin Kurallar

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, ortaklık portföyünü oluşturmak, gerektiğinde portföyde değişiklik yapmakla yükümlüdür. Yatırım riskini en aza indirecek şekilde dağıtarak ortaklık portföyünü çeşitlendirirler. Gayrimenkuller ve gayrimenkule dayalı işlemler ve menkul kıymetlerle ilgili gelişmeleri düzenli bir şekilde izleyerek ortaklık portföyünün yönetimine ilişkin gerekli tedbirleri alarak portföyün değerini korumaya ve arttırmaya yönelik araştırma yapar ya da yaptırırlar.

Portföye yeni katılacak varlıkların ve mevcut portföyü oluşturan varlıkların, ilgili Tebliğ'in belirttiği şartları taşıyıp taşımadığını araştırır ve bunun için gerekli raporların hazırlanmasını sağlarlar.

Portföyü oluşturan varlıkların değerini tespit etmek amacıyla rapor hazırlanmasını sağlarlar.

Portföy yönetiminde dışarıdan danışmanlık hizmeti alınıyorsa söz konusu kuruluşların çalışmalarını izlerler.

Tebliğ'in kendilerine yüklediği ve yürütülmesine izin verdiği diğer faaliyetleri gerçekleştirirler.

Yatırım ve portföye ilişkin faaliyet kapsamını yukarıda sıraladığımız Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının gerçekleştirilmesi yasaklanmış olan bir takım faaliyetleri de vardır:

Sözgelimi; Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Bankalar Kanunu'nda tanımlandığı üzere mevduat toplayamaz ve mevduat toplama sonucunu verecek iş ve işlemler yapamazlar.

Faaliyetleri Tebliğ'in izin verdikleriyle sınırlı olup, bunun dışında ticari, sınaî veya zirai faaliyetlerde bulunamazlar.

Bulunabilecekleri Sermaye Piyasası faaliyetleri, Tebliğ'de belirtilen yatırım alanları ile sınırlı olup, kendi adına portföy işletmeciliği faaliyeti dışında sermaye piyasası faaliyetinde bulunamazlar.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, gayrimenkullerin inşaat işlerini kendileri üstlenemez, bu amaçla personel ve ekipman edinemezler. Yalnızca, yürütülen projelerin kontrol işleri dahili olarak üstleniliyorsa bu amaçla personel istihdam edilebilir.

Portföylerinde bulunan gayrimenkulleri, kiracılara bu varlıklarla doğrudan veya dolaylı olarak bağlantılı hizmetleri sunacaklar ise kendileri işletemez ve bu amaçla personel istihdam edemezler. Ancak 634 sayılı Kat Mülkiyeti Kanunu uyarınca, portföyünde bulunan gayrimenkullerde yapılan yöneticilik görevi, işletme faaliyeti kapsamında değerlendirilmez.

Portföye konu olan veya olacak projeleri haricinde başka kişi ve kuruluşlara proje geliştirme, proje kontrol, mali fizibilite, yasal izinlerin takibi vb. hizmetleri kendi personelleri ile veremezler.

Şekil 2.5 de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının aylık olarak SPK'ya bildirmek zorunda oldukları Portföy Tablosu Örneği verilmiştir.

Şekil 2.5 : Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Portföy Tablosu

.. GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.
 TARİHİ İTİBARIYLA

PORTFÖY TABLOSU (Milyon TL)								
PORTFÖYDE YER ALAN VARLIKLARIN TÜRÜ	TANIM BİLGİLERİ YERİ /ALANI	ALİŞ MALİYETİ	EKSPERTİZ RAPORU TARİHİ	EKSPERTİZ DEĞERİ I	BAKİYE BORÇ II	PORTFÖY DEĞERİ	GRUP İÇİ ORANLAR (%)	GRUBUN PORTFÖY DEKİ ORANI (%)
A) GAYRİMENKULLER								
1) Arsalar								
2) Binalar								
3) Gayrimenkul Projeleri								
B) MENKUL KIYMETLER								
1) Hazine Bonosu / Devlet Tahvili								
2) Ters Repo								
3) Hisse Senedi / Fonu								
						TOPLAM PORTFÖY DEĞERİ		
						Hazır Değerler		
						Alacaklar		
						Borçlar		
						Diğer Aktifler		
						NET AKTİF DEĞER		
						PAY SAYISI		
						PAYBAŞI NET AKTİF DEĞERİ		
						DİĞER BİLGİLER		
						Alman		
						Krediler		
						Rehin, İpotek ve Teminatlar		
						Sigorta		
						Tutarları		

Kaynak: www.spk.gov.tr

2.4.1 Yatırım Faaliyetleri

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Tebliğ'deki sınırlamalara uymak şartıyla, Gayrimenkul Sertifikalarını, konut kredileri karşılığında ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetleri ve bunlara benzer nitelikte olduğu Kurul'ca kabul edilen menkul kıymetleri alıp satabilirler. Bunun dışındaki diğer Sermaye Piyasası araçlarını alıp satabilir, ters repo işlemleri yapabilirler.

GYO'nun yatırım amaçları şunlardır:⁴⁰

- Finansal gücü korumak
- Portföy çeşitlendirmesi
- Düzenli getiri
- Değer yaratmak
- Girişimcilik kazancı
- Marka Yaratmak ve sürdürmek
- Süreklilik

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının yatırımları konusunda, faaliyet konusu gayrimenkul yatırımı olan borsa şirketlerinin hisse senetlerinin Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı portföyüne alınmasının, izin verilen bir yatırım şekli olup olmadığı konusunda tartışmalar yapılmaktadır. Söz konusu hisse senetleri, Tebliğ'de belirtilen gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları dışında kalan sermaye piyasası araçlarına ilişkin alım sınırı dahilinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı portföyüne alınabilir. Bu tür ortaklık hisse senetlerinin, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları açısından diğer hisse senetlerinden bir ayrıcalığı yoktur. Çünkü, Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, faaliyet konusu gayrimenkul yatırımı olan bir şirketin hisse senetlerini satın alarak ancak temettü ve sermaye kazancı elde edebilecektir ki, bu anlamda yatırım konusunun bir önemi yoktur.⁴¹

⁴⁰ BRUEGGEMAN, William B., FISHHER, Jeffrey D.: Real Estate Finance And Investments, Tenth Edition, Irwin McGraw-Hill, 1997, p.p 371-372

⁴¹ TUNCEL , Kürşat: a.g.e., s.48

Alım satım kârı veya kira geliri elde etmek amacıyla ofis, konut, iş merkezi, alışveriş merkezi, hastane, otel, ticari depo, ticari park ve benzeri gayrimenkulleri satın alabilir ve satabilirler. Faaliyete geçirilebilmesi için belirli asgari donanım gerektiren gayrimenkullerin örneğin hastane, otel veya benzeri gibi, kiraya verilmeden önce tefrişini temin edebilirler.

Mülkiyetlerini edinerek alım satım kârı elde etmek veya kat irtifakı tesisi suretiyle proje geliştirmek amacıyla arsa ve arazileri satın alabilirler. Tebliğ'de açıkça belirtilmemekle birlikte yatırım kaynaklarının yetersiz olması sebebiyle projelere belirli oranlarda ortak olunabilmektedir. Zaten Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının belli alanlarda başka sektörlerle ortak iş yapması kaçınılmazdır, sözcüğü inşaat sektörü gibi. Böylece projeye ortak olunması gündeme gelecektir.

Ortaklık adına, üzerlerinde proje geliştirilmesi amacıyla kamu veya özel tüzel kişiliklere veya gerçek kişilerce müstakil ve daimi bir hak niteliğinde üst hakkı tesis edilen gayrimenkullerin mülkiyetini edindikten sonra, kazanç elde etmek amacıyla satabilirler.

Mevzuatın gerektirdiği tüm izinleri alınmış, projesi hazır ve onaylanmış, inşaat başlanması için yasal gerekliliği olan tüm belgelerinin tam ve doğru olarak mevcut olduğu, bağımsız ekspertiz şirketleri tarafından onaylanmış gayrimenkule dayalı projelere, projenin her aşamasında gayrimenkul geliştirme kârı veya kira geliri elde etmek amacıyla mülkiyetlerini edinmek veya üst hakkı tesis etmek suretiyle yatırım yapabilirler.

Gayrimenkuller üzerinde intifa hakkı kurabilir ve bu hakkı kullanabilirler. Devre mülk irtifakı kurabilirler. Sahip oldukları arsalar üzerinde ticari kâr elde etmek maksadıyla, üst hakkı yükümlüsü olabilirler.

Yap İşlet Devret modeliyle geliştirilecek projeleri, kendisi veya başkaları lehine üst hakkı tesisi ettirmek suretiyle gerçekleştirebilirler. Ancak bu; gerekli izinleri alınmış, projesi hazır ve onaylanmış, inşaat başlanması için gerekli tüm belgeleri tam ve eksiksiz olan projeler için geçerlidir.

Oluşacak kira gelirinden pay almak amacıyla, mülkiyetini edinme amacı olmaksızın ya da kat irtifakı tesis etmeksizin, Kurul'ca uygun görülecek nitelikte teminata bağlanmış, tüm izinleri alınmış, inşaat başlanması için gerekli yasal belgeleri tamamlanmış gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapabilirler.

Yukarıda sayılan şartları taşıyan gayrimenkule dayalı projelere, müştereken malik olanların, aralarındaki sözleşmede ortaklığın payına düşen kısım üzerindeki tasarrufuna ilişkin bir sınırlama olmaması şartıyla, kat irtifakı tesisi yoluyla müştereken yatırım yapabilirler.

Yurt dışındaki gayrimenkulleri, mülkiyetini edinmek kaydıyla alınıp satılabilirler.

Gayrimenkule dayalı olmak koşuluyla, yabancı menkul kıymetlere yatırım yapabilirler.

Kira geliri elde etmek amacıyla üçüncü kişilerden gayrimenkul kiralayabilir ve bunları tekrar kiraya verebilirler ancak bunun için özel sözleşme hükümlerinin uygun olması gerekmektedir.

Borçlarından kaynaklanan faiz oranı risklerine karşı ve dövizde dayalı işlemlerinin doğurduğu kur risklerine karşı korunmak maksadıyla forward ve swap işlemler yapılabilir, opsiyon yazabilirler. Mala dayalı olanlar hariç, vadeli işlem sözleşmeleri alabilirler.

Gayrimenkule direk yatırım yapan veya gayrimenkule dayalı hisse senedi alan yatırımcılar, GYO'ların gayrimenkul mü yoksa hisse senedi mi olduğu sorusunu sormaktadırlar. Bu noktada GYO'lar gayrimenkulden çok hisse senedi şeklinde algılanmaktadır. Bunun sebebi, gelişmiş piyasalarda GYO'nun tamamen kendini finanse eden kurumlar haline gelmiş olmasıdır.⁴²

2.4.2 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına Yatırımlar Konusunda Getirilen Kısıtlama ve Yasaklamalar

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları;

Hiçbir ortaklıkta, sermaye ve oy hakkının %5'inden fazlasına sahip olamazlar ve hisse senetlerini satın aldıkları ortaklıklarda sermaye ve yönetimde hakim olma amacı güdemezler.

Altın ve kıymetli madenlere yatırım yapamazlar.

Sermaye Piyasası araçlarının alım satımı borsa kanalıyla gerçekleştirmek zorunda olup, borsa veya borsa dışı teşkilatlanmış piyasalarda işlem görmeyen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapamazlar.

Mala veya mala dayalı vadeli işlem sözleşmelerine yatırım yapamazlar.

⁴² GARRIGAN, R.T; PARSONS, J.F.C: Real estate Investment Trusts, Structure , Analysis, and Strategy, McGraw-Hill, 1997, p.p.339-341

Menkul kıymetleri açığa satamaz, ödünç menkul kıymet işlemi yapamazlar.

İleri bir tarihte teslimatı yapılmak üzere herhangi bir mal veya finansal aracı bugünden alım satımını sağlayan türev araçlar olarak adlandırılan forward, futures, opsiyon işlemlerini yapamazlar.

Kanunen ödemekle yükümlü olduğu vergi, harç vb. diğer giderler hariç olmak üzere, varlıkların portföye alımı sırasında varlık değerinin %3'ünü aşan komisyon ücreti vb. giderler yapamazlar.

Devredilebilmesi konusunda belli kısıtlamalar getirilmiş varlıklara yatırım yapamazlar.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında, yatırımlara getirilen kısıtlamaların yanı sıra, portföylerine de birtakım kısıtlamalar getirilmiştir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, yatırımlarının temelini oluşturan gayrimenkul sertifikası, konut kredileri karşılığı ihraç edilen Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler ve bunlara benzer nitelikte olduğu Kurul'ca kabul edilen menkul kıymetlere en fazla portföy değerinin %20'si oranında yatırım yapabilirler.

Diğer sermaye piyasası araçlarına ise, en fazla portföy değerinin %10'u oranında yatırım yapabilirler. Ters repo işlemleri de yine bu %10'luk sınırlamaya tabidir. Fakat portföye alınan varlıkların ve projelerin maliyetine ilişkin bedel ödemeleri taksitler halinde veya belirli hakedişler karşılığında yapılıyorsa, ödemelere karşılık gelen nakit fazlaları ters repo, vadeli veya vadesiz mevduat, hazine bonosu, hisse senedi, tahvil, finansman bonosu, yatırım fonu katılma belgesi veya benzeri menkul kıymetler yoluyla değerlendirilebilir.

Taksitler belirli zamanlarda belirli miktarlarda ödenmekte olup, önceden taraflarca bilinmektedir. Hakedişler ise yatırımın belirli aşamalara gelmesi şartına bağlanmış tutarlardan oluşmaktadır. Aradaki fark, proje taksitlerinin, proje hedeflenen aşamalara gelmemiş de olsa ödenmek zorunda olmasıdır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının A tipi yatırım fonları katılma belgelerine veya hisse senetlerine yaptıkları yatırım tutarı, portföy değerinin %5'ini geçemez.

Gayrimenkule dayalı olmak kaydıyla yabancı menkul kıymetlere yapacakları yatırım veya mülkiyetini edinmek kaydıyla alıp satabilecekleri yurt dışındaki gayrimenkuller, portföy değerinin %10'unu aşamaz.

Portföylerinde yer alan ve katılmasından itibaren bir yıl geçmesine rağmen, üzerinde proje geliştirilmesine yönelik herhangi bir tasarrufta bulunulmayan arsa ve arazilerin oranı da portföy değerinin %10'uyla sınırlıdır.

Ortaklığın edineceği gayrimenkullere ilişkin haklar, Medeni Kanun hükümlerine tabidir. İrtifak haklarından yalnızca intifa hakkı, devre mülk irtifakı ve üst hakkı tapuda ayrı bir sayfaya ortaklık lehine daimi ve müstakil bir hak olarak kaydolunması şartıyla ortaklık tesis ettirilebilir (İrtifak hakları kişiye bağlı ve kişiye eşya üzerinde sınırlı yararlanma hakkı veren haklardır. Sükna, üst, kaynak, intifa ve diğer irtifak hakları olarak Medeni Kanununun 117 ve devamı maddelerinde sayılmıştır.) Üst hakkının devredilebilmesine ilişkin olarak bu hakkı doğuran sözleşmede herhangi bir sınırlama getirilemez. Ancak özel kanun hükümleri saklıdır.

Ortaklık lehine sözleşmeden doğan şüfa, vefa, iştirak haklarının gayrimenkul satış vaadi sözleşmelerinin, rehinli alacakların serbest dereceye ilerleme haklarının ve ortaklığın kiracı konumunda olduğu kira sözleşmelerinin tapu siciline şerhi zorunludur.

Genel amaçlı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı portföyünün en az 3 farklı gayrimenkul veya gayrimenkul projesinden oluşması zorunludur. Sermaye piyasası araçları bu sınırlamaya dahil değildir. Portföye alınacak gayrimenkul veya gayrimenkul projeleri, portföyde %10'un üzerinde yer tutmak zorundadır. Ancak, asgari gayrimenkul veya gayrimenkul projesi sayısının üzerindeki çeşitlendirmelerde bu oran aranmaz.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, projelere yatırım yapmak veya belirli alanlarda faaliyet göstermek üzere kurulmuş ise, portföylerinin en az %75'i ünvanlarında ve esas sözleşmelerinde belirtilen varlıklardan oluşmak zorundadır.

Portföylerinin, uzun vadeli yönetimi esastır. Yatırım yapılışından itibaren bir yıl geçmeden portföyden satışı yapılan varlıkların toplam değeri, ortaklığın son bir yıl içerisinde yatırım yaptığı varlıkların portföy değerinin %25'ini aşamaz. Bir yıllık sürenin tespitinde, satışa ilişkin yönetim kurulu kararının alındığı tarih esas alınır. Bu hesaplamaya, sermaye piyasası araçları dahil edilmez fakat satış vaadi sözleşmeleri de satışlar gibi kabul edilir.

Sermaye artırımını, portföydeki varlıkların satılması gibi nedenlerle, Tebliğ'in getirdiği portföy sınırlamalarının aşılması halinde, fazla miktardaki nakit mevcudu, en geç 6 ay içinde Tebliğ'in izin verdiği çerçevede değerlendirilmek zorundadır. Gerek görülürse, bu süre

Kurul'ca uzatılabilir. Sürenin uzatılması, 6 ay içerisinde yatırım yapmanın mümkün olmayacağı ya da yapılacak yatırımın büyük zarar doğuracağı hallerde sözkonusu olabilir.

Tebliğ'in getirdiği sınırlamalar, değer artışları nedeniyle aşıldıysa, bir ay içerisinde, Tebliğ'in izin verdiği şekle getirilmelidir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında Portföye ilişkin sınırlamalar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 2.1: GYO'larda Portföye Getirilen Sınırlamalar

Yatırım Aracı	Maksimum Sınırlama
Gayrimenkul Sertifikaları	%20
Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler	%20
Ters Repo ve Diğer Sermaye Piyasası Araçları	%10
Hisse Senetleri	%5
A Tipi Yatırım Fonu Katılma Belgeleri	%5
Yurtdışı Gayrimenkuller Ve Gayrimenkule Dayalı Menkul Kıymetler	%10

Kaynak: Seri VI, No.14 sayılı Tebliğ'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Ortaklık portföyünde kira geliri elde etmek amacıyla yönelik gayrimenkuller olması durumunda, bu gayrimenkullerin veya bağımsız bölümlerinin kiralanabilmesi ve bu kapsamda çeşitli hizmetlerin –sözgelimi temizlik, güvenlik, genel idare vb.- sunulabilmesi için, ortaklık ile işletmeci şirket arasında bu tür hizmetlerin sunulması amacıyla yönelik sözleşme yapılması zorunludur. Kira işlemi herhangi bir hizmetin sunulmasını gerektirmiyorsa ve kira geliri dışında, herhangi bir gelir elde edilmiyorsa işletmeci şirket kullanılması zorunlu değildir.

Ortaklığa danışmanlık hizmeti verilmesi de çeşitli hükümlere tabidir. Ortaklıkta doğrudan veya dolaylı olarak yönetim kontrolünü sağlayacak oranda sermaye payına, oy hakkına veya

aday gösterme imtiyazına sahip gerçek veya tüzel kişiler danışmanlık hizmeti veremez. Danışman şirket aynı zamanda işletmeci olamaz.

Ortaklık portföyünde yer alan tüm varlıkların (inşaatına başlanmamış projeler, arsa, arazi ve haklar ve Sermaye Piyasası araçları hariç olmak üzere) oluşabilecek her tür hasara karşı rayiç değer üzerinden sigortalanması zorunludur. Ayrıca, varlıkların değer kaybına yada portföydeki projelerin tamamlanmama riskine karşı sigorta yapılabilir.

Projelerin kat karşılığı yapılması halinde, projelerin gerçekleştirileceği arazilerin sahiplerince, ortaklığa bedelsiz ya da düşük bir bedel karşılığında ortaklık lehine üst hakkı tesis edilmesi halinde, projenin teminatı olarak arazi sahibi lehine ipotek veya sınırlı ayni haklar tesis edilmesi ve portföydeki varlıkların yapılacak yatırımlar için kredi temini amacıyla rehnedilmesi mümkündür. Bu amaçlar dışında hiçbir şekilde portföydeki varlıkların üzerinde üçüncü kişiler lehine tasarrufta bulunulamaz. Bu şekilde doğacak toplam yükümlülüklerin değeri, ortaklık portföyündeki varlıkların rayiç değerleri toplamını aşamaz.

Kredi kullanımı konusunda getirilen sınırlama ise şöyledir; ortaklığın, portföyle ilgili maliyetlerini karşılamak veya kısa süreli fon ihtiyacını temin etmek maksadıyla kullanabilecekleri kredi tutarı, bağımsız denetimden geçmiş son bilançolarında yer alan öz sermaye tutarının iki katını aşamaz. Bu hesaplamada, ortaklığın gayrinakdi kredileri ve finansal kiralama işlemlerinden doğan borçları da dikkate alınır.⁴³

Ortaklıkların borçlanma senedi ihraç edebilmesi de Sermaye Piyasası mevzuatındaki sınırlama dahilinde mümkündür. İhraç edilecek borçlanma senedi limitini hesaplamada Sermaye Piyasası mevzuatının öngördüğü limitten gayrinakdi krediler ve finansal kiralamadan doğan borçlar düşülür.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Kurul düzenlemeleri dahilinde, portföydeki gayrimenkullerin satış veya satış vaadi sözleşmeleri ile satışından kaynaklanan senetli alacaklarına dayalı olarak VDMK ihraç edebilirler.

Bilindiği üzere, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının inşaat faaliyetinde bulunması yasaktır. Bu nedenle, ortaklıkça yürütülen projelerde inşaat işleri, bir sözleşme ile sınırlı olmak kaydıyla müteahhitlerce yapılmak zorundadır.

⁴³ GYO'na İlişkin Esaslar Tebliği Seri VI: No:14, Madde 35

Yapılacak sözleşme, tarafların inşaat işlerinden doğan karşılıklı hak ve yükümlülüklerini içerecek olup, bunun dışındaki kapsam taraflarca belirlenir. Sözleşmede yer alması gereken maddeler, müteahhidin borçları, ödeme koşulları, ayba karşı tekeffülün şartları, sözleşmeden rücumun şartları, iş sahibinin tazminat isteme hakkı ve sözleşmenin sona erme şartlarıdır. Tüm bu şartlar ve müteahhit firma seçimi, yönetim kurulunca onaylanmak zorundadır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, gerçekleştireceği bir projede, projenin inşaat işlerini yürütmesini sağlamak amacıyla bir veya birkaç ortakla, adi ortaklık oluşturabilir. Bu şekilde bir adi ortaklık, iştirak olarak kabul edilmez.

2.5 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nda Değerleme

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Tebliğ'in getirdiği düzenlemeler gereği, belli aralıklarla değerlendirme yapmakla yükümlüdür. Değerleme konusundaki esaslar da yine Tebliğ'de belirtilmiştir.

2.5.1 Gayrimenkul Değerleme Şirketleri

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, portföylerinde bulunan menkul kıymetlerin değerlemesinde ve ters repo işlemlerinde, Kurul düzenlemelerine uyarlar. Bunun yanı sıra bazı işlemler için, Kurul'ca listeye alınmış bir ekspertiz şirketine söz konusu varlıkların ve hakların değerlerini, rayiç kira bedellerini tespit ettirmek zorundadırlar.

Söz konusu ekspertiz şirket, Kurul'ca listeye alınmış olmalıdır.

Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Değerleme Hizmeti Verecek Şirketlere ve Bu Şirketlerin Kurul'ca Listeye Alınmalarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ, 28/7/1981 tarihli ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 15/12/1999 tarih ve 4487 sayılı Kanun'la değişik 22'nci maddesinin birinci fıkrasının (r) ve (t) bentlerine dayanılarak hazırlanmıştır. Tebliğ ile Sermaye Piyasası Mevzuatı çerçevesinde gayrimenkul değerlendirme hizmeti verecek şirketlerin Kurul'ca listeye alınmalarına, listeden çıkarılmalarına, bu şirketlerin ortaklarının, yöneticilerinin ve bu şirketlerde çalışacak değerlendirme uzmanlarının niteliklerine ilişkin esaslar belirlenmiş ve bu şirketlerin faaliyetlerini sürdürürken uyacakları kurallar düzenlenmiştir. Ancak Kurul'un yetkisi yalnızca Sermaye Piyasası Mevzuatı çerçevesinde gayrimenkul

değerlemesi hizmeti verecek şirketler üzerinde olup, bu kapsamın dışındaki gayrimenkul değerlendirme şirketlerinin Kurul düzenlemelerine uymak gibi bir zorunluluğu bulunmamaktadır.

Gayrimenkul Değerleme Şirketleri'nin faaliyet konusu, gayrimenkullerin, gayrimenkul projelerinin veya bir gayrimenkule bağlı hak ve faydaların belli bir tarihteki muhtemel değerinin takdir edilmesidir. Şirketler bu faaliyetlerini istihdam edecekleri yeterli bilgi ve tecrübeye sahip Değerleme Uzmanları vasıtasıyla yerine getireceklerdir. Değerleme uzmanları, şirketin faaliyet konusunu yakından ilgilendiren inşaat mühendisliği, harita ve kadastro mühendisliği, işletme, ekonomi, mimarlık ve şehir ve bölge planlaması gibi alanlarda asgari 4 yıllık üniversite mezunu ve gayrimenkul değerlendirme alanında en az 3 yıl tecrübesi olan ve Kurul'un lisanslamaya ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kendilerine Değerleme Uzmanlığı Lisansı verilen kişiler olabilecektir. Bu uzmanlar yapacakları değerlemelerde bağımsız ve tarafsız bir şekilde piyasa ve çevre koşullarını analiz ederek, uluslararası alanda kabul görmüş değerlendirme standartları çerçevesinde değerlendirme raporları hazırlayacaklardır.

Aşağıdaki koşulları yerine getiren şirketler, Sermaye Piyasası Mevzuatı çerçevesinde değerlendirme hizmeti verebilmek amacıyla Kurul listesine alınmak üzere başvuruda bulunabilecektir:

- Anonim şirket olmaları,
- Esas sözleşmelerinin Türk Ticaret Kanunu hükümlerine uygun olması,
- Ödenmiş sermayelerinin her yıl Maliye Bakanlığı'nca ilan edilen yeniden değerlendirme oranı dikkate alınarak Kurul'ca belirlenecek rakamın altında olmaması
- Ödenmiş sermayelerini temsil eden hisse senetlerinin tamamının nakit karşılığı çıkarılmış olması,
- Hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olması,
- Ödenmiş sermayesinin asgari %75'inin, en az iki sorumlu değerlendirme uzmanına ait olması,
- Sorumlu değerlendirme uzmanları dahil en az 5 adet değerlendirme uzmanının istihdam edilmesi,
- Faaliyetlerini sürdürebilmek için yeterli mekan, personel ve donanıma sahip olması

Kurulca listeye alınan gayrimenkul değerlendirme şirketlerinin faaliyetleri esnasında uyacakları esaslar da Tebliğ'de belirlenmiştir. Bu esaslar arasında;

- Gayrimenkul değerlendirme şirketleri ve değerlendirme uzmanlarının hazırladıkları değerlendirme raporları ile ilgili sorumlulukları,
- Değerleme uzmanlarının çalışmaları sırasında gözetmeleri gereken bağımsızlık ilkesi ve söz konusu bağımsızlığı ortadan kaldıran durumlar,
- Mesleki özen ve titizlik ilkesi,
- Şirketlere ve uzmanların çalışmalarına ilişkin yasaklar,
- Sır saklama yükümlülüğü,
- Müşteriler ile sözleşme yapma zorunluluğu ve sözleşmelerde yer alması gereken unsurlar,
- Uluslararası kuruluşlarla bilgi alışverişi yapılması durumunda buna ilişkin yapılacak sözleşmelerin içermesi gereken hususlar,
- Değerleme sonucunda yapılan raporlamaya ilişkin standartlar ve raporlarda bulunması gereken bilgiler yer almaktadır.

Ekspertiz şirket ile; lider girişimci, yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazı olan pay sahibi ortaklar, sermayenin %10 ve üzerinde pay ve oy hakkına sahip ortaklar ve bu sayıların %10'dan fazla pay ve oy hakkına sahip olduğu diğer şirketler ve ortaklığa danışmanlık hizmeti veren şirketler arasında son 2 yıl içinde istihdam, sermaye veya ticari anlamda doğrudan veya dolaylı bir ilişki kurulmamış olmalı ve eş dahil üçüncü dereceye kadar kan veya sıhrî hısımlık bulunmamalıdır.

Yurtdışından gayrimenkul alım satımında, ekspertiz şirketin Kurul'ca listeye alınmış olma şartı aranmaz.

Kurul listesinde yer alan ekspertiz şirketleri ise şunlardır:

- Gayrimenkul Ekspertiz ve Değerleme A.Ş.

Yıldız Posta Cad. Timlo İş Hanı No:29, Kat.8 Esentepe / İstanbul

- Vakıf Gayrimenkul Ekspertiz ve Değerleme A.Ş.
Ebuzziya Tevfik Sok. No:20/5 Çankaya / Ankara

2.5.2 Değerlemeye İlişkin Esaslar, Değerleme Gerektiren İşlemler

GYO'nun, ekspertiz şirketlere, değer ve rayiç kira bedellerini tespit ettirmek zorunda olduğu işlemler şunlardır:⁴⁴

- Portföyde yer alan gayrimenkullerin, hakların ve gayrimenkule dayalı projelerin alım satımı
- Kiraya verilmek üzere gayrimenkul kiralınması
- Kiraya verilen gayrimenkullerin kira sözleşmelerinin yenilenmesi veya uzatılması
- Gayrimenkul ipoteği kabul edilmesi
- Gayrimenkule dayalı projelerin inşaatına başlanabilmesi için yasal prosedüre uyulduğunun ve gerekli belgelerin eksiksiz olarak mevcut olduğunun tespit edilmesi
- Ortaklık portföyünde yer alan ve yıl içerisinde herhangi bir nedenle rayiç değeri tespit edilmemiş olan varlıkların yıl sonu değerlerinin tespiti
- Ortaklığa aynı sermaye konulması

Ekspertiz şirketlerin hazırlayacağı rayiç değer raporlarında değerlendirme sonucu mutlaka Türk Lirası cinsinden ifade edilmelidir. Söz konusu raporda döviz cinsinden belirtilen tutarların TL karşılığı esas alınır. Projeler sözkonusu olduğunda, projenin rapor tarihi itibarıyla bitirilmiş olması varsayımı ile Türk Lirası cinsinden değerine ve rapor tarihi itibarıyla tamamlanmış kısmının Türk Lirası cinsinden değerine yer verilir.

Döviz cinsinden ifade edilen değer, rapor tarihinden sonra cari döviz kurlarına göre düzeltilerek kamuya açıklanması mümkün değildir.

Varlıkların ve hakların rayiç değer tespiti, her yıl sonu itibarıyla yapılır. Ekspertiz işlemi son üç ay içerisinde yapılmış varlıklarda yıl sonu işlemi ihtiyaridir.⁴⁵

⁴⁴ GYO'na İlişkin Esaslar Tebliği Seri VI: No:14, Madde 38

⁴⁵ GYO'na İlişkin Esaslar Tebliği Seri VI: No:14, Madde 41

Zorunlu olan değer tespit işleminin haricinde, ortaklık gerek görürse, portföyün rayiç değerini tespit ettirip ortaklığın net aktif değerini kamuya açıklayabilir.

Mali tablolar düzenlenirken, portföydeki varlıklar, maliyet bedelleri ile gösterilir, en son ekspertiz değeri de bilanço dipnotlarında açıklanır.

Uzun süreli kiralama anlaşmasına tabi olan portföydeki varlıklar için, kira bedellerinin en geç beş yılda bir yeniden tespit edilerek belirlenmesi zorunludur.

Portföye alım işlemleri, ekspertiz değerinden yüksek olamayacağı gibi, portföyden satış işlemleri de, ekspertiz değerinden düşük olamaz. Kiralama işlemlerinin de ekspertiz değerinin altında olamayacağı açıktır. Kira bedelinin yeniden değerlendirileceği artış dönemlerinde belirlenecek kira bedeli, ekspertiz şirketin tespit ettiği değer altında olamayacaktır. Bu husus, kira sözleşmesinde yer almak zorundadır.

2.5.3 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nda Yeniden Değerleme Ve Amortisman Ayırımı

Yeniden Değerleme, amortisman konusu iktisadi kıymetler ve bunların amortismanları için, bilanço esasına göre defter tutanlar ve kurumlar vergisi mükellefleri tarafından yapılıp, isteğe tabidir.⁴⁶

Yeniden Değerleme yapabilmek için, sözkonusu kıymetin aktife dahil oluşundan itibaren bir yıl geçmesi gerekir.

Halka açık şirketlerin yeniden değerlendirme yapmalarına bir sınırlama getirilmemiştir. Bununla birlikte GYO'nda yeniden değerlendirme, kullanımlarındaki bina ve diğer duran varlıklarla sınırlıdır. Bunun nedeni ise, yeniden değerlemenin, amortisman tabi kıymetler için yapılabilmesi ve GYO'nun portföylerindeki gayrimenkullere amortisman ayıramamalarıdır. GYO'nun aktifinde yer alan yatırım amaçlı gayrimenkuller, ekspertiz raporu ile rayiç değer üzerinden değerlendirilmektedir. Bu nedenle yeniden değerlendirme yapılamayacağından, GYO'nda yeniden değerlendirme, kullanımlarındaki bina ve diğer duran varlıklarla sınırlıdır.

⁴⁶ TUNCEL, Kürşat: a.g.e, s.67

Vergi Usul Kanunu uyarınca, işletmede bir yıldan fazla kullanılan, yıpranmaya, aşınmaya tabi gayrimenkuller ve gayrimenkuller gibi değerlenen iktisadi kıymetler, amortisman konusunu oluşturur.

Amortisman tabi olacak iktisadi kıymet,⁴⁷

- İşletmede bir yıldan fazla kullanılmalıdır.
- Yıpranmaya tabi olmalıdır.
- İşletmenin envanterine dahil olmalıdır.
- Değeri, belli bir tutarın üzerinde olmalıdır.

Amortisman, yıllık olarak ayrılıp, yeniden değerlemeden farklı olarak, kıymetin aktife girdiği yıldan itibaren geçerlidir. Boş arsa ve araziler için amortisman ayrılması mümkün değildir.

Vergi Usul Kanunu'nda GYO'nun Yeniden değerlemesi veya amortisman ayırımı konularında açıklık olmamakla birlikte, bir yıldan uzun süre kullanılan gayrimenkuller için amortisman ayrılabilmesi ifade edilmektedir. GYO'nun portföyünde yer alan gayrimenkuller, işletmenin aktifini oluştursa da, bu gayrimenkuller, ortaklığın fiilen kendi kullanımında olmayıp, yatırım amacıyla tutulmaktadır. Bu nedenle GYO'nun portföylerinde yatırım amacıyla bulunan gayrimenkullerine amortisman ayırmaları gerekli olup, yatırım amaçlı olmayan, kullanımlarındaki bina ve varlıklar için amortisman ayırabilirler.

2.6 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nın Mali Tabloları

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, portföylerindeki varlıklar ve bu varlıkların maliyet bedelleri ve en son ekspertiz raporunda belirtilen rayiç değerlerini gösteren tabloyu, aylık olarak düzenlemek ve ay sonunu takip eden altı iş günü içerisinde Kurul'a bildirmek zorundadırlar.

GYO'nun mali tabloları, diğer halka açık ortaklıkların mali tablo esaslarına göre hazırlanır. Mali tabloların hazırlanışında, SPK'nın mali tablo ve muhasebe standartlarını düzenleyen tebliğlerine bağlı kalınır. Bununla birlikte, bazı hesaplarda farklılıklar sözkonusudur. Sözelimi, gayrimenkul sertifikalarına yapılan yatırımlar, faaliyet konusu olan gayrimenkul

⁴⁷ TUNCEL, Kürşat: a.g.e, s.68

yatırımlarından ayrı olarak menkul kıymetler hesabında gösterilir. Portföydeki varlıklar, maddi duran varlık sınıfında olsa da, bu varlıkların elde edilme nedeni, şirketin faaliyet konusu olduğundan, Maddi Duran Varlıklarda değil, Stoklar-Ticari Mallar hesabında muhasebeleştirilir. Bilançoda maliyet bedelleriyle gösterilen portföydeki varlıkların ekspertiz değeri, bilanço dipnotlarında açıklanır.⁴⁸

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, hazırladıkları ayrıntılı bilanço ve gelir tablolarını, bağımsız denetim raporunu, hesap döneminin bitimini izleyen 10 hafta içerisinde SPK'ya ve borsa bülteninde yayımlanmak üzere ilgili borsaya göndermekle yükümlüdürler.

Mali tablolar, her yıl, olağan genel kurul toplantısını izleyen 30 gün içinde TTSG'nde yayımlanmak zorundadır. Bunun dışında GYO'lar, ülke çapında dağıtım yapılan herhangi bir gazetede ve merkezlerinin bulunduğu yerde çıkan en yüksek tirajlı iki mahalli gazeteden birinde, sözkonusu mali tablolarını yıllık olağan genel kurul toplantısını izleyen 30 gün içinde ilan ederler.

GYO kamuya açıklamak zorunda oldukları hususlara ilave olarak, Tebliğ hükümlerine göre ya da ihtiyari olarak hazırlanan ekspertiz raporlarını, kendilerine teslim edilişinden itibaren altı iş günü içinde Kurul'a göndermek zorundadırlar.

Portföyün % 10'unu aşan alım satımları, kararın alınmasını takip eden altı iş günü içerisinde, Kurul'a bildirmekle yükümlüdürler.

Aylık dönemler itibariyle oluşturdukları, portföylerindeki varlıkların maliyet ve ekspertiz değerini gösterir portföy değeri tablosunu, ay sonunu takip eden altı iş günü içinde, Kurul'a göndermek zorundadırlar.

Yıllık faaliyet raporu, Kurul düzenlemeleri kapsamında hazırlanacak bağımsız denetim raporu ve mali tablolar, hazırlanmasını takip eden altı iş günü içinde Kurul'a gönderilir.

Bunların haricinde, her tür ilan ve reklamın yayımlandığı gazetelerin birer nüshası da, yayımı takip eden altı iş günü içinde Kurul'a gönderilmek zorundadır.

Talep edilmesi halinde, portföy değeri tablosu, bağımsız denetim raporu ve mali tablolar, yıllık faaliyet raporu ortaklara da gönderilir. Ortaklığın gözetim ve denetimine yönelik

⁴⁸ TUNCEL, Kürşat: a.g.e, s.58

Kurul'un takip edeceği her tür bilgi ve belge Kurul'ca belirlenecek süre içerisinde gönderilmek zorundadır.

Bu zorunlulukların yanı sıra, ortaklıkla, lider girişimci, sermayenin %10 ve üzerinde pay ve oy hakkına sahip ortaklar, yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazını içeren pay sahibi ortaklar, bunların %10 ve üzerinde pay ve oy hakkına sahip olduğu diğer şirketler ve danışman şirket arasında (bu sayılan tüzel kişilerin ihraç ettiği menkul kıymetlerin ortaklık portföyüne alınması, bunların dışında kalmakla birlikte, adı geçen tüzel kişilerden herhangi birisinin lehine sonuç doğurucu nitelikte kararların alınması), ortaklık portföyünden varlık alım-satımı, kiralanması veya kiraya verilmesi, portföydeki varlıkların pazarlanmasını yürütecek şirketin tespiti, kredi ilişkilerinin kurulması, hisse senetlerinin halka arzında, satınalma taahhüdünde bulunan aracı kuruluşun belirlenmesi, ortak yatırım yapılması, ortaklığa, mali, hukuki veya teknik danışmanlık hizmeti verecek gerçek veya tüzel kişilerin belirlenmesi, aynı şekilde proje geliştirme, kontrol veya müteahhitlik hizmeti verecek gerçek veya tüzel kişilerin belirlenmesi konularındaki yönetim kurulu kararları oy birliği ile alınmadığı takdirde, kararın gerekçesi ile birlikte, en seri haberleşme aracıyla en geç izleyen iş günü saat 9:00'a kadar Kurul'a ve hisse senetlerinin işlem gördüğü borsaya gönderilmesi ve yapılacak ilk genel kurul toplantısının gündemine alınarak ortaklara bilgi verilmesi şarttır.

Kanun hükümleri ve GYO'na ilişkin Tebliğ esasları dahilinde kurulan ve faaliyet gösteren ortaklıklar dışında hiçbir kuruluş, ticaret ünvanında veya ilan ve reklamlarında "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı" veya aynı anlamı taşıyacak başka bir ibare kullanamaz.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı ile ilgili Tebliğ'de hüküm bulunmayan konularda, Kanun, Türk Ticaret Kanunu ve ilgili mevzuat hükümleri dikkate alınır.

2.7 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın Vergilendirilmesi

Yürürlükteki vergi mevzuatı, halka açık şirketlerin gayrimenkul yatırımı yapmasını vergisel açıdan getirdiği bir takım teşviklerle desteklemektedir. Küçük yatırımcıların, yüksek gayrimenkul getirilerinden temettü yoluyla yararlanmasını sağlamaya çalışmaktadır. Getirdiği vergisel kolaylıklarla, halkın Sermaye Piyasası yoluyla gayrimenkul getirilerinden faydalanmasını sağlamaktadır.

Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 3946 sayılı kanunla değişik 8.maddesinin 4/d bendine göre gayrimenkul yatırım fon ve ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları Kurumlar Vergisinden muaftır.

GYO'larının söz konusu kazançları, Gelir Vergisi Kanunu'nun 75. maddesi 4 no.lu bendine göre gelir vergisi tevkifatına tabidir. Ancak yine Gelir V.K.'nun 94.maddesinin 5. fıkrası ile Bakanlar Kurulu'na verilen yetkiye dayanarak alınan 93/ 5148 sayılı Bakanlar Kurulu kararı ile, GYO'nun portföy işletmeciliği kazançları üzerinden yapılacak gelir vergisi tevkifatı oranı %0 olarak tespit edilmiştir.⁴⁹

Gelir Vergisi Kanunu çerçevesinde, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının portföy işletmeciliği kazançları için stopaj oranı % 0'dır. Günümüzde, halka açık olmayan bir anonim şirketin, Kurumlar Vergisi, Gelir Vergisi stopajı ve fon payı dahil olmak üzere yaklaşık %24 oranında vergi ve fon payı ödediği göz önüne alındığında, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına sağlanan avantajı daha belirgin olarak ortaya çıkmaktadır.⁵⁰

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarını emlak vergisi yükümlülükleri açısından inceleyecek olursak, 4369 sayılı Kanun'la yeniden belirlenen emlak vergisi oranlarına göre GYO'ları mülkiyetlerindeki bina, arsa ve araziler nedeniyle emlak vergisi mükellefidir.

Buna göre GYO'ları,

Bina	%0,2
Mesken	%0,1
Arsa	%0,3
Arazi	%0,1

oranında yıllık olarak vergi ödemekle yükümlüdür.

Bunun yansısıra GYO'larının, faaliyetleriyle ilgili yaptıkları sözleşmelerde Damga Vergisi yükümlülüğü vardır.

⁴⁹ ÇOLAK A. Ender; ALICI Aşkın: a.g.e, s.90

⁵⁰GÖKÇE, Gamze: "Gayrimenkul yatırım Ortaklıkları ve Kamu Taşınmaz Mallarının Değerlendirilmesi", T.C.Maliye Bakanlığı Maliye Dergisi, Eylül-Aralık 1999, Sayı:132,s.82

İlgili Damga Vergisi oranları ise şu şekildedir:

Esas sözleşmede yazılı sermaye tutarı üzerinden	%0,6
Alım-satım sözleşmelerindeki tutar üzerinden	%0,6
Kira sözleşmelerinde yazılı tutar üzerinden	%0,12

GYO'ları tapu harçları açısından diğer şirketlerden bir farklılık göstermemektedir. Herhangi bir muafiyetleri söz konusu değildir. Harçlar Kanunu uyarınca alım-satımlarda%1,5 olmak üzere toplam %3 tapu harcına tabidir. GYO'nun ekspertiz şirketlerinin belirlediği değer üzerinden alım-satım işlemlerini gerçekleştirdikleri, diğer şirketlerin rayiç değerini altında değer göstererek işlem yaptığı düşünülürse, bu haksız rekabetin önlenmesi için GYO'nun tapu harçlarına bir sınırlama getirilmesi gerektiği görülmektedir.

Bunların dışında GYO'ların ödemekle yükümlü oldukları harçlar:

Tüketiciyi koruma fonuna sermaye üzerinden %2, noter harcına %6, Kurul'a kayıt esnasında satış değeri üzerinden %2, eğitime katkı payı %0,05 olmak üzere toplam %0,25'tir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına tanınan vergi indirim, vergi istisnası vb. avantajlar ülkemizde henüz köklü bir geçmişi bulunmayan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının gelişmesini sağlamaya yönelik olarak getirilen kolaylıklardır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında vergilendirmenin maliyet değeri ya da rayiç değeri üzerinden yapılacağı ayrı bir sorun oluşturmaktadır. Vergi Usûl Kanuna göre rayiç değer, iktisadi kıymetin değerlendirme günündeki alım-satım değeri olup emlak ve arazinin değerlendirilmesinde kullanılır. Gayrimenkullerin maliyet bedelinden farklı bir şekilde değerlendirilmesinden doğan müspet farklar vergiye tabi gelir olarak kabul edilir. Kurul düzenlemeleri gereği Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları rayiç bedelle –ekspertiz değeriyle değerlendirilerek bilançoda gösterilmek zorundadırlar.⁵¹

Vergi Usûl Kanunu uyarınca iktisadi işletmelere dahil bütün gayrimenkullerin değerlendirilmesinde maliyet bedeli esas alınmıştır. İşletmeye dahil olmaktan kasıt, gayrimenkulün işletmenin aktifinde olmasıdır. Bu durumda Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Kurul'a sunduğu mali tabloları VUK gereği maliyet bedeline göre düzenlemek zorundadır. Aksi takdirde, Maliye

⁵¹ TUNCEL, Kürşat; a.g.e, s.67

Bakanlığı'nca Kurul'a ibraz edilen mali tablolar vergiye esas alınacaktır ki, bu Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları aleyhine büyük bir vergi yükü doğuracaktır. Ya da maliyet bedeli ve rayiç değer arasındaki fark Gelir Vergisi Kanununa göre yeniden vergilendirilecektir.

2.7.1 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'na Katma Değer Vergisi ile Tanınan Ayrıcalıklar

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, gayrimenkul alım satımında KDV mükellefidir. Ticari faaliyetine konu olan bina, arsa vb. alım-satımlarında % 18 oranında KDV ödemekle yükümlüdür. Bu oran, GYO'lar için büyük bir yük olarak gözükmektedir. GYO'nın, ödedikleri KDV'yi, gayrimenkul satılana dek mahsup etme imkanı olmadığından, proje sonuçlanıncaya kadar geçen sürenin uzunluğu da dikkate alınacak olursa, GYO'nın üzerindeki yük daha net ortaya çıkacaktır.

Menkul Kıymet işlemleri için KDV yükümlülüğü yoktur. Gayrimenkul sertifikası ve konut kredisi karşılığında çıkartılan Varlığa Dayalı Menkul Kıymetlere ve diğer sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırımlarda Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları; belirli şartlar gerçekleştiği takdirde KDV istisnası şeklinde bir vergi indiriminden yararlanmaktadırlar. Katma Değer Vergisi Kanununun 17/4-g maddesine göre adı geçen sermaye piyasası araçlarının tesliminde KDV uygulanmaz. Külçe altın, döviz, para, damga pulu, değerli kağıtlar, taşıt pulu, hisse senedi ve tahvil teslimleri söz konusu maddenin ilgili bendi uyarınca KDV'den istisna tutulmuştur.

2.8 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'ndan Kâr Payı Elde Edenlerin Vergilendirilmesi

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nın faaliyetleri konusu gereği ödemekle yükümlü oldukları vergi ve harçların yanısıra, GYO'nın hisse senetlerini elinde bulunduran yatırımcılar da Gelir Vergisi'ne tabidirler. Ancak burada yatırımcıların Gerçek kişi veya tüzel kişi olması önem arz etmektedir.

2.8.1 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'ndan Kâr Payı Elde Eden Gerçek Kişiler Açısından (Pay Sahipleri Açısından) Vergilendirme

Gelir Vergisi Kanununa göre, GYO'nun hisse senetlerinden elde edilen kâr payları menkul sermaye iradı sayılmıştır. "Vergi Reformu Kanunu" adı verilen kanunun kabulünden önce, borsada işlem gören hisse senetlerinden elde edilen kazanç ve tabi GYO hisse senetlerinin alım-satım kazancı 31.12.99 tarihine kadar gelir vergisinden istisnaydı. Vergi reformu ile bu istisna 1998 yılı sonu itibarıyla kaldırıldı. 1.1.1999 tarihinden itibaren GYO kâr payı elde eden gerçek kişiler bu gelirlerinin üzerinden 1/5 oranında vergi alacağı hesaplayacaktır. Bunun yanı sıra, elde edilen gelirlerin enflasyondan arındırılması amacıyla, kâr paylarına, Maliye Bakanlığı tarafından belirlenen indirim oranı uygulanacaktır. Bunların sonucunda hesaplanan kâr payları, Gelir Vergisi Kanunu çerçevesinde belirlenen vergi oranları çerçevesinde vergilendirilecektir. Buna göre, kâr paylarına vergi alacağı ve indirim oranı uygulandıktan sonra kalan tutarın o yıl için belirlenen rakamı aşması halinde beyanname verilecektir. Ayrıca, gerçek kişilerin vergi alacağı, beyanname üzerinden hesaplanan gelir vergisine mahsup edilecektir.

2.8.2 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarından Kâr Payı Elde Eden Kurumlar Açısından Vergilendirme

Tam ve dar mükellef kurumlar için kâr payları, ticari kazanç olarak beyan edilerek vergilendirilecektir.

Tüzel kişilerin GYO hisse senedi alım satım kazançları %25 oranında Kurumlar Vergisine tabi olup, söz konusu satış kazançları, %20 oranında asgari Kurumlar Vergisi matrahına da dahil edilecektir.

2.9 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Ekonomi İçindeki Yeri- Kamu Taşınmaz Mallarının GYO Aracılığı İle Değerlendirilmesi

Kamu taşınmaz mallarının değerlendirilmesi, genelde ait oldukları kurumun mevzuatı gereğince ya da Devlet İhale Kanunu esaslarınca gerçekleştirilmektedir. Ancak bu yöntemlerin uygulamasında bazı olumsuzluklarla karşılaşmaktadır.⁵²

GYO'lar, genellikle finansmandan kaynaklanan bu sorunların çözümünde önemli bir rol üstlenmektedir.

Klasik değerlendirme yöntemleri ve GYO'nun farkına değinecek olursak;

Kamu kurum ve kuruluşlarına ait taşınmaz malların satışı sırasında, satış tutarı çoğunlukla peşin olarak alınmaktadır. Gereken kaynağın temini, özellikle yüksek tutarlı satışlarda güçlüğü yol açmaktadır.

GYO'lar ise, küçük yatırımcılara da ulaşabilen geniş bir yatırımcı kitlesine sahip olduğundan, ekonomik değeri yüksek, tek bir kişinin satın alamayacağı taşınmazların değerlendirilmesinde bu tür bir güçlüğü karşılamazlar.

Taşınmaz malı, en yüksek teklifi vererek satın alan kişi, daha sonra istediği şekilde tasarruf etmekte, belli bir kar marjıyla başkasına satabilmektedir. Bu da arazi veya diğer taşınmazın rantından yalnızca bir kişinin yararlanması demektir. GYO ise, halka açık bir anonim şirket olduğundan, sözkonusu rant tabana yayılmakta, küçük yatırımcılar da kazanç elde etmektedir.

Satışa konu olacak kıymetin değer tespiti de önemli bir konudur. Yanlış değerlemeler sonucu taşınmaz mallar zaman zaman oldukça yüksek rakamlarla, kimi zaman da değerinin altında bir fiyattan satışa sunulmaktadır. GYO'nda değer tespiti SPK'nın onayladığı ekspertiz şirketlerince yapılmaktadır. Satış bedeli objektif bir şekilde tespit edilmektedir. Değerinin altında bir fiyattan satışın yapılması önlenmiş olmaktadır.

Kamu Kuruluşlarına ait taşınmaz mallar, satın alanlar tarafından verimsiz bir şekilde kullanılmakta veya yalnızca kendilerine yüksek rant sağlayacak şekilde yatırıma konu olabilmektedir. GYO ise, elinde bulunan maddi olanaklar ve uzman kişilerden yararlanarak sözkonusu taşınmazlar üzerinde büyük projeler uygulayabilmektedir.

⁵² GÖKÇE, Gamze: "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları...", a.g.e, s.s 83-84

III. BÖLÜM

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ YURTDIŞINDAKİ UYGULAMALARI

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının yurtdışındaki örneklerine bakıldığında, daha çok ABD’de gelişim göstermiş oldukları görülmektedir. Bu bölümde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının ABD’deki uygulamalarına yer verilmiştir. Bölümün hazırlanmasında çoğunlukla, A.Ender Çolak, Aşkın Alıcı’nın, “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, A’dan Z’ye” adlı eserinden faydalanılmıştır.

3.1 ABD’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

ABD’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının sermaye piyasalarında görülmesi ilk kez, 1960 yılına rastlar. ABD Kongresi bu tarihte aldığı kararla, küçük tasarruf sahiplerine, yatırımlarını gayrimenkul ve gayrimenkul projelerinde değerlendirme imkanı sağlamıştır. Bu şekilde küçük yatırımcılar, büyük çaplı gayrimenkul projelerine yatırım yapma imkanı bulurken, ABD; gayrimenkul sektörünün lideri olmuştur.

Halka açılma sırasında, faaliyet süresi ve stratejisini açıklayarak, süreli olarak kurulan GYO; GYO’nun gelişiminde önemli rol oynamıştır. İlk olarak 1970’li yıllarda uygulanan ve günümüzde GYO’ların %25’ini teşkil eden süreli GYO’ların avantajlarını şöyle açıklayabiliriz:⁵³

“Süreli GYO’lar diğerlerine göre belli başlı iki avantaja sahiptirler. Birincisi, piyasa değerleri mevcut varlık değerini daha iyi yansıtmaktadır. İkincisi de, hisse fiyatının daha az değişken (volatile) olmasıdır. Süresiz GYO’lar hemen tüm kapalı uçlu yatırım ortaklıkları gibi iskontolu olarak işlem görmektedirler, çünkü süresiz tahvillerde olduğu gibi anaparayı hiç bir zaman alma imkanı yoktur. Süresiz bir GYO’daki payınızı sattığınızda, hiç bir zaman o GYO’nun varlıklarının nakde çevrilmesiyle oluşacak gerçek değeri alamazsınız. Oysa süreli GYO’larda değerlendirme büyük ölçüde nakit akımlarının bugünkü değerine dayanmadığından,

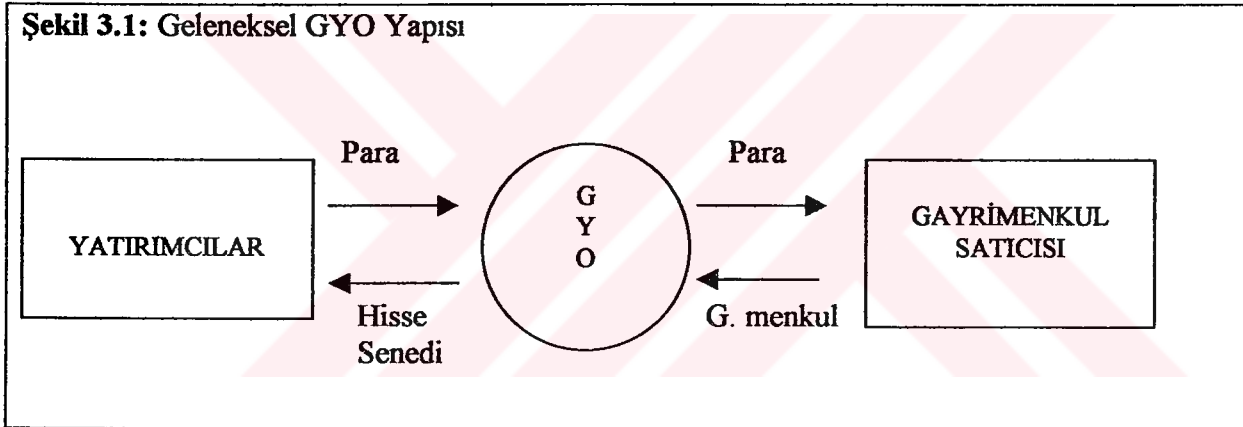
⁵³ ÇOLAK A. Ender; ALICI Aşkın: a.g.e, s.6

hisse fiyatı toplam varlık değerini daha gerçekçi yansıtmaktadır. Bir gayrimenkul satıldığında ve bundan doğan satış hasılatı dağıtıldığında artık beklentiler de doğrulanmıştır.”

İlk zamanlarda vergi avantajı ve sermaye kazancı nedeniyle tercih edilen GYO yatırımlarında, son dönemde uzun vadeli ve sürekli nakit girişlerinin sağladığı avantaj tercih nedeni olmuştur. Bu da GYO'nun gelişiminde rol oynamaktadır.

GYO endüstrisi, 1986 Vergi Reformu'ndan büyük ölçüde etkilenmiştir. NAREIT (National Association of Real Estate Investment Trusts) öncülüğünde belli başlı hukuk firmaları ve muhasebe birlikleri 1986 Vergi Reformu'na GYO'ları da dahil etmişlerdir. Burada GYO'lar bakımından yapılan en önemli değişiklik, bağımsız yükleniciye (independent contractor) ilişkindir. Bu değişiklik, gayrimenkulün doğasında olan, olağan hizmetlerin verilmesinde bağımsız yüklenici kullanılması zorunluluğu kaldırılmıştır. Böylece GYO'lar, tarihlerinde ilk defa kendi mülklerini belirli ölçülerde kendileri işletebilme imkanına kavuşmuşlardır.

Şekil 3.1: Geleneksel GYO Yapısı



Kaynak: ÇOLAK A. Ender; ALICI Aşkın: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları A'dan Z'ye, Ankara, SPK Yayınları, Yayın No:136, Tşof Plaka Matbaacılık ,2001,s.9

3.2 Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Türleri

ABD'de GYO üç sınıfa ayrılmıştır:

- Özvarlığa dayalı GYO (Equity REITs)
- İpotekli GYO (Mortgage REITs)
- Karma GYO (Hybrid REITs)

Özvarlığa dayalı GYO, ağırlıklı olarak, gayrimenkule, gayrimenkule dayalı projelere yatırım yapar, gayrimenkulün mülkiyetini edinirler. GYO ortaya çıktığı ilk yıllarda, özvarlığa dayalı olarak kurulurken daha sonraları, ipotekli GYO önem kazanmıştır. Ancak özvarlığa dayalı GYO günümüzde en yaygın tür olup, ABD'deki GYO'nun %96'sını teşkil etmektedir. Bilindiği gibi ülkemizdeki GYO da özvarlığa dayalıdır.

İpotekli GYO, gayrimenkul sahiplerine finansman sağlayarak, bu şekilde faiz kazancı elde eder. Temel yatırım alanı, gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları (ipoteğe dayalı menkul kıymetler) dir. ABD'deki GYO'nun %2 si bu tür GYO'dır.

Karma GYO, hem gayrimenkul ve gayrimenkul projelerine, hem de gayrimenkule dayalı araçlara yatırım yaparlar. ABD'deki GYO'nun %2'sini oluşturmaktadırlar.

Tablo 3.1: ABD'de GYO'nun Türlerine Göre Dağılımı

Türü	Şirket Sayısı	Piyasa Değeri (Bin Dolar)
Özvarlığa Dayalı GYO'lar	158	134.431.005
İpotekli GYO'lar	22	2.652.427
Karma GYO'lar	9	1.631.971
TOPLAM	189	138.715.403

Kaynak: NAREIT'den alan ÇOLAK A. Ender, ALICI Aşkın: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları A'dan Z'ye, Ankara, SPK Yayınları, Yayın No:136, Tşof Plaka Matbaacılık ,2001,s.12

3.3 GYO'nun Örgütlenme Biçimleri

ABD'de GYO'nun örgütlenişini 3'e ayırabiliriz.

- Geleneksel Model
- UPREIT (Umbrella Partnership Real Estate Investment Trust)
- DOWNREIT

1990'lı yılların başlarında, ABD'de geleneksel model olan özvarlığa dayalı GYO'nun geliştiğini görmekteyiz. Ancak 1994'te meydana gelen faiz oranlarındaki artış, yatırımcıları daha az riskli yatırım alternatiflerine yönelterek, GYO'lara olan ilgiyi azaltmıştır. GYO'nun halka arzdan elde etmeyi beklemedikleri gelir gerçekleşmeyince borçlanma yoluna gidilmiş

ancak borç / özkaynak rasyosunun aşılması, GYO'larını finansal güçlkle karşı karşıya getirmiştir. Ayrıca, gayrimenkul sahibinin vergi problemleriyle karşı karşıya kalması da bir diğer sebep olmuş, gayrimenkul alanında yeni bir örgütlenmeye gidilerek, Şemsiye Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (UPREIT) oluşturulmuştur.

UPREIT, gayrimenkulün transferini sağlamada, yeniden yapılandırmada, kar girişi sağlamada ve vergileri ertelemede gayrimenkul sahibine imkan sağlamaktadır. Bu kurum UPREIT bir ortaklıkla bir GYO'nın evliliğidir denebilir. UPREIT yapısı, geleneksel gayrimenkul finansman kaynaklarının (bankalar, sigorta şirketleri ve diğer kurumsal yatırımcılar) gayrimenkul ve gayrimenkule bağlantılı amaçların gerçekleştirilmesinde kredi açma konusunda gönülsüz oldukları ekonomik şartlarda büyük bir öneme sahiptir.⁵⁴

Bu modelde, GYO'nun bütün gayrimenkullerini elinde tutup yöneten bir işletmeci ortaklık mevcuttur. Gayrimenkul sahipleri ise sponsor olarak adlandırılır. Sponsorlar, gayrimenkulü işletmeci ortaklığa devrettiklerinde , devir karşılığı hisse senedi alır ve vergi yükümlülüğüne girmezler. GYO'na devrettikleri takdirde vergiye tabi olmaktadırlar. Ancak sponsorların ellerindeki hisse senetlerini nakde çevirmek istediklerinde vergi yüküyle karşılaşacağı açıktır.Sonuç olarak denebilir ki, UPREIT modeli, vergi yükünü ertelemekte ancak tamamen ortadan kaldırmamaktadır.

UPREIT örgütlenmesinin en önemli avantajı, İşletmeci Ortaklığa gayrimenkullerini vermek yoluyla ortak olan sponsorların vergi erteleme müessesesinden yararlanmalarıdır. Sistemin en önemli dezavantajı ise, sponsor ile GYO arasında ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarıdır.⁵⁵

Bunun yanısıra, kurumsal yatırımlara girilmesine olanak sunarak daha fazla gayrimenkulün elde edilmesinde esneklik sağlar. Yönetim ve finansal yapılarını açıklama yükümlülüğü ve karmaşık yapıda olmaları ise bir diğer dezavantajlarıdır.

Bir diğer örgüt biçimi olan DOWNREIT modelinde ise, GYO bir işletmeci ortaklığa büyük ortak olurken, aynı zamanda gayrimenkul sahipliği de devam etmektedir. Varlıkların bir kısmı işletmeci ortağın, bir kısmı da kendinin mülkiyetindedir. GYO'nun ortağı, hem GYO'nun hem de işletmeci ortaklığın mülkiyetindeki gayrimenkuller üzerinde hak sahibidir.

⁵⁴ AKÇAY Belgin: a.g.e, s.53

⁵⁵ ÇOLAK A. Ender, ALICI Aşkın: a.g.e, s.10

İşletmeci ortaklığın ortağının hakları ise bu ortaklığın mülkiyetindeki varlıklarla sınırlıdır. Bu da DOWNREIT modeli ile UPREIT modelini ayıran bir nokta olarak karşımıza çıkmaktadır. Bilindiği gibi UPREIT modelinde, malların tümü işletmeci ortaklığın mülkiyetinde olup, işletmeci ortaklığa ortak olmakla GYO ortağı olmak arasında bir fark bulunmamaktadır.

3.4 GYO'nun Yatırım Alanları

ABD'de de GYO'nun yatırım alanları, ülkemizdeki gibi, alışveriş merkezleri, ofis binaları, konutlar, oteller vb. olmaktadır. Yalnızca bir varlık türüne yatırım yapan GYO'lar olduğu gibi, bunlardan oluşan bir portföyün işletilmesi de mümkündür.

GYO'lar, ihtiyaçları karşılayacak alanlarda yatırımlar yaparken, ABD ekonomisinin gelişmesinin sonucu farklı alanlarda ihtisaslaşmış GYO'lar ortaya çıkmıştır. Sözgelimi sadece otopark yatırımlarıyla uğraşan GYO'lar mevcuttur.

Tablo 3.2: A.B.D.'de GYO'nun Yatırım Yaptıkları Alanlara Göre Dağılımı (4.1.2001 itibariyle)

GYO'nun Yatırım Yaptığı Alanlar	Piyasa Değeri (milyon dolar)	Toplam Piyasa Değeri İçindeki Payı(%)
Endüstri / Ofis	47.507	33,9
Perakende	27.455	19,7
Konut	30.518	21,8
Karma	11.397	8,1
Otel / Turizm	8.231	5,9
Özel Depo	5.018	3,6
Sağlık	4.956	3,5
İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler	1.667	1,2
Diğer	3.219	2,3
TOPLAM	139.968	100

Kaynak: ÇOLAK A. Ender, ALICI Aşkın: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları A'dan Z'ye, Ankara, SPK Yayınları, Yayın No:136, Tşof Plaka Matbaacılık , 2001,s.13

3.5 GYO'nun Avantaj Ve Dezavantajları

Gayrimenkul yatırımcısı tek başına yatırım yaptığında, piyasa riskinin yanısıra yalnızca gayrimenkul sektörüyle sınırlı kaldığından, sektör riski ile, gayrimenkul çeşitlenmesine gitmediğinden proje riski ile karşı karşıyadır. GYO ise bu riskleri portföy çeşitlendirmesi ile ve diğer sektörlerle de yatırım yaparak ortadan kaldırmaktadır. GYO için sadece piyasa riski sözkonusudur.

Yatırımcılara, büyük projelere ortak olma imkanı sunmakla birlikte, istendiğinde bu yatırımlardan nakde dönme kolaylığı sağlaması, likit olması, GYO'nun en önemli avantajlarından biridir.

Yatırımların riskini en aza indirerek daha düşük sermaye maliyeti sağlaması da bir diğer üstünlüğüdür.

GYO'nun dezavantajları ise şunlardır:

GYO'nun, gelirlerinin en az %75'i kira gelirlerinden oluşmak zorundadır. Bu da yatırım için dış kaynak ihtiyacı doğurmaktadır.

GYO'nun vergilenebilir gelirlerinin en az % 95'ini temettü olarak dağıtma zorunluluklarının olması, önemli bir yük getirmektedir. Ancak 2001 yılından itibaren GYO Modernizasyon Yasası ile bu oran %90'a indirilmiştir.

Üçüncü kişilerden alacakları hizmetler konusunda kısıtlamalara tabidirler. Ancak yine GYO Modernizasyon Yasası ile GYO'nun vergiye tabi iştirakler edinmelerine ilişkin kısıtlama kaldırılarak GYO'na kolaylık tanınmıştır.

3.6 GYO'nda Portföy Çeşitlendirmesi

GYO'nun portföyleri oluşturulurken bazı esaslara göre portföy çeşitlendirmesi yapılır. Bu esaslardan ikisi sektör bazında ve bölgesel bazda yapılan çeşitlendirmedir. Hangi esasa göre çeşitlendirme yapılacağı GYO için önemli ve bir o kadar da karmaşık bir husustur. Örneğin; ABD'nde bulunan bir GYO'nun portföyünün yöneticisi, 4 gayrimenkul sektörü (konut, endüstriyel gayrimenkul, ofis ve perakende) ve de 4 bölge (doğu, orta batı, güney ve batı)

olmak üzere yatırım alternatiflerini belirler. Doğal olarak, ortaya 16 farklı çeşitlendirme alternatifi çıkabilmektedir: Ofis / Batı, Konut / Doğu vb.⁵⁶

Ne tür bir çeşitlendirme yapmanın portföye daha fazla katkı sağlayacağı konusu, elbette ki belirsizdir. Ancak yapılan araştırmalarda, portföyü bir alanda yoğunlaştırmanın, birkaç alana yayılmaktan daha olumlu sonuç verdiği görülmektedir. Yatırımcıların tercihlerine baktığımızda da, genelde, bir alanda uzmanlaşmış GYO'nun tercih edildiği söylenebilir. Portföy çeşitlendirmesi yapan GYO'larında, her alanda uzmanlaşmış olmamalarından kaynaklanan bir risk sözkonusudur. Belli alanlarda yatırımları olan GYO'nun, farklı sektörlerde de yatırım yapma girişimleri kimi zaman zararlı sonuçlanmaktadır.

Örneğin, Crescent Real Estates Equities, genellikle ofis ve otel alanında yatırım yaparken, sağlık hizmetleri alanında bir yatırım yapmış ve büyük zararlar elde etmiştir. Bu hatasını anlayan şirket hatasından dönerek, bu yatırımını likidite etmeye başlamıştır. Öte yandan, bir sektörde değişik alt gruplara yatırım yaparak portföyünü çeşitlendiren GYO'lar önemli karlar elde etmektedirler. Örneğin sağlık alanında faaliyetlerde bulunan Health Care Property Investors Inc., sağlık sektörünün sadece birkaç alanına bağlı olsaydı, hemen hemen tüm alanlarda yatırıma başlamış (hastane, uzun dönemli bakım faaliyetleri, tıbbi ofis binaları, rehabilitasyon hastaneleri gibi) ve şirketin piyasa değeri 1997-2000 yılları arasında %133 artmıştır.⁵⁷

Portföy çeşitlendirmesi, GYO'nun içinde bulunduğu sektöre, ekonomiye , bölgeye göre değişim göstermekte olduğundan bu konuda kesin bir yargıda bulunmak mümkün olmamaktadır. GYO'nun, kendi koşullarını dikkate alarak portföy çeşitlendirmesi yapmaları en doğru seçenektir.

3.7 GYO'na Getirilen Sınırlamalar

ABD'nde de GYO, gelirleri, yönetimleri ve portföyleri açısından bazı sınırlamalarla karşı karşıyadır. Yatırımlarına ilişkin %75 varlık testi olarak bilinen bir zorunluluk getirilmiştir. Buna göre GYO'nun yatırımlarının en az %75'i gayrimenkul veya gayrimenkule dayalı araçlardan oluşmak zorundadır. GYO'ları bununla ilgili olarak portföylerindeki varlıkları her

⁵⁶ ÇOLAK A. Ender, ALICI Aşkın:a.g.e, s.15

⁵⁷ ÇOLAK A. Ender, ALICI Aşkın:a.g.e, s.16

üç ayda bir yeniden değerlemeye tabi tutarlar. Ancak portföye yeni bir varlık alınmadıysa yeniden değerlendirilmemektedir.

Menkul kıymetlerin, yatırımlar içindeki oranı %25'i geçemez. Devlet tahvilleri, diğer GYO payları ve GinnieMae araçları (Government National Mortgage Association) araçları bu kapsamda değerlendirilmezler.

Varlık değerinin %5'inden fazlasını bir ortaklığın menkul kıymetlerine yatıramazlar.

Hiçbir ortaklıkta sermaye payı veya oy hakkının %10'undan fazlasına sahip olamazlar.

İştiraklerinin değeri de, toplam varlıklarının %20'si ile sınırlıdır.

Bir GYO'nun yıllık brüt gelirinin (yasak olan işlemlerden sağlanan gelir hariç) en az %75'inin aşağıdaki kaynaklardan sağlanması gerekmektedir:⁵⁸

- Gayrimenkullerin kira gelirleri,
- İpoteklerle korunan yükümlülüklerden elde edilen faiz gelirleri,
- Gayrimenkuller üzerindeki hakların satışından veya bu hakların diğer bir şekilde kullanılmasından elde edilen gelirler,
- Diğer GYO'ndan elde edilen temettü ve benzeri gelirler ile bu GYO'nun hisse senetlerinin satışından elde edilen gelirler,
- Emlak alım satımından kaynaklanan vergi iadesi gelirleri,
- İpotekli gayrimenkullerin paraya çevrilmesinden elde edilen gelirler,
- İpotek anlaşmaları, gayrimenkul alımı veya kiralanmasına ilişkin yapılan anlaşmalar karşılığı alınan taahhüt ücretleri,
- Geçici yatırımlardan elde edilen gelirler.

GYO'lar gelire ilişkin bazı sınırlamalarla karşı karşıyadır. Bu sınırlamalar,

- %75 Testi
- %95 Testi

⁵⁸ ÇOLAK A.Ender, ALICI Aşkın:a.g.e,s.19

▪ %30 Testi

olarak sıralanabilir.

%75 Testi;

GYO'na getirilen %75 gelir testi, GYO'nun yıllık brüt gelirinin en az %75'inin yukarıda sayılan kaynaklardan oluşmasını zorunlu kılmaktadır.

%95 Testi;

%95 testi ise, GYO'nun gelirlerinin %95'inin, yukarıda sayılan gelirler ile, diğer iştiraklerden elde edilen temettü ve yukarıda değerlendirmeye alınmayan diğer menkul kıymet satışlarından elde edilmesini ifade eder.

%30 Testi;

%30 testi ise, GYO'nun kısa vadeli yatırımlara yönelmelerini önlemek ve uzun vadeli yatırımlara yönelmelerini sağlamak amacı taşımaktadır. Buna göre GYO'nun yıllık brüt gelirinin %30'undan fazlası, menkul kıymetlerin kısa vadeli alım satımından ve 4 yıldan az elde tutulan gayrimenkullerin satışından kaynaklanamaz.

GYO'ları genellikle atıl fonlarını para piyasası fonlarında değerlendirmek istemektedirler. GYO yöneticileri bu para piyasası fonlarını nakit ya da nakit benzeri varlıklar olarak değerlendirip, yatırım yapılabileceğini düşünmektedirler. Oysa bu fonlar da, yatırım şirketleri olduğundan diğerleri gibi kısıtlamalara tabidirler.⁵⁹

GYO'nun kiracıda %10'dan fazla paya sahip olması durumunda elde edilecek kira gelirleri, GYO kira geliri kapsamında değerlendirilmez. Burada amaç, GYO'nun, kiracının işletme gelirinden çok, kira gelinine dayanması ilkesidir. GYO'ları, kira gelirlerini, kiracının satışlarının belli bir yüzdesi olarak tespit edebilirler. Ancak kiracının net gelirine endeksli kira sözleşmeleri yasaklanmıştır. Kiracının, gayrimenkulü tekrar kiraya vermesi durumunda bu kurala uyulmayabilir.

Faiz gelirleri, genellikle kaynağına bakılmaksızın %95 testinde dikkate alınmakla birlikte, %75 testinde dikkate alınmaları için ipotekli gayrimenkule ya da haklara dayanması gerekir.

⁵⁹ ÇOLAK A.Ender, ALICI Aşkın:a.g.e, s.19

Vergisel avantajların devam ettirilebilmesi için vergilenebilir yıllık gelirlerinin en az %90'ı temettü olarak dağıtılmak zorundadır. Temettü dağıtım zorunluluğu başlangıçta %90 iken, 1980 yılında %95'e yükseltilmiş, 1999'daki Modernizasyon Yasası ile tekrar %90'a indirilmiştir.

GYO'nda gelire ilişkin saydığımız bu şartların yanında, yönetime ilişkin şartlar da vardır. Bunlardan biri bağımsız yüklenici kullanılması zorunluluğudur. Bağımsız yüklenici (independent contractor), GYO'na genel ve özel nitelikte hizmet sunan gerçek ya da tüzel kişilerdir. GYO çalışanları, danışmanları bağımsız yüklenici olamazlar. GYO yönetim kurulu üyeleri veya genel müdürleri ise, bağımsız yüklenicide ortak olabilmektedirler.

Önceleri GYO'nun genel ve özel nitelikte tüm hizmetler için bağımsız yüklenici kullanması zorunlu iken, 1986 yılında yapılan değişiklik ile, bu uygulama kaldırılmış, zorunlu olmayan hizmetler için bu zorunluluk devam ettirilmiştir. En son 1999 yılında çıkartılan Modernizasyon Yasası ile de genel hizmetler dışındaki hizmetler için bağımsız yüklenici kullanma zorunluluğu da kaldırılarak, bu hizmetlerin, Vergilenebilir GYO iştirakleri tarafından yapılması sağlanmıştır.

1999 yılında çıkarılan Modernizasyon Yasası ile getirilen bir diğer yenilik de, GYO'na, kiracılara ve Vergilenebilir GYO İştirakleri'ne %100 oranında iştirak edebilme imkanı sağlanmasıdır. Vergilenebilir GYO İştirakleri, GYO kiracılarına ve üçüncü kişilere hizmetler sağlayabilen kurumlar olup, GYO'nun sunduğu hizmet çeşitliliğini artırarak, farklı hizmetler sunabilmelerini sağlamaktadır. Bununla birlikte, yasaya göre, GYO'nun brüt varlıklarının %20'sinden fazlası, Vergilenebilir GYO İştirakleri'ne ait menkul kıymetlerden oluşamaz.

Vergilenebilir GYO İştirakleri, GYO için bir avantaj olmakla birlikte, bağımsız yüklenicinin kullanılmasını gerekli kılan durumlar da sözkonusudur. Bunlardan biri, Vergilenebilir GYO İştiraklerinin vergiye tabi olması, bir diğeri ise, %75 gelir testinde dikkate alınmamasıdır.

GYO'nun uymaları gereken organizasyon kuralları ise, ABD Vergi Kanunu'nda (Internal Revenue Code) yer almaktadır. Bu kurallar ile, GYO'nun ortaklık hisselerinin az sayıda kişi veya kuruluşta olması engellenerek, halka açık olmaları benimsenmiştir. Bu kuralları özetleyecek olursak;

- Bir veya daha fazla yönetici / vekil tarafından yönetilmek

- Devredilebilir hisseler veya katılma belgelerine sahip olmak
- Banka, sigorta şirketi veya finansal kuruluş olmamak
- En az 100 ortağa sahip olmak
- Ortaklardan 5 veya daha azının, sermayenin %50'sinden fazlasına sahip olmaması şartını sağlamak

şeklinde sıralanabilir.

3.8 GYO'nun Değerlemesi

GYO'nun analizinde en önemli nokta, GYO'na yapılan yatırımların menkul kıymet yatırımı olarak mı yoksa gayrimenkul yatırımı olarak mı görüldüğüdür. Menkul kıymet yatırımı olarak bakıldığında geleneksel gayrimenkul değerlendirme yöntemlerinin dışına çıkılması gerekirken, gayrimenkul yatırımı olarak bakıldığında, temel yaklaşımlarla gayrimenkulün değeri belirlenecektir.

Gayrimenkulleri değerlemede kullanılan bu temel yaklaşımlar,⁶⁰

- Satış Değeri Yaklaşımı
- Gelir Yaklaşımı
- Maliyet Yaklaşımıdır.

3.8.1 Satış Değeri Yaklaşımı

Gayrimenkulün değerini belirlemede, benzer özellikte olan ve kısa süre önce satışı yapılmış bir gayrimenkulün satış fiyatı esas alınır. Söz konusu gayrimenkulün aynı bölgede bulunması ve benzer özellikleri taşıması gereklidir.

3.8.2 Gelir (Kazanç) Yaklaşımı

Gayrimenkulün değerinin, gelecekteki nakit akımlarına göre uygun bir iskonto oranı kullanarak belirlenmesi yöntemidir. Gayrimenkulün değeri belirlenirken, getirdiği gelirle birlikte, gayrimenkul için yapılan harcamalar da dikkate alınır.

⁶⁰ ÇOLAK A.Ender, ALICI Aşkın:a.g.e,s.25

3.8.3 Maliyet Yaklaşımı

Gayrimenkulün yerine koyma maliyeti esas alınır. Bu maliyeti hesaplarken, bugünün değerleriyle hesaplama yapılması, sistemi yeni gayrimenkuller için uygulanabilir kılarken; eski gayrimenkullerde uygulanmasını zorlaştırmaktadır. Bu yöntem genelde diğer yöntemlerin yanında bir kontrol aracı olarak kullanılmaktadır.

3.9 GYO'nun Finansal Açıdan Karşılaştırılması

ABD'nde GYO'nun finansal açıdan karşılaştırılmasında kullanılan temel ölçüt, NAREIT tarafından tanımlanan Faaliyetlerden Sağlanan Kazançlar (Funds From Operations-FFO)'dir.⁶¹

İlk olarak 1991 yılında NAREIT tarafından yapılan ve 1995 ve 1996 yıllarında yenilenen tanıma göre FFO şu şekilde hesaplanır:

Net Dönem Karı
(+)
Gayrimenkul Satışından Doğan Zararlar
(+)
Gayrimenkul Amortismanları
(-)
Gayrimenkul Satışından Sağlanan Karlar

Gayrimenkullerin tarihsel değerlendirme yöntemleriyle değerlendirilmesinin ve bu yöntemin, gayrimenkulün cari değerini baz almayışının sonucu olarak net dönem karı yerine, FFO, GYO'nun karşılaştırılmasında ölçüt olarak kullanılmaktadır.

ABD'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının durumuna bakıldığında, gelir kanunlarına göre, bir GYO olarak kurulmanın getirdiği yükler görülmektedir. Bazı vergi avantajlarından yararlanmak için GYO'na yönelmek bu yüklerden dolayı kimi zaman olumsuz sonuçlanabilmektedir.

⁶¹ ÇOLAK A.Ender, ALICI Aşkın: a.g.e,s.26

Getirilen düzenlemelerle GYO'nun pasif bir yapıda olması amaçlanmıştır. GYO'nun aktiflerini çeşitleme zorunluluğu getirilerek aktiflerin en az % 75'ini gayrimenkul, gayrimenkul teminatlı krediler, gayrimenkul ipotekleri, diğer GYO'nun hisse senetleri ve menkul kıymetlerden oluşması zorunluluğu getirilmiş, diğer menkul kıymetlere yapacakları yatırım %25 ile sınırlandırılmıştır.

Yıllık gayri safi gelirlerinin en az %75'i belli nitelikleri olan gayrimenkule dayalı kaynaklardan elde edilmelidir.

GYO'nun , arazi geliştirme, satmak için konut inşa etmeleri veya kat mülkiyetine dönüştürme gibi aktif ticari faaliyette bulunmaları yasaktır.

GYO'nun yönetiminde yöneticilere de birtakım sınırlamalar getirilmiştir.

GYO çoğunlukla bir finansal kurum tarafından desteklenir. Bu kurum aynı zamanda GYO'na danışmanlık hizmeti verir.

3.10. ABD'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nda Vergilendirme

GYO büyük ölçüde, Ulusal Gelir Kanunu'nun bir ürünü olduğundan, GYO'nun oluşumu ve işleyişi ile ilgili konular vergi kanunlarıyla doğrudan ilgilidir.

Bir kurumun GYO Olarak yeterlilik alması için, belirli bir zaman dilimi içinde vergilendirilebilir GYO gelirinin %95'ini temettü olarak hissedarlarına dağıtması gerekir. Temettü dağıtımı, uzun vadeli sermaye kazancı olarak vergilendirilir. Kalan tutar, adi gelir olarak vergilendirilir.

IV. BÖLÜM

GAYRİMENKULLERİN MENKULEŞTİRİLMESİ VE KONUT FİNANSMAN SİSTEMLERİ

Konut sektörüne olan talep sürekli artarken, sektörün kaynak sıkıntısı içinde oluşu, konut finansmanını bir sorun olarak karşımıza çıkarmaktadır. Bu bölümde sektöre kaynak aktarımını sağlayacak yöntemler incelenmiş, bu amaçla önce gayrimenkullerin menkulleştirilmesi ve bu yolla sağlanacak konut finansmanı, daha sonra da diğer finansman sistemleri olarak saydığımız doğrudan finansman sistemi, mukavele sistemi, mevduat finansman sistemi, ipotek bankası sistemi incelenmiştir.

4.1 Gayrimenkullerin Menkulleştirilmesi

Menkul kıymetleştirme süreci, benzer nitelikteki alacaklardan bir havuz oluşturulması, bu havuzu temsil eden menkul kıymetlerin ihraç edilmesi, yatırımcılara bu havuzdaki alacak ve faizlerinin teminat gösterilerek fon sağlanması, rating şirketlerinden yatırım değerliliği puanı alınması, sağlanan kaynağın tekrar sisteme dönmesi süreçlerini kapsar.⁶²

Gayrimenkule dayalı menkul kıymetleştirme süreci şu şekilde gelişir:

- Gayrimenkullerden meydana gelen bir portföy oluşturulur.
- Portföydeki gayrimenkullerin değerliliği saptanır. (ekspertiz kuruluşlarca)
- Portföy, hisse senedi, katılım payı ya da, sertifika ile temsil edilen menkul kıymetlere dönüştürülür.
- Dönüşüm işlemi tamamlanan menkul kıymet, bir banka veya sigorta şirketince garanti kapsamına alınır.
- Rating kuruluşlarından, yatırım değerliliği puanı alınır.
- Menkul kıymetler halka arz edilerek yeni fonların tekrar sisteme girmesi sağlanır.

⁶² BOYRAZ, Cemal, “ Gayrimenkullerin Menkulleştirilmesi Yöntemiyle Konut Finansmanının Sağlanması” Bankacılar Dergisi, TBB, Graphis Matbaacılık, sayı 22, Eylül 1997, s.16

Türkiye’de konut finansman sistemi, gayrimenkullerin menkulleştirilerek gayrimenkule dayalı menkul kıymetlerin sermaye piyasası aracı olarak kullanımının yaygınlık kazanması ile mümkündür.

Gayrimenkul yatırımları, yatırım alternatifleri arasında birtakım avantajlara sahiptir.⁶³

- Sınırlı sayıda arz edildiğinden, gerçek değeri artmaktadır.
- Gelir değişkenliği diğer yatırım alternatiflerine göre daha sınırlıdır.
- Belirli dönemler itibariyle nakit getiri sağlar.
- Sistematik riski azaltır.
- Finansal kaldıraç etkisi vardır.
- Vergi mevzuatının getirdiği birtakım ayrıcalıkları vardır.

Buna karşın gayrimenkul yatırımları istendiği anda nakde dönüştürülemez dolayısıyla, bir likidite riski söz konusudur.

Gelişmiş ülkeler yönünden duruma bakıldığında, gayrimenkule yapılan yatırımların “ ölü yatırımlar” olarak değerlendirildiği görülmektedir. Bunun sebebi, gayrimenkullere bağlanan değerlerin hareket kazanamaması, yani ekonomik sisteme katılamamasıdır. Bunun sağlanabilmesinin tek yolu ise, gayrimenkullerin değerinin “kıymetli evraka” bağlanmasıdır. Diğer bir ifadeyle gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesidir.⁶⁴

Gayrimenkullerin menkulleştirilmesi ile konut finansmanına sağlaması beklenen faydalar şunlardır:⁶⁵

- Konut finansmanına uzun vadeli ve düşük maliyetli fon temin etmek,
- Konut edimine yönelik oluşan fonların konut sektörüne transferine aracı olmak,
- Gayrimenkul servete likidite kazandırmak,
- Küçük tasarruf sahiplerine gayrimenkul üzerinden yatırım yapma imkanı sağlamak,

⁶³ BOYRAZ, Cemal, a.g.e, s.16’ya göre maddelendirilmiştir.

⁶⁴ ERTEN, Ali: “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları”, Seminer-Açılış-Tebliğ-Panel, İAV, İstanbul,1999, s.37

⁶⁵ BOYRAZ, Cemal, a.g.e, s.16

- Büyük ölçekli projelerin gerçekleşmesi ve istihdamın artması yanında, kurumsallaşmayı sağlamaktır.

Menkul kıymetin vadesi, kar payı / faiz ödeme stratejisi, yatırım derecesi puanı, garanti ve sigortası, menkul kıymetin getirisini etkileyen faktörlerdir.

Gayrimenkule dayalı menkul kıymetin getirisini belirlemede yararlanılacak kriterler; cari getiri, vade sonuna kadar getiri ve geri çağrılana kadar getiridir.

Cari getiri, yıllık getirinin piyasa fiyatına bölünmesiyle elde edilir.

Vade sonuna kadar getiri, nakit akımlarının bugünkü değerini piyasa fiyatına eşitleyen iskonto oranıdır.

Geri çağrılana kadar getiri ise, nakit akımlarının faiz ödemeleri ve alma opsiyonu fiyatı toplamı üzerinden bugünkü değerini, piyasa fiyatına eşitleyen iskonto oranıdır.

Menkul kıymetler derecelendirilirken, nakit akışının güvenilirliği, likidite, geri ödeme garantisi dikkate alınır. Ayrıca, menkul kıymeti temsil eden gayrimenkulün ekspertiz değeri, gayrimenkulün geleceğe yönelik tahmini getirisini, menkul kıymetin bir kredi kurumu ya da sigorta şirketince garanti altına alınmış olup olmadığı da dikkat edilmesi gerekli diğer hususlardır.

Gayrimenkule dayalı menkul kıymetler, sabit ya da değişken faiz getirisine sahiptir. Temettü getirisine sahip menkul kıymetin yatırımcıya sağladığı ek fayda, değer artış kazancıdır. Uzun vadeli gayrimenkule dayalı menkul kıymetlerde faiz ayarlaması yapılabilmektedir. Yatırımcının ekonomik dalgalanmalardan etkilenmesini önleyen bu faktör sebebiyle, değişken faizli kıymetler yatırımcılar tarafından öncelikle tercih edilmektedir.

Menkul kıymetleştirilmenin yaygın olduğu ülkelerde farklı özellikler taşıyan menkul kıymetler oluşmuştur. Piyasanın gelişimi ile, ipoteklerin likiditesi artmış, sermaye piyasasına entegrasyon hızlanırken, menkul kıymet getirileri arasında denge sağlanmış, ek sermaye imkanları ortaya çıkmıştır. Daha etkin ve rekabetçi bir piyasa oluşmuştur.

Menkul kıymetleştirilmenin yaygın olarak kullanıldığı ülkelerde (özellikle ABD'de) mevcut olan menkul kıymetler, ödeme aktarmalı sertifikalar, ipoteğe bağlı tahviller, teminatlı ipotek borçlarıdır.

Ödeme aktarmalı sertifikalar, bağlı olduğu ipotekli kredi havuzunun ödeme akışını yatırımcıya faiz ve anapara olarak aynen yansıtır.

İpoteğe bağlı tahviller, ipotekli kredi teminat gösterilerek belli bir faiz ve vadeyle ihraç edilen tahvillerdir.

Teminatlđ ipotek borçları ise, çok serili olarak ihraç edilip, yatırımcıların her türlü taleplerini karşılayabilen teminatlđ ipotek borçlarını kapsayan tahvillerdir.

4.2 Gayrimenkullerin Menkulleştirilmesi Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı

Gayrimenkullerin menkulleştirilmesi yoluyla gayrimenkul finansmanı , aşağıda sıralanan sermaye piyasası araçları ile gerçekleşmektedir.

- Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları
- Gayrimenkul Sertifikası
- İpotekli Borç Senedi-İrad Senedi
- Rehinli Tahviller
- Gayrimenkul Karşılığı Senet
- Varlığa Dayalı Menkul Kıymet

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, çalışmamızın ana konusu olduğundan burada tekrar değinilmeyecektir. Diğer sermaye piyasası araçlarını inceleyecek olursak:

4.2.1 Gayrimenkul Sertifikaları

Gayrimenkul Sertifikaları, gayrimenkul piyasasındaki fiyat hareketlerinden küçük yatırımcının yararlanması, yatırımcıların konut sahibi olması amacıyla İMKB'de faaliyet göstermekte, alım-satıma konu olmaktadır.

Gayrimenkul Sertifikaları konut için yapılan tasarrufları konut maliyet artışlarına karşı korumaktadır. Aynı zamanda belirli bir gayrimenkul projesini gerçekleştirmeyi üstlenen anonim ortaklık tarafından yaptırılan konutların finansmanında yeni kaynak yaratmak amacıyla ihraç edilen gayrimenkul sertifikasına, Türkiye'de mali piyasalarda pek bilinmeyen

“Call Option” un bir türü olarak bakılabilir.⁶⁶ Call Option, kişiye belli bir tarihte belli bir kıymeti alma hakkı veren fakat alma yükümlülüğü getirmeyen bir bağıttır.

Gayrimenkul Sertifikaları, belirli bir gayrimenkul projesini gerçekleştirmeyi üstlenen anonim ortaklıkların, inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanını sağlamak için ihraç ettikleri, nominal değeri eşit, ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Sermaye Piyasası Kurulu’nca belirlenen kıymetli evraktır.

Tebliğ’e göre Gayrimenkul ihraç etmek isteyen ortaklıklar,

- Gayrimenkul Sertifikası ihracına konu olacak projeye eşdeğer büyüklükte en az bir projeyi, sözleşme ve teknik şartnamelere uygun olarak Sermaye Piyasası Kurulu’na başvuru tarihinden önceki 5 yıl içinde tamamlanmış olmalıdır.
- Üstlendiği projeyi gerçekleştirebilecek mesleki ve teknik donanıma sahip olmalıdır.
- İhraççının yükümlülüklerinin ve belirlenen cezai şartların bir banka tarafından garanti edilmesi şarttır. Satış süresi sonunda satılmayan sertifikaların banka tarafından satın alınacağı veya iptal edileceği garanti edilerek, yatırımcının korunması sağlanmıştır.

4.2.1.1 Gayrimenkul Sertifikalarında Bulunması Zorunlu Hususlar

Gayrimenkul Sertifikaları’nın metinlerinde şu hususlar bulunmak zorundadır.⁶⁷

- Gayrimenkul Sertifikası ibaresi
- İhraççının ünvanı
- Sertifikanın nominal değeri
- Sertifikaya konu gayrimenkulün pafta, parsel numarası metrekaresi ve diğer nitelikleri

⁶⁶ AKÇAY, Belgin: “Konut Sertifikası” Yaklaşım Dergisi, Yıl:1 sayı: 11’den aktaran GÖKÇE, Gamze: Gayrimenkul Yatırım Fonları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Gayrimenkul Sertifikaları Ve Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi, Ankara, , T.C. Maliye Bakanlığı Milli Emlak Genel Müdürlüğü, Ekim 1998, s.43

⁶⁷ GÖKÇE ,Gamze: Gayrimenkul Yatırım Fonları, ...,a.g.e, s.48

- Sertifika sahiplerinin asli edimin yerine getirilmesini talep edecekleri tarihler ve bu edimin yerine getirilme süresi
- Cezai şartlar ve yerine getirilme süresi
- Sertifika sahiplerinin yerine getirmekle yükümlü olacağı vergi, resim harçlar ile şerefiye gibi giderler hakkında bilgi
- İhraççının edimlerinin yerine getirilmesinin banka tarafından garanti edildiği

Gayrimenkul Sertifikalarının borsaya kotasyonu için gerekli şartlar ise şunlardır:⁶⁸

- Sertifikaların muhtemel tedavül hacminin Borsa Yönetimince yeterli kabul edilmesi
- İhraççı ortağın ve garantör bankanın finansman yapısının faaliyetlerini sağlıklı bir biçimde yürütecek düzeyde olduğunun Borsa Yönetimince tespit ettirilmiş ve kabul edilmiş olması
- İhraççı ortağın Borsa Yönetimince kabul edilecek durumlar dışındaki nedenlerle son bir yıl içinde faaliyetlerine 3 aydan fazla ara vermemiş olması, tasfiye veya konkordato istememiş olması
- İhraççı ortağın gayrimenkul projesini gerçekleştirebilecek mesleki ve teknik donanımına sahip olması, benzeri büyüklükte tamamlanmış projesi bulunması
- İşlem görececek sertifikaların devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya sertifika sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak unsurların bulunmaması
- Borsa tarafından istenen beyan yazısının ihraççı şirketin antetli kağıdına aktarılacak ihraççı şirket ve garantör bankanın birinci derece imza yetkilisi en az iki yönetici tarafından imzalanıp noter tasdikinden sonra Borsa Başkanlığı'na teslim edilmesi
- İhraççı ortaklığı, projenin gerçekleşmesini ve garantör bankayı etkileyecek önemli hukuki uyuşmazlıkların çözülmüş olması veya makul bir süre içinde çözülebilir nitelikte olması
- Borsa'da gerekli görülecek bilgi ve belgelerin süresi içinde Borsa'ya teslim edilmiş olmasıdır.

⁶⁸ GÖKÇE ,Gamze: a.g.e, s.46

4.2.1.2 Gayrimenkul Sertifikaları'nın Yatırımcıya Ve Ekonomiye Katkıları

- Gayrimenkul yatırımlarının finansmanı, sermaye piyasası ile desteklenmektedir.
- Yatırımcılar, tasarruflarını değerlendirirken alternatif yatırım kanallarına kavuşmuş olmakta ve gayrimenkul sahibi olma imkanı elde etmektedirler.
- Kaynak sıkıntısı sebebiyle gerçekleştirilemeyen büyük gayrimenkul projelerinin gerçekleştirilmesi mümkün olmaktadır.
- Atıl durumdaki kaynaklar, Sermaye Piyasasına ve ülke ekonomisine kazandırılmaktadır.

4.2.1.3 Gayrimenkul Sertifikaları'nın Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarından Farkları

Gayrimenkul Sertifikaları ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları gayrimenkullerin menkulleştirilmesi yoluyla konut finansmanını sağlamada kullanılan yöntemler olmakla birlikte, farklılıklar arz etmektedir. Bu farklılıklar aşağıda Tablo 4.1'de sunulmuştur.

Tablo 4.1: Gayrimenkul Sertifikaları ile Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Arasındaki Farklar

Gayrimenkul Sertifikaları	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları
Gayrimenkul sertifikası, projeyi gerçekleştiren şirket tarafından ihraç edilir. İhraççı inşaat şirketinin projeyi tamamlamak için yeterli personel ve ekipmana sahip olması gereklidir.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ise, bir inşaat projesini yürütemezler.
Gayrimenkul sertifikaları, sınırlı süreli bir borçlanma senedi olup, belli bir vade sonunda sona erer.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, portföy işletmeciliği yapan bir şirkettir.
Gayrimenkul sertifikaları, tek bir projeye bağlı olarak ihraç edilir.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının yatırım faaliyetleri tek bir projeye bağlı olmayıp birçok projeyi bir arada yürütebilirler.
Gayrimenkul sertifikalarında gayrimenkulün mülkiyeti yatırımcılara geçmektedir.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında, projenin mülkiyeti GYO'nda kalmaktadır.
Gayrimenkul sertifikaları bir süreyle sınırlı olup süre sonunda belli bir edimi gerektirir.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, hisse senetleri yoluyla bir şirkete ortaklığı ifade ettiğinden, süre sınırlaması yoktur.
Gayrimenkul sertifikalarında sözkonusu sertifikaların nitelikleri SPK tarafından belirlenmiştir. Süre sonunda gayrimenkulün mülkiyetinin sertifika sahibine nakli (asli edim) , asli edim talep edilmemişse anapara ve faizi içeren bedelin ödenmesi (tali edim) sözkonusudur.	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarında, ortaklık hisse senetleriyle temsil edilir. Hisse senetlerinden elde edilen kazanç ise; Temettü kazancı ve Alım-satım kazancıdır.
Gayrimenkul sertifikaları ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının halka satışında farklı prosedürler geçerli olup, borsada işlem pazarları da farklıdır.	

Kaynak: GÖKÇE Gamze, Gayrimenkul Yatırım Fonları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Gayrimenkul Sertifikaları Ve Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi, Ankara, T.C. Maliye Bakanlığı Milli Emlak Genel Müdürlüğü, Ekim 1998, sf. 59-60'dan yararlanılarak tarafımızdan hazırlanmıştır.

4.2.2 İpotekli Borç Senedi-İrad Senedi

Gayrimenkul rehni türlerinden bir tanesi olan ipotek, bir senetle somutlaşmayan kişisel bir alacak hakkının temini için tesis edilmiş bir gayrimenkul rehin hakkıdır.⁶⁹

İpotek, tapu siciline tescil ile kurulmakta olup, tescilden önce tapu sicil müdürlüğünde resmi senet düzenlenmesi zorunludur. İpoteğin tesisinden sonra alacaklıya “ipotek belgesi” verilmektedir. İpotek belgesi kıymetli evrak niteliğinde değildir ve tedavül etmez.

Medeni Kanun’un 156. ve 796. maddeleri uyarınca ipotek, kişisel bir alacak hakkı olduğu için alacaklı, ipotekli bir gayrimenkulün satılması halinde alacağıının tamamını elde edemezse borçlunun kalan bütün mal varlığına müracaat edebilmektedir.

İpotekli bir gayrimenkul satın alındığında, yeni malik, alacaklıya karşı bu ipoteği kabullenmiş sayılır.

İpotek piyasalarının pratikte nasıl işlediğine bakacak olursak, gayrimenkul satın almak isteyen kişi, yeterli birikime sahip değilse, gayrimenkulünü ipotek ettirmek suretiyle borç veren kişiden gerekli anaparayı temin eder. Bu anapara, faiziyle birlikte belli bir zaman diliminde geri ödenir. Borç ödendikçe ipotek bedeli de giderek azalır. Gayrimenkulü satın alan kişi, tüm borç bittiğinde tapusunu elde eder. Alıcının, borcunu ödemedede gecikmeye düşmesi halinde yasal süreç başlar ve gayrimenkul satılarak, ödünç verenin alacağı bu bedelden karşılanır.

Ödeme şekli ve süresi ülkeden ülkeye farklılık gösterebilmektedir. Enflasyon oranının yüksek olduğu ülkelerde sabit taksitlerle ödeme yapılması ödünç vereni güç durumda bırakmaktadır. Bunun yerine kredi faiz oranlarında değişikliğe imkan tanıyan ipotek türleri uygulanmaktadır.

- Faiz oranları arttığında ipotek faiz oranlarını da arttırmak
- Taksit tutarını büyütüp süreyi kısaltmak
- Kalan taksit tutarının vadelerinde değişiklik yapmak-uzatmak-
- Farklı faiz oranları uygulamak

⁶⁹ UÇAK, Cemalettin: “ Bir Konut Finansman Yöntemi Olarak İpotek Piyasaları”, Vergi Dünyası, Sayı 218, Ekim 1999,s.20

Uygulama yöntemlerinden bazılarıdır.

Faiz oranları, hazine bonusu, mevduat faizi, borsa endeksi, ipotek piyasası ya da fiyat endekslerine göre değişmektedir. Değişiklikler sözleşme dönemlerinde yapılmakta olup, neye endeksli olduğu ve ne zaman değişiklik yapılacağı, yürürlüğe konacağı belirlenmelidir. Ancak tüm bu düzenlemeler devletin sınırlamalarına tabidir.

İpotek sözleşmesinde taksitler sabit, giderek azalan ya da artan bir yapı gösterebilir. İlk birkaç yıl hiçbir ödeme yapılmayıp daha sonra geri ödeme süreci başlatılabilir.

İpotekli borç senedi ise, bir diğer gayrimenkul rehni türü olup, ipotek senedinden farkı, kıymetli evrak niteliği taşımasıdır.

İpotekli borç senedi (İBS), gayrimenkulün kayıtlı bulunduğu tapu idaresince düzenlenen, taşınmazı teminat gösteren, sulh hakiminin ve senet borçlusunun imzalarını taşıyan, şahsi sorumluluğu esas alan, belli bir faiz oranı üzerinden seri halde nama veya hamiline çıkarılan, tedavül etme yeteneğine sahip bir senettir.⁷⁰

İpotek işlemi ile, sadece alacakların bir gayrimenkul rehni ile güvence altına alınması sözkonusu iken, ipotekli borç senedinde kişisel alacağı teminat altına almak yanında ayrıca gayrimenkullerin değerini tedavül ettirmek fonksiyonu bulunmaktadır. Kaldı ki bu fonksiyon daha çok ön plana çıkmış bulunmaktadır.⁷¹

İpotekli borç senedinin, ortaklık ve alacaklılık hakkı sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, seri halde çıkarılan ibareleri aynı olan, şartları kurulca belirlenen bir menkul kıymet olarak değerlendirilmesi ve sermaye piyasası aracı niteliği kazandırılması gerekmektedir.

4.2.2.1 İpotekli Borç Senedinin Avantajları

İpotekli borç senetleri yalnızca mevcut bir borç için düzenlenmekle kalmayıp aynı zamanda hiçbir borç sözkonusu değilken de düzenlenebilmektedir. Kredinin temininden önce senetlerin düzenlenip ihraç edilebilmesi imkanı, gerekli olan fonun toplanmasında kolaylık sağlar.

⁷⁰ BOYRAZ, Cemal, a.g.e ,s.17

⁷¹REİSOĞLU Seza, "S.P.Açısından Borç Senetleri" BTHAE Yayınları No:164, Ankara, 1984, Sy.24 vd. den aktaran, ULUDAĞ, İlhan: Konut Üretiminde Bölgesel Koşullara Uygun Alternatif Finansman Sistemleri Ve Teknikleri, İTO, Yayın No:1997-48, Tanburacı Matbaacılık Ticaret A.Ş., Kasım 1997, Sy.6

Fonların oluşturulması sırasında küçük tasarruflara da ulaşılması, tasarruflular için cazip bir yatırım alanı yaratmaktadır. İpotek senedini temsil eden gayrimenkulün türü hakkında bir sınırlama getirilmemiş, yalnızca tapuda kayıtlı olması öngörülmüştür.

4.2.2.2 İpotekli Borç Senedinin Mevzuatımızdaki Yeri

İpotekli borç senedinin mevzuatımıza göre düzenlenmesi, gayrimenkul sahibinin başvurusu ile başlar ve tapu siciline tescili yapılır. Senetlerin tutarı, Tapu İdaresince biçilen değeri aşamayacağı gibi, senetler hakim, tapu memuru, borçlu ve gayrimenkulün sahibi tarafından imzalanır. Tapuda kayıtlı gayrimenkul üzerinde ihraç edilen bu senetlerin borçlusu, hem kendi gayrimenkulünü hem de bir başkasının gayrimenkulünü ipotek edebilir. Ancak senetlerin ödenmemesi halinde tüm mal varlığıyla senedin şahsen sorumlusu senedi ihraç eden olurken, üçüncü şahıs sadece gayrimenkülü kadar sorumlu olmaktadır.⁷²

Bu şekilde bir uygulama ile, sermaye piyasasına daha geniş fon yaratma imkanı tanınmıştır.

İpotekli borç senedi, borcun ödenmiş olması halinde, borçlunun talebi üzerine iptal edilmeyip kendisine teslim edilebilmektedir. Bu ise, borçluya tapu sicilindeki ipotek kaydını sildirme ve isterse senetleri tekrar tedavüle çıkarma imkanı sağlamaktadır. Dolayısıyla, ihraç işlemlerini yeniden yapmak maliyeti ortadan kalkacağından ihraççıya da fayda sağlamış olmaktadır.

4.2.2.3 İpotekli Borç Senedinin Dezavantajları

İpotekli borç senetlerine ilişkin mevzuatın getirdiği birtakım kolaylıklar yanında bazı kısıtlayıcı hükümler de vardır. Şöyle ki, kıymetli evrakta ödemenin mutlaka senedin ibrazı karşılığında yapılması öngörülmüşken, ipotekli borç senedinde bu kurala bir istisna getirilmiştir. M.K. 831'de düzenlenen hükme göre, ipotekli borç senedinin her el değiştirmesinde borçluya haberdar etme yükümlülüğü getirmesi bakımından sakıncalı ve kıymetli evrak hukukundan da ayrılması yönünden de gereksizdir.⁷³

Senetler her el değiştirdiğinde borçluya ihbarda bulunmak gerekmektedir. Senetlerin sermaye piyasasında sürekli el değiştireceği açıktır. Bu durumda her el değiştirmede borçluya ihbarda

⁷² GÜNVER O.R., Sermaye Piyasası Aracı Olarak İpotekli Bono Senedi, TBB, Ankara, 1994'den aktaran ULUDAĞ İlhan, a.g.e, s.7

⁷³ OĞUZMAN, K Seliçi, Ö; Eşya Hukuku, İstanbul, 1992 s.946'dan aktaran ULUDAĞ İlhan, a.g.e, s.18

bulunmak gerekecektir ki bu da senetlerin sermaye piyasasında tedavülünü zorlaştıran bir durumdur.

Bir diğer kısıtlayıcı hüküm ise, borcun ödenmemesi halinde, İcra İflas Kanunu'nun, ipoteğin paraya çevrilmesi hakkındaki hükümlerinin uygulanma zorunluluğudur. İpotekli borç senedi maliki, senedi ihraç eden kuruluşu icra yoluyla takip etmeden önce, oldukça maliyetli ve zaman alan ipoteğin paraya çevrilmesi işlemlerini yapmakla zorunlu tutulmuştur. İcra İflas Kanunu'nun madde 45'e göre alacağı temin için verilmiş rehnin paraya çevrilmesi istenmeden, borçlu aleyhine iflas ya da haciz yoluyla takip yapılamayacağı hükmü, senet malikini bağlamaktadır. Görüldüğü kadarıyla bu hüküm bir yatırım aracı olarak ipotekli borç senedi hamillerini olumsuz etkileyen ve de sermaye piyasasının yapısı ile bağdaşmayan bir hüküm olarak karşımıza çıkmaktadır.⁷⁴

İpotekli borç senetlerinin yönetim ilkeleri, malikleri temsil edici vekil atanması gibi konularda Medeni Kanun veya başka bir yasada düzenleme bulunmamaktadır. Devletin sınırlamalarına bağlı kalınması zaman zaman engel olarak karşımıza çıkmaktadır. İpotekli borç senedi tesis edilirken gayrimenkulün değerinin belirlenmesinden devlet sorumlu olması, senetlerin, ilgili hakimler ve tapu memurlarınca imzalanması zorunluluğu, süre bakımından bir olumsuzluk yaratabilir.

İpotekli borç senetlerinin Sermaye Piyasasına kazandırılması ancak belirgin teşviklerle olabilecektir. İBS, banka ve finans kurumlarınca repo, ters repo işlemine konu olması, bankalarca konut kredisi karşılığında ihraç edilmesi halinde kaynak teminine yönelik olarak mevduat munzam karşılığına tabi tutulmaması ayrıca bankaların mevduat munzam karşılığı yükümlülüğünü yerine getirirken Devlet tahvili ve Hazine Bonosu gibi Merkez Bankası tarafından aynı statüde işleme tabii tutulması, her türlü vergi resim harç istisnasından yararlandırılması gibi teşviklerle desteklenebilir.⁷⁵

4.2.2.4 İpotek Piyasalarının Sermaye Piyasalarından Farkları

Emlak, borçlanmada başlı başına bir teminat olup, temerrüt halinde emlağın satışıyla borç tahsil edilebilir.

⁷⁴ ULUDAĞ İlhan, a.g.e, s.18

⁷⁵ BOYRAZ, Cemal: a.g.e,s.s.17-18

İpoteğin vadesi ve miktarı, borçlunun ihtiyacına göre değiştiğinden, çok farklı krediler oluşmaktadır. Bu nedenle ikinci el piyasalarda satılmaları güçtür.

Borç vermek için bireyler hakkında istihbarat yapmak, firmalara yapılacak istihbarattan daha güçtür.

İkincil piyasalarla ilişkileri zayıf kaldığından, çeşitli araçlar yardımıyla ikincil piyasalarla bütünleştirilmelidir.

Devlet tarafından daha sıkı düzenleme ve denetlenmeleri gerekmektedir.

4.2.3 Rehinli Tahviller

Medeni Kanununun 811.844/2 'ye göre, bir kredi kuruluşuna başvurarak kredi alan borçlu, kredi kurumu yararına yasada yer alan gayrimenkul rehin şekline birini tercih ederek ipotek tesis etmekte ve kredi kurumu da bu rehinli alacağın karşılığında tahvil ihraç etmektedir. Başka bir deyişle, tahviller kredi borçlusuna değil, kredi kurumu tarafından ihraç edilmektedir. Bu tahvilleri alanların alacağının karşılığı, artık gayrimenkul rehni değil, kredi kurumunun rehinli alacağı olacaktır.⁷⁶

Medeni Kanundaki diğer rehinli modellerin dışında oldukça kendine özgü bir mekanizmayı içeren bir senet türüdür. Bu modelde, bir kuruluş rehinli tahvil ihraç ederek fon toplamakta ve bu fonları diğer kişi ve kurumlara kredi olarak arz edilen gayrimenkul rehni almaktadır. Ayrıca kredi kuruluşunun bu rehin alacakları üzerinde, tahvil sahiplerine yasa koyucu otomatik kanuni rehin hakkını tanımış bulunmaktadır.⁷⁷

Rehinli tahvil sisteminde, kredi kurumu rehinli tahvil ihraç ederek fon toplamaktadır. Toplanan fonlar, kredi olarak ipotek karşılığında müşterilere sunulmaktadır. Kredi alanların kredi karşılığında verdikleri ipotekler, rehinli tahvil sahiplerinin alacaklarının teminatı olmaktadır.

Kredi kurumunun mali yapısı, dengeyi sağlayıcı, güçlü konumda olmak zorunda olup, SPK'ca belirlenen şartları taşımaktadır. Kurumun kredi alacaklarının, tahvil ihracından doğan borçları karşılaması gerekmektedir.

⁷⁶ Günver GR, İpotekli Borç Senedi, TBB, Ankara, 1994'ten aktaran, ULUDAĞ İlhan, a.g.e.s.8

⁷⁷ ULUDAĞ, İlhan: a.g.e.s.21

Yasa, rehinli tahvil ihraç edecek kurumların, uzun vadeli ve düşük faizli kredi sağlamasını temin etmek maksadıyla Hükümet tarafından belirlenmesi şartını getirmiştir.

Rehinli tahviller, sahiplerinin rehin haklarının kanundan doğması sebebiyle başka işlemlere gerek duyulmamaktadır. Bu da, rehinli tahvillerin sermaye piyasasına uyumunu kolaylaştırmaktadır.

Medeni Kanunun bütünlüğünü bozmadan bu senetleri, uygulamaya girmesi için mevcut düzenlemelerin (Ticaret Sicili Nizamnamesi dahil) tekrar gözden geçirilerek günümüz koşullarına daha uygun ve daha çok SPK ve Tapu Kadastro Genel Müdürlüğüne yönelik yeni düzenlemelerle aktivite kazanması zor görünmemektedir.⁷⁸

4.2.4 Gayrimenkul Karşılıklı Senet

Medeni Kanun'un 844. maddesinde gayrimenkul karşılıklı senetlerin iki türü belirtilmiştir. İlk türünde fon talep eden taraf tahvil ihraç eder, borcun teminatı olarak da taşınmaz rehni yani ipotek yada ipotekli borç senedi tahsis eder. Rehlinli alacağın birer bölümünü oluşturan tahviller sahiplerine taşınmaz üzerinde doğrudan doğruya rehin hakkı verir. Bu tahviller bağımsız bir rehin senedi özelliğinde değildir. Bundan dolayı da rehin hakkı münferiden olmamakta ancak temsilci aracılığı ile kullanılmaktadır.

Hem borçluyu hem de tahvil sahibini temsil etmesi amacıyla bir vekil kuruluş tayin edilir. Alacakları temsilen taşınmaz rehni, vekil kuruluş lehine tesis edilir. Çoğunlukla bu kuruluşun işlevi tahvillerin pazarlanması, anapara ve faiz ödemelerinde aracılık görevi üstlenmektir. Bu vekil kuruluşun sermaye piyasası mevzuatı yönünden bir banka yada aracı kuruluş olması da mümkündür. Bahsedilen bu ilk türü, tek bir kuruluşa genelde de inşaatçı bir firmaya kaynak sağlar.

“MK, md. 844’de bahsedilen ikinci türde ise, birinci türde fon talep eden tahvil ihraç etmesinin tam tersi, tahvilleri aracı kurum ihraç eder. Tahvilleri ihraç eden kurum, kredi verdiği gerçek yada tüzel kişiden olan rehinli alacağını tahvil yatırımcıları lehine rehnettiği bir başka temsilci kuruluş bulunur. İhraççı kuruluş, tahvil bedelini aktardığı bu temsilci kuruluştan gayrimenkul rehni alır. Bu rehni de temin edilmiş alacağını tahvil sahipleri rehn eder. Ayrıca Medeni Kanun’un 869. maddesi gereğince alacak rehni için alacağı temsil eden senedin rehin alana teslimi gerektiğinden, ihraççının tahvil bedellerini aktardığı gerçek yada

⁷⁸ ULUDAĞ, İlhan; a.g.e., s.21

tüzel kişiden olan rehin alacağını tahvil sahiplerini tamamını temsil eden bir vekil kuruluşa rehnetmesi ve senedi teslimi gerekmektedir”⁷⁹.

Bu modelde de tek bir kuruluşa genellikle bir inşaatçı firmaya fon sağlanır. Bu bahsedilen her iki tür içinde senetlerin tapu siciline kaydı gerekir.

4.2.5 Varlığa Dayalı Menkul Kıymet

Menkul kıymetleştirmenin bir türü olan Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK), ilk kez 1992 yılında düzenlenerek, Sermaye Piyasası sistemimize girmiştir.

31.7.1992 tarihli 21301 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Seri III Tebliğ No:14’e göre VDMK, ihraççıların kendi ticari işlemlerinden doğmuş alacakları veya temellük edecekleri alacaklar karşılığında, ihraç edebilecekleri kıymetli evraktır. (Temlik: alacağın devredilmesi, temellük: alacağın devralınmasıdır.)

4.2.5.1 VDMK’lerin Konusu Olabilecek Alacak Türleri

VDMK’lerin konusu olabilecek alacak türleri şunlardır:

- Tüketici kredileri
- Konut kredileri
- Finansal kiralama sözleşmelerinden doğan alacaklar
- İhracat işleminden doğan alacaklar
- Diğer alacaklar
- Tarım Kredi Kooperatifleri aracılığıyla verilen bireysel kredilere ilişkin olarak T.C. Ziraat Bankası’nın senede bağlanmış alacakları
- Halk Bankası’nca esnaf ve sanatkarlarla küçük işletmelere açılan ihtisas kredileri
- Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının portföydeki gayrimenkullerinin satış veya satış vaadi sözleşmelerinden kaynaklanan senetli alacakları

⁷⁹ Alp, Ali; Yılmaz, M. Ufuk: Gayrimenkul Finansmanı Ve Değerlemesi, İstanbul, İMKB Yayınları, 2000, s.157

4.2.5.2 VDMK İhraç Edebilecek Kuruluşlar

Doğrudan veya alacakların temellükü suretiyle ihraç edilebilen VDMK'ler, aşağıdaki kurumlar tarafından ihraç edilmektedir:

- Bankalar
- Finansal kiralamaya yetkili kuruluşlar
- Genel finans ortaklıkları
- Finansman şirketleri

VDMK'lere ilişkin bazı zorunluluklar, şu şekilde sıralanabilir:⁸⁰

- Alacaklarını temlik eden kuruluş ile VDMK ihraç eden kuruluş arasında "Temlik Sözleşmesi" yapılır. Sözleşmenin, alacaklarını temlik eden kuruluşun, "Borcun muacceliyet kazanmasından itibaren üç gün içinde ödenmemesi halinde borçlulara herhangi bir ihtar, ihbar, protesto, icra takibi ve dava ikamesine gerek olmaksızın genel finans ortaklığına veya bankaya ödenmeyen borç tutarını ödeyeceğiz" ifadesini içermesi gerekir.
- VDMK'lerin halka arz yoluyla satışı için Kurul kaydına alınması zorunludur.
- Nominal değerleri toplamı, her bir tertip için, bu tertibin dayalı olduğu alacaklar portföyünde yer alan alacakların ihraç tarihindeki toplam tutarının yüzde 90'ını aşamaz.
- İkincil piyasada alım-satımı serbesttir.
- İskonto esasına göre satılabileceği gibi, dönemsel ve değişken faiz ödemeli olarak ihraç edilebilir.
- VDMK'lere dayanak teşkil eden alacak portföyü, özel hesaplarda incelenerek ayrı muhasebeleştirilmelidir.
- Kurul, menkul kıymet satışını kayda aldığı kuruluşların bunlara ilişkin hesap ve işlemlerini denetler.

⁸⁰ Sermaye Piyasası Ve Borsa Temel Bilgiler Kılavuzu, 15. Basım, İMKB, Mart Matbaacılık, Ağustos 2000, s.s.169-170 den esinlenerek tarafımızdan hazırlanmıştır.

- İlgili kuruluşlar, her ayın bitimini izleyen 10 gün içinde söz konusu aya ilişkin ödemeleri gösteren tabloyu, Kurul'a gönderirler.
- VDMK'ler itfa edilinceye kadar, bunların karşılığını oluşturan alacaklar ve duran varlıklar, başka bir amaçla tasarruf edilemez, rehnedilemez, teminat gösterilemez, haczedilemez. (SPK,md.13/A)

4.2.5.3 VDMK Sözleşmesinde Yer Alması Gereken Unsurlar

Nama veya hamiline yazılı olarak düzenlenebilen VDMK'lerin aşağıdaki unsurları taşımaları zorunludur:⁸¹

- VDMK ibaresi
- İhraç edilen menkul kıymetlere dayanak teşkil eden alacakların türü
- İhraç edecek şirketin ünvanı ve merkez adresi
- Belirli bir meblağı kayıtsız şartsız ödeme taahhüdü
- Tanzim yeri
- Tanzim tarihi
- Vade
- Ödeme yeri
- Sıra numarası
- Senet hamiline yazılı ise hamiline yazılı olduğu ibaresi, nama yazılı ise ilk lehdarın adı veya ünvanı
- Getiri türü
- Saklama Kuruluşu
- Garanti veren banka (Bankalar tarafından ihraç edilen VDMK'lerde bu unsur aranmaz).

⁸¹ ÖCAL ,Nurcan: Türkiye'de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar Ve Çözüm Önerileri, Ankara, SPK YN:106, Kasım 1997,s.42

4.3 Diğer Konut Finansman Sistemleri

İçinde yaşadığımız dönemde nüfus artışı ve kentselleşme olgusu konuta olan talebi arttırmıştır. Buna karşın konut sahibi olmak bireylerin oldukça yüklü bir birikiminin olmasını gerektirmektedir. Bu ise ancak üst gelir dilimindeki kişiler için sözkonusudur. Konut sektöründe oluşan bu tasarruf sıkıntısı yeni finansman modellerini ortaya çıkarmıştır.

İyi bir konut finansman sisteminden beklenenler tasarrufları harekete geçirmesi, tasarruflardan konuta ayrılan payın artırılması, konut finansmanında uzmanlaşmış kurumların tesisi, konuta ayrılan tasarrufların bu kurumlarda toplanmasının sağlanması, bu kurumların etkin çalışmasının sağlanması için gerekli tedbirlerin alınması ve konuta ilişkin hedeflerin gerçekleştirilmesinde düşük gelirli gruplara öncelik verilmesi olarak sıralanabilir.⁸²

Ülkemizde konut finansmanı alanındaki uygulamaların bu özellikleri ne ölçüde taşıdığı tartışma konusudur.

Konut finansman sistemleri; ülkelerin gelişmişliği, sermaye piyasalarının yapısı ve düzeyi, uygulanan politik rejim vb. faktörlere bağlı olarak farklılık göstermektedir. Fonların oluşturulması, kullanılması, fon transferini sağlayan kurumların yapısı ülkeden ülkeye değişmektedir. Aynı isimle adlandırılan bir sistemin işleyişi farklı bir ülkede kullandığı araçlar ve işleyiş açısından oldukça farklı bir yapı gösterebilir.

Genelde konut finansman sistemleri, fonları tasarruf edenlerden ödünç almak isteyenlere transfer edilmesi açısından 4 grupta toplanmaktadır:⁸³

- Doğrudan Finansman Sistemi (Direct Route)
- Mukavele Sistemi (Contractual Route)
- Mevduat Finansman Sistemi (Deposit Financing System)
- İpotek Bankası Sistemi (Mortgage Banking)

⁸² AKÇAY, Belgin: "Yeni Konut Finansman Modelleri", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Haziran 1998, sayı:6, s.49

⁸³ AKÇAY, Belgin: "Konut Finansman Sistemleri ve Türkiye'deki Uygulamanın Değerlendirilmesi", Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Aralık 1993, sayı:12, s. 48

4.3.1 Doğrudan Finansman Sistemi

Konut edinmek için kaynak ihtiyacı olanların, gerekli kaynağı tasarruf fazlası olanlardan doğrudan doğruya sağlamasıdır. Gelişmekte olan ülkelerde sık görülen bir metoddur. Kişisel ilişkiler, iş ilişkileri kaynak yolunda araçtır. Alternatif bir konut finansman sistemi yoksa, konut edinimi için fon ihtiyacı olanlar, fon fazlası olanlardan doğrudan doğruya fon sağlama yoluna gideceklerdir. Sistem gelişmiş ülkelerde de zaman zaman uygulanmaktadır. Sözelimi ebeveynler, çocuklarının konut alımlarında tutarın bir kısmını karşılayarak bu sistemin içinde yer almaktadırlar.

PIAR'ın 25 ilde yaptığı araştırmada konut sahibi olan hane halklarının %27'si konutlarını miras yoluyla, %22,7'si yakınlarından aldıkları ödünçlerle satın aldıkları sonucuna varılmıştır.⁸⁴

Doğrudan finansman sisteminin gelişmiş ülkelerde satıcılar tarafından uygulandığı görülmektedir. Alıcıya ödeme kolaylığı tanınarak satış fiyatını taksitlendirerek veya erteleyerek alıcıya bir çeşit kredi verilmiş olmaktadır. Yöntemin ABD ve Avrupa ülkelerinde de uygulandığı görülmüştür.

4.3.2 Mukavele Sistemi

Bu sistemde kredi kullanmak isteyenlerin tasarrufları belli bir süre bekletilmekte ve bekleme dönemi tamamlandıktan sonra kredi verilmektedir. Tasarruflar piyasaya göre daha düşük faizle bekletilir. Sistemi cazip kılan, sisteme dahil olanlara devlet sübvansiyonlarının uygun olmasıdır. Kredi almaya hak kazanıldığında ele geçecek tutar alıcının ihtiyacının yaklaşık %40'ı kadardır. Bu nedenle mukavele sisteminin başka sistemlerle de desteklenmesi zorunludur. Genellikle bu sistemle alınan kredi, diğer kredilerin geriye ödemesi için kullanılmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde uygulanan sosyal güvenlik fonlarının konut finansmanında kullanılması, mukavele sisteminin farklı bir şeklidir .⁸⁵

⁸⁴ AKÇAY, Belgin: "Konut Finansman Sistemleri ...", a.g.e, s.49

⁸⁵ AKÇAY, Belgin: "Konut Finansman Sistemleri ...", a.g.e, s.49

Sistemin uygulanabilirliği, istikrarlı bir fiyat seviyesinin mevcut oluşu, tasarruf dönemi sonunda destekleyici diğer kredileri alma imkanı oluşu, ödünç alandan daha fazla tasarruf sahibinin bulunması ve devletin sağladığı desteğe bağlıdır.

Almanya ve Fransa sistemin uygulandığı ülkeler arasındadır. Bu ülkelerde kira sektörü gelişmiş olduğundan sistem yaygın şekilde kullanılmaktadır. Ancak, İngiltere gibi kira sektörünün gelişmemiş olduğđ ülkelerde sistem tercih edilmemektedir.

4.3.3 Mevduat Finansman Sistemi

Mevduat Finansman Sistemi, en çok kullanılan konut finansman sistemidir. Ticari bankalar tasarruf bankaları, kredi kurumları ve yapı toplulukları sistemi oluşturan öğelerdir.⁸⁶

Bireyler tasarruflarını bu kurumlara yatırmakta ve toplanan fonlar ihtiyacı olanlara ödünç verilmektedir. Toplanan fonların nasıl değerlendirileceği konut kredileri ile diğer alanlarda verilecek krediler arasında rekabete yol açmaktadır.

Sistemi oluşturan aracı kurumlar (Tasarruf Bankaları ve Ticari Bankalar, Kredi Kurumları) uzun vadeli ve sabit faizli mevduat toplayamadığından bu şartlarla kredi sağlayamamakta ve kredilere değişken faiz uygulamaktadırlar.

4.3.4 İpotek Bankası Sistemi

İpotek Bankası Sistemi; “ipoteke bankası” (Mortgage Banking) veya “ipotekli tahvil sistemi” (Mortgage Bond System) olarak da adlandırılır. İpotek sisteminin tüm aşamaları (kredilendirme, fonlama, fonların satışı, kredi hizmeti) bir arada ipoteke bankası tarafından yürütölmekle beraber birbirinden bağımsızdır.

İpotek bankacılık sistemi sabit faiz oranlarıyla çalışmaktadır. Sabit faiz oranlı tahvillerle finanse edildiğinden, verilen krediler de sabit faizlidir. Faiz oranlarının dalgalı olduğđ piyasalarda faiz oranlarındaki değişim konut piyasasına yansıtılmak zorundadır. Bu durum zaman zaman ödünç alanlar açısından adaletsizliğe neden olur. Aynı vadedeki krediler zaman zaman daha düşük / yüksek faiz oranıyla satışa sunulabilmektedir. Bu nedenle faiz oranlarının

⁸⁶ AKÇAY, Belgin: “Konut Finansman Sistemleri ...”, a.g.e, s.49

belli oranlarda değiştirilmesi gerekmektedir. Bu da ipotek bankacılık sistemi ile mevduat bankacılık sistemini birbirine yaklaştırmaktadır.⁸⁷

İpotek bankacılık sistemi, ABD’de yaygın olarak kullanılmaktadır. İlk uygulama ABD’de ekonomik şartlar sonucunda ihtiyaçtan kaynaklanmış, küçük çiftçiler ipotekli borçlarını ödeyemedikleri için hükümet ipotek garantili tahvil satışı ile soruna çözüm getirerek yeni bir ödeme planına bağlamıştır. Daha sonra ipotek bankerleri, ipotek bankacılığı vb. kurumlar oluşmuştur.

Kredilerin değişken faizli oluşu, hükümet teşviklerinin olmaması borçlunun rızası olmaksızın, kredi alacağını devredilebilmesi sistemin Avrupa’da gelişmesine engel olmuştur.



⁸⁷ AKÇAY, Belgin: “Konut Finansman Sistemleri ...”, a.g.e, s. 51

V. BÖLÜM

GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIKLARININ TÜRKİYE UYGULAMALARI

Bu bölümde GYO sektörünün ülkemizdeki durumu ele alınarak, mevcut durumları karşılaştırılmış, hisse senetleri borsada işlem görmekte olan 9 adet GYO'nun yapısı incelenmiş ve GYO'nun sorunlarına değinilmiştir.

5.1 Ülkemizde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Mevcut Durumu

Gayrimenkul; Türkiye'de yıllarca güvenli ve popüler bir yatırım aracı olmuştur. Son zamanlarda yapılan kamuoyu araştırmaları Türk nüfusunun %50'ye yakınının ilk yatırım tercihi olarak gayrimenkülü seçtiğini göstermektedir.

Son ekonomik kriz öncesinde, 2001 yılının ortalarından itibaren, düşük enflasyon ve düşük reel faiz oranlarının olduğu bir ortamda, emlak piyasasının alternatif yatırım aracı olarak ilgi çekmesinin yanı sıra, uzun vadeli konut finansman modellerinin (mortgage) hayata geçirilmesinden de olumlu etkilenmesini beklenmekteydi. Bu da özellikle Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları için son derece önemli bir fırsat görünümündeydi. Ancak yaşanan ekonomik kriz, tüm sektörlerde olduğu gibi, gayrimenkul, dolayısıyla Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları sektöründe de ciddi sıkıntılar doğurmuştur. Bununla birlikte likit ve çeşitlendirilmiş portföy yapıları ile profesyonel ve şeffaf bir yönetim anlayışına sahip olan GYO'ların, önümüzdeki yıllarda gayrimenkul sektörünün yüksek potansiyelinden yüksek ölçüde faydalanacakları kaçınılmazdır.

Hayat sigortası ve özel emeklilik fonları alanlarında yeterince gelişme kaydedemeyen Türkiye'de, bankaların da gayrimenkul mülkiyetlerine sınırlamalar getirilmiş olması, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarını (GYO) kurumsal gayrimenkul yatırımı alanında öne çıkartmıştır. Uzun vadeli yatırım anlayışına sahip olan ve yüksek risk bilinci taşıyan özel emeklilik fonlarının Türkiye'deki gelişimi, bu fonların enflasyonist etkilere karşı portföylerinde gayrimenkul yatırımlarına yer vermeleri sayesinde gayrimenkul piyasasındaki kurumsal yatırımcı talebini artıracaktır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları sektörü, ülkemizde yeni gelişen sektörlerden biri olmasına rağmen şu ana kadar sektöre kayda değer miktarda kurumsal sermaye girmiştir. Sektöre sürekli talep olması, bu talebi karşılamak için kurumsal sermayeye olan ihtiyaç ve GYO'nun küçük yatırımcılara şartları ölçüsünde gayrimenkul yatırımı yapabilme imkanı sunması yeni GYO'nun sektöre girmesinde etkili olmuştur. Bununla birlikte, İMKB'de işlem Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının toplam net aktif değer büyüklüğü 968 Trilyon lira olup, gelişmiş ülkelerdekilerle karşılaştırınca çok küçük kalmaktadır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ilk kez 1992 yılında Sermaye Piyasası Kanunu ve Vergi Kanunlarında yapılan düzenlemelerle hukuk sistemimize girmiştir. 22.7.1995 tarih ve 22351 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının kuruluşlarına, faaliyet ilke ve kurallarına, hisse senetlerini halka arz etmelerine ilişkin esasları düzenlemiştir. 8 Kasım 1998 tarihinde yayımlanan haliyle Tebliğ değişiklik göstermiş, 08.06.2000 tarihli düzenleme ile GYO'ların aynı sermaye koyma imkanı sağlanmıştır. Kanunda ve buna bağlı olarak GYO Tebliğinde yapılan bu değişiklik ile, ortaklar ellerindeki kıymetli gayrimenkulleri sermayeye ilave etmek suretiyle GYO portföyüne dahil edebileceklerdir. 24 Mart 2001 Tarih ve 24352 Sayılı resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri VI No: 14 Sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği ile son şeklini almıştır.

Ülkemizde ilk GYO 1996 yılında kurulmuş ve 1997'de de halka açılmıştır. Bugün ise halka açık, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına kote olan toplam 9 adet GYO bulunmaktadır. Bunlar; Alarko GYO, Atakule GYO, EGS GYO, İhlas GYO, İş GYO, Nurol GYO, Garanti GYO (Osmanlı GYO), Vakıf GYO, Yapı Kredi-Koray GYO'dur. Bu GYO'ları, aynı zamanda Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Derneği'ne üyedir. Saydığımız bu 9 adet GYO'nun yanısıra, derneğe üye olmaksızın faaliyet gösteren GYO'ları da bulunmaktadır.

Bu şirketlerden beşinin ana faaliyet kolu bankacılık olup diğer dördünün ise, taahhütten tekstile, medyadan, taahhüt ve inşaatla değişiklik göstermektedir.

Ülkemizde kurulan GYO'nun tümü öz varlığa dayalı GYO'lar (equity REITs) grubunda yer almaktadır. Bu tür GYO'lar gayrimenkulün mülkiyetini elinde tutan ortaklıklardır. Yine ülkemizde mevcut GYO'lar portföy kapsamı tam olarak tanımlanmamış ortaklıklar olarak nitelendirilebilirler. Yani intifa hakkı sahipleri belirsiz bir dönemde elde edilen ve miktarı

kesin olmayan çeşitli kira gelirleri ve belirsiz kar paylarına yatırım yapmak için örgütlenmişlerdir.⁸⁸

Aşağıdaki tabloda İMKB'de işlem gören 9 adet GYO, portföy yapıları ile birlikte özetlenmektedir.

Tablo 5.1: GYO'larının Portföylerindeki Taşınmazlar

GYO	PORTFÖYDEKİ GAYRİMENKUL TİPİ	AÇIKLAMA
Alarko GYO	Arsa Ofis Alanı Ofis Alanı Konut	121,586 m ² - Güzelbahçe / İzmir 730 m ² - Şişhane / İstanbul 1,730 m ² - Karaköy / İstanbul 2 daire, 98 villa - B.Çekmece / İstanbul
Atakule GYO	Alışveriş Merkezi İş Merkezi Otel İş Merkezi Lokal	Atakule - Çankaya - Ankara Obaköy İş Merkezi Zeytinburnu - İstanbul Alaaddin Otel, İncekum/Alanya – Antalya Haşimişcan İş Merkezi, Haşimişcan - Antalya Vakıfbank Şube Lokali, Bahçelievler - Ankara
EGS GYO	Ofis Alanı Alışveriş Merkezi Alışveriş Merkezi / Fuar Kongre Merkezi Alışveriş Merkezi Projesi	İstanbul / Yeşilköy EGS Park İzmir / Mavişehir EGS Park Denizli İzmir / Basmane
İhlas GYO	Konut Konut Ofis Alanı Projesi Konut Ofis Alanı Arsa	67+144 Daire, 10 villa - İstanbul / İhlas Marmara 60 daire - Armutlu Tarabya 21 villa – Çekmeköy İstanbul / Çamlıca 4,824 m ² - İzmir / Bornova
İş GYO	Ofis Alanı + Alışveriş Merkezi + Otopark + Arsa Ofis Alanı	56,649 m ² - İstanbul - Levent Ankara / İş Bankası Gn. Md.lük binası
Nurol GYO	Konut Ofis Alanı Alışveriş Merkezi	58 villa – Ankara G.O.Paşa İstanbul / Maslak 13 Mağaza - Bodrum / Oasis A. Mer.

⁸⁸ AKÇAY, Belgin: "Türkiye'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Değerlendirilmesi", *ActiveFinans*, Yıl:2, Sayı:11, Şubat-Mart 2000, s.45

	Konut	3 villa – İstanbul / Uskumruköy
Garanti GYO	Ofis Alanı	550 m ² - İstanbul / Nişantaşı
	Ofis Alanı	1,150 m ² - İstanbul / Taksim
	Ofis Alanı	1,160 m ² - İstanbul / Şişli
	Ofis Alanı	374 m ² - İstanbul / Levent
	Ofis alanı	310 m ² - Ankara / Yenışehir
	Ofis alanı	645 m ² - Bursa
	Ofis alanı	3,550 m ² - Antalya
Yapı Kredi Koray GYO	Ofis alanı	9,720 m ² (Yapı Kredi Plaza) - İstanbul / Levent
	Konut	73,000 m ² arsa üzerinde 215 konut birimi (İstanbul İstanbul Projesi) - İstanbul / Kemerburgaz
	Konut	68 konutun (Kemer Country Yalikonaklar) %21.08'i - İstanbul / Kemerburgaz
	Konut	2,400 m ² toplam brüt konut alanı (Elit Residence) - İstanbul / Şişli
	Proje	480,000 m ² arsa üzerine Konut Projesi - İstanbul / Riva
Vakıf GYO	Arsa	14,032 m ² - Ankara / Eskişehir yolu
	Arsa	33,411 m ² - Ankara / Çayyolu
	Ofis Alanı	1,079 m ² - Ankara / Tunalı Hilmi
	Ofis alanı	735 m ² - Ankara / Üsküp Caddesi
	Ofis Alanı	411 m ² - Ankara / Tunalı Hilmi
	Ofis Alanı	2,047 m ² - İstanbul / Etiler
	Ofis Alanı	250 m ² - İstanbul / Bağdat Caddesi

Kaynak : www.e-gayrimenkul.net, Haziran 2002

Tabloya kısaca göz gezdirecek olursak, konut projeleriyle ortaya çıkan GYO sektörünün günümüzde, portföylerinde ofis alanı, iş merkezi, alışveriş merkezi gibi çeşitli gayrimenkulleri bulundurduğu görülecektir. Bir başka açıdan bakacak olursak, faaliyet konusu bankacılık olan GYO'nun portföylerinin genelde ofis alanı, arsa gibi gayrimenkullerden oluştuğu, konutun sadece Yapı Kredi Koray GYO'nun portföyünde yer aldığı görülebilir.

Ana faaliyet kolu bankacılık olan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları:

- Atakule GYO (bağlı olduğu grubun ana iş kolu açısından),
- Garanti GYO,
- İş GYO,

- Vakıf GYO,
- Yapı Kredi Koray GYO

Diğer GYO'nun faaliyet kolları ise:

- Alarko GYO → Taahhüt, Konut, İnşaat
- EGS GYO → Tekstil
- İhlas GYO → İnşaat, Medya
- Nurol GYO → Taahhüt ve İnşaat

seklindedir.

Gerçekleşen halka arzlarda Alarko, EGS ve Yapı Kredi Koray GYO'nun hisselerinin %85-90'ı yabancı yatırımcılar tarafından alınmış, diğer GYO'ların halka arzları ise ağırlıklı olarak yurt içinde tamamlanmıştır.⁸⁹

İMKB'de işlem gören GYO'ların 5'ü ani usulde, 4'ü de dönüşüm şeklinde kurulmuştur. Bu GYO'lara ilişkin Haziran 2002 tarihli bilgiler detaylı olarak aşağıdaki tabloda sunulmuştur:

Tablo 5.2: GYO'nun Kuruluş Biçimleri

GYO	Kuruluş	Kuruluş Tarihi	Kayıtlı Sermaye Tavanı (Milyar TL)	Çıkarılmış Sermaye (Milyar TL)
Alarko	Dönüşüm	30.05.1996	20.000	3.565
Atakule	Ani	21.08.2000	100.000	63.000
EGS	Dönüşüm	01.10.1997	75.000	50.000
Garanti	Ani	25.07.1996	50.000	23.250
İhlas	Dönüşüm	23.12.1997	10.000	8.825
İş	Dönüşüm	06.08.1999	500.000	235.690
Nurol	Ani	03.09.1997	50.000	10.000
Vakıf	Ani	2.11.1996	5.000	5.000
YKB-Koray	Ani	24.12.1996	100.000	10.000

Kaynak: SPK Aylık Bülteni, Haziran 2002, TABLO VII.1

⁸⁹www.global.com.tr , Haziran 2002

Tabloda da görüldüğü gibi, mevcut GYO'nun 5'i ani usulde kurulmuş olup, diğerleri başka alanda faaliyet gösteren anonim şirketlerin GYO'na dönüşmesi suretiyle kurulmuştur. Kıyaslama yapılacak olursak, faaliyet konusu taahhüt, inşaat, medya olan GYO'nun dönüşüm suretiyle kurulduğu, bu alanda faaliyet gösteren GYO'ndan yalnızca Nurol GYO'nun ani usulde kurulduğu görülecektir.

Tablo 5.3: GYO'nun Portföyleri İtibariyle Mevcut Durumu

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	Portföy Değeri (Milyon TL)	Net Aktifler(*) (Milyon TL)	Hisse Sayısı (Milyon Ad.)	Net Aktifler (Hisse/TL)	Hisse Fiyatı(**) (TL)	Hisse Fiyatı(**) (TL)	Aylık Getiri Oranı	Piyasa Değeri (Milyon TL)
		30 Haz 02		30 Haz 02	31 May 02	28 Haz 02		28 Haz 02
Alarko G.Y.O.	23.139.703	116.412.402	3.565	32.654,00	10.750	11.750	9,30	41.888.750
Atakule G.Y.O. (1)	77.794.797	78.410.926	63.000	1.245,00	470	400	-14,89	25.200.000
EGS G.Y.O.	208.699.447	162.502.385	50.000	3.250,00	0	0	(***)	0
Garanti G.Y.O. (****)	55.486.482	56.779.204	23.250	2.442,00	660	540	-18,18	12.555.000
İhlas G.Y.O.	13.348.794	15.636.563	8.824,5	1.772,00	770	600	-22,08	5.294.700
İş G.Y.O.	420.955.768	418.866.231	235.690	1.777,00	860	770	-10,47	181.481.300
Nurol G.Y.O.	29.213.001	15.733.351	10.000	1.573,00	1.525	1.350	-11,48	13.500.000
Vakıf G.Y.O.	29.269.978	29.627.797	5.000	5.926,00	2.125	2.200	3,53	11.000.000
Yapı Kredi Koray G.Y.O.	66.387.787	85.860.105	10.000	8.586,00	2.700	2.050	-24,07	20.500.000
TOPLAM	924.295.757	979.828.964					-9,82	311.419.750

(*) NET AKTİFLER=Portföy Değeri+Hazır Değerler+Alacaklar-Borçlar

(**) İkinci Seans Kapanış Fiyatları

(***) Borsa tarafından geçici olarak tahtası kapatıldığı için bu ay için aylık getirisi hesaplanamamaktadır.

(****) Osmanlı GMYO A.Ş.'nin unvanı değişmiştir.

Kaynak: SPK Aylık Bülteni, Haziran 2002, Tablo VII.1: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Mevcut Durumu, Haziran 2002

GYO'nun portföy değerlerini karşılaştıracak olursak, 420 Trilyon ile İş GYO'nun neredeyse GYO'nun toplam portföy değerinin %50'sine yakın bir değerle ilk sırada yer aldığı görülmektedir. İş GYO'nun 28 Haziran 2002 Tarihi itibariyle gerçekleşen piyasa değeri de 181 Trilyon değerle yine birinci sıradadır. Buna karşın getiri sıralamasında üçüncü sırada yer almaktadır.

Haziran 2002 tarihi itibariyle tüm GYO'nun net aktif değeri, piyasa değerinden fazla olup, şirketler iskontolu işlem görmektedir.

Hisselerin aylık getiri oranlarına baktığımızda en yüksek getiriye son bir aylık dönemde Alarko GYO getirirken, Yapı Kredi Koray ise -24.07'lik oranla hisseleri en fazla değer kaybına uğrayan GYO olmuştur.

GYO'nun portföy değeri ile net aktif değeri arasında bir karşılaştırma yapacak olursak; Alarko GYO'nda iki değer önemli ölçüde farklılık göstermektedir. Net aktif değerinin, portföy değerinden bu derece fazla olması, şirketin hazır değer kalemlerinden kaynaklanmaktadır ki bu da ileride bilanço kalemlerinde görülecektir.

GYO'lar Sermaye Piyasası Kurulu'nun kontrolü altındadır ve şirketlerin %49'unun halka açılma zorunluluğu bulunmaktadır. Gelir ve Kurumlar vergisinden muaftırlar. Devletin sağladığı vergi teşviği, şirketlerin, aktiflerinde atıl olarak duran gayrimenkulleri, gayrimenkul yatırım ortaklığı kurmak suretiyle menkulleştirerek yeni finans kaynakları sağlamalarına yol açmıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun GYO'lardan beklentisi ile, kurulan ilk GYO'nun amaçları aynı olmamıştır. İnşaat şirketleri GYO'ları, gayrimenkule dayalı projelerini finanse edebilecekleri vergisel yönden avantajlı bir kaynak sağlama yolu olarak, bankalar ise, bilançolarının aktifinde bulunan yüksek tutardaki gayrimenkulleri bilanço dışına çıkarabilecekleri bir şirket olarak görmektedirler. Örneğin Yapı Kredi-Koray GYO, İstanbul Levent'teki Yapı Kredi Plaza Bloklarından 10 adet ofis katını portföye almış, bunları Yapı Kredi Bankası'na geri kiralamıştır. Alarko GYO'nun portföyünün çoğunu Alkent 2000'deki konut ve apartman daireleri oluşturmaktadır. Alkent 2000 projesini Alarko Holding'e bağlı bir inşaat şirketi üstlenmiştir. Uygulamada görülen bu aksaklık, GYO'lara "bağımsızlık ilkesi" getirilerek giderilmeye çalışılmıştır.⁹⁰

GYO'nun kar dağıtma mecburiyetleri de yoktur. ABD'deki %90 kar dağıtma zorunluluğu ile kıyaslandığında Türkiye'deki GYO'ların kazandığı fonları şirkette tutarak daha hızlı büyüme potansiyeli olduğu görülmektedir. Halka arzlardan ve finansal kuruluşlardan alınan kredilerden temin edilen fonlar, gayrimenkul endüstrisine aktarılarak, gayrimenkul sektörüne finansman sağlamaktadır.

⁹⁰ GÖKÇE, Gamze: "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Ve Kamu...", a.g.e, s.79

GYO sektörünün gelişimini, tanıtım ve temsilini sağlamak, sektörde kalite, kontrol ve eğitim konularında standartları oluşturmak ve korumak amacıyla, Türkiye'deki GYO'ların temsilcileri bir araya gelerek "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Derneği'ni" (GYODER) kurmuştur. Böylelikle sektör, resmi bir temsilciye kavuşmuştur. 2 Ağustos 1999 tarihinde kurulan Dernek, aktif olarak faaliyetlerini sürdürmektedir.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Derneği'nin amaçları şunlardır:⁹¹

- Gayrimenkul sektörünün gelişimi için çözümler üretmek ve kurumsallaşmasını hızlandırmak,
- Şehirleşme sürecinde çağdaş ve uygar kent unsurlarının oluşmasına katkıda bulunmak,
- Metropollerde yerel yönetimler ve ilgili devlet kuruluşları ile birlikte kent içi rehabilitasyon ve dönüşüm planlarına katkıda bulunmak,
- Sektörün standartlarını oluşturmak,
- GYO endüstrisinin tanıtımı için toplantılar, sempozyum ve seminerler düzenlemek, Sektördeki iletişim, bilgi alışverişini artırmak ve koordinasyonu sağlamak.

Derneğin düzenlediği konferanslar, paneller, sempozyumlar ve eğitim seminerleri gayrimenkul sektöründeki kişi ve kuruluşlar tarafından yakından takip edilmekte ve GYODER çatısı altında bir sinerji oluşmaktadır.

Ülkemizde, tasarrufların büyük bölümünün gayrimenkullerden oluştuğu göz önünde bulundurulduğunda inşaat sektörüne profesyoneller eliyle yönetilen kurumsal sermayenin girebilmesi büyük önem taşımaktadır. Uzun vadeli konut finansmanının uygulanabilir hale gelmesi ile sektöre kurumsal sermaye girişini sağlayan GYO'nın, yeni sermaye piyasası aracı olarak piyasalarda daha etkin bir rol oynaması beklenmektedir.

⁹¹ GYODER, http://www.gyoder.org.tr/turkce/frm_index/main.html

Tablo 5.4: GYO'nun Karşılaştırmalı Portföyleri

	31.03.2001	28.02.2002	31.03.2002
TOPLAM ORTAKLIK	8	9	9
TOPLAM PORTFÖY DEĞERİ	514,1 TRİLYON TL	968,8 TRİLYON TL	965 TRİLYON TL
TOPLAM DEĞERİ	533 TRİLYON TL	986,5 TRİLYON TL	980 TRİLYON TL
TOPLAM PİYASA KAPİTALİZASYONU (PAY SAYISI*BİR PAYIN BORSA DEĞERİ)	244,5 TRİLYON TL	415 TRİLYON TL	406,5 TRİLYON TL
	31.03.2001	28.02.2002	31.03.2002
VARLIK TÜRÜ	%	%	%
BİNA VE ARSALAR	59	74	75
TERS REPO	5	1	1
GAYRİMENKULE DAY.PROJ.	33	23	22
KESİN ALIM MEN.KIY.	3	2	2
DİĞER	0	0	0
TOPLAM	100	100	100

Kaynak: www.spk.gov.tr, Nisan 2002

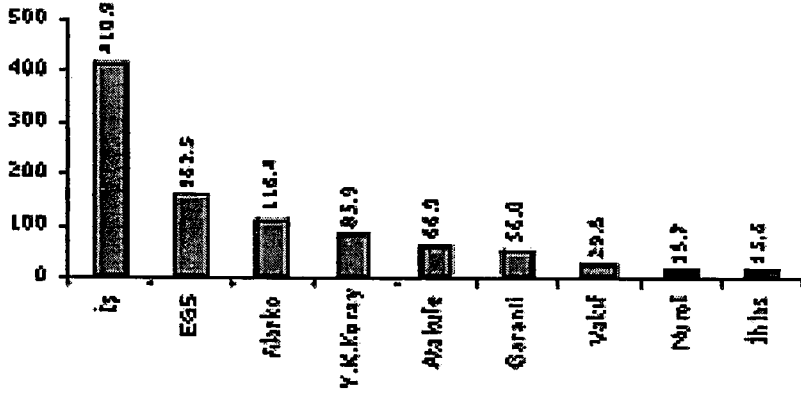
Tabloda görüldüğü gibi, 2002 Yılında GYO sayısı 8'den 9'a çıkmıştır, bununla beraber toplam portföy değeri %87 oranında artmıştır. Ancak bu artışın TL bazında olduğu unutulmamalıdır. Varlık türleri sınıflamasında bina ve arsaların oranında yaklaşık %27'lik bir artış meydana gelmiş, buna karşın gayrimenkule dayalı projelerde %33 oranında, ters repo işlemlerinde de %80 oranında azalma gerçekleşmiştir. Buradan hareketle, GYO'nun portföyünün son bir yıl içinde menkul kıymetlerden, gayrimenkullere doğru bir gelişim gösterdiği söylenebilir.

Aşağıda İMKB'de işlem gören GYO'ların gayrimenkul portföylerinin ve net aktif değerlerinin dağılımı yer almaktadır:⁹²

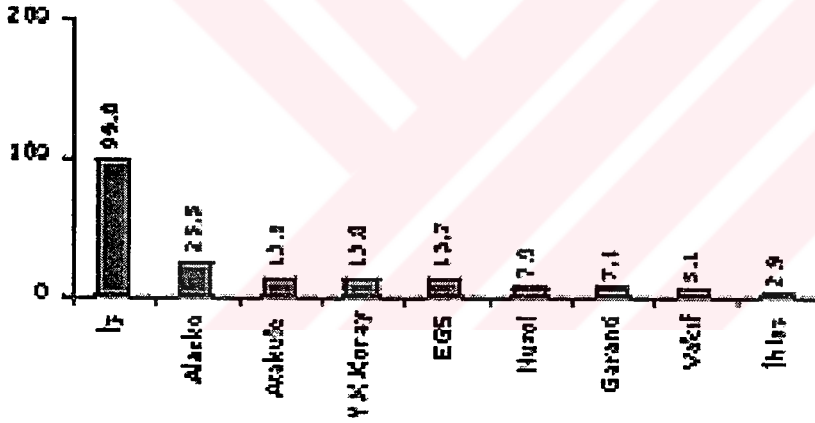
⁹² www.global.com.tr

Grafik 5.1: İMKB'deki GYO'ların Net Aktif Değerleri ve Piyasa Değerleri

**İMKB'deki GYO'ların Net Aktif Değerleri
(30 Haziran 2002, trilyon TL)**



**İMKB'deki GYO'ların Piyasa Değerleri
(15 Temmuz 2002, trilyon TL)**



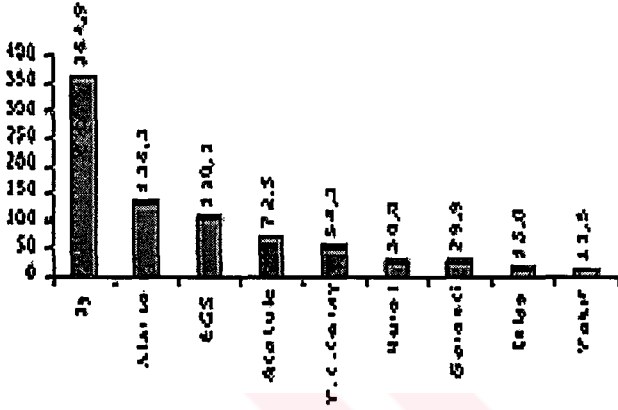
Kaynak: Global Menkul Değerler Araştırma, Temmuz 2002

Yukarıda; Tablo 5.3'ün değerleri grafiksel olarak gösterilmiştir. Gerek net aktif değer, gerekse piyasa değeri açısından İş GYO en yüksek hacime sahipken, İhlas GYO son sırada ve en zayıf olanı olarak göze çarpmaktadır.

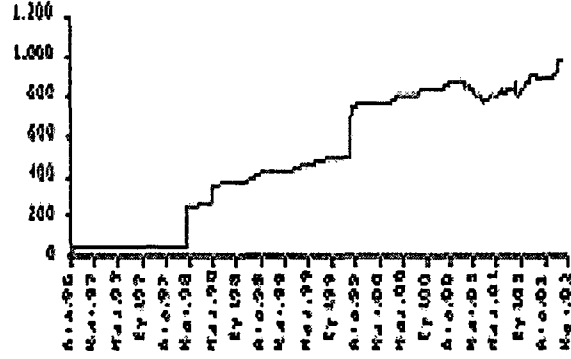
Grafik 5.2: İMKB'deki GYO'ların Toplam Aktifleri ve Net Aktif Değerleri

(31.12.2001 – 31.03.2002 Karşılaştırmalı)

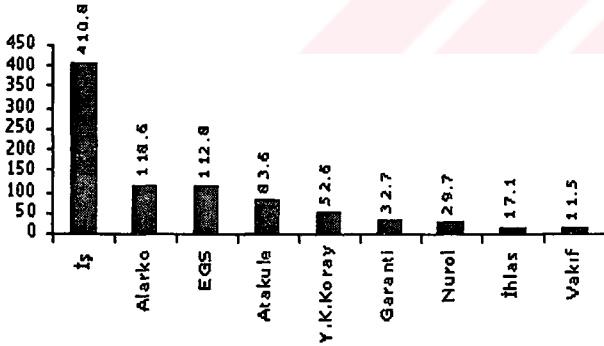
**İMKB'deki GYO'ların
Toplam Aktifleri
(31 Aralık 2001, trilyon TL)**



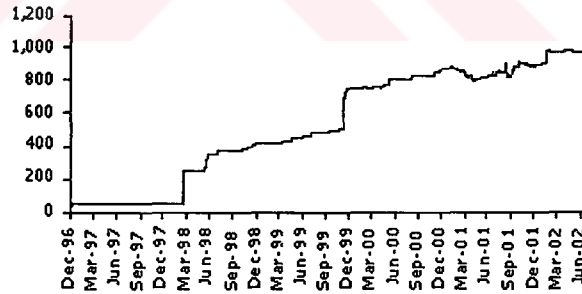
**İMKB'deki GYO'ların
Net Aktif Değer Toplamı
(trilyon TL)**



**İMKB'deki GYO'ların
Toplam Aktifleri
(31 Mart 2002, trilyon TL)**



**İMKB'deki GYO'ların
Net Aktif Değer Toplamı
(trilyon TL)**



Kaynak: Global Menkul Değerler Araştırma, Nisan 2002

2002 Yılı ilk üç aylık dönemde GYO'nun toplam aktiflerine ilişkin yapılan karşılaştırmada, önemli bir fark gerçekleşmemiş, Garanti GYO ile Nuro GYO arasında bir yer değişimi olup, Garanti GYO, altıncı sıraya yükselmiştir. Buna karşın net aktif değerinde Aralık 96'dan günümüze önemli bir yükseliş gözlenmektedir.

Tablo 5.5: GYO'nun Gayrimenkul Portföylerinin % olarak Dağılımı**İMKB'deki GYO'ların Gayrimenkul Portföylerinin Dağılımı (%)**

	Arsa ve Araziler	Binalar Konutlar	Gayrimenkul Projeleri	Mülkiyete Geçirilmemiş Varlıklar	Gayrimenkul Portföyünün Değeri (mn \$)
Alarko	70%	12%	17%	1%	23,1
Atakule	0%	100%	0%	0%	64,3
EGS	0%	34%	63%	3%	208,7
Garanti	75%	25%	0%	0%	46,7
İhlas	9%	91%	0%	0%	13,3
İş	40%	31%	0%	29%	408,9
Nurol	40%	31%	0%	29%	29,2
Vakıf	28%	34%	38%	0%	28,4
YK Koray	32%	38%	30%	0%	63,8
Toplam	15%	65%	19%	2%	886,4

Kaynak: Global Menkul Değerler Araştırma (30 Haziran 2002 itibariyle)

Tablo 5.6: GYO'nun Gayrimenkul Portföylerinin Rakamsal Ve % olarak Dağılımı

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	Bina Arsa Ve Araziler	(%)	G.Menkule Dayalı Projeler	(%)	Kesin Alım Menkul Kıymetler	(%)	Ters Repo	(%)	Diğer	(%)	Portföy Değeri
Alarko G.Y.O.	18.958.030	81,93	4.181.673	18,07	0	0,00	0	0,00	0	0,00	23.139.703
Atakule G.Y.O.	75.567.000	97,14	0	0,00	2.227.797	2,86	0	0,00	0	0,00	77.794.797
EGS G.Y.O.	71.215.000	34,12	137.484.447	65,88	0	0,00	0	0,00	0	0,00	208.699.447
Garanti G.Y.O.	46.710.000	84,18	0	0,00	4.287.200	7,73	12.045	0,02	4.477.237	8,07	55.486.482
İhlas G.Y.O.	10.450.000	78,28	2.872.795	21,52	0	0,00	25.999	0,19	0	0,00	13.348.794
İş G.Y.O.	408.865.000	97,13	0	0,00	9.414.989	2,24	2.602.698	0,62	73.081	0,02	420.955.768
Nurol G.Y.O.	20.791.373	71,17	8.383.104	28,70	27.269	0,09	0	0,00	11.255	0,04	29.213.001
Vakıf G.Y.O.	28.435.000	97,15	0	0,00	0	0,00	834.978	2,85	0	0,00	29.269.978
Y.K.B. Koray G.Y.O.	52.070.000	78,43	11.681.602	17,60	0	0,00	1.636.003	2,46	1.000.182	1,51	66.387.787
TOPLAM	733.061.403	79,31	164.603.621	17,81	15.957.255	1,73	5.111.723	0,55	5.561.755	0,60	924.295.757

Kaynak: SPK Aylık Bülteni, Haziran 2002, Tablo VII.2: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Portföy Yapısı, Haziran 2002, (Milyon TL.)

GYO'nun portföylerinde yer alan gayrimenkullerin dağılımını inceleyecek olursak, çoğunluğu %65'lik oran ile bina ve konutların oluşturduğu görülmektedir. Temmuz 2002 itibariyle

gayrimenkul projeleri ikinci sırada yer almaktadır. Arsa ve arazilerin genel olarak GYO portföyündeki yeri %15 olmakla birlikte tek tek incelendiğinde Alarko GYO'nun portföyünde bu oran %70'e, Garanti GYO'nda ise %75'e çıkmaktadır. Atakule GYO'nun portföyünün tamamı bina ve konutlardan oluşmakta; Garanti, İhlas, İş ve Nurol GYO'nun portföyünde gayrimenkul projeleri bulunmamaktadır.

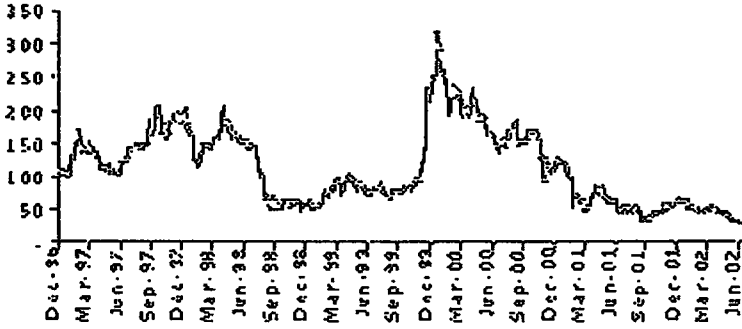
Tablo 5.7: İMKB'deki GYO'ların Net Aktif Değerlerinin Dağılımı (%)

	Arsalar Araziler	Ticari Gayrimenkul	Konut Projeleri	Likit Varlıklar	Toplam Net Aktif Değer (mn \$)
Alarko	14%	2%	4%	80%	116,4
Atakule	0%	96%	0%	4%	66,9
EGS	0%	128%	0%	-28%	162,5
Garanti	62%	21%	0%	18%	56,8
İhlas	15%	52%	18%	15%	15,6
İş	9%	89%	0%	2%	418,9
Nurol	75%	57%	53%	-85%	15,7
Vakıf	27%	69%	0%	4%	29,6
YK Koray	24%	28%	22%	26%	85,9
Toplam	13%	74%	4%	8%	968,3

Kaynak: Global Menkul Değerler Araştırma

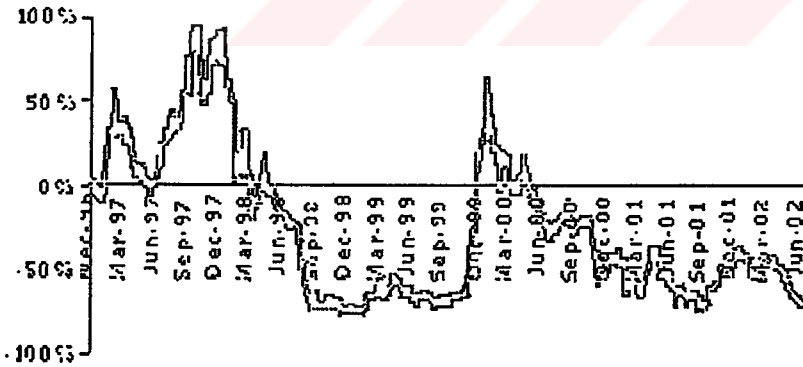
Net Aktif Değerler 30 Haziran 2002 itibarıyla verilmiştir. Oranlar, GYO'ların her bir varlık grubunun, gayrimenkul portföylerinin ve net aktif değerlerinin yüzde kaçını temsil ettiğini göstermektedir. Likit varlıklar; hazır değerler, menkul kıymetler, alacaklar, borçlar ve diğer aktiflerin net tutarını göstermektedir.

Haziran 2002 sonu itibarıyla İMKB'deki sekiz GYO'nun net aktif değerlerinin %74'ünü ticari gayrimenkuller, %4'ünü konut projeleri, %13'ünü arsa/arazi yatırımları, %8'ini ise likit varlıklar oluşturmaktadır. Ticari gayrimenkullerin payının yüksek olmasının sebebi, en yüksek net aktif değere sahip olan iki GYO'nun (EGS GYO ve İş GYO) ağırlıklı olarak ticari gayrimenkullere yatırım yapmış olmalarıdır.

Grafik 5.3: İMKB'deki GYO'ların Fiyat Performansları**GYO Fiyat Endeksi (USD bazında)**

Kaynak: www.global.com.tr

GYO'nun USD bazında fiyat performanslarını incelersek, 2000 Yılı'nın sonuna doğru düşüş trendine girdiği ve 2001'de de bu düşüşü sürdürdüğü görülmektedir. Ekonomik krizle birlikte yaşanan döviz kurlarındaki belirsizliğin bu düşüşte etkili olduğu söylenebilir. Buna paralel olarak GYO'nun aynı dönemde iskontolu çalışmaya başlamış olduğu aşağıdaki tabloda görülmektedir.

Grafik 5.4: İMKB'deki GYO'ların Toplam Piyasa Değerinin Toplam Net Aktif Değere Olan iskontosu / Primi

Kaynak: www.global.com.tr

Tablo 5.8: Borsa'da İşlem Gören GYO'ların 6 aylık karşılaştırmalı Kar/Zarar Durumu

Şirket Adı	NET DÖNEM KARI (ZARARI)	
	30.06.2002	30.06.2001
Alarko GYO	9.338.970.-	27.491.725.-
Atakule GYO	2.084.487.-	4.698.106.-
Garanti GYO	2.550.956.-	974.442.-
İhlas GYO	1.862.993.-	3.823.889.-
İş GYO	14.711.117.-	8.185.827.-
Nurol GYO	348.364.-	3.664.449.-
Vakıf GYO	22.127.-	1.070.947.-
YKB GYO	845.909.-	7.590.810.-
Kaynak:	www.imkb.gov.tr adresinden yararlanılarak tarafımızdan hazırlanmıştır	

Yukarıdaki 8 GYO'dan 6'sı yılın ilk altı ayında bir önceki seneye göre daha az gelir kaydederken, İş GYO aynı dönemde karını %161,79 ve Garanti GYO ise %79,71 oranında artırdığı görülmektedir.

5.2 Hisse Senetleri Borsada İşlem Gören GYO'nun İncelemesi

Daha önce de değindiğimiz gibi halen ülkemizde faaliyet gösteren ve hisse senetleri borsada işlem gören 9 adet GYO şirketi bulunmaktadır. Bu şirketlerin kuruluşuna ilişkin bilgiler, ortaklık yapıları ve portföyleri aşağıdaki gibidir.

- Alarko GYO,
- Atakule GYO,
- EGS GYO,
- İhlas GYO,
- İş GYO,
- Nurol GYO,
- Vakıf GYO,
- YK Koray GYO

5.2.1 ALARKO GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI

Adres : Muallim Naci Cad. No.69 Ortaköy
İSTANBUL

Tel : (212) 227 52 00

Fax : (212) 260 35 04

Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, özel sektör arasında ilk önce faaliyete geçen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığıdır. Aletim A.Ş. ünvanlı şirketin 31.07.1996 tarihinde Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'na dönüşmesi sonucu kurulan Alarko GYO, 13.12.1996 tarihinde Kurul kaydına alınmıştır. Kuruluş aşamasındaki sermaye yapısı aşağıdaki özetlenmiştir.

TESCİL TARİHİ:	31.07.1996	
KAYITLI SERMAYE TAVANI:	20 Trilyon TL	
ÇIKARILMIŞ SERMAYESİ:	3,5 Trilyon TL	
ORTAĞIN TİCARET ÜNVANI	Pay (Milyar TL)	Pay (%)
Halka Arz Edilen Kısım	1.738.760	48,78
Alsim Alarko San.Tic.A.Ş.	1.271.856	35,68
Alarko Holding A.Ş.	553.878	15,54
TOPLAM	3.564.494	100,0

Alarko GYO, ağırlıklı olarak konut üretimine yönelik faaliyette bulunmaktadır. İstanbul'da yapılmakta olan Alkent 2000 Projesi kapsamında her türlü sosyal imkanlara sahip konut üretmek bu şirketin temel hedefleri arasındadır.

2002 yılında, Alkent 2000 Projesi kapsamındaki Al-Eken Projesi'ne ait 98 villanın inşaatı tamamlanarak teslimlerine başlanmıştır. 2001 yılı ve devamında ekonomide yaşanan durgunluk gayrimenkule olan talebi olumsuz etkilediğinden ruhsatları hazır 90 villalık golf evleri projesine başlanamamıştır. Konut İnşaat ve Tic. A.Ş.'nin şirket tarafından devralınması

ile portföye kazandırılan arsa üzerinde gerçekleştirilecek bu projeye 2002 yılında başlanması hedeflenmekle birlikte henüz herhangi bir gelişme görülmemiştir.

2000 Yılı sonunda 52,4 Trilyon TL olan Net Varlık Değeri, 2001 Yılı sonunda 103,4 Trilyon TL'ye ulaşmıştır.

Tablo 5.9: Alarko GYO'nun 31.12.2001 İtibariyle Portföyünde Yer Alan Gayrimenkuller

GAYRİMENKUL / PROJE	YER	MİLYON TL
İstanbul Alkent İstanbul 2000	Büyükçekmece	33.901.499.-TL
İstanbul Eskice Köyü Arsası	Büyükçekmece	10.755.000.-TL
İzmir Arsası	Güzelbahçe	2.110.000.-TL
İstanbul Alarko İş Merkezi	Karaköy	523.000.-TL
İstanbul Alkent İstanbul 2000 Konutları	Büyükçekmece	461.274.-TL
İstanbul Alarko İş Merkezi	Beyoğlu	422.750.-TL
İstanbul Eskice Köyü Arsası	Büyükçekmece	381.900.-TL
TOPLAM PORTFÖY DEĞERİ		49.209.269.-TL

Kaynak: Bilanço dipnotlarından yararlanılmıştır.

31.12.2001 itibariyle Şirketin Gayrimenkul Portföy Değeri, Net Aktif Değeri ve Pay Başına Net Aktif Değer Hesabı aşağıdaki gibidir:

		MİLYON TL
Gayrimenkuller	(+)	49.209.269.-TL
Hazır Değerler	(+)	89.923.104.-TL
Menkul Kıymetler	(+)	87.358.-TL
Alacaklar	(+)	5.628.612.-TL
Borçlar	(-)	46.651.168.-TL
Diğer Aktifler	(+)	5.203.274.-TL
NET AKTİF DEĞER	(=)	103.400.449.-TL
PAY SAYISI	(/)	3.565
PAY BAŞINA NET AKTİF DEĞER	(=)	29.004

**ALARKO G.Y.O. A.Ş.'NİN 2001-2002 6 AYLIK KARŞILAŞTIRMALI
BİLANÇOLARI**

AYRINTILI BİLANÇO (Milyon TL)	<i>Bağımsız Sınırlı Denetim'den</i>	
	Geçmiş	Geçmiş
	30.06.2002	30.06.2001
I. DÖNEN VARLIKLAR	107.010.446	119.231.730
A. Hazır Değerler	99.705.555	83.515.298
1. Kasa	595	560
2. Bankalar	99.704.716	83.514.400
3. Diğer Hazır Değerler	244	338
B. Menkul Kıymetler	214.778	33.078
1. Hisse Senetleri	0	0
2. Özel Kesim Tahvil, Senet ve Bonoları	0	0
3. Kamu Kesimi Tahvil, Senet ve Bonoları	0	33.078
4. Diğer Menkul Kıymetler	214.778	0
5. Menkul Kıymetler Değer Düşüklüğü Karş.(-)	0	0
C. Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	2.293.547	9.291.248
1. Alıcılar	88.815	43.421
2. Alacak Senetleri	2.384.494	9.255.687
3. Verilen Depozito ve Teminatlar	2.450	705
4. Diğer Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	88	0
5. Alacak Reeskontu (-)	(182.300)	(7.072)
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	(1.493)
D. Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	1.776	25.544
1. Ortaklardan Alacaklar	1.776	19.774
2. İştiraklerden Alacaklar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar	0	0
4. Kısa Vadeli Diğer Alacaklar	0	5.770
5. Alacak Reeskontu (-)	0	0
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
E. Stoklar	4.681.170	23.534.697
1. İlk Madde ve Malzeme	0	0
2. Yarı Mamüller	0	0
3. Ara Mamüller	0	0
4. Mamüller	0	0
5. Emtia	4.372.808	22.153.135
6. Diğer Stoklar	0	0
7. Stok Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	0	0
8. Verilen Sipariş Avansları	308.362	1.381.562
F. Diğer Dönen Varlıklar	113.620	2.831.865
II. DURAN VARLIKLAR	1.772.327	3.476.033
A. Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	0	2.410.037

1. Alıcılar	0	0
2. Alacak Senetleri	0	2.412.368
3. Verilen Depozito ve Teminatlar	0	0
4. Diğer Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	0	0
5. Alacak Reeskontu (-)	0	(2.331)
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
B. Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	0	0
1. Ortaklardan Alacaklar	0	0
2. İştiraklerden Alacaklar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar	0	0
4. Uzun Vadeli Diğer Alacaklar	0	0
5. Alacak Reeskontu (-)	0	0
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
C. Finansal Duran Varlıklar	68	30
1. Bağlı Menkul Kıymetler	0	0
2. Bağlı Menkul Kıy.Değ.Düş.Karşılığı (-)	0	0
3. İştirakler	90	30
4. İştiraklere Sermaye Taahhütleri (-)	(22)	0
5. İştirakler Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	0	0
6. Bağlı Ortaklıklar	0	0
7. Bağlı Ortaklıklara Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
8. Bağlı Ortaklıklar Değer Düşüklüğü Karş. (-)	0	0
9. Diğer Finansal Duran Varlıklar	0	0
D. Maddi Duran Varlıklar	1.736.878	1.065.621
1. Arazi ve Arsalar	0	0
2. Yerüstü ve Yeraltı Düzenleri	66.657	0
3. Binalar	1.603.791	1.108.780
4. Makine, Tesis ve Cihazlar	1.199	13
5. Taşıt Araç ve Gereçleri	0	0
6. Döşeme ve Demirbaşlar	5.013	3.216
7. Diğer Maddi Duran Varlıklar	222.560	0
8. Birikmiş Amortismanlar (-)	(162.342)	(46.388)
9. Yapılmakta Olan Yatırımlar	0	0
10. Verilen Sipariş Avansları	0	0
E. Maddi Olmayan Duran Varlıklar	35.117	345
1. Kuruluş ve Teşkilatlanma Giderleri	0	0
2. Haklar	65	86
3. Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	0
4. Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	35.052	259
5. Verilen Avanslar	0	0
F. Diğer Duran Varlıklar	264	0
AKTİF TOPLAMI	108.782.773	122.707.763

AYRINTILI BİLANÇO (Milyon TL)	Bağımsız Sınırlı Denetim'den	
	Geçmiş 30.06.2002	Geçmiş 30.06.2001
I. KISA VADELİ BORÇLAR	9.175.374	44.024.657
A. Finansal Borçlar	0	0
1. Banka Kredileri	0	0
2. Uzun Vadeli Kredilerin Anapara Taksitleri ve Faizleri	0	0
3. Tahvil Anapara Taksitleri ve Faizleri	0	0
4. Çıkarılmış Bonolar ve Senetler	0	0
5. Diğer Finansal Borçlar	0	0
B. Ticari Borçlar	252.975	4.486.308
1. Satıcılar	77.520	3.946.333
2. Borç Senetleri	0	0
3. Alınan Depozito ve Teminatlar	175.455	539.975
4. Diğer Ticari Borçlar	0	0
5. Borç Reeskontu (-)	0	0
C. Diğer Kısa Vadeli Borçlar	1.284.353	907.554
1. Ortaklara Borçlar	11.314	5.725
2. İştiraklere Borçlar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklara Borçlar	0	0
4. Ödenecek Giderler	0	0
5. Ödenecek Vergi, Harç ve Diğer Kesintiler	325.226	132.254
6. Ertelenen ve Taksite Bağlanan Devlet Alacakları	0	0
7. Kısa Vadeli Diğer Borçlar	947.813	769.575
8. Borç Reeskontu (-)	0	0
D. Alınan Sipariş Avansları	7.626.589	38.630.795
E. Borç ve Gider Karşılıkları	11.457	0
1. Vergi Karşılıkları	0	0
2. Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	11.457	0
II. UZUN VADELİ BORÇLAR	39.578	8.152
A. Finansal Borçlar	0	0
1. Banka Kredileri	0	0
2. Çıkarılmış Tahviller	0	0
3. Çıkarılmış Diğer Menkul Kıymetler	0	0
4. Diğer Finansal Borçlar	0	0
B. Ticari Borçlar	0	0
1. Satıcılar	0	0
2. Borç Senetleri	0	0
3. Alınan Depozito ve Teminatlar	0	0
4. Diğer Ticari Borçlar	0	0
5. Borç Reeskontu (-)	0	0
C. Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0

1. Ortaklara Borçlar	0	0
2. İştiraklere Borçlar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklara Borçlar	0	0
4. Ertelenen ve Taksite Bağlanan Devlet Alacakları	0	0
5. Uzun Vadeli Diğer Borçlar	0	0
6. Borç Reeskontu (-)	0	0
D. Alınan Sipariş Avansları	0	0
E. Borç ve Gider Karşılıkları	39.578	8.152
1. Kıdem Tazminatı Karşılıkları	39.578	8.152
2. Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	0	0
III. ÖZ SERMAYE	99.567.821	78.674.954
A. Sermaye	3.565.000	3.500.000
B. Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
C. Emisyon Primi	948.740	0
D. Yeniden Değerleme Değer Artışı	1.101.816	575.437
1. Duran Varlıklardaki Değer Artışı	1.101.772	575.415
2. İştiraklerdeki Değer Artışı	44	22
3. Borsa'da Oluşan Değer Artışı	0	0
E. Yedekler	84.613.295	47.107.792
1. Yasal Yedekler	791.508	650.033
2. Statü Yedekleri	0	0
3. Özel Yedekler	0	0
4. Olağanüstü Yedek	83.821.769	46.457.759
5. Maliyet Artış Fonu	18	0
6. Serm.Eklenecek İşt.His.ve Gayr.Satış Kazançları	0	0
7. Geçmiş Yıl Karı	0	0
F. Net Dönem Karı	9.338.970	27.491.725
G. Dönem Zararı (-)	0	0
H. Geçmiş Yıllar Zararları (-)	0	0
1. Yılı Zararı	0	0
2. Yılı Zararı	0	0
PASİF TOPLAMI	108.782.773	122.707.763

ALARKO G.Y.O. A.Ş.'NİN 6 AYLIK KARŞILAŞTIRMALI GELİR TABLOLARI

AYRINTILI GELİR TABLOSU (Milyon TL)	<i>Bağımsız Sınırlı Denetim'den</i>	
	Geçmiş	Geçmiş
	30.06.2002	30.06.2001
A. Brüt Satışlar	32.348.218	64.783
1. Yurtiçi Satışlar	32.240.514	0
2. Yurtdışı Satışlar	0	0
3. Diğer Satışlar	107.704	64.783
B. Satışlardan İndirimler (-)	0	0
1. Satıştan İadeler (-)	0	0
2. Satış İskontoları (-)	0	0
3. Diğer İndirimler (-)	0	0
C. Net Satışlar	32.348.218	64.783
D. Satışların Maliyeti (-)	(32.622.975)	0
BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)	(274.757)	64.783
E. Faaliyet Giderleri (-)	(198.448)	(185.295)
1. Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	0
2. Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	0	0
3. Genel Yönetim Giderleri (-)	(198.448)	(185.295)
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	(473.205)	(120.512)
F. Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Karlar	22.800.327	33.757.499
1. İştiraklerden Temettü Gelirleri	41	18
2. Bağlı Ortaklıklardan Temettü Gelirleri	0	0
3. Faiz ve Diğer Temettü Gelirleri	2.172.217	22.133.868
4. Faaliyetle İlgili Diğer Gelirler ve Karlar	20.628.069	11.623.613
G. Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar (-)	(13.034.537)	(6.147.971)
H. Finansman Giderleri (-)	(1.791)	0
1. Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	(1.791)	0
2. Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	0	0
FAALİYET KARI (ZARARI)	9.290.794	27.489.016
I. Olağanüstü Gelirler ve Karlar	107.298	2.709
1. Konusu Kalmayan Karşılıklar	271	2.544
2. Önceki Dönem Gelir ve Karları	0	0
3. Diğer Olağanüstü Gelirler ve Karlar	107.027	165
J. Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	(59.122)	0
1. Çalışmayan Kısım Giderleri ve Zararları (-)	0	0
2. Önceki Dönem Gider ve Zararları (-)	0	0
3. Diğer Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	(59.122)	0
DÖNEM KARI (ZARARI)	9.338.970	27.491.725
K. Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	0	0
NET DÖNEM KARI (ZARARI)	9.338.970	27.491.725

Alarko GYO'nun bilançosuna baktığımızda, bilançonun aktifinde dönen varlık kalemlerinde yer alan hazır değerlerin yüksek oluşu dikkat çekmektedir. Şirketin, 2001 Yılında olduğu gibi 2002 Yılında da likit kalmayı tercih ettiği, kaynak fazlasını bir projeye aktarmadığı göze çarpmaktadır. Kanımızca bu konuda en önemli etken, içinde bulunduğumuz ekonomik krizin getirdiği belirsizliktir.

Gelir tablosunda da görüldüğü gibi, 2002 yılında da şirket bir önceki yıldaki gibi, esas faaliyetlerinden zarar elde etmiş olmasına rağmen, diğer faaliyetlerden gelir ve karlar kalemindeki 22,8 Trilyon ile, bu zararı karşılamakta, ilk 6 aylık dönemde net dönem kârını 9,3 Trilyon olarak gerçekleştirmektedir.

Kısa vadeli borçlarında bir önceki döneme göre önemli bir azalma söz konusudur. Bunun nedeni, şirketin gayrimenkul projelerini tamamlamasıdır. Stok kalemindeki 23,5 Trilyondan 4,6 Trilyona varan azalış da bunu göstermektedir. Şirket, projesinde yer alan konutların teslimine 2002'de başladığından, 32 Trilyon satış geliri elde etmiştir. Bir önceki yıl bu değer 64 Milyar olduğu görülmektedir.

Şirketin işletme sermayesinin finansmanında 2001 yılında Alınan Avansları kullandığı net olarak görülmektedir.

Proje tamamlandığında görülen ise, şirketin satış gelirinden daha fazla satış maliyetine katlandığı ve faaliyet zararı oluştuğudur. Şirketin net kârı 27 Trilyondan, 9 Trilyona inmiştir.

5.2.2 ATAKULE GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI

Adres : Üsküp Caddesi No 37/2 Çankaya
ANKARA

Tel : (312) 468 99 51 - (312) 468 99 54

Fax : (312) 468 99 55

Atakule Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. 21.08.2000 tarihinde, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'na ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularla iştigal etmek üzere kurulmuştur.

Atakule GYO, 100 trilyon TL kayıtlı sermaye tavanı ile kurulmuştur. Başlangıç sermayesi tamamı ödenmiş 45 trilyon TL'dir. Çıkarılmış sermayenin 32.687.586 milyon TL'si aynı sermaye, 12.312.414 milyon TL'si nakdi olup, Şirket 21.08.2000 tarihinde tescil edilmiş ve işbu husus 24.08.2000 tarihli Türk Ticaret Sicil Gazetesinde yayınlanmak suretiyle ilan olunmuştur.

TESCİL TARİHİ:	21.08.2000	
KAYITLI SERMAYE TAVANI:	100 Trilyon TL	
ÇIKARILMIŞ SERMAYESİ:	63 Trilyon TL	
ORTAĞIN TİCARET ÜNVANI	Pay	Pay
	(Milyar TL)	(%)
Vakıfbank Personeli Özel Sosyal Güvenlik Hiz. Vakfı	19.567.170	31,06
T.Vakıflar Bankası T.A.O. Memur Hiz. Emekli ve Sağlık Yardım Sandığı Vakfı	7.389.900	11,73
Obaköy Otelcilik Turizm Tic.San A.Ş.	5.156.865	8,19
Vakıf Sistem Paz.Yaz.Ser.Tic.ve San. A.Ş.	16.065	0,03
Halka Arz Edilen Kısım	30.870.000	49,0
TOPLAM	63.000.000	100

Tablo 5.10: Atakule GYO'nun 31.12.2001 İtibariyle Portföyünde Yer Alan Gayrimenkuller

PROJE	YER	MİLYON TL
Atakule Alışveriş Merkezi	Çankaya - ANKARA	41.678.000.-TL
Obaköy İş Merkezi	Zeytinburnu - İSTANBUL	12.785.000.-TL
Alaaddin Otel	İncekum/Alanya - ANTALYA	7.918.000.-TL
Haşimişcan İş Merkezi	Haşimişcan - ANTALYA	8.466.000.-TL
Vakıfbank Şube Lokali	Bahçelievler - ANKARA	4.720.000.-TL
TOPLAM PORTFÖY DEĞERİ		75.567.000.-TL

Kaynak: Bilanço dipnotlarından yararlanılmıştır.

31.12.2001 itibariyle Şirketin Gayrimenkul Portföy Değeri, Net Aktif Değeri ve Pay Başına Net Aktif Değer Hesabı aşağıdaki gibidir:

		MİLYON TL
Gayrimenkuller	(+)	75.567.000.-TL
Hazır Değerler	(+)	245.694.-TL
Menkul Kıymetler	(+)	5.872.460.-TL
Alacaklar	(+)	161.380.-TL
Borçlar	(-)	326.699.-TL
Diğer Aktifler	(+)	163.034.-TL
NET AKTİF DEĞER	(=)	82.336.267.-TL
PAY SAYISI	(/)	45.000
PAY BAŞINA NET AKTİF DEĞER	(=)	1.830

**ATAKULE G.Y.O. A.Ş.'NİN 2001-2002 6 AYLIK KARŞILAŞTIRMALI
BİLANÇOLARI**

AYRINTILI BİLANÇO (Milyon TL)	<i>Bağımsız Sınırlı Denetim'den</i>	
	Geçmiş	Geçmiş
	30.06.2002	30.06.2001
I. DÖNEN VARLIKLAR	2.989.770	7.152.758
A. Hazır Değerler	320.447	573.759
1. Kasa	39	172
2. Bankalar	320.408	571.337
3. Diğer Hazır Değerler	0	2.250
B. Menkul Kıymetler	2.227.796	6.486.196
1. Hisse Senetleri	0	0
2. Özel Kesim Tahvil, Senet ve Bonoları	0	0
3. Kamu Kesimi Tahvil, Senet ve Bonoları	2.187.283	6.486.196
4. Diğer Menkul Kıymetler	40.513	0
5. Menkul Kıymetler Değer Düşüklüğü Karş.(-)	0	0
C. Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	58.075	74.811
1. Alıcılar	272.686	95.423
2. Alacak Senetleri	71.250	7.444
3. Verilen Depozito ve Teminatlar	0	0
4. Diğer Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	0	0
5. Alacak Reeskontu (-)	(568)	(261)
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	(285.293)	(27.795)
D. Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	0	0
1. Ortaklardan Alacaklar	0	0
2. İştiraklerden Alacaklar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar	0	0
4. Kısa Vadeli Diğer Alacaklar	0	0
5. Alacak Reeskontu (-)	0	0
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
E. Stoklar	3.507	2.390
1. İlk Madde ve Malzeme	0	0
2. Yarı Mamüller	0	0
3. Ara Mamüller	0	0
4. Mamüller	0	0
5. Emtia	0	0
6. Diğer Stoklar	0	0
7. Stok Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	0	0
8. Verilen Sipariş Avansları	3.507	2.390
F. Diğer Dönen Varlıklar	379.945	15.602
II. DURAN VARLIKLAR	84.079.638	56.922.226
A. Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	73.258	71.228

1. Alıcılar	0	0
2. Alacak Senetleri	0	0
3. Verilen Depozito ve Teminatlar	73.258	71.228
4. Diğer Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	0	0
5. Alacak Reeskontu (-)	0	0
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
B. Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	0	0
1. Ortaklardan Alacaklar	0	0
2. İştiraklerden Alacaklar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar	0	0
4. Uzun Vadeli Diğer Alacaklar	0	0
5. Alacak Reeskontu (-)	0	0
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
C. Finansal Duran Varlıklar	0	0
1. Bağlı Menkul Kıymetler	0	0
2. Bağlı Menkul Kıy.Değ.Düş.Karşılığı (-)	0	0
3. İştirakler	0	0
4. İştiraklere Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
5. İştirakler Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	0	0
6. Bağlı Ortaklıklar	0	0
7. Bağlı Ortaklıklara Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
8. Bağlı Ortaklıklar Değer Düşüklüğü Karş. (-)	0	0
9. Diğer Finansal Duran Varlıklar	0	0
D. Maddî Duran Varlıklar	83.950.201	56.772.729
1. Arazi ve Arsalar	0	0
2. Yerüstü ve Yeraltı Düzenleri	0	0
3. Binalar	87.034.110	58.205.447
4. Makine, Tesis ve Cihazlar	0	0
5. Taşıt Araç ve Gereçleri	34.058	24.909
6. Döşeme ve Demirbaşlar	105.396	33.604
7. Diğer Maddî Duran Varlıklar	0	0
8. Birikmiş Amortismanlar (-)	(3.223.363)	(1.491.417)
9. Yapılmakta Olan Yatırımlar	0	0
10. Verilen Sipariş Avansları	0	186
E. Maddî Olmayan Duran Varlıklar	56.179	78.269
1. Kuruluş ve Teşkilatlanma Giderleri	51.109	71.553
2. Haklar	2.465	3.070
3. Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	0
4. Diğer Maddî Olmayan Duran Varlıklar	2.605	3.646
5. Verilen Avanslar	0	0
F. Diğer Duran Varlıklar	0	0
AKTİF TOPLAMI	87.069.408	64.074.984

AYRINTILI BİLANÇO (Milyon TL)	<i>Bağımsız Sınırlı Denetim'den</i>	
	Geçmiş 30.06.2002	Geçmiş 30.06.2001
I. KISA VADELİ BORÇLAR	373.136	231.277
A. Finansal Borçlar	0	0
1. Banka Kredileri	0	0
2. Uzun Vadeli Kredilerin Anapara Taksitleri ve Faizleri	0	0
3. Tahvil Anapara Taksitleri ve Faizleri	0	0
4. Çıkarılmış Bonolar ve Senetler	0	0
5. Diğer Finansal Borçlar	0	0
B. Ticari Borçlar	326.786	193.306
1. Satıcılar	40.079	5.766
2. Borç Senetleri	0	0
3. Alınan Depozito ve Teminatlar	286.616	187.540
4. Diğer Ticari Borçlar	91	0
5. Borç Reeskontu (-)	0	0
C. Diğer Kısa Vadeli Borçlar	44.979	37.971
1. Ortaklara Borçlar	520	0
2. İştiraklere Borçlar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklara Borçlar	0	0
4. Ödenecek Giderler	0	0
5. Ödenecek Vergi, Harç ve Diğer Kesintiler	44.459	37.792
6. Ertelenen ve Taksite Bağlanan Devlet Alacakları	0	0
7. Kısa Vadeli Diğer Borçlar	0	179
8. Borç Reeskontu (-)	0	0
D. Alınan Sipariş Avansları	1.371	0
E. Borç ve Gider Karşılıkları	0	0
1. Vergi Karşılıkları	0	0
2. Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	0	0
II. UZUN VADELİ BORÇLAR	11.943	0
A. Finansal Borçlar	0	0
1. Banka Kredileri	0	0
2. Çıkarılmış Tahviller	0	0
3. Çıkarılmış Diğer Menkul Kıymetler	0	0
4. Diğer Finansal Borçlar	0	0
B. Ticari Borçlar	0	0
1. Satıcılar	0	0
2. Borç Senetleri	0	0
3. Alınan Depozito ve Teminatlar	0	0
4. Diğer Ticari Borçlar	0	0
5. Borç Reeskontu (-)	0	0
C. Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0

1. Ortaklara Borçlar	0	0
2. İştiraklere Borçlar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklara Borçlar	0	0
4. Ertelenen ve Taksite Bağlanan Devlet Alacakları	0	0
5. Uzun Vadeli Diğer Borçlar	0	0
6. Borç Reeskontu (-)	0	0
D. Alınan Sipariş Avansları	0	0
E. Borç ve Gider Karşılıkları	11.943	0
1. Kıdem Tazminatı Karşılıkları	11.943	0
2. Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	0	0
III. ÖZ SERMAYE	86.684.329	63.843.707
A. Sermaye	63.000.000	45.000.000
B. Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
C. Emisyon Primi	0	0
D. Yeniden Değerleme Değer Artışı	19.971.776	14.035.465
1. Duran Varlıklardaki Değer Artışı	19.971.776	14.035.465
2. İştiraklerdeki Değer Artışı	0	0
3. Borsa'da Oluşan Değer Artışı	0	0
E. Yedekler	1.628.066	110.136
1. Yasal Yedekler	833.261	110.136
2. Statü Yedekleri	0	0
3. Özel Yedekler	794.805	0
4. Olağanüstü Yedek	0	0
5. Maliyet Artış Fonu	0	0
6. Serm.Eklenecek İşt.His.ve Gayr.Satış Kazançları	0	0
7. Geçmiş Yıl Karı	0	0
F. Net Dönem Karı	2.084.487	4.698.106
G. Dönem Zararı (-)	0	0
H. Geçmiş Yıllar Zararları (-)	0	0
1. Yılı Zararı	0	0
2. Yılı Zararı	0	0
PASİF TOPLAMI	87.069.408	64.074.984

ATAKULE G.Y.O. A.Ş.'NİN 2001-2002 6 AYLIK GELİR TABLOLARI

AYRINTILI GELİR TABLOSU (Milyon TL)	Bağımsız Sınırlı Denetim'den	
	Geçmiş 30.06.2002	Geçmiş 30.06.2001
A. Brüt Satışlar	1.938.776	1.154.522
1. Yurtiçi Satışlar	1.938.776	1.154.522
2. Yurtdışı Satışlar	0	0
3. Diğer Satışlar	0	0
B. Satışlardan İndirimler (-)	0	0
1. Satıştan İadeler (-)	0	0
2. Satış İskontoları (-)	0	0
3. Diğer İndirimler (-)	0	0
C. Net Satışlar	1.938.776	1.154.522
D. Satışların Maliyeti (-)	(481.012)	0
BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)	1.457.764	1.154.522
E. Faaliyet Giderleri (-)	(893.908)	(792.056)
1. Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	0
2. Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	0	0
3. Genel Yönetim Giderleri (-)	(893.908)	(792.056)
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	563.856	362.466
F. Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Karlar	1.627.221	4.404.257
1. İştiraklerden Temettü Gelirleri	0	0
2. Bağlı Ortaklıklardan Temettü Gelirleri	0	0
3. Faiz ve Diğer Temettü Gelirleri	1.438.909	4.278.962
4. Faaliyetle İlgili Diğer Gelirler ve Karlar	188.312	125.295
G. Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar (-)	(148.064)	(81.806)
H. Finansman Giderleri (-)	0	0
1. Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	0	0
2. Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	0	0
FAALİYET KARI (ZARARI)	2.043.013	4.684.917
I. Olağanüstü Gelirler ve Karlar	62.705	13.393
1. Konusu Kalmayan Karşılıklar	20.281	0
2. Önceki Dönem Gelir ve Karları	23.257	13.393
3. Diğer Olağanüstü Gelirler ve Karlar	19.167	0
J. Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	(21.231)	(204)
1. Çalışmayan Kısım Giderleri ve Zararları (-)	0	0
2. Önceki Dönem Gider ve Zararları (-)	(20.017)	0
3. Diğer Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	(1.214)	(204)
DÖNEM KARI (ZARARI)	2.084.487	4.698.106
K. Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	0	0
NET DÖNEM KARI (ZARARI)	2.084.487	4.698.106

2002 yılı içinde halka arz edilen Atakule GYO'nun, Dönen Varlıklarında bir önceki döneme göre %58'lik bir düşüş yaşanmış, ancak bununla birlikte Duran Varlıklar %47 oranında artarak 56,9 trilyondan 84 trilyona yükselmiş yani şirket portföyüne yeni binalar eklemiştir. Satışlarında herhangi bir olağandışı artışın bulunmadığı şirketin Duran Varlık alımlarını sermaye kalemlerinden sağladığı düşünülmektedir.

Satışlarını bir önceki döneme göre %67,9 oranında artıran Şirketin kısa vadeli borçlarında önemli bir artış bulunmamaktadır.

30 Haziran 2002 tarihi itibarıyla, şirketin net dönem kârı bir önceki döneme göre %55,6 oranında azalmıştır.



5.2.3 EGS GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI

Adres : Yıldız Posta Cad. Dedeman Ticaret Merkezi 52/4 Kat.4
Esentepe İSTANBUL

Tel : (212) 274 33 60 - (212) 288 28 40

Fax : (212) 267 48 25

EGS Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş., Alarko GYO gibi ani usulde değil, daha önce kurulmuş ortaklıkların Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'na dönüştürülmesi suretiyle oluşturulmuştur. 1996 yılı ortalarında 100 Milyar TL sermaye ile EGS Yatırım Bank A.Ş., T.Vakıflar Bankası A.O., Güçbirliği Holding A.Ş. EGS Sigorta A.Ş. ve EGS Giyim Sanayii ve Dış Tic. A.Ş. 'nin, aynı yılın sonunda EGS Gayrimenkul Geliştirme ve İşletmecilik A.Ş. ünvanını almıştır. 1997 yılında halka açılma kararına istinaden 1.10.1997'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklığına dönüşmüştür.

TESCİL TARİHİ:	01.10.1997	
KAYITLI SERMAYE TAVANI:	10 Trilyon TL	
ÇIKARILMIŞ SERMAYESİ	3,5 Milyar TL	
ORTAĞIN TİCARET ÜNVANI	Pay (Milyar TL)	Pay (%)
EGS Ege Giyim San.Dış.Tic.A.Ş.	1.981	56,6
EGS Egeser Giyim Dış.Tic. A.Ş.	917	26,2
Güçbirliği Holding A.Ş.	378	10,8
Hasan Turhan	70	2,0
EGS Finansal Kiralama A.Ş.	49	1,4
T.Vakıflar Bankası T.A.O.	49	1,4
Levent Hekimoğlu	35	1,0
EGS Sigorta A.Ş.	0.21	0,006
TOPLAM	3.500	100,0

EGS Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın faaliyet alanı; iş ve alışveriş merkezleri gibi gayrimenkullerin geliştirilmesidir. Şirketin kuruluşu sırasındaki projeleri olarak, İstanbul'da tekstil ve konfeksiyon ihracatçılarına yönelik bir iş merkezi (EGS Business Park) ile bir alışveriş merkezi (EGS Shopping Park), İzmir'de Basmane Alışveriş ve İş Merkezi, Denizli'de Alışveriş Merkezi ve Otel içeren Denizli Business Park sayılabilir.

EGS Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. 07.06.2002 tarihinde "Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu 4389 sayılı Bankalar Kanunu'nun 15/7 (a) maddesine istinaden 17.05.2002 tarih ve 326 sayılı yönetim kurulu kararı ve Şirketin 03 Haziran 2002 tarihli yönetim kurulu kararı ile, Şirketin temettü hariç ortaklık hakları ile yönetim ve denetimi Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devredilmiştir."

Tablo 5.11: EGS GYO'nun 31.12.2001 İtibariyle Portföyünde Yer Alan Gayrimenkuller

PROJE	YER	MİLYON TL
Oğlananası / Menderes Arsa	İzmir	275.000
EGS Shopping Park, Karşıyaka (Alışveriş Merkezi)	İzmir	70.940.000
Denizli Business Park, Denizli, 1. Fazı (Alışveriş Merkezi, Hipermarket)	Denizli	31.309.947
Denizli Business Park, Denizli 2. Faz (Otel ve İş Merkezi)	Denizli	4.856.582
EGS Business Park, Yeşilköy	İstanbul	21.992.486
Basmane Business & Trade Center , (İş, Konaklama ve Alışveriş Merkezi)	İzmir	84.991.595
Mülkiyete Geçirilmemiş EGS Bornova Outlet Center	İzmir	6.976.598
TOPLAM PORTFÖY DEĞERİ		221.342.207

Kaynak: Bilanço dipnotlarından yararlanılmıştır.

31.12.2001 itibariyle Şirketin Gayrimenkul Portföy Değeri, Net Aktif Değeri ve Pay Başına Net Aktif Değer Hesabı aşağıdaki gibidir:

		MİLYON TL
Gayrimenkuller	(+)	221.342.207
Hazır Değerler	(+)	756.757
Menkul Kıymetler	(+)	
Alacaklar	(+)	13.897.900
Borçlar	(-)	55.268.946
Diğer Aktifler	(+)	1.491.619
NET AKTİF DEĞER	(=)	182.219.537
PAY SAYISI	(/)	50.000
PAY BAŞINA NET AKTİF DEĞER	(=)	3.644

5.2.4 GARANTİ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI

Adres : Osmanlı Sokak No.15 Kat. 5-6
Taksim İSTANBUL

Tel : (212) 292 51 43 (212) 292 51 44

Fax : (212) 292 51 46

Osmanlı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın kuruluşu, 25.07.1997 tarihinde tescil edilmiş, 19.-20.Mart 1998'de halka açılmış olup, çıkarılmış sermayesi 250 milyar TL'dir. Portföyünün büyük bölümünü İstanbul'daki işyerleri oluşturmaktadır. Osmanlı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin 24.12.2001 tarihinde yapılan Olağanüstü Genel Kurul Toplantısı'nda, ana sözleşmenin 2. maddesinin tadil edilerek şirket ünvanının "Garanti Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş." olarak değiştirilmesine karar verilmiştir. Kuruluş aşamasındaki sermaye yapısı aşağıdaki özetlenmiştir.

TESCİL TARİHİ:	25.07.1997	
KAYITLI SERMAYE TAVANI:	500 Trilyon TL	
ÇIKARILMIŞ SERMAYESİ	23,25 Trilyon TL	
ORTAĞIN TİCARET ÜNVANI	Pay (Milyar TL)	Pay (%)
T.Garanti Bankası A.Ş.	11.852.757	50,98
Diğer	11.397.243	49,02
TOPLAM	23.250.000	100

Tablo 5.12: Garanti GYO'nun 31.12.2001 İtibariyle Portföyünde Yer Alan Gayrimenkuller

PROJE	YER	MİLYON TL
Maslak Arsa	İstanbul	35.000.000.-TL
Antalya 2000 Alışveriş Merkezi	Antalya	4.440.000.-TL
Taksim Şube	İstanbul	3.120.000.-TL
Şişli Şube	İstanbul	1.680.000.-TL

Yenişehir Şubesi	Ankara	1.650.000.-TL
Nişantaşı Şube	İstanbul	1.425.000.-TL
Osmangazi Şube	Bursa	1.310.000.-TL
Levent Şube	İstanbul	1.160.000.-TL
TOPLAM PORTFÖY DEĞERİ		49.785.000.-TL

Kaynak: Bilanço dipnotlarından yararlanılmıştır.

31.12.2001 itibariyle Şirketin Gayrimenkul Portföy Değeri, Net Aktif Değeri ve Pay Başına Net Aktif Değer Hesabı aşağıdaki gibidir:

		MİLYON TL
Gayrimenkuller	(+)	49.785.000.-TL
Hazır Değerler	(+)	2.781.967.-TL
Menkul Kıymetler	(+)	2.235.174.-TL
Alacaklar	(+)	358.346.-TL
Borçlar	(-)	23.708.-TL
Diğer Aktifler	(+)	1.653.051.-TL
NET AKTİF DEĞER	(=)	56.789.830.-TL
PAY SAYISI	(/)	23.250
PAY BAŞINA NET AKTİF DEĞER	(=)	2.443.-TL

**GARANTİ G.Y.O. A.Ş.'NİN 2001-2002 6 AYLIK KARŞILAŞTIRMALI
BİLANÇOLARI**

AYRINTILI BİLANÇO (Milyon TL)	<i>Bağımsız Sınırlı Denetim'den</i>	
	Geçmiş 30.06.2002	Geçmiş 30.06.2001
I. DÖNEN VARLIKLAR	24.073.044	18.328.120
A. Hazır Değerler	4.478.512	972
1. Kasa	449	28
2. Bankalar	4.478.063	944
3. Diğer Hazır Değerler	0	0
B. Menkul Kıymetler	4.299.200	2.366.101
1. Hisse Senetleri	0	0
2. Özel Kesim Tahvil, Senet ve Bonoları	0	0
3. Kamu Kesimi Tahvil, Senet ve Bonoları	4.299.200	2.366.101
4. Diğer Menkul Kıymetler	0	0
5. Menkul Kıymetler Değer Düşüklüğü Karş.(-)	0	0
C. Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	0	10.141
1. Alıcılar	0	0
2. Alacak Senetleri	0	0
3. Verilen Depozito ve Teminatlar	0	0
4. Diğer Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	0	10.141
5. Alacak Reeskontu (-)	0	0
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
D. Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	8.519	7.150
1. Ortaklardan Alacaklar	0	0
2. İştiraklerden Alacaklar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar	0	0
4. Kısa Vadeli Diğer Alacaklar	168.223	150.851
5. Alacak Reeskontu (-)	0	0
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	(159.704)	(143.701)
E. Stoklar	13.500.000	13.500.000
1. İlk Madde ve Malzeme	0	0
2. Yarı Mamüller	0	0
3. Ara Mamüller	0	0
4. Mamüller	0	0
5. Emtia	13.500.000	13.500.000
6. Diğer Stoklar	0	0
7. Stok Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	0	0
8. Verilen Sipariş Avansları	0	0
F. Diğer Dönen Varlıklar	1.786.813	2.443.756
II. DURAN VARLIKLAR	10.404.257	9.362.592
A. Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	47	47

1. Alıcılar	0	0
2. Alacak Senetleri	0	0
3. Verilen Depozito ve Teminatlar	47	47
4. Diğer Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	0	0
5. Alacak Reeskontu (-)	0	0
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
B. Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	0	0
1. Ortaklardan Alacaklar	0	0
2. İştiraklerden Alacaklar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar	0	0
4. Uzun Vadeli Diğer Alacaklar	0	0
5. Alacak Reeskontu (-)	0	0
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
C. Finansal Duran Varlıklar	0	0
1. Bağlı Menkul Kıymetler	0	0
2. Bağlı Menkul Kıy.Değ.Düş.Karşılığı (-)	0	0
3. İştirakler	0	0
4. İştiraklere Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
5. İştirakler Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	0	0
6. Bağlı Ortaklıklar	0	0
7. Bağlı Ortaklıklara Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
8. Bağlı Ortaklıklar Değer Düşüklüğü Karş. (-)	0	0
9. Diğer Finansal Duran Varlıklar	0	0
D. Maddi Duran Varlıklar	10.404.210	9.362.116
1. Arazi ve Arsalar	0	0
2. Yerüstü ve Yeraltı Düzenleri	0	0
3. Binalar	10.937.191	9.595.834
4. Makine, Tesis ve Cihazlar	0	0
5. Taşıt Araç ve Gereçleri	74.200	52.832
6. Döşeme ve Demirbaşlar	35.844	18.668
7. Diğer Maddi Duran Varlıklar	1.571	1.571
8. Birikmiş Amortismanlar (-)	(644.596)	(306.789)
9. Yapılmakta Olan Yatırımlar	0	0
10. Verilen Sipariş Avansları	0	0
E. Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	429
1. Kuruluş ve Teşkilatlanma Giderleri	0	429
2. Haklar	0	0
3. Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	0
4. Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0	0
5. Verilen Avanslar	0	0
F. Diğer Duran Varlıklar	0	0
AKTİF TOPLAMI	34.477.301	27.690.712

Bağımsız Sınırlı Denetim'den

	Geçmiş 30.06.2002	Geçmiş 30.06.2001
AYRINTILI BİLANÇO (Milyon TL)		
I. KISA VADELİ BORÇLAR	19.741	53.301
A. Finansal Borçlar	0	0
1. Banka Kredileri	0	0
2. Uzun Vadeli Kredilerin Anapara Taksitleri ve Faizleri	0	0
3. Tahvil Anapara Taksitleri ve Faizleri	0	0
4. Çıkarılmış Bonolar ve Senetler	0	0
5. Diğer Finansal Borçlar	0	0
B. Ticari Borçlar	2.367	0
1. Satıcılar	0	0
2. Borç Senetleri	0	0
3. Alınan Depozito ve Teminatlar	1.569	0
4. Diğer Ticari Borçlar	798	0
5. Borç Reeskontu (-)	0	0
C. Diğer Kısa Vadeli Borçlar	17.364	8.287
1. Ortaklara Borçlar	0	0
2. İştiraklere Borçlar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklara Borçlar	0	0
4. Ödenecek Giderler	0	0
5. Ödenecek Vergi, Harç ve Diğer Kesintiler	12.235	6.003
6. Ertelenen ve Taksite Bağlanan Devlet Alacakları	0	0
7. Kısa Vadeli Diğer Borçlar	5.129	2.284
8. Borç Reeskontu (-)	0	0
D. Alınan Sipariş Avansları	0	0
E. Borç ve Gider Karşılıkları	10	45.014
1. Vergi Karşılıkları	0	0
2. Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	10	45.014
II. UZUN VADELİ BORÇLAR	4.218	8.743
A. Finansal Borçlar	0	0
1. Banka Kredileri	0	0
2. Çıkarılmış Tahviller	0	0
3. Çıkarılmış Diğer Menkul Kıymetler	0	0
4. Diğer Finansal Borçlar	0	0
B. Ticari Borçlar	0	0
1. Satıcılar	0	0
2. Borç Senetleri	0	0
3. Alınan Depozito ve Teminatlar	0	0
4. Diğer Ticari Borçlar	0	0
5. Borç Reeskontu (-)	0	0
C. Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0

1. Ortaklara Borçlar	0	0
2. İştiraklere Borçlar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklara Borçlar	0	0
4. Ertelenen ve Taksite Bağlanan Devlet Alacakları	0	0
5. Uzun Vadeli Diğer Borçlar	0	0
6. Borç Reeskontu (-)	0	0
D. Alınan Sipariş Avansları	0	0
E. Borç ve Gider Karşılıkları	4.218	8.743
1. Kıdem Tazminatı Karşılıkları	4.218	8.743
2. Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	0	0
III. ÖZ SERMAYE	34.453.342	27.628.668
A. Sermaye	23.250.000	23.250.000
B. Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
C. Emisyon Primi	395.370	395.370
D. Yeniden Değerleme Değer Artışı	5.076.471	2.647.597
1. Duran Varlıklardaki Değer Artışı	5.076.471	2.647.597
2. İştiraklerdeki Değer Artışı	0	0
3. Borsa'da Oluşan Değer Artışı	0	0
E. Yedekler	3.180.545	361.259
1. Yasal Yedekler	406.308	265.344
2. Statü Yedekleri	0	0
3. Özel Yedekler	0	0
4. Olağanüstü Yedek	2.774.237	95.915
5. Maliyet Artış Fonu	0	0
6. Serm.Eklenecek İşt.His.ve Gayr.Satış Kazançları	0	0
7. Geçmiş Yıl Karı	0	0
F. Net Dönem Karı	2.550.956	974.442
G. Dönem Zararı (-)	0	0
H. Geçmiş Yıllar Zararları (-)	0	0
1. Yılı Zararı	0	0
2. Yılı Zararı	0	0
PASİF TOPLAMI	34.477.301	27.690.712

**GARANTİ G.Y.O. A.Ş.'NİN 2001-2002 6 AYLIK KARŞILAŞTIRMALI GELİR
TABLOSU**

AYRINTILI GELİR TABLOSU (Milyon TL)	<i>Bağımsız Sınırlı Denetim'den</i>	
	Geçmiş 30.06.2002	Geçmiş 30.06.2001
A. Brüt Satışlar	1.785.871	547.568
1. Yurtiçi Satışlar	1.785.871	547.568
2. Yurtdışı Satışlar	0	0
3. Diğer Satışlar	0	0
B. Satışlardan İndirimler (-)	0	0
1. Satıştan İadeler (-)	0	0
2. Satış İskontoları (-)	0	0
3. Diğer İndirimler (-)	0	0
C. Net Satışlar	1.785.871	547.568
D. Satışların Maliyeti (-)	(547.671)	(140.680)
BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)	1.238.200	406.888
E. Faaliyet Giderleri (-)	(448.698)	(388.237)
1. Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	0
2. Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	0	0
3. Genel Yönetim Giderleri (-)	(448.698)	(388.237)
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	789.502	18.651
F. Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Karlar	1.775.267	1.100.776
1. İştiraklerden Temettü Gelirleri	0	0
2. Bağlı Ortaklıklardan Temettü Gelirleri	0	0
3. Faiz ve Diğer Temettü Gelirleri	1.770.032	1.100.025
4. Faaliyetle İlgili Diğer Gelirler ve Karlar	5.235	751
G. Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar (-)	(26.099)	(144.985)
H. Finansman Giderleri (-)	0	0
1. Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	0	0
2. Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	0	0
FAALİYET KARI (ZARARI)	2.538.670	974.442
I. Olağanüstü Gelirler ve Karlar	12.286	0
1. Konusu Kalmayan Karşılıklar	0	0
2. Önceki Dönem Gelir ve Karları	0	0
3. Diğer Olağanüstü Gelirler ve Karlar	12.286	0
J. Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	0	0
1. Çalışmayan Kısım Giderleri ve Zararları (-)	0	0
2. Önceki Dönem Gider ve Zararları (-)	0	0
3. Diğer Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	0	0
DÖNEM KARI (ZARARI)	2.550.956	974.442
K. Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	0	0
NET DÖNEM KARI (ZARARI)	2.550.956	974.442

Garanti GYO; ekonomik krize paralel olarak 2001 yılındaki pozisyonunu korumaya çalışan ve likitideyi tercih eden bir izlenim vermektedir. Dönen Varlıklar içinde (stoklar hariç) yer alan Banka ve Menkul Kıymetler kalemlerini %31 oranında artırmış, bunun yanısıra portföyünü de yaklaşık 1 trilyon TL civarında artırmıştır.

Stokları arasında yer alan Emtia kalemi değişmeksizin 13,5 trilyonda kalmış, 2002 yılının ilk altı ayında bir yatırıma dönüşmemiştir.

Satışlarını %226 artırmasına paralel olarak esas faaliyet gelirini de 18,651 milyar TL'den 789,502 milyar TL'ye yükseltmiştir.

Diğer GYO'larda olduğu gibi faiz ve temettü gelirleri sonucunda faaliyet kârı 2.538 milyar TL olarak gerçekleşmiştir. Garanti GYO bu kâr rakamıyla sektörde İş GYO'dan sonra ikinci sıraya yerleşmiştir.



5.2.5 İHLAS GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI

Adres : Şaşmaz Plaza Kat.12 Daire 5 Kadıköy
İSTANBUL

Tel : (216) 464 08 60

Fax : (216) 464 08 58

İhlas GYO, 1997 yılı Aralık ayında 10 milyon dolarlık gayrimenkul portföyü ile kurulmuştur. 1999 yılı Aralık ayında gerçekleşen halka arz sonrasında hisselerinin %49'unu halka açmış ve toplam portföy değerini 30 milyon doların üzerinde çıkarmıştır.

İhlas GYO, Ağustos 1999'da NAREIT'e kurumsal üye olan ilk ve tek Türk GYO olmuştur. İhlas GYO, NAREIT'in eğitim ve bilgi açısından yararlanmakta ve kurumun tecrübelerinden faydalanmaktadır. Bunun yanı sıra Şubat 2000 tarihinde ULI (Urban Land Institute) ve FIABCI (International Real Estate Federation - US Chapter)'e de üyelik işlemlerini tamamlamıştır.

İhlas GYO'nun kuruluş portföyünde İhlas Marmara Evleri 1. Etap projesinden 194 daire ile 10 villa ve İzmir Bornova'da 4,824 m2 lik bir arsa bulunmaktaydı. 1999 yılında, İhlas Marmara Evleri 2. Etaptan 144 daire ve Armutlu Tatil Köyünden 15 günlük 1,320 devre-mülk içeren 60 daire, yapılan sözleşmelerle portföye dahil edilmiştir. Aynı yıl içerisinde, Tarabya'da 3,970 m2 lik bir arsa satın alınmıştır. 2000 yılında ise, Çamlıca'da 7 katlı bir iş merkezi için kat karşılığı kontratı imzalayan firma, Tarabya'daki arsa üzerinde de iki lüks villanın restitüsyon çalışmalarını tamamlamıştır. Devam eden projelerin yıl sonuna kadar tamamlanması beklenmektedir.

2000 yılı içinde Bornova'daki arsa üzerinde iş ve alışveriş merkezi projesi geliştirilmesi planlanmaktadır. Buna ek olarak, İstanbul Güzelce'deki Güzel Şehir projesinin de bir bölümünün satın alınması düşünülmektedir. Bu proje 800 adet depreme dayanıklı konuttan ve sosyal tesislerden oluşmaktadır. İnşaatına önümüzdeki günlerde başlanacak olan İstanbul Anadolu yakasındaki Çekmeköy Projesi'nde ise 26,125 m2 üzerinde, dört tarafi ormanla kaplı, depreme dayanıklı 21 villa bulunmaktadır.

TESCİL TARİHİ:	29.12.1999	
KAYITLI SERMAYE TAVANI:	35 Trilyon	
ÇIKARILMIŞ SERMAYESİ	8.824.500	
ORTAĞIN TİCARET ÜNVANI	Pay	Pay
	(Milyar TL)	(%)
Halka Açık Kısım	5.719.500.-	58,69
İhlas Holding A.Ş.	3.577.500.-	40.54
Diğer	67.500.-	0,76
TOPLAM	8.824.500	100

Tablo 5.13: İhlas GYO'nun 31.12.2001 İtibariyle Portföyünde Yer Alan Gayrimenkuller

PROJE	YER	MİLYON TL
Çekmeköy Arsa	İstanbul	2.350.000.-TL
İhlas Plaza'da İş Yeri	İstanbul	8.100.000.-TL
Üsküdar İş Merkezinde İş Yeri	İstanbul	461.864.-TL
Mülkiyete Geçirilmemiş Armutlu Tatil Köyü Sitesi'nde 60 Adet Daire	Yalova / Armutlu	2.872.795.-TL
TOPLAM PORTFÖY DEĞERİ		13.784.659.-TL

Kaynak: Bilanço dipnotlarından yararlanılmıştır.

31.12.2001 itibariyle Şirketin Gayrimenkul Portföy Değeri, Net Aktif Değeri ve Pay Başına Net Aktif Değer Hesabı aşağıdaki gibidir:

		MİLYON TL
Gayrimenkuller	(+)	13.784.659.-
Hazır Değerler	(+)	133.095.-
Menkul Kıymetler	(+)	
Alacaklar	(+)	2.826.409.-
Borçlar	(-)	637.092.-
Diğer Aktifler	(+)	55.259.-
NET AKTİF DEĞER	(=)	16.162.330.-
PAY SAYISI	(/)	5.883.-
PAY BAŞINA NET AKTİF DEĞER	(=)	2.747.-

İHLAS G.Y.O. A.Ş.'NİN 2001-2002 6 AYLIK KARŞILAŞTIRMALI BİLANÇOLARI

AYRINTILI BİLANÇO (Milyon TL)	<i>Bağımsız Sınırlı Denetim'den</i>	
	Geçmiş 30.06.2002	Geçmiş 30.06.2001
I. DÖNEN VARLIKLAR	6.382.817	26.264.510
A. Hazır Değerler	74.891	150.373
1. Kasa	74.569	22.384
2. Bankalar	322	127.989
3. Diğer Hazır Değerler	0	0
B. Menkul Kıymetler	26.074	0
1. Hisse Senetleri	0	0
2. Özel Kesim Tahvil, Senet ve Bonoları	0	0
3. Kamu Kesimi Tahvil, Senet ve Bonoları	26.074	0
4. Diğer Menkul Kıymetler	0	0
5. Menkul Kıymetler Değer Düşüklüğü Karş.(-)	0	0
C. Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	1.878.679	294.783
1. Alıcılar	16.755	0
2. Alacak Senetleri	1.984.260	306.114
3. Verilen Depozito ve Teminatlar	0	0
4. Diğer Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	0	0
5. Alacak Reeskontu (-)	(117.394)	(11.331)
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	(4.942)	0
D. Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	0	0
1. Ortaklardan Alacaklar	0	0
2. İştiraklerden Alacaklar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar	0	0
4. Kısa Vadeli Diğer Alacaklar	0	0
5. Alacak Reeskontu (-)	0	0
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
E. Stoklar	4.305.705	22.125.881
1. İlk Madde ve Malzeme	0	0
2. Yarı Mamüller	0	0
3. Ara Mamüller	0	0
4. Mamüller	0	0
5. Emtia	1.432.610	11.836.879
6. Diğer Stoklar	0	0
7. Stok Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	0	0
8. Verilen Sipariş Avansları	2.873.095	10.289.002
F. Diğer Dönen Varlıklar	97.468	3.693.473
II. DURAN VARLIKLAR	10.356.653	338.552
A. Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	5.185	286.347

1. Alıcılar	0	0
2. Alacak Senetleri	5.747	310.426
3. Verilen Depozito ve Teminatlar	62	62
4. Diğer Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	0	0
5. Alacak Reeskontu (-)	(624)	(24.141)
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
B. Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	0	0
1. Ortaklardan Alacaklar	0	0
2. İştiraklerden Alacaklar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar	0	0
4. Uzun Vadeli Diğer Alacaklar	0	0
5. Alacak Reeskontu (-)	0	0
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
C. Finansal Duran Varlıklar	0	0
1. Bağlı Menkul Kıymetler	0	0
2. Bağlı Menkul Kıy.Değ.Düş.Karşılığı (-)	0	0
3. İştirakler	0	0
4. İştiraklere Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
5. İştirakler Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	0	0
6. Bağlı Ortaklıklar	0	0
7. Bağlı Ortaklıklara Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
8. Bağlı Ortaklıklar Değer Düşüklüğü Karş. (-)	0	0
9. Diğer Finansal Duran Varlıklar	0	0
D. Maddi Duran Varlıklar	10.330.721	31.315
1. Arazi ve Arsalar	0	0
2. Yerüstü ve Yeraltı Düzenleri	0	0
3. Binalar	10.404.269	0
4. Makine, Tesis ve Cihazlar	0	0
5. Taşıt Araç ve Gereçleri	9.910	6.988
6. Döşeme ve Demirbaşlar	162.068	108.221
7. Diğer Maddi Duran Varlıklar	0	0
8. Birikmiş Amortismanlar (-)	(245.526)	(83.894)
9. Yapılmakta Olan Yatırımlar	0	0
10. Verilen Sipariş Avansları	0	0
E. Maddi Olmayan Duran Varlıklar	20.747	20.890
1. Kuruluş ve Teşkilatlanma Giderleri	0	0
2. Haklar	11.723	2.978
3. Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	0
4. Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	9.024	17.912
5. Verilen Avanslar	0	0
F. Diğer Duran Varlıklar	0	0
A K T İ F T O P L A M I	16.739.470	26.603.062

Bağımsız Sınırlı Denetim'den

	Geçmiş 30.06.2002	Geçmiş 30.06.2001
AYRINTILI BİLANÇO (Milyon TL)		
I. KISA VADELİ BORÇLAR	74.058	15.239.064
A. Finansal Borçlar	0	0
1. Banka Kredileri	0	0
2. Uzun Vadeli Kredilerin Anapara Taksitleri ve Faizleri	0	0
3. Tahvil Anapara Taksitleri ve Faizleri	0	0
4. Çıkarılmış Bonolar ve Senetler	0	0
5. Diğer Finansal Borçlar	0	0
B. Ticari Borçlar	25.264	509.883
1. Satıcılar	25.264	8.066
2. Borç Senetleri	0	513.226
3. Alınan Depozito ve Teminatlar	0	0
4. Diğer Ticari Borçlar	0	0
5. Borç Reeskontu (-)	0	(11.409)
C. Diğer Kısa Vadeli Borçlar	47.187	15.356
1. Ortaklara Borçlar	0	0
2. İştiraklere Borçlar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklara Borçlar	0	0
4. Ödenecek Giderler	0	0
5. Ödenecek Vergi, Harç ve Diğer Kesintiler	26.951	15.356
6. Ertelenen ve Taksite Bağlanan Devlet Alacakları	0	0
7. Kısa Vadeli Diğer Borçlar	20.236	0
8. Borç Reeskontu (-)	0	0
D. Alınan Sipariş Avansları	1.607	7.544.281
E. Borç ve Gider Karşılıkları	0	7.169.544
1. Vergi Karşılıkları	0	0
2. Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	0	7.169.544
II. UZUN VADELİ BORÇLAR	40.719	18.460
A. Finansal Borçlar	0	0
1. Banka Kredileri	0	0
2. Çıkarılmış Tahviller	0	0
3. Çıkarılmış Diğer Menkul Kıymetler	0	0
4. Diğer Finansal Borçlar	0	0
B. Ticari Borçlar	0	0
1. Satıcılar	0	0
2. Borç Senetleri	0	0
3. Alınan Depozito ve Teminatlar	0	0
4. Diğer Ticari Borçlar	0	0
5. Borç Reeskontu (-)	0	0

C. Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0
1. Ortaklara Borçlar	0	0
2. İştiraklere Borçlar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklara Borçlar	0	0
4. Ertelenen ve Taksite Bağlanan Devlet Alacakları	0	0
5. Uzun Vadeli Diğer Borçlar	0	0
6. Borç Reeskontu (-)	0	0
D. Alınan Sipariş Avansları	0	0
E. Borç ve Gider Karşılıkları	40.719	18.460
1. Kıdem Tazminatı Karşılıkları	40.719	18.460
2. Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	0	0
III. ÖZ SERMAYE	16.624.693	11.345.538
A. Sermaye	8.824.500	5.883.000
B. Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
C. Emisyon Primi	397.261	397.261
D. Yeniden Değerleme Değer Artışı	67.184	49.609
1. Duran Varlıklardaki Değer Artışı	67.184	49.609
2. İştiraklerdeki Değer Artışı	0	0
3. Borsa'da Oluşan Değer Artışı	0	0
E. Yedekler	5.472.755	1.191.779
1. Yasal Yedekler	722.945	97.086
2. Statü Yedekleri	0	0
3. Özel Yedekler	0	0
4. Olağanüstü Yedek	4.749.810	1.094.693
5. Maliyet Artış Fonu	0	0
6. Serm.Eklenecek İşt.His.ve Gayr.Satış Kazançları	0	0
7. Geçmiş Yıl Karı	0	0
F. Net Dönem Karı	1.862.993	3.823.889
G. Dönem Zararı (-)	0	0
H. Geçmiş Yıllar Zararları (-)	0	0
1. Yılı Zararı	0	0
2. Yılı Zararı	0	0
PASİF TOPLAMI	16.739.470	26.603.062

İHLAS GYO A.Ş.'NİN 2001-2002 6 AYLIK KARŞILAŞTIRMALI GELİR TABLOSU

AYRINTILI GELİR TABLOSU (Milyon TL)	<i>Bağımsız Sınırlı Denetim'den</i>	
	Geçmiş 30.06.2002	Geçmiş 30.06.2001
A. Brüt Satışlar	1.018.867	4.510.362
1. Yurtiçi Satışlar	1.018.867	4.510.362
2. Yurtdışı Satışlar	0	0
3. Diğer Satışlar	0	0
B. Satışlardan İndirimler (-)	(178.130)	0
1. Satıştan İadeler (-)	0	0
2. Satış İskontoları (-)	(13.987)	0
3. Diğer İndirimler (-)	(164.143)	0
C. Net Satışlar	840.737	4.510.362
D. Satışların Maliyeti (-)	(1.745.090)	(878.093)
BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)	(904.353)	3.632.269
E. Faaliyet Giderleri (-)	(739.438)	(759.500)
1. Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	(16.635)
2. Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	(13.907)	(105.009)
3. Genel Yönetim Giderleri (-)	(725.531)	(637.856)
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	(1.643.791)	2.872.769
F. Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Karlar	3.900.023	1.048.756
1. İştiraklerden Temettü Gelirleri	0	0
2. Bağlı Ortaklıklardan Temettü Gelirleri	0	0
3. Faiz ve Diğer Temettü Gelirleri	13.382	8.679
4. Faaliyetle İlgili Diğer Gelirler ve Karlar	3.886.641	1.040.077
G. Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar (-)	(285.448)	(98.687)
H. Finansman Giderleri (-)	0	(6.000)
1. Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	0	(6.000)
2. Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	0	0
FAALİYET KARI (ZARARI)	1.970.784	3.816.838
I. Olağanüstü Gelirler ve Karlar	312	7.944
1. Konusu Kalmayan Karşılıklar	0	0
2. Önceki Dönem Gelir ve Karları	0	7.926
3. Diğer Olağanüstü Gelirler ve Karlar	312	18
J. Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	(108.103)	(893)
1. Çalışmayan Kısım Giderleri ve Zararları (-)	(107.861)	0
2. Önceki Dönem Gider ve Zararları (-)	0	(893)
3. Diğer Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	(242)	0
DÖNEM KARI (ZARARI)	1.862.993	3.823.889
K. Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	0	0
NET DÖNEM KARI (ZARARI)	1.862.993	3.823.889

İhlas GYO'nun 2001 yılında olduğu gibi 2002 yılı ilk altı ayında da likit sıkıntısı içinde olduğu göze çarpmaktadır. Dönen Varlıklar içinde en yüksek payı 4.305.705 milyon TL ile Stoklar alırken, bu tutarın önceki döneme göre oldukça düştüğü görülmektedir (30/06/2001'de 22.125.881). Bu tutar içinde Verilen Sipariş Avanslarının azalması olumlu bir gelişme olarak düşünülmektedir.

2002 yılında senetli alacaklar tutarında önemli bir artış gözlenmiştir. Alacak Senetleri 30.06.2001 itibariyle 306.114 milyon TL iken, 30.06.2002 de bu tutar 1.984.260 milyon'a ulaşmıştır.

2001 yılı ilk 6 ay sonunda portföyde yer almayan binalar kalemi, 2002 yılı aynı dönemde 10.404.269 milyon TL olarak portföye dahil edildiği görülmüştür. Bu artışın yeni bir Duran Varlık alımı yerine Emtia kaleminde yer alan tutarların Duran Varlık olarak kayıtlara alınmasından kaynaklandığı anlaşılmıştır.

Şirketin ticari borçlarının da 509.883 milyon TL'den 25.264 milyon TL'ye düşmesi olumlu bir gelişmedir.

Şirketin gelirlerinin, bağlı olduğu Holding'de yaşanan krizin de etkisiyle azaldığı, nakit sıkışıklığını çözemediği net olarak görülmektedir.

5.2.6 İŞ GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI

Adres : Büyükdere Cad. İş Kuleleri Kule 2 Kat 9
Levent İSTANBUL

Tel : (212) 325 23 50

Fax : (212) 325 23 80

İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş., her ikisi de 1998 yılında kurulmuş ve ayrı ayrı faaliyetlerini sürdüren İş Gayrimenkul Yatırım ve Proje Değerlendirme A.Ş.'nin Merkez Gayrimenkul Yatırım ve Proje Değerlendirme A.Ş.'yi tüm aktif ve pasifleriyle devralarak gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşmesi sonucu 6 Ağustos 1999 tarihinde kurulmuştur⁹³.

2001 yılı Nisan ayı içerisinde gerçekleştirilen %20 bedelli ve %20 bedelsiz sermaye artırımını ile sermayesi 91 trilyon liradan 127 trilyon 400 milyar liraya yükseltilirken, aynı yıl Eylül ayında yapılan %85 bedelli sermaye artırımını ile de 235 trilyon 690 milyar liraya ulaşmıştır.

2001 yılında yaşanan ekonomik krize rağmen Şirket büyüme kararına paralel olarak Eczacıbaşı İlaç ve San.Tic.A.Ş. ile müşterek bir gayrimenkul projesi gerçekleştirme kararı doğrultusunda Levent'te bir arsa satın alınmıştır. 2001 yılında Maslak'ta Petrol Ofis A.Ş.'nin kiracısı olarak faaliyet sürdüğü ofis binası ile Beylikdüzü'ndeki Tatilya Eğlence Merkezi ve çevresindeki 50.309 metrekare büyüklüğündeki parsel, Manavgat/Antalya'da Seven Seas Oteli, Marmaris/Muğla'da Solaris Plaza Alışveriş Merkezi Şirketin yatırım portföyüne dahil edilmiş ve portföy değeri iki katına çıkarılmıştır.

TESCİL TARİHİ: 06.08.1999
KAYITLI SERMAYE TAVANI: 500 Trilyon TL
ÇIKARILMIŞ SERMAYESİ 235,69 Trilyon TL

ORTAĞIN TİCARET ÜNVANI	Pay	
	(Milyar TL)	(%)
T. İş Bankası A.Ş.	145.378	61,68
Diğer	90.312	38,32
TOPLAM	235,69	100

⁹³ İş GYO 2001 Yılı Faaliyet Raporu, Önsöz

Tablo 5.14 : İş GYO'nun 31.12.2001 İtibariyle Portföyünde Yer Alan Gayrimenkuller

PROJE	YER	MİLYON TL
İş Kuleleri	İstanbul-4.Levent	136.190.000.-
Ankara İş Kulesi	Ankara-Kavaklıdere	78.340.000.-
Tatilya Eğlence Merkezi	İstanbul-Beylikdüzü	65.825.000.-
Seven Seas Oteli	Antalya-Manavgat	38.590.000.-
Arsa-II	İstanbul-4.Levent	34.315.000.-
Maslak İş Kulesi	İstanbul-Maslak	28.400.000.-
Kule Çarşı	İstanbul-4.Levent	12.120.000.-
Solaris Plaza	Muğla-Marmaris	6.425.000.-
Ticari Otopark	İstanbul-4.Levent	6.350.000.-
Arsa-I	İstanbul-4.Levent	2.000.000.-
TOPLAM		408.555.000 .-

Kaynak: Bilanço dipnotlarından yararlanılmıştır.

31.12.2001 itibariyle Şirketin Gayrimenkul Portföy Değeri, Net Aktif Değeri ve Pay Başına Net Aktif Değer Hesabı aşağıdaki gibidir:

		MİLYON TL
Gayrimenkuller	(+)	408.555.000 .-
Hazır Değerler	(+)	9.417.443.-
Menkul Kıymetler	(+)	6.169.827.-
Alacaklar	(+)	167.198.-
Borçlar	(-)	45.376.144.-
Diğer Aktifler	(+)	19.038.293.-
NET AKTİF DEĞER	(=)	397.971.617.-
PAY SAYISI	(/)	235.690
PAY BAŞINA NET AKTİF DEĞER	(=)	1.689.-

İŞ G.Y.O. A.Ş.'NİN 2001-2002 6 AYLIK KARŞILAŞTIRMALI BİLANÇOLARI

	<i>Bağımsız Sınırlı Denetim'den</i>	
	Geçmiş	Geçmiş
AYRINTILI BİLANÇO (Milyon TL)	30.06.2002	30.06.2001
I. DÖNEN VARLIKLAR	85.205.485	57.530.244
A. Hazır Değerler	14.305.128	5.742.822
1. Kasa	134	2
2. Bankalar	14.304.994	5.742.820
3. Diğer Hazır Değerler	0	0
B. Menkul Kıymetler	12.008.691	6.053.789
1. Hisse Senetleri	0	0
2. Özel Kesim Tahvil, Senet ve Bonoları	0	0
3. Kamu Kesimi Tahvil, Senet ve Bonoları	11.935.610	6.009.550
4. Diğer Menkul Kıymetler	73.081	44.239
5. Menkul Kıymetler Değer Düşüklüğü Karş.(-)	0	0
C. Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	4.271.510	54.953
1. Alıcılar	274.003	100.429
2. Alacak Senetleri	4.014.944	0
3. Verilen Depozito ve Teminatlar	0	0
4. Diğer Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	0	0
5. Alacak Reeskontu (-)	(5.526)	0
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	(11.911)	(45.476)
D. Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	214.469	61.806
1. Ortaklardan Alacaklar	0	0
2. İştiraklerden Alacaklar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar	0	0
4. Kısa Vadeli Diğer Alacaklar	214.469	61.806
5. Alacak Reeskontu (-)	0	0
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
E. Stoklar	52.762.714	41.932.503
1. İlk Madde ve Malzeme	0	0
2. Yarı Mamüller	0	0
3. Ara Mamüller	0	0
4. Mamüller	0	0
5. Emtia	0	0
6. Diğer Stoklar	52.762.714	41.932.503
7. Stok Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	0	0
8. Verilen Sipariş Avansları	0	0
F. Diğer Dönen Varlıklar	1.642.973	3.684.371
II. DURAN VARLIKLAR	373.725.090	276.478.642
A. Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	0	0
1. Alıcılar	0	0

2. Alacak Senetleri	0	0
3. Verilen Depozito ve Teminatlar	0	0
4. Diğer Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	0	0
5. Alacak Reeskontu (-)	0	0
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
B. Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	0	0
1. Ortaklardan Alacaklar	0	0
2. İştiraklerden Alacaklar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar	0	0
4. Uzun Vadeli Diğer Alacaklar	0	0
5. Alacak Reeskontu (-)	0	0
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
C. Finansal Duran Varlıklar	0	0
1. Bağlı Menkul Kıymetler	0	0
2. Bağlı Menkul Kıy.Değ.Düş.Karşılığı (-)	0	0
3. İştirakler	0	0
4. İştiraklere Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
5. İştirakler Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	0	0
6. Bağlı Ortaklıklar	0	0
7. Bağlı Ortaklıklara Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
8. Bağlı Ortaklıklar Değer Düşüklüğü Karş. (-)	0	0
9. Diğer Finansal Duran Varlıklar	0	0
D. Maddi Duran Varlıklar	361.989.809	264.235.813
1. Arazi ve Arsalar	0	0
2. Yerüstü ve Yeraltı Düzenleri	0	0
3. Binalar	357.336.055	254.268.545
4. Makine, Tesis ve Cihazlar	41.997	18.967
5. Taşıt Araç ve Gereçleri	39.480	11.692
6. Döşeme ve Demirbaşlar	167.967	110.690
7. Diğer Maddi Duran Varlıklar	18.558.458	16.454.725
8. Birikmiş Amortismanlar (-)	(14.154.148)	(6.628.806)
9. Yapılmakta Olan Yatırımlar	0	0
10. Verilen Sipariş Avansları	0	0
E. Maddi Olmayan Duran Varlıklar	11.735.281	12.242.829
1. Kuruluş ve Teşkilatlanma Giderleri	0	0
2. Haklar	11.690.796	12.242.829
3. Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	0
4. Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	44.485	0
5. Verilen Avanslar	0	0
F. Diğer Duran Varlıklar	0	0
AKTİF TOPLAMI	458.930.575	334.008.886

AYRINTILI BİLANÇO (Milyon TL)	<i>Bağımsız Sınırlı Denetim'den</i>	
	Geçmiş	Geçmiş
	30.06.2002	30.06.2001
I. KISA VADELİ BORÇLAR	20.115.644	112.737.045
A. Finansal Borçlar	0	0
1. Banka Kredileri	0	0
2. Uzun Vadeli Kredilerin Anapara Taksitleri ve Faizleri	0	0
3. Tahvil Anapara Taksitleri ve Faizleri	0	0
4. Çıkarılmış Bonolar ve Senetler	0	0
5. Diğer Finansal Borçlar	0	0
B. Ticari Borçlar	428.843	104.000.916
1. Satıcılar	0	103.929.000
2. Borç Senetleri	0	0
3. Alınan Depozito ve Teminatlar	0	0
4. Diğer Ticari Borçlar	428.843	71.916
5. Borç Reeskontu (-)	0	0
C. Diğer Kısa Vadeli Borçlar	17.281.867	8.736.129
1. Ortaklara Borçlar	0	0
2. İştiraklere Borçlar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklara Borçlar	0	0
4. Ödenecek Giderler	0	0
5. Ödenecek Vergi, Harç ve Diğer Kesintiler	37.293	19.873
6. Ertelenen ve Taksite Bağlanan Devlet Alacakları	0	0
7. Kısa Vadeli Diğer Borçlar	17.244.574	8.716.256
8. Borç Reeskontu (-)	0	0
D. Alınan Sipariş Avansları	2.404.934	0
E. Borç ve Gider Karşılıkları	0	0
1. Vergi Karşılıkları	0	0
2. Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	0	0
II. UZUN VADELİ BORÇLAR	27.768.309	38.663.566
A. Finansal Borçlar	0	0
1. Banka Kredileri	0	0
2. Çıkarılmış Tahviller	0	0
3. Çıkarılmış Diğer Menkul Kıymetler	0	0
4. Diğer Finansal Borçlar	0	0
B. Ticari Borçlar	0	0
1. Satıcılar	0	0
2. Borç Senetleri	0	0
3. Alınan Depozito ve Teminatlar	0	0
4. Diğer Ticari Borçlar	0	0
5. Borç Reeskontu (-)	0	0
C. Diğer Uzun Vadeli Borçlar	27.719.550	38.649.692

1. Ortaklara Borçlar	0	0
2. İştiraklere Borçlar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklara Borçlar	0	0
4. Ertelenen ve Taksite Bağlanan Devlet Alacakları	0	0
5. Uzun Vadeli Diğer Borçlar	27.719.550	38.649.692
6. Borç Reeskontu (-)	0	0
D. Alınan Sipariş Avansları	0	0
E. Borç ve Gider Karşılıkları	48.759	13.874
1. Kıdem Tazminatı Karşılıkları	48.759	13.874
2. Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	0	0
III. ÖZ SERMAYE	411.046.622	182.608.275
A. Sermaye	235.690.000	127.400.000
B. Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
C. Emisyon Primi	19.839	19.839
D. Yeniden Değerleme Değer Artışı	139.574.620	46.415.036
1. Duran Varlıklardaki Değer Artışı	139.574.620	46.415.036
2. İştiraklerdeki Değer Artışı	0	0
3. Borsa'da Oluşan Değer Artışı	0	0
E. Yedekler	21.051.046	587.573
1. Yasal Yedekler	1.208.929	185.756
2. Statü Yedekleri	0	0
3. Özel Yedekler	85.692	0
4. Olağanüstü Yedek	19.756.425	401.817
5. Maliyet Artış Fonu	0	0
6. Serm.Eklenecek İşt.His.ve Gayr.Satış Kazançları	0	0
7. Geçmiş Yıl Karı	0	0
F. Net Dönem Karı	14.711.117	8.185.827
G. Dönem Zararı (-)	0	0
H. Geçmiş Yıllar Zararları (-)	0	0
1. Yılı Zararı	0	0
2. Yılı Zararı	0	0
PASİF TOPLAMI	458.930.575	334.008.886

İŞ G.Y.O. A.Ş.'NİN 2001-2002 6 AYLIK KARŞILAŞTIRMALI GELİR TABLOSU

AYRINTILI GELİR TABLOSU (Milyon TL)	Bağımsız Sınırlı Denetim'den	
	Geçmiş 30.06.2002	Geçmiş 30.06.2001
A. Brüt Satışlar	15.084.088	9.012.821
1. Yurtiçi Satışlar	15.084.088	9.012.821
2. Yurtdışı Satışlar	0	0
3. Diğer Satışlar	0	0
B. Satışlardan İndirimler (-)	0	0
1. Satıştan İadeler (-)	0	0
2. Satış İskontoları (-)	0	0
3. Diğer İndirimler (-)	0	0
C. Net Satışlar	15.084.088	9.012.821
D. Satışların Maliyeti (-)	(3.326.035)	(2.646.989)
BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)	11.758.053	6.365.832
E. Faaliyet Giderleri (-)	(1.108.547)	(904.909)
1. Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	0
2. Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	0	0
3. Genel Yönetim Giderleri (-)	(1.108.547)	(904.909)
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	10.649.506	5.460.923
F. Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Karlar	4.871.817	2.801.208
1. İştiraklerden Temettü Gelirleri	0	0
2. Bağlı Ortaklıklardan Temettü Gelirleri	0	0
3. Faiz ve Diğer Temettü Gelirleri	0	0
4. Faaliyetle İlgili Diğer Gelirler ve Karlar	4.871.817	2.801.208
G. Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar (-)	(810.206)	(61.304)
H. Finansman Giderleri (-)	0	0
1. Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	0	0
2. Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	0	0
FAALİYET KARI (ZARARI)	14.711.117	8.200.827
I. Olağanüstü Gelirler ve Karlar	0	0
1. Konusu Kalmayan Karşılıklar	0	0
2. Önceki Dönem Gelir ve Karları	0	0
3. Diğer Olağanüstü Gelirler ve Karlar	0	0
J. Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	0	(15.000)
1. Çalışmayan Kısım Giderleri ve Zararları (-)	0	0
2. Önceki Dönem Gider ve Zararları (-)	0	(15.000)
3. Diğer Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	0	0
DÖNEM KARI (ZARARI)	14.711.117	8.185.827
K. Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	0	0
NET DÖNEM KARI (ZARARI)	14.711.117	8.185.827

İş GYO, net aktif büyüklüğü, sermayesi ve kârlılığı ile diğer Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının yanında dikkat çekmektedir.

Şirket; mevcut güçlü portföy yapısını, 2001'e göre %25 artırarak 52 trilyon TL'ye çıkarmıştır. Bunun yanında Hazır Değerleri, Menkul Değerleri bir önceki senenin aynı dönemine göre önemli oranlarda artış göstermiştir (Hazır Değerler %149, Menkul Değerler %98,3). Senetleri Alacakları 30.06.2001 'de sıfır iken 2002 yılı aynı dönemde 4.014.944 milyon TL'ye ulaşmıştır.

Duran Varlıklarını %35 artıran İş GYO, hem ekonomik krizden daha az etkilenmek için likit kalmış, hem de portföy yapısını güçlü tutmayı başarmıştır.

Önceki sene 112 trilyon TL tutarında olan kısa vadeli borçların, bu sene 20 trilyon TL'ye indiği görülmüştür.

Şirket kârlılığını da bir önceki seneye göre % 79 artırarak tüm GYO'lar arasında en kârlı şirket durumuna gelmiştir.

5.2.7 NUROL GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI

Adres : Büyükdere Cad. Nurol Maslak Plaza No.69 Kat.19
Maslak İSTANBUL

Tel : (212) 286 82 40

Fax : (212) 286 80 01

1997 tarihinde, 10 trilyon TL kayıtlı ve 1 trilyon TL ödenmiş sermaye ile kurulan Nurol Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı AŞ, taşınmaz mallar ve bunlara dayalı Sermaye Piyasası araçlarından oluşan portföyü işleten ve taşınmazlara dayalı projelere yatırım yapan bir Sermaye Piyasası kurumudur.

2000 yılı içerisindeki gelirleri 3,813 trilyon TL olup, dönem sonu karı da 2,680 trilyon TL olarak gerçekleşmiştir. Aralık 1999'da ise, ödenmiş sermayesi 5 Trilyon TL'ye çıkarılmış, artırılan sermayenin 1.550 milyar TL'lik kısmı mevcut ortakların rüçhan haklarını kullanımı yoluyla, 2.450 milyar TL nominal tutarlı kısım ise, mevcut ortakların rüçhan haklarının kısıtlanarak halka arz edilmesi yoluyla karşılanmıştır. 2000 yılı Mayıs ayı içerisinde şirketin kayıtlı sermayesi ise tamamı iç kaynaklardan karşılanarak 10 trilyon TL'ye yükseltilmiştir.⁹⁴

Ankara'da lüks konut projesi olan Nurol Konakları'nın tamamı yanında; İstanbul'un finans ve iş merkezi kabul edilen Maslak'taki Nurol Plaza, Bodrum'daki OASİS Alışveriş Kültür ve Eğlence Merkezi, ayrıca İstanbul Zekeriyaköy'deki Nurol Uskumruköy Vilları'nı ve İstanbul Büyükçekmece mevkiindeki 1,700,000m² büyüklüğündeki Sırtköy arsasının 1/3 hissesini de portföyünde bulundurmaktadır.

TESCİL TARİHİ:	03.09.1997	
KAYITLI SERMAYE TAVANI:	40 Trilyon TL	
ÇIKARILMIŞ SERMAYESİ	10 Trilyon TL	
ORTAĞIN TİCARET ÜNVANI	Pay (Milyar TL)	Pay (%)
Nurol İnşaat ve Ticaret A.Ş.	5.096.940	50,9

⁹⁴ www.nurolgyo.com.tr

Halka Açık Kısım	4.900.000	49,0
Diğer	3.040	0,1
TOPLAM	10.000.000	100

Tablo 5.15: Nurol GYO'nun 31.12.2001 İtibariyle Portföyünde Yer Alan Gayrimenkuller

PORTFÖY'DEKİ VARLIKLAR	YER	MİLYON TL
Arsalar Büyükçekmece	İstanbul	11.811.373.-
Nurol Plaza Maslak	İstanbul	7.680.000.-
OASIS Bodrum	Muğla	1.300.000.-
Mülkiyete Geçirilmeyen Uskumruköy Villaları	İstanbul	358.494.-
Mülkiyete Geçirilmeyen Nurol Konakları	İstanbul	8.024.610.-
TOPLAM		29.174.477.-

Kaynak: Bilanço dipnotlarından yararlanılmıştır.

31.12.2001 itibariyle Şirketin Gayrimenkul Portföy Değeri, Net Aktif Değeri ve Pay Başına Net Aktif Değer Hesabı aşağıdaki gibidir:

		MİLYON TL
Gayrimenkuller	(+)	29.174.477.-
Hazır Değerler	(+)	2.368.-
Menkul Kıymetler	(+)	27.609.-
Alacaklar	(+)	1.055.-
Borçlar	(-)	10.733.104.-
Diğer Aktifler	(+)	169.789.-
NET AKTİF DEĞER	(=)	18.642.194.-
PAY SAYISI	(/)	10.000
PAY BAŞINA NET AKTİF DEĞER	(=)	1.864

NUROL G. Y.O. A.Ş.'NİN 2001-2002 6 AYLIK KARŞILAŞTIRMALI BİLANÇOLARI

AYRINTILI BİLANÇO (Milyon TL)	<i>Bağımsız Sınırlı Denetim'den</i>	
	Geçmiş 30.06.2002	Geçmiş 30.06.2001
I. DÖNEN VARLIKLAR	29.743.230	25.600.061
A. Hazır Değerler	1.015.915	3.032
1. Kasa	1.643	485
2. Bankalar	1.014.272	2.547
3. Diğer Hazır Değerler	0	0
B. Menkul Kıymetler	4.088	105.723
1. Hisse Senetleri	4.088	63.713
2. Özel Kesim Tahvil, Senet ve Bonoları	0	0
3. Kamu Kesimi Tahvil, Senet ve Bonoları	0	42.010
4. Diğer Menkul Kıymetler	0	0
5. Menkul Kıymetler Değer Düşüklüğü Karş.(-)	0	0
C. Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	54.041	12.921
1. Alıcılar	80.984	34.431
2. Alacak Senetleri	0	0
3. Verilen Depozito ve Teminatlar	0	0
4. Diğer Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	0	0
5. Alacak Reeskontu (-)	0	0
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	-26.943	-21.510
D. Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	664	3
1. Ortaklardan Alacaklar	0	0
2. İştiraklerden Alacaklar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar	0	0
4. Kısa Vadeli Diğer Alacaklar	664	3
5. Alacak Reeskontu (-)	0	0
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
E. Stoklar	27.863.405	25.228.979
1. İlk Madde ve Malzeme	0	0
2. Yarı Mamüller	0	0
3. Ara Mamüller	0	0
4. Mamüller	0	0
5. Emtia	6.059.044	6.059.044
6. Diğer Stoklar	0	0
7. Stok Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	0	0
8. Verilen Sipariş Avansları	21.804.361	19.169.935
F. Diğer Dönen Varlıklar	805.117	249.403
II. DURAN VARLIKLAR	4.330.066	1.458.527
A. Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	0	0

1. Alıcılar	0	0
2. Alacak Senetleri	0	0
3. Verilen Depozito ve Teminatlar	0	0
4. Diğer Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	0	0
5. Alacak Reeskontu (-)	0	0
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
B. Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	0	0
1. Ortaklardan Alacaklar	0	0
2. İştiraklerden Alacaklar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar	0	0
4. Uzun Vadeli Diğer Alacaklar	0	0
5. Alacak Reeskontu (-)	0	0
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
C. Finansal Duran Varlıklar	0	0
1. Bağlı Menkul Kıymetler	0	0
2. Bağlı Menkul Kıy.Değ.Düş.Karşılığı (-)	0	0
3. İştirakler	0	0
4. İştiraklere Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
5. İştirakler Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	0	0
6. Bağlı Ortaklıklar	0	0
7. Bağlı Ortaklıklara Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
8. Bağlı Ortaklıklar Değer Düşüklüğü Karş. (-)	0	0
9. Diğer Finansal Duran Varlıklar	0	0
D. Maddi Duran Varlıklar	4.329.739	1.457.097
1. Arazi ve Arsalar	0	0
2. Yerüstü ve Yeraltı Düzenleri	0	0
3. Binalar	4.502.771	1.401.923
4. Makine, Tesis ve Cihazlar	0	0
5. Taşıt Araç ve Gereçleri	45.163	32.471
6. Döşeme ve Demirbaşlar	100.430	66.097
7. Diğer Maddi Duran Varlıklar	19.668	19.524
8. Birikmiş Amortismanlar (-)	-338.293	-62.918
9. Yapılmakta Olan Yatırımlar	0	0
10. Verilen Sipariş Avansları	0	0
E. Maddi Olmayan Duran Varlıklar	327	1.355
1. Kuruluş ve Teşkilatlanma Giderleri	0	725
2. Haklar	0	0
3. Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	0
4. Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	327	630
5. Verilen Avanslar	0	0
F. Diğer Duran Varlıklar	0	75
AKTİF TOPLAMI	34.073.296	27.058.588

	<i>Bağımsız Sınırlı Denetim'den</i>	
	Geçmiş	Geçmiş
AYRINTILI BİLANÇO (Milyon TL)	30.06.2002	30.06.2001
I. KISA VADELİ BORÇLAR	14.751.721	9.940.256
A. Finansal Borçlar	12.838.644	5.702.881
1. Banka Kredileri	265.013	5.702.881
2. Uzun Vadeli Kredilerin Anapara Taksitleri ve Faizleri	9.223.759	0
3. Tahvil Anapara Taksitleri ve Faizleri	0	0
4. Çıkarılmış Bonolar ve Senetler	0	0
5. Diğer Finansal Borçlar	3.349.872	0
B. Ticari Borçlar	847.831	3.488.826
1. Satıcılar	847.831	343.523
2. Borç Senetleri	0	3.156.479
3. Alınan Depozito ve Teminatlar	0	0
4. Diğer Ticari Borçlar	0	0
5. Borç Reeskontu (-)	0	-11.176
C. Diğer Kısa Vadeli Borçlar	311.229	100.704
1. Ortaklara Borçlar	0	0
2. İştiraklere Borçlar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklara Borçlar	0	0
4. Ödenecek Giderler	2.573	0
5. Ödenecek Vergi, Harç ve Diğer Kesintiler	29.772	9.824
6. Ertelenen ve Taksite Bağlanan Devlet Alacakları	0	0
7. Kısa Vadeli Diğer Borçlar	278.884	90.880
8. Borç Reeskontu (-)	0	0
D. Alınan Sipariş Avansları	283.170	504.226
E. Borç ve Gider Karşılıkları	470.847	143.619
1. Vergi Karşılıkları	0	0
2. Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	470.847	143.619
II. UZUN VADELİ BORÇLAR	26.034	12.220
A. Finansal Borçlar	0	0
1. Banka Kredileri	0	0
2. Çıkarılmış Tahviller	0	0
3. Çıkarılmış Diğer Menkul Kıymetler	0	0
4. Diğer Finansal Borçlar	0	0
B. Ticari Borçlar	0	0
1. Satıcılar	0	0
2. Borç Senetleri	0	0
3. Alınan Depozito ve Teminatlar	0	0
4. Diğer Ticari Borçlar	0	0
5. Borç Reeskontu (-)	0	0
C. Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0

1. Ortaklara Borçlar	0	0
2. İştiraklere Borçlar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklara Borçlar	0	0
4. Ertelenen ve Taksite Bağlanan Devlet Alacakları	0	0
5. Uzun Vadeli Diğer Borçlar	0	0
6. Borç Reeskontu (-)	0	0
D. Alınan Sipariş Avansları	0	0
E. Borç ve Gider Karşılıkları	26.034	12.220
1. Kıdem Tazminatı Karşılıkları	26.034	12.220
2. Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	0	0
III. ÖZ SERMAYE	19.295.541	17.106.112
A. Sermaye	10.000.000	10.000.000
B. Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
C. Emisyon Primi	0	0
D. Yeniden Değerleme Değer Artışı	1.297.774	25.219
1. Duran Varlıklardaki Değer Artışı	1.297.774	25.219
2. İştiraklerdeki Değer Artışı	0	0
3. Borsa'da Oluşan Değer Artışı	0	0
E. Yedekler	7.649.403	3.416.444
1. Yasal Yedekler	448.720	237.072
2. Statü Yedekleri	0	0
3. Özel Yedekler	0	0
4. Olağanüstü Yedek	7.200.683	3.179.372
5. Maliyet Artış Fonu	0	0
6. Serm.Eklenecek İşt.His.ve Gayr.Satış Kazançları	0	0
7. Geçmiş Yıl Karı	0	0
F. Net Dönem Karı	348.364	3.664.449
G. Dönem Zararı (-)	0	0
H. Geçmiş Yıllar Zararları (-)	0	0
1. Yılı Zararı	0	0
2. Yılı Zararı	0	0
PASİF TOPLAMI	34.073.296	27.058.588

**NUROL G.Y.O. A.Ş.'NİN 2001-2002 6 AYLIK KARŞILAŞTIRMALI GELİR
TABLOSU**

	<i>Bağımsız Sınırlı Denetim'den</i>	
	Geçmiş 30.06.2002	Geçmiş 30.06.2001
AYRINTILI GELİR TABLOSU (Milyon TL)		
A. Brüt Satışlar	2.601.404	439.682
1. Yurtiçi Satışlar	2.601.404	439.682
2. Yurtdışı Satışlar	0	0
3. Diğer Satışlar	0	0
B. Satışlardan İndirimler (-)	0	0
1. Satıştan İadeler (-)	0	0
2. Satış İskontoları (-)	0	0
3. Diğer İndirimler (-)	0	0
C. Net Satışlar	2.601.404	439.682
D. Satışların Maliyeti (-)	-1.471.460	-11.342
BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)	1.129.944	428.340
E. Faaliyet Giderleri (-)	-902.250	-875.029
1. Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	0
2. Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	0	0
3. Genel Yönetim Giderleri (-)	-902.250	-875.029
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	227.694	-446.689
F. Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Karlar	4.833.751	10.076.249
1. İştiraklerden Temettü Gelirleri	0	0
2. Bağlı Ortaklıklardan Temettü Gelirleri	0	0
3. Faiz ve Diğer Temettü Gelirleri	3.942	556.858
4. Faaliyetle İlgili Diğer Gelirler ve Karlar	4.829.809	9.519.391
G. Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar (-)	-2.940.086	-3.450.977
H. Finansman Giderleri (-)	-1.746.528	-2.512.387
1. Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	-396.954	-2.512.387
2. Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	-1.349.574	0
FAALİYET KARI (ZARARI)	374.831	3.666.196
I. Olağanüstü Gelirler ve Karlar	0	113
1. Konusu Kalmayan Karşılıklar	0	0
2. Önceki Dönem Gelir ve Karları	0	0
3. Diğer Olağanüstü Gelirler ve Karlar	0	113
J. Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	-26.467	-1.860
1. Çalışmayan Kısım Giderleri ve Zararları (-)	0	0
2. Önceki Dönem Gider ve Zararları (-)	0	0
3. Diğer Olağanüstü Giderler ve Zararları (-)	-26.467	-1.860
DÖNEM KARI (ZARARI)	348.364	3.664.449
K. Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	0	0
NET DÖNEM KARI (ZARARI)	348.364	3.664.449

Nurol GYO, mali tabloları incelendiğinde şirketin genelde mevcut durumunu korumaya çalıştığı, likitide sorunu yaşadığı, portföy geliştirimine ve projelerine çok fazla ağırlık veremediği görülmüştür.

Bununla birlikte Duran Varlıklarında Binalar kaleminde %300'lük bir artış bulunduğu görülmektedir.

Kısa vadeli banka kredileri 2002 yılında bitmesine rağmen uzun vadeli kredilerin anapara taksit ve faiz ödemeleri, 2002 ilk altı aylık bilançosunda önemli yer tutmaktadır.

Satış gelirleri önceki dönem göre önemli ölçüde artsa da Finansman Giderlerinin ve Diğer Faaliyet Giderlerinin yüksek oluşu şirketin kârlılığını önemli ölçüde etkilemiş ve önceki yılın aynı dönemine göre 3.664.449 milyon TL'den 348.364 milyon TL'ye düşmesine neden olmuştur.



5.2.8 VAKIF GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI

Adres : Farabi Sokak No:27 06690 Aşağı Ayrancı
ANKARA

Tel : (312) 468 01 67 – (312) 468 02 28

Fax : (312) 468 18 29

Vakıf GYO, ülkemizde bu alanda ilk faaliyete başlayan Gayrimenkul Yatırım Ortaklığıdır. Büyük hissedarının kamu kesimi olduğu Vakıf GYO, SPK'nın 02.11.1995 tarihli kararı ile kurulmasına izin verilmiş ve 12.01.1996 tarihinde de tescil edilmiştir. 2002 itibarıyla ortaklık yapısı aşağıda sunulmuştur.

TESCİL TARİHİ:	12.Ocak.1996	
KAYITLI SERMAYE TAVANI:	5.000.000.000.000	
ÇIKARILMIŞ SERMAYESİ	3.500.791.500.000	
ORTAĞIN TİCARET ÜNVANI	Pay	Pay
	(Milyar TL)	(%)
Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	967.329.984	27,63
T.C. Maliye Bakanlığı Arsa Ofisi Genel Müdürlüğü	583.465.250	16,67
Vakıfbank Personeli Özel Sosyal Güvenlik Hizmetleri Vakfı	233.386.100	6,67
T.Vakıflar Bankası T.A.O.Mem. ve Hizm. Em. ve Yard. Sand. Vvk	116.693.050	3,33
Güneş Sigorta A.Ş.	58.346.525	1,67
Vakıf Deniz Finansal Kiralama A.Ş.	58.346.525	1,67
Halka Arzedilen Pay Senetleri	1.483.224.066	42,37
TOPLAM	3.500.791.500	100

Tablo 5.16: Vakıf GYO'nun 31.12.2001 İtibariyle Portföyünde Yer Alan Gayrimenkuller

PORTFÖY'DEKİ VARLIKLAR	YER	MİLYON TL
Arsa 1 Eskişehir Yolu 14.km	Ankara	4.900.000.-
Arsa 2, Eskişehir Yolu Çayyolu	Ankara	3.180.000.-
Ofis, Etiler, Maya F2-A Blok	İstanbul	3.895.000.-
Ofis, Tunalı Hilmi Cd, Finans Market	Ankara	1.560.000.-
Ofis, Üsküp Caddesi	Ankara	1.200.000.-
Ofis, Tunalı Hilmi Cd., İşyeri	Ankara	740.000.-
Ofis, Bağdat Cd., İşyeri	İstanbul	690.000.-
Ofis, Bakırköy, İşyeri	İstanbul	1.470.000.-
Gayrimenkul Projeleri, Tunalı Hilmi Cd., Binnaz Sk	Ankara	10.297.120.-
TOPLAM		27.932.120.-

Kaynak: Bilanço dipnotlarından yararlanılmıştır.

31.12.2001 itibariyle Şirketin Gayrimenkul Portföy Değeri, Net Aktif Değeri ve Pay Başına Net Aktif Değer Hesabı aşağıdaki gibidir:

		MİLYON TL
Gayrimenkuller	(+)	27.932.120.-
Hazır Değerler	(+)	1.479.-
Menkul Kıymetler (Repo)	(+)	1.050.604.-
Alacaklar	(+)	1.963.-
Borçlar	(-)	-343.465.-
Diğer Aktifler	(+)	3.607.617.-
NET AKTİF DEĞER	(=)	32.250.320.-
PAY SAYISI	(/)	4.376
PAY BAŞINA NET AKTİF DEĞER	(=)	7.370.-

VAKIF G. Y.O. A.Ş.'NİN 2001-2002 6 AYLIK KARŞILAŞTIRMALI BİLANÇOLARI

	<i>Bağımsız Sınırlı Denetim'den</i>	
	Geçmiş	Geçmiş
AYRINTILI BİLANÇO (Milyon TL)	30.06.2002	30.06.2001
I. DÖNEN VARLIKLAR	4.416.530	10.353.079
A. Hazır Değerler	756	1.226
1. Kasa	726	804
2. Bankalar	30	422
3. Diğer Hazır Değerler	0	0
B. Menkul Kıymetler	834.978	3.794.683
1. Hisse Senetleri	0	0
2. Özel Kesim Tahvil, Senet ve Bonoları	0	0
3. Kamu Kesimi Tahvil, Senet ve Bonoları	834.978	3.794.683
4. Diğer Menkul Kıymetler	0	0
5. Menkul Kıymetler Değer Düşüklüğü Karş.(-)	0	0
C. Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	0	0
1. Alıcılar	0	0
2. Alacak Senetleri	0	0
3. Verilen Depozito ve Teminatlar	0	0
4. Diğer Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	0	0
5. Alacak Reeskontu (-)	0	0
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
D. Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	0	0
1. Ortaklardan Alacaklar	0	0
2. İştiraklerden Alacaklar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar	0	0
4. Kısa Vadeli Diğer Alacaklar	0	0
5. Alacak Reeskontu (-)	0	0
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
E. Stoklar	3.231.180	6.479.390
1. İlk Madde ve Malzeme	0	0
2. Yarı Mamüller	0	0
3. Ara Mamüller	0	0
4. Mamüller	0	0
5. Emtia	3.183.454	5.307.276
6. Diğer Stoklar	0	0
7. Stok Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	0	0
8. Verilen Sipariş Avansları	47.726	1.172.114
F. Diğer Dönen Varlıklar	349.616	77.780
II. DURAN VARLIKLAR	6.807.045	102.877
A. Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	2.086	1.770

1. Alıcılar	0	0
2. Alacak Senetleri	0	0
3. Verilen Depozito ve Teminatlar	2.086	1.770
4. Diğer Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	0	0
5. Alacak Reeskontu (-)	0	0
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
B. Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	0	0
1. Ortaklardan Alacaklar	0	0
2. İştiraklerden Alacaklar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar	0	0
4. Uzun Vadeli Diğer Alacaklar	0	0
5. Alacak Reeskontu (-)	0	0
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
C. Finansal Duran Varlıklar	0	0
1. Bağlı Menkul Kıymetler	0	0
2. Bağlı Menkul Kıy.Değ.Düş.Karşılığı (-)	0	0
3. İştirakler	0	0
4. İştiraklere Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
5. İştirakler Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	0	0
6. Bağlı Ortaklıklar	0	0
7. Bağlı Ortaklıklara Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
8. Bağlı Ortaklıklar Değer Düşüklüğü Karş. (-)	0	0
9. Diğer Finansal Duran Varlıklar	0	0
D. Maddi Duran Varlıklar	6.738.603	44.335
1. Arazi ve Arsalar	0	0
2. Yerüstü ve Yeraltı Düzenleri	0	0
3. Binalar	6.763.209	0
4. Makine, Tesis ve Cihazlar	0	0
5. Taşıt Araç ve Gereçleri	32.053	30.442
6. Döşeme ve Demirbaşlar	163.693	120.720
7. Diğer Maddi Duran Varlıklar	0	0
8. Birikmiş Amortismanlar (-)	(220.545)	(106.827)
9. Yapılmakta Olan Yatırımlar	0	0
10. Verilen Sipariş Avansları	193	0
E. Maddi Olmayan Duran Varlıklar	66.356	56.158
1. Kuruluş ve Teşkilatlanma Giderleri	0	2.469
2. Haklar	4.450	4.466
3. Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	0
4. Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	61.906	44.633
5. Verilen Avanslar	0	4.590
F. Diğer Duran Varlıklar	0	614
AKTİF TOPLAMI	11.223.575	10.455.956

Bağımsız Sınırlı Denetim'den

AYRINTILI BİLANÇO (Milyon TL)	Geçmiş 30.06.2002	Geçmiş 30.06.2001
I. KISA VADELİ BORÇLAR	17.431	26.439
A. Finansal Borçlar	0	0
1. Banka Kredileri	0	0
2. Uzun Vadeli Kredilerin Anapara Taksitleri ve Faizleri	0	0
3. Tahvil Anapara Taksitleri ve Faizleri	0	0
4. Çıkarılmış Bonolar ve Senetler	0	0
5. Diğer Finansal Borçlar	0	0
B. Ticari Borçlar	3.790	9.462
1. Satıcılar	3.790	6.117
2. Borç Senetleri	0	0
3. Alınan Depozito ve Teminatlar	0	0
4. Diğer Ticari Borçlar	0	3.345
5. Borç Reeskontu (-)	0	0
C. Diğer Kısa Vadeli Borçlar	13.641	16.977
1. Ortaklara Borçlar	7	7
2. İştiraklere Borçlar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklara Borçlar	0	0
4. Ödenecek Giderler	0	0
5. Ödenecek Vergi, Harç ve Diğer Kesintiler	13.634	16.970
6. Ertelenen ve Taksite Bağlanan Devlet Alacakları	0	0
7. Kısa Vadeli Diğer Borçlar	0	0
8. Borç Reeskontu (-)	0	0
D. Alınan Sipariş Avansları	0	0
E. Borç ve Gider Karşılıkları	0	0
1. Vergi Karşılıkları	0	0
2. Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	0	0
II. UZUN VADELİ BORÇLAR	66.512	31.336
A. Finansal Borçlar	0	0
1. Banka Kredileri	0	0
2. Çıkarılmış Tahviller	0	0
3. Çıkarılmış Diğer Menkul Kıymetler	0	0
4. Diğer Finansal Borçlar	0	0
B. Ticari Borçlar	0	0
1. Satıcılar	0	0
2. Borç Senetleri	0	0
3. Alınan Depozito ve Teminatlar	0	0
4. Diğer Ticari Borçlar	0	0
5. Borç Reeskontu (-)	0	0
C. Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	0

1. Ortaklara Borçlar	0	0
2. İştiraklere Borçlar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklara Borçlar	0	0
4. Ertelenen ve Taksite Bağlanan Devlet Alacakları	0	0
5. Uzun Vadeli Diğer Borçlar	0	0
6. Borç Reeskontu (-)	0	0
D. Alınan Sipariş Avansları	0	0
E. Borç ve Gider Karşılıkları	66.512	31.336
1. Kıdem Tazminatı Karşılıkları	66.512	31.336
2. Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	0	0
III. ÖZ SERMAYE	11.139.632	10.398.181
A. Sermaye	5.000.000	4.376.000
B. Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
C. Emisyon Primi	2.112.377	2.112.377
D. Yeniden Değerleme Değer Artışı	116.090	79.865
1. Duran Varlıklardaki Değer Artışı	116.090	79.865
2. İştiraklerdeki Değer Artışı	0	0
3. Borsa'da Oluşan Değer Artışı	0	0
E. Yedekler	3.889.038	2.758.992
1. Yasal Yedekler	394.558	305.936
2. Statü Yedekleri	0	0
3. Özel Yedekler	0	0
4. Olağanüstü Yedek	3.494.480	2.453.056
5. Maliyet Artış Fonu	0	0
6. Serm.Eklenecek İşt.His.ve Gayr.Satış Kazançları	0	0
7. Geçmiş Yıl Karı	0	0
F. Net Dönem Karı	22.127	1.070.947
G. Dönem Zararı (-)	0	0
H. Geçmiş Yıllar Zararları (-)	0	0
1. Yılı Zararı	0	0
2. Yılı Zararı	0	0
PASİF TOPLAMI	11.223.575	10.455.956

**VAKIF G.Y.O. A.Ş.'NİN 2001-2002 6 AYLIK KARŞILAŞTIRMALI GELİR
TABLOSU**

AYRINTILI GELİR TABLOSU (Milyon TL)	<i>Bağımsız Sınırlı Denetim'den</i>	
	Geçmiş 30.06.2002	Geçmiş 30.06.2001
A. Brüt Satışlar	496.701	392.595
1. Yurtiçi Satışlar	496.701	392.595
2. Yurtdışı Satışlar	0	0
3. Diğer Satışlar	0	0
B. Satışlardan İndirimler (-)	0	0
1. Satıştan İadeler (-)	0	0
2. Satış İskontoları (-)	0	0
3. Diğer İndirimler (-)	0	0
C. Net Satışlar	496.701	392.595
D. Satışların Maliyeti (-)	(81.421)	0
BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)	415.280	392.595
E. Faaliyet Giderleri (-)	(585.344)	(397.049)
1. Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	0
2. Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	0	0
3. Genel Yönetim Giderleri (-)	(585.344)	(397.049)
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	(170.064)	(4.454)
F. Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Karlar	192.293	1.075.401
1. İştiraklerden Temettü Gelirleri	0	0
2. Bağlı Ortaklıklardan Temettü Gelirleri	0	0
3. Faiz ve Diğer Temettü Gelirleri	192.061	1.074.820
4. Faaliyetle İlgili Diğer Gelirler ve Karlar	232	581
G. Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar (-)	(102)	0
H. Finansman Giderleri (-)	0	0
1. Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	0	0
2. Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	0	0
FAALİYET KARI (ZARARI)	22.127	1.070.947
I. Olağanüstü Gelirler ve Karlar	0	0
1. Konusu Kalmayan Karşılıklar	0	0
2. Önceki Dönem Gelir ve Karları	0	0
3. Diğer Olağanüstü Gelirler ve Karlar	0	0
J. Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	0	0
1. Çalışmayan Kısım Giderleri ve Zararları (-)	0	0
2. Önceki Dönem Gider ve Zararları (-)	0	0
3. Diğer Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	0	0
DÖNEM KARI (ZARARI)	22.127	1.070.947
K. Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	0	0
NET DÖNEM KARI (ZARARI)	22.127	1.070.947

Diğer bazı GYO şirketlerinde olduğu gibi Vakıf GYO'da da likitide problemi gözükmemektedir. Portföydeki emtialar önceki döneme göre %50 oranında azalmasına karşın Duran Varlıkları önemli ölçüde artmış, 102.877 milyon TL'den 6.807.045 TL'ye ulaşmıştır. Verilen sipariş avansları da bir önceki döneme göre oldukça azalmıştır.

Kısa Vadeli Borçlarında herhangi bir sıkıntı yaşamayan Şirket esas faaliyetlerinden yeterince gelir elde edememesi ve sadece faaliyet giderlerini karşılayabilmesi nedeniyle 22.127 milyon TL tutarında dönem kârı elde edebilmiştir.



5.2.9 YAPI KREDİ KORAY GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI

Adres : Büyükdere Caddesi Yapı Kredi Plaza B Blok

Kat:7 Levent 80620 İSTANBUL

Tel : (212) 284 13 56 (212) 284 13 57

Fax : (212) 284 13 58

Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, 05.12.1996 tarihinde tescil edilmiş, 1998 yılında da halka açılmıştır. YK Koray GYO, orta ve üst gelir gruplarına yönelik konut projelerine ve ticari gayrimenkul projelerine yatırım yapmayı hedef seçmiştir.

TESCİL TARİHİ: 05.12.1996

KAYITLI SERMAYE TAVANI: 100 Trilyon

ÇIKARILMIŞ SERMAYESİ: 10 Trilyon

ORTAĞIN TİCARET ÜNVANI	Pay (Milyar TL)	Pay (%)
Halka Açık Kısım	4.900.000.-	49
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	2.601.000.-	26
Koray Yapı End. ve Ticaret A.Ş.	499.000.-	5
Murat Koray	500.000.-	5
Selim Koray	500.000.-	5
Semra Turgut	500.000.-	5
Süleyman Yerçil	250.000.-	2,5
Mustafa Zeki Gönül	250.000.-	2,5
TOPLAM	10.000.000.-	100

Tablo 5.17: YK Koray GYO'nun 31.12.2001 İtibariyle Portföyünde Yer Alan Gayrimenkuller

PROJE	YER	MİLYON TL
Arsa, Beykoz Riva	İstanbul	12.800.000
Arsa, Beykoz, Riva Göllü Köyü'nde	İstanbul	7.830.000
Ofis, YK Plaza	İstanbul	23.225.000
Ofis, Narmanlı Han Beyoğlu	İstanbul	975.000
Ofis Katları, Elit Residence	İstanbul	7.240.000
Konut Projeleri, Göktürk Beldesi	İstanbul	7.727.333
Konut Projeleri, Kemer Country	İstanbul	3.954.269
TOPLAM PORTFÖY DEĞERİ		63.751.602

Kaynak: Bilanço dipnotlarından yararlanılmıştır.

31.12.2001 itibariyle Şirketin Gayrimenkul Portföy Değeri, Net Aktif Değeri ve Pay Başına Net Aktif Değer Hesabı aşağıdaki gibidir:

		MİLYON TL
Gayrimenkuller	(+)	63.751.602
Hazır Değerler	(+)	8.890.469
Menkul Kıymetler	(+)	2.636.185
Alacaklar	(+)	9.438.228
Borçlar	(-)	1.582.562
Diğer Aktifler	(+)	2.726.183
NET AKTİF DEĞER	(=)	85.860.105
PAY SAYISI	(/)	10.000
PAY BAŞINA NET AKTİF DEĞER	(=)	8.586

**YAPI KREDİ KORAY G.Y.O. A.Ş.'NİN 2001-2002 6 AYLIK KARŞILAŞTIRMALI
BİLANÇOLARI**

AYRINTILI BİLANÇO (Milyon TL)	Bağımsız Sınırlı Denetim'den Geçmiş	
	30.06.2002	30.06.2001
I. DÖNEN VARLIKLAR	47.851.362	68.848.818
A. Hazır Değerler	8.990.613	6.196.557
1. Kasa	613	458
2. Bankalar	8.990.000	6.196.099
3. Diğer Hazır Değerler	0	0
B. Menkul Kıymetler	2.636.185	12.185.640
1. Hisse Senetleri	20.108	22.975
2. Özel Kesim Tahvil, Senet ve Bonoları	0	0
3. Kamu Kesimi Tahvil, Senet ve Bonoları	1.636.003	10.946.145
4. Diğer Menkul Kıymetler	980.074	1.216.520
5. Menkul Kıymetler Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	0	0
C. Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	6.470.851	8.464.218
1. Alıcılar	927.256	2.333.302
2. Alacak Senetleri	4.382.174	5.145.407
3. Verilen Depozito ve Teminatlar	0	0
4. Diğer Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	1.191.072	1.091.633
5. Alacak Reeskontu (-)	(29.651)	(106.124)
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
D. Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	0	0
1. Ortaklardan Alacaklar	0	0
2. İştiraklerden Alacaklar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar	0	0
4. Kısa Vadeli Diğer Alacaklar	0	0
5. Alacak Reeskontu (-)	0	0
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
E. Stoklar	27.018.692	38.682.508
1. İlk Madde ve Malzeme	9.572.677	10.980.212
2. Yarı Mamuller	0	0
3. Ara Mamuller	0	0
4. Mamuller	173.761	0
5. Emtia	6.570.218	4.916.825
6. Diğer Stoklar	10.702.036	22.785.471
7. Stok Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	0	0
8. Verilen Sipariş Avansları	0	0
F. Diğer Dönen Varlıklar	2.735.021	3.319.895
II. DURAN VARLIKLAR	8.384.601	3.679.048
A. Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	2.762.294	3.225.638

1. Alıcılar	396.366	443.609
2. Alacak Senetleri	2.477.399	3.028.052
3. Verilen Depozito ve Teminatlar	3.999	3.537
4. Diğer Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	0	0
5. Alacak Reeskontu (-)	(115.470)	(249.560)
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
B. Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	0	0
1. Ortaklardan Alacaklar	0	0
2. İştiraklerden Alacaklar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklardan Alacaklar	0	0
4. Uzun Vadeli Diğer Alacaklar	0	0
5. Alacak Reeskontu (-)	0	0
6. Şüpheli Alacaklar Karşılığı (-)	0	0
C. Finansal Duran Varlıklar	0	0
1. Bağlı Menkul Kıymetler	0	0
2. Bağlı Menkul Kıymetler Değer Düşüklüğü Krş (-)	0	0
3. İştirakler	0	0
4. İştiraklere Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
5. İştirakler Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	0	0
6. Bağlı Ortaklıklar	0	0
7. Bağlı Ortaklıklara Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
8. Bağlı Ortaklıklar Değer Düşüklüğü Karşılığı (-)	0	0
9. Diğer Finansal Duran Varlıklar	0	0
D. Maddi Duran Varlıklar	5.593.955	408.575
1. Arazi ve Arsalar	0	0
2. Yerüstü ve Yeraltı Düzenleri	0	0
3. Binalar	5.343.645	0
4. Makine, Tesis ve Cihazlar	0	0
5. Taşıt, Araç ve Gereçleri	267.849	232.116
6. Döşeme ve Demirbaşlar	592.525	421.560
7. Diğer Maddi Duran Varlıklar	79.149	90.040
8. Birikmiş Amortismanlar (-)	(689.213)	(335.141)
9. Yapılmakta Olan Yatırımlar	0	0
10. Verilen Sipariş Avansları	0	0
E. Maddi Olmayan Duran Varlıklar	28.352	14.155
1. Kuruluş ve Teşkilatlanma Giderleri	0	0
2. Haklar	0	0
3. Araştırma ve Geliştirme Giderleri	0	0
4. Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	28.352	14.155
5. Verilen Avanslar	0	0
F. Diğer Duran Varlıklar	0	30.680
AKTİF TOPLAMI	56.235.963	72.527.866

AYRINTILI BİLANÇO (Milyon TL)	Bağımsız Sınırlı Denetim'den Geçmiş	
	30.06.2002	30.06.2001
I. KISA VADELİ BORÇLAR	1.867.613	23.401.945
A. Finansal Borçlar	0	0
1. Banka Kredileri	0	0
2. Uzun Vadeli Kredilerin Anapara Taksitleri ve Faizleri	0	0
3. Tahvil Anapara Taksitleri ve Faizleri	0	0
4. Çıkarılmış Bonolar ve Senetler	0	0
5. Diğer Finansal Borçlar	0	0
B. Ticari Borçlar	1.694.165	2.425.506
1. Satıcılar	1.637.733	2.425.506
2. Borç Senetleri	0	0
3. Alınan Depozito ve Teminatlar	0	0
4. Diğer Ticari Borçlar	62.409	0
5. Borç Reeskontu (-)	(5.977)	0
C. Diğer Kısa Vadeli Borçlar	173.448	831.544
1. Ortaklara Borçlar	0	0
2. İştiraklere Borçlar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklara Borçlar	0	0
4. Ödenecek Giderler	52	0
5. Ödenecek Vergi, Harç ve Diğer Kesintiler	151.679	818.395
6. Ertelenen ve Taksite Bağlanan Devlet Alacakları	0	0
7. Kısa Vadeli Diğer Borçlar	21.717	13.149
8. Borç Reeskontu (-)	0	0
D. Alınan Sipariş Avansları	0	20.144.895
E. Borç ve Gider Karşılıkları	0	0
1. Vergi Karşılıkları	0	0
2. Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	0	0
II. UZUN VADELİ BORÇLAR	8.275.950	7.899.058
A. Finansal Borçlar	0	0
1. Banka Kredileri	0	0
2. Çıkarılmış Tahviller	0	0
3. Çıkarılmış Diğer Menkul Kıymetler	0	0
4. Diğer Finansal Borçlar	0	0
B. Ticari Borçlar	0	0
1. Satıcılar	0	0
2. Borç Senetleri	0	0
3. Alınan Depozito ve Teminatlar	0	0
4. Diğer Ticari Borçlar	0	0
5. Borç Reeskontu (-)	0	0
C. Diğer Uzun Vadeli Borçlar	3.942	11.852

1. Ortaklara Borçlar	0	0
2. İştiraklere Borçlar	0	0
3. Bağlı Ortaklıklara Borçlar	0	0
4. Ertelenen ve Taksite Bağlanan Devlet Alacakları	0	0
5. Uzun Vadeli Diğer Borçlar	3.942	11.852
6. Borç Reeskontu (-)	0	0
D. Alınan Sipariş Avansları	8.201.730	7.854.019
E. Borç ve Gider Karşılıkları	70.278	33.187
1. Kıdem Tazminatı Karşılıkları	70.278	33.187
2. Diğer Borç ve Gider Karşılıkları	0	0
III. ÖZ SERMAYE	46.092.400	41.226.863
A. Sermaye	10.000.000	10.000.000
B. Sermaye Taahhütleri (-)	0	0
C. Emisyon Primi	434.347	434.347
D. Yeniden Değerleme Değer Artışı	2.995.031	275.563
1. Duran Varlıklardaki Değer Artışı	2.995.031	275.563
2. İştiraklerdeki Değer Artışı	0	0
3. Borsa'da Oluşan Değer Artışı	0	0
E. Yedekler	31.817.113	22.926.143
1. Yasal Yedekler	1.590.856	1.146.307
2. Statü Yedekleri	0	0
3. Özel Yedekler	329.743	0
4. Olağanüstü Yedek	29.896.514	21.779.836
5. Maliyet Artış Fonu	0	0
6. Sermayeye Eklenecek İştirak Hisseleri ve Gayrimenkul Satış Kazançları	0	0
7. Geçmiş Yıl Karı	0	0
F. Net Dönem Karı	845.909	7.590.810
G. Dönem Zararı (-)	0	0
H. Geçmiş Yıllar Zararları (-)	0	0
1. Yılı Zararı	0	0
2. Yılı Zararı	0	0
PASİF TOPLAMI	56.235.963	72.527.866

**YAPI KREDİ KORAY G.Y.O. A.Ş.'NİN 2001-2002 6 AYLIK KARŞILAŞTIRMALI
GELİR TABLOSU**

AYRINTILI GELİR TABLOSU (Milyon TL)	Bağımsız Sınırlı Denetim'den Geçmiş	
	30.06.2002	30.06.2001
A. Brüt Satışlar	2.394.481	6.382.823
1. Yurtiçi Satışlar	2.394.481	6.382.823
2. Yurtdışı Satışlar	0	0
3. Diğer Satışlar	0	0
B. Satışlardan İndirimler (-)	0	0
1. Satıştan İadeler (-)	0	0
2. Satış İskontoları (-)	0	0
3. Diğer İndirimler (-)	0	0
C. Net Satışlar	2.394.481	6.382.823
D. Satışların Maliyeti (-)	(1.152.725)	(4.634.543)
BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)	1.241.756	1.748.280
E. Faaliyet Giderleri (-)	(925.793)	(728.293)
1. Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	(218.438)
2. Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	0	0
3. Genel Yönetim Giderleri (-)	(925.793)	(509.855)
ESAS FAALİYET KARI (ZARARI)	315.963	1.019.987
F. Diğer Faaliyetlerden Gelirler ve Karlar	4.262.408	9.633.082
1. İştiraklerden Temettü Gelirleri	0	0
2. Bağlı Ortaklıklardan Temettü Gelirleri	0	0
3. Faiz ve Diğer Temettü Gelirleri	1.097.810	3.754.964
4. Faaliyetle İlgili Diğer Gelirler ve Karlar	3.164.598	5.878.118
G. Diğer Faaliyetlerden Giderler ve Zararlar (-)	(3.719.038)	(3.062.259)
H. Finansman Giderleri (-)	0	0
1. Kısa Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	0	0
2. Uzun Vadeli Borçlanma Giderleri (-)	0	0
FAALİYET KARI (ZARARI)	859.333	7.590.810
I. Olağanüstü Gelirler ve Karlar	13.417	0
1. Konusu Kalmayan Karşılıklar	0	0
2. Önceki Dönem Gelir ve Karları	13.417	0
3. Diğer Olağanüstü Gelirler ve Karlar	0	0
J. Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	(26.841)	0
1. Çalışmayan Kısım Giderleri ve Zararları (-)	0	0
2. Önceki Dönem Gider ve Zararları (-)	(26.841)	0
3. Diğer Olağanüstü Giderler ve Zararlar (-)	0	0
DÖNEM KARI (ZARARI)	845.909	7.590.810
K. Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	0	0
NET DÖNEM KARI (ZARARI)	845.909	7.590.810

Diğer GYO'ların aksine YKB Koray GYO'nun Dönen Varlıklarında bir önceki yılın aynı dönemine göre düşüş göze çarpmaktadır. Özellikle Menkul Kıymetler, Kısa Vadeli Alacaklar ve Alacak Senetleri gibi Dönen Varlık kalemlerinde azalma yaşayan şirketin portföyünü oluşturan kalemlerde de daralma sözkonusudur.

Kısa vadeli ticari borçlarında yaklaşık %30 oranında azalma görülmektedir. Bununla birlikte alınan sipariş avanslarının yeni dönemde uzun vadeli olarak yer alması portföyü oluşturan değerlere yönelik yatırım planlarının kısa dönemde başlamayacağını ifade etmektedir.

2002 yılında kârlılığını 7.590.810 milyon TL'den 845.909 milyon TL'ye düşüren YKB Koray GYO'da da, bilanço kârının esas faaliyetler sonucu değil, menkul kıymet satışı veya faiz gelirleri sonucu oluştuğu görülmektedir.



5.3 Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nın Ekonomiye Katkıları

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, henüz yeterince uygulama alanı bulamamış, ancak başarılı olma potansiyeli çok yüksek, ülkemiz insanının geleneksel seçimleri ile modern sermaye piyasası anlayışının çakıştığı bir sermaye piyasası kurumudur.⁹⁵

Bir yatırım aracı olarak, gayrimenkul ve menkul kıymet yatırımlarının en iyi özelliklerini birleştirerek, yatırımcıya bir yatırım portföyünde gayrimenkulün profesyonel biçimde yönetildiği pratik ve etkin araçlar sağlamaktadır.⁹⁶

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, küçük yatırımcıların, büyük ölçekli gayrimenkul yatırımlarına katılabilmelerini sağlayan araçlardır. Yatırımcılardan toplanan paralar bir havuz şeklinde getirilerek gayrimenkullere ve ipoteklere yatırım yapılmaktadır. Borsa ve borsa dışı piyasalarda işlem gören hisse senetleri ile sağladıkları finansmanla büyük gayrimenkul yatırımlarına girme imkanı bulmaktadırlar.

GYO'nun sağladıkları makro faydaları şu şekilde sıralayabiliriz:⁹⁷

Gayrimenkul sektörünün harekete geçirilmesinin, pek çok durumda, tasarruf oranlarını, bütçe açıklarını, enflasyonu, faiz oranlarını, emek piyasalarını, emek üretkenliğini, diğer sektörlerdeki yatırımları ve hatta ödemeler dengesini etkileyerek, tüm ekonominin performansını etkilediği bilinen bir gerçektir.⁹⁸

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları etkin kullanıldığı takdirde, gayrimenkul projelerinin finansmanı, küçük tasarrufluların katılımının sağlanması, gayrimenkullerin likit hale getirilmesi açısından sektöre önemli bir katkı sağladıkları görülmektedir.

Gayrimenkul sektörünün ekonomik ve sosyal etkilerinin gerçekleşmesinde , devlet, mahalli idareler ve özel sektör işbirliği ile:⁹⁹

- Özelleştirme amacıyla

⁹⁵ SEZGİ, Önder; KOCATÜRK, Arzu: "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Olarak Sermaye Piyasası Kurulunca Hazırlanan Tebliğ Taslağı Hakkındaki Düşüncelerimiz", *Vergi Dünyası*, sayı:206, Ekim 1998, s.63

⁹⁶ AKÇAY, Belgin: "Türkiye'de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Değerlendirilmesi", *ActiveFinans*, Yıl:2, Sayı:11, Şubat-Mart 2000, s.44

⁹⁷ VARIŞ, Meral: "Türk Sermaye Piyasalarında GYO'lar; Piyasa Performansı Ve Gelişim Potansiyeli", *Finans Dünyası Özel Eki*, 21. yy'da Gayrimenkul Sektörü , Haziran 2000, s.33

⁹⁸ AKÇAY, Belgin: "Türkiye'de Gayrimenkul Yatırım ...", a.g.e, s.50

⁹⁹ AKÇAY, Belgin: "Türkiye'de Gayrimenkul Yatırım ...", a.g.e, s.50

- Kamuya ait arsa ve arazilerin geliştirilmesi ve değerlendirilmesi amacıyla
- Tabiat ve kültür varlıklarının korunmasına kaynak yaratmak amacıyla
- Gecekondu dokusunun yenilenmesi amacıyla
- Konut finansman sistemi oluşturmak amacıyla

GYO'nı bir araç olarak kullanabilir.

Gayrimenkul yatırımlarının ekonomiye kazandırılabilmesi, buna uygun yatırım araçlarının geliştirilmesi ve görevleri tanımlanmış mali kurumların sermaye piyasasında yer alması ile mümkün olacaktır.¹⁰⁰

GYO'lar, büyük ölçekli gayrimenkul projelerinde finansmanına kaynak sağlarlar. Olağan şartlarda bu tür bir projeyi gerçekleştirmeyi hedefleyen bir şirketin tüm finansman yükünü üstlenmesi gerekir. Bu durum, çoğu kez kendi öz kaynakları yetersiz olan bir şirketler için kredi yoluyla finansman, bir başka ifade ile faiz yükü demektir. Ayrıca özkaynakları yeterli bile olsa, şirket için bir özkaynak maliyeti sözkonusudur. Halbuki bu tür projeler halktan gayrimenkul hisselerini almayı, doğrudan gayrimenkul yatırımına tercih etmektedirler. Kamu borçlanma ihtiyacının makul bir düzeye inip, sermaye piyasalarının gelişmesiyle GYO'lar gayrimenkul sektöründe daha önemli bir aktör konumuna gelecektir. Ülke ekonomisindeki kayıt dışılığın azalmasına paralel olarak, GYO'lara sağlanan vergisel avantajlar daha belirgin hale gelecek ve gayrimenkul finansmanındaki ağırlık GYO'lara kayacaktır.¹⁰¹

GYO'nun devletle ortak proje geliştirmeleri sözkonusu olursa ; GYO'nun girebileceği proje sayısı artacak, GYO sektörünün pazar payı büyüyecek, enflasyon ve faizlerin düşmesiyle sektördeki yatırımlar artacak ve böylelikle GYO'nun ekonomiye sağladıkları katkı artacaktır.

¹⁰⁰ KISA, Yaşar: "Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Ve Türkiye'deki Uygulaması", Maliye Dergisi, Maliye Bakanlığı Araştırma Planlama Ve Koordinasyon Kurulu Başkanlığı, Sayı 125, Mayıs-Ağustos 1997, s.115

¹⁰¹ CANSIZLAR, Doğan: "Gayrimenkul Finansmanındaki ağırlık GYO'lara Kayacak", Dünya Gazetesi, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Sayfası, 26 Mart 2001, s.17

5.4 Depremın Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Etkileri - Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarını Yapısal Sorunları

1999'da yaşadığımız Marmara ve Gölçük depremleri, gayrimenkul sektörünün herkes tarafından bilinen ve yıllardır konuşulan gerçeklerini çarpıcı bir biçimde ortaya çıkarmıştır. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, depremden, sadece sermaye piyasası aracı oluşuyla değil, değil aynı zamanda gayrimenkul tarafında oluşuyla ve sosyal boyutuyla da etkilenmiştir.

Gayrimenkul sektöründeki, depremle yaşanan krizin altında yatan gerçekler, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının önemini biraz daha ciddi boyutta kavramamıza neden olmuştur.

Bu gerçekler nelerdir?¹⁰²

Birincisi; Türkiye'de risk faktörünü ve risk faktörünü ölçmeyi, zemin etütlerini yaptırmayı geneliyle söylemek gerekirse herkes ve bütün sektörler, göz ardı etmiştir. İkinci gerçek, gayrimenkul sektöründe imarlı arsa üretiminin, planlı arsa üretiminin bugüne kadar yeterli ölçüde yapılamamasıdır. Bugünkü çarpık kentleşme ve gecekondulaşmanın altında yatan sebep, gerek Devlet sektörü gerekse özel sektörün imarlı arsa üretimi sağlayamamasından kaynaklanmıştır. Bunun sonucunda devlet arazileri üzerindeki katliam ve bugünkü yaşadığımız gerçek ortaya çıkmıştır. Üçüncüsü, riskler analiz edilmiş olsa ve imarlı arsa üretilmiş olsa dahi bu risklere ve imara göre yapılaşmayı kontrol edecek mekanizmaların yeterli olmayışdır. Yapılaşmanın kontrolü tamamen yerel yönetimlerin uzmanlığına bırakılmış olup, yetersizdir. Dördüncü gerçek, bu yapılaşmada bu şehirleşmede yeterli proje geliştirme sağlayacak kuruluşların, finansal şirketlerin olmayışdır. Bunun en büyük sebeplerinden biri ise, kurumsal yatırımcıların olmamasıdır. Kısıtlı imkanlarla gayrimenkul sektöründeki konut ve ticari gayrimenkul ihtiyacına cevap verilmeye çalışılmıştır, dolayısıyla kurumsal yatırımcı kimliği sektöre pek girmemiştir. Beşinci gerçek ise, bunlara paralel olarak sektörde genel anlamda uzun vadeli finansman kaynağı eksikliği oluşudur. Bu sadece gayrimenkul sektörüne özgü olmamakla birlikte, gayrimenkul sektörü, daha uzun vadeli ve likit olmayan yatırımlara yönelik olduğundan, sektörün talebini karşılayacak konut kredisi gibi enstrümanlar olmadığından ve sektöre proje geliştirecek üretim yapacak şirketleri

¹⁰² KODAL, Hakan: "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları", Seminer-Açılış-Tebliğ-Panel, İAV, İstanbul, 1999, s.s.18-19 Konuşmasından alınarak metin haline getirilmiştir.

destekleyecek uzun vadeli finansman kaynakları ve devlet fonu olmadığından, daha fazla ön plana çıkmaktadır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, sektörün hem gayrimenkul tarafına hem de finansman sağlama, uzun vadeli finansman enstrümanları yaratma tarafında ve sermaye piyasası aracı olarak sermayeyi tabana yayma tarafında olduğundan sektördeki sıkıntılara birkaç boyuttan hakim olmakla birlikte, gayrimenkul sektörünün yapısal sıkıntılarına tek başına çözüm getirememektedir.

Deprem bölgesinde GYO'nun ciddi rol oynaması tamamen bir fon meselesi olup, depremde yıkılan 80-100 bin evi kısa bir sürede yapmak, piyasadaki Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının tek başına başarabileceği bir iş olmayıp, uzun vadeli fonlar gerektirmektedir. Bu ise ancak krediler yoluyla yapılabilir. GYO'lar, deprem bölgesinde sınırlı bir rol oynayabilir. GYO'nun çok büyük işler yapacağını beklemek çok fazla iyimserlik olur.¹⁰³

Deprem sonrasında, GYO'ların portföylerinde yer alan sigortalı ve yüksek kaliteli gayrimenkullere olan talepte ve bu tarz gayrimenkullerin fiyatında artış gözlenmiştir. Ülkemizde gayrimenkul sektöründe yaşanan sıkıntı depremle birlikte bir kez daha ve acı bir biçimde ortaya çıkmıştır. Sektörün sıkıntılarına çözüm olarak düşünülen GYO'lar her ne kadar bir finansman kaynağı olsa da mevcut sorunları aşmada tek başına yeterli olması düşünülemez.

¹⁰³ YAVRUCU, Ayhan: "GMYO: Ucuz Konut Büyük Kar", Alarko Haftalık Bülten, 24-30 Kasım 1999'daki röportajından alınmıştır.

SONUÇ

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, gayrimenkullere finansman sağlayan, yatırımcıların sermayelerini bir araya getirerek büyük çaplı gayrimenkul yatırımlarını gerçekleştiren anonim şirketlerdir. Menkul kıymet yatırımları ve gayrimenkul yatırımlarını optimal noktada birleştirerek yatırımcılara profesyonel biçimde yönetilen etkin bir portföy sunmaktadırlar.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının ortaya çıkışı oldukça eskiye kadar uzansa da, ülkemizdeki geçmişi oldukça kısadır.1990'lerde finans sistemimize giren Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının bu kısa süre içerisinde gösterdiği gelişim, cazip bir yatırım alternatifi olmasından, uzun dönemde enflasyonun üzerinde getiri sağlamasından ve devletin sağladığı vergisel teşviklerden kaynaklanmaktadır. Gelişmiş ülkelerde ölü yatırım olarak adlandırılan gayrimenkul yatırımının ülkemizde yatırım alternatifleri arasında ilk sırada yer aldığı düşünülürse, fon transferini sağlayacak sistemlerin uygulamaya geçmemiş olması, sektörün sağlayacağı finansman imkanlarından yoksun kalmamıza neden olmaktadır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, başta ABD'de olmak üzere birçok gelişmiş ülkede finansal sistem içinde önemli bir yer tutmakta, yatırımcıların yoğun talebiyle karşılaşmaktadır. Finansal sisteme sağladığı en önemli katkı, gayrimenkulleri menkul hale getirerek sisteme dahil etmesi, el değişebilirliğini sağlamasıdır. Büyük alışveriş merkezleri, iş merkezleri ve yerleşim siteleri, GYO'ları sayesinde likit hale dönüşmektedir.

GYO'nun faaliyetleri, SPK'nın sürekli kontrolü altında olduğundan, oldukça şeffaf kurumlardır. Ancak bu şeffaflık zaman zaman GYO'nun aleyhine sonuçlanabilmektedir. Örneğin GYO'nun ödemekle yükümlü oldukları KDV ve diğer alım-satım, harç vergileri, gerçek değerler üzerinden gösterilmekte, inşaat firmaları ve gayrimenkul alanında faaliyette bulunan diğer firmalar ise, gösterdikleri düşük değerler üzerinden vergi ödemektedir. Bunun sonucunda GYO'ları aleyhine bir haksız kazanç durumu oluşmaktadır.

Sermaye piyasalarının köklü bir geçmişe dayanmadığı ülkemizde buna bağlı olarak gayrimenkul yatırımlarında karşımıza çıkan engel de finansman kaynağı olmaktadır. Gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak amacıyla kurulmuş olan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, henüz yeni yeni gelişmekte olsa da, finansman sıkıntısını çözmeye oldukça başarılı bir yöntem olarak görülmektedir.

Ancak İMKB’de işlem gören GYO’nın bilanço ve gelir tablolarına bakılacak olursa, faaliyet karından çok diğer faaliyetlerden gelir ve karlarının dikkat çektiği, menkul kıymet kazancı elde ettikleri görülmektedir. Bu durumun ekonomide 1999’da yaşadığımız krize bağlı olduğu varsayılarak, GYO’nın ana faaliyet kollarında çalışarak yeni projeler üretmeleri beklenmektedir.

Sağlanan vergi teşvikleri, GYO’larına önemli avantajlar getirmekle birlikte, KDV’de herhangi bir tavan veya sınırlama olmaması, daha önce de belirttiğimiz gibi GYO’na büyük bir yük oluşturmaktadır.

GYO’larının halka arzında, net aktif değeri esas alınmakta, portföy değerinin tespitinde ise projelerin tamamlanmamış değerinin kullanılması, soruna yol açmaktadır.

Ülkemizde faaliyet gösterecek GYO’nın, birden fazla girişimci grubun katkısıyla kurulması beklenmektedir.

Çalışmamızda Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ile ilgili tespitlerimiz, ülke ekonomisine gerek finans gerek gayrimenkul, gerekse diğer sektörler açısından oldukça büyük katkılar sağlayacak bu kurumların katkılarının geri dönüşlerini alabilmek için öncelikle finansal piyasaların gelişmesi bunun yanısıra henüz başlangıç aşamasında sayabileceğimiz sektörün sorunlarına çözüm önerileri sunulması gerekliliğidir.

KAYNAKLAR

Kitaplar

- AKÇAY, Belgin: “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları”, İktisat İşletme Ve Finans, 1999
- ALP, Dr. Ali: İpotek Kredileri ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Yoluyla Türk Konut Finansman Sorununun Çözümünde Bir Model Önerisi, Ankara, SPK Yayınları, Yayın No. 51, Pelin Ofset, 1996
- BRUEGGEMAN, William B.; FISHER, Jeffrey D.: Real Estate Finance And Investments, Irwin , McGraw-Hill, Tenth Edition, 1997
- ÇANAKÇI, Ekrem: “Yatırım Ortaklıkları -1996”; Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No 100; Eylül 1997
- ÇOLAK, A. Ender – ALICI Aşkın: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları A’dan Z’ye, Ankara, SPK Yayınları, Yayın No:136, TŞOF Plaka Matbaacılık, 2001
- ERTAŞ, Vahdettin – TUNCEL, Kürşat – TEKER, Bahadır:Yatırım Fonları Türkiye Uygulaması, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No: 103, Ekim 1997;
- GARRIGAN, R.T.;PARSONS, J.F.C: Real Estate Investment Trusts, Structure , Analysis and Strategy, McGraw-Hill, 1997
- GÖKÇE, Gamze: Gayrimenkul Yatırım Fonları, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Gayrimenkul Sertifikaları Ve Hazine Taşınmaz Mallarının Bu Yollarla Değerlendirilmesi; T.C.Maliye Bakanlığı Milli Emlak Genel Müdürlüğü; Ankara; 1998
- GÜRSOY, Kemal Tahir: Mukayeseli Hukukda, Özellikle Türk ve İsviçre Hukuklarında Yatırım Fonları, Ankara, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Yayın No:125, Sevinç Matbaası, 1977
- KARADAĞ, Nihat:Tüketici Finansmanı Şirketlerinin Varlığa Dayalı Menkul Kıymet İhracı, Ankara, SPK Yayınları, Yayın No:84, Tisamat Basım San., 1997
- ÖCAL Nurcan: Türkiye’de Menkul Kıymetleştirme Uygulaması, Etkileri, Sorunlar ve Çözüm Önerileri, Ankara, SPK Yayınları, Yayın No:106, Tisamat Basım San., 1997
- TEKER, Murat Bahadır: Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı, Ankara, SPK Yayınları, Yayın No. 43, Pelin Ofset, 1996

- TEVFİK, Dr. Gürman: Dünyada ve Türkiye’de Yatırım Fonları Teori ve Uygulama, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları; 1995
- TUNCEL, Kürşat: Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Türkiye Uygulaması, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No:105; Kasım 1997
- ULUDAĞ, İlhan: Konut Üretiminde Bölgesel Koşullara Uygun Alternatif Finansman Sistem ve Teknikleri, İstanbul Ticaret Odası , Yayın No: 1997-48, Kasım 1997;

Dergiler

- AKÇAY, Belgin: “Konut Finansman Sistemleri ve Türkiye’deki Uygulamanın Değerlendirilmesi”; Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Aralık 1993, Sayı:12
- AKÇAY, Belgin: “Yeni Konut Finansman Modelleri”, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Haziran 1998, Sayı:6
- AKÇAY, Belgin: “Türkiye’de Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarının Değerlendirilmesi”; Active Finans Bankacılık ve Finans Dergisi, Yıl 2 Şubat-Mart 2000, Sayı 11
- ALP, Ali: Gayrimenkul Değerlemesine Genel Bir Bakış: Oturma Amaçlı Konutların Değerlemesi, Active Finans Bankacılık ve Finans Dergisi, Yıl 2, Haziran Temmuz 2000
- BOYRAZ, Cemal: “Gayrimenkullerin Menkulleştirilmesi Yöntemiyle Konut Finansmanının Sağlanması”, Bankacılar Dergisi, Sayı 22, Eylül 1997
- CHAMBERS, Nurgül R.: “Yasal Düzenlemelerde Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Uygulamadaki Durum”, Mükellefin Dergisi, Ocak 1999, Sayı:73
- GÖKÇE, Gamze: “GYO ve Kamu Taşınmaz Mallarının Değerlendirilmesi”, T.C.Maliye Bakanlığı Maliye Dergisi, Eylül-Aralık 1999, Sayı:132
- GÜRDERE, Metin: “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları”, Yaklaşım Dergisi, Ağustos 1998
- KISA, Yaşar:” Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Ve Türkiye’deki Uygulaması” Maliye Dergisi Mayıs-Ağustos 1997
- KODAL, Hakan: “GYO’da Halka Açılma ve Portföy Oluşumu”,Yaklaşım Dergisi, Ağustos 1998
- SEZGİ, Önder - KOCATÜRK Arzu: “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları’na İlişkin Olarak Sermaye Piyasası Kurulunca Hazırlanan Tebliğ Taslağı Hakkındaki Düşüncelerimiz”, Vergi Dünyası, Ekim 1998, Sayı: 206

- TUNCEL, Kürşat:“Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları”, Yaklaşım Dergisi, Ağustos 1998;
- UÇAK, Cemalettin: “ Bir Konut Finansman Yöntemi Olarak İpotek Piyasaları” Vergi Dünyası, Ekim 1999, Sayı: 218

Diğer

- Alarko Haftalık Bülten, 24.-30. Kasım 1999
- Dünya Gazetesi, 26 Mart 2001,
- e-gayrimenkul.net
- Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Semineri; İktisadi Araştırmalar Vakfı; İstanbul 1999;
- www.global.com.tr
- GYODER; Finans Dünyası Dergisi Eki; “21.Yüzyılda Gayrimenkul Sektörü”; Haziran 2000;
- GYODER, http://www.gyoder.org.tr/turkce/frm_index/main.html
- GYODER Yayını; “40 Soruda Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları” Kitapçığı;
- www.imkb.gov.tr
- CİMİT, İclal: “Gayrimenkullerin Menkulleştirilmesi ve Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir İnceleme”, Marmara Üni. SBE Doktora Tezi, 2000
- www.spk.gov.tr
- ÖZDOĞAN Mehmet: “Yatırım Fonlarında Portföy Yönetimi Teknik ve Stratejileri”, YTÜ SBE Yük.Lisans Tezi, 1998
- Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğleri, Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Seri: VI, No: 9
- Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğleri, Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Seri: VI, No:10
- Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğleri, Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Seri:VI, No:14
- Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğleri, Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Yapılmasına Tebliğ, Seri: VII, No: 18

- TELOĞLU, Ömer Faruk;" Gayrimenkul Mevzuatı Ve Gayrimenkul Değerlendirmesi İle Gayrimenkulün Piyasa Değerinin Belirlenmesinde Yeni Bir Yapısal Düzenleme Olarak Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları"; İ.Ü. İşletme Fakültesi, Doktora Tezi,1997
- UZAY, Tülin: "Sermaye Piyasasında Yatırım Fonları ve Yatırım Ortaklıklarının Yeni Düzeni Üzerine Bir İnceleme", YTÜ SBE Yüksek Lisans Tezi, 1993



ÖZGEÇMİŞ

Doğum Tarihi	12.02.1977	
Doğum Yeri	İstanbul	
Lise	1991 – 1994	Bakırköy Yahya Kemal Beyatlı Lisesi
Lisans	1994 – 1998	YTÜ Fen-Edebiyat Fakültesi İstatistik Bölümü
Yüksek Lisans	1998 – 2002	Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Yönetimi Anabilim Dalı

Çalıştığı Kurumlar

2001

Türkiye İş Bankası